

ECONOMISCH TIJDSCHRIFT



Mei 1996

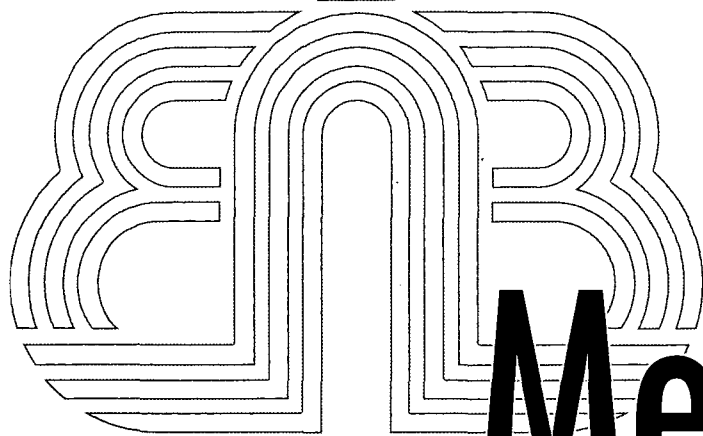
Jaargang 2

Nationale Bank van België



ECONOMISCH TIJDSCHRIFT

Nationale Bank van België



**Mei 1996**

---

**Jaargang 2**



**INHOUD**

<b>BETALINGSBALANS VAN DE BLEU IN 1995 .....</b>	<b>5</b>
<b>NETTO EXTERNE POSITIE VAN BELGIE VAN 1981 TOT 1994 .....</b>	<b>37</b>
<b>OMVANG EN STRUCTUUR VAN DE VALUTAMARKT IN BELGIE .....</b>	<b>55</b>
<b>MEDEDELINGEN .....</b>	<b>73</b>

# BETALINGSBALANS VAN DE BLEU IN 1995

## DEEL 1 : EEN NIEUWE PRESENTATIE VAN DE BETALINGSBALANS

### 1. INLEIDING

België heeft een zeer open economie. Voor de politieke, economische en monetaire overheden is een duidelijk inzicht in de transacties met het buitenland dan ook van primordiaal belang. De betalingsbalans, die alle economische transacties — zowel reële als financiële — tussen ingezetenen en niet-ingezetenen weergeeft, is derhalve een waardevol analyse-instrument voor de beleidsmakers. Aangezien België en Luxemburg samen een economische unie vormen, en Luxemburg zijn munt met de Belgische frank heeft geassocieerd, wordt voor de BLEU, de Belgisch-Luxemburgse Economische Unie, een gezamenlijke betalingsbalans opgemaakt.

Sedert 1948 stelde de Bank die betalingsbalans op aan de hand van de gegevens die het Belgisch-Luxemburgs Wisselinstituut (BLWI) verzamelde in het kader van het toezicht dat die instelling uitoefende op de naleving van de wisselreglementering. Doordat de laatste bepalingen van die reglementering zijn geschrapt, is de oorspronkelijke grondslag voor de rapportering, aan het BLWI, van de betalingen met het buitenland weggefallen. Om die reden werd de taakomschrijving van dat instituut door de wet van 2 januari 1991 aangepast, zodat het nu een statistische opdracht vervult, namelijk het verzamelen en verwerken van de gegevens die benodigd zijn voor het opstellen van de betalingsbalans. Aangezien de in deze context aan het gegevensverzamelingsstelsel gestelde eisen minder zwaar zijn dan die in het kader van de deviezencontrole, kon de rapporteringslast voor de betrokken partijen aanzienlijk worden verlicht. Een en ander resulteerde in een nieuw rapporteringssysteem dat op 1 januari 1995 van kracht werd. Die gelegenheid werd aangegrepen om de methodologische richtlijnen van de in 1993 verschenen vijfde editie van het betalingsbalanshandboek van het Internationaal Monetair Fonds

(IMF) in toepassing te brengen, althans voor zover daartoe het vereiste statistische materiaal voorhanden was. Ten opzichte van de van 1977 daterende vierde editie bevat de nieuwe uitgave heel wat wijzigingen in de betalingsbalansmethodologie. De belangrijkste vernieuwingen worden verderop toegelicht.

### 2. HET NIEUWE RAPPORTERINGSSYSTEEM

De voor de opstelling van de betalingsbalans van de BLEU benodigde gegevens worden door het BLWI verzameld via een zogeheten gesloten rapporteringssysteem, dat wil zeggen door middel van sluitende opgaven van posities, enerzijds, en de transacties die de wijzigingen in deze posities verantwoorden, anderzijds.

Het rapporteringssysteem berust op twee pijlers: de financiële instellingen en de ondernemingen. De ingezeten financiële instellingen melden alle transacties die hun externe monetaire positie beïnvloeden. Deze laatste grootheid is het verschil tussen hun vorderingen en verplichtingen op rekeningen, per valuta, voor ten hoogste één jaar tegenover niet-ingezetenen, zowel in franken als in vreemde valuta's. Voor elke transactie afzonderlijk worden een aantal kenmerken meegedeeld die het mogelijk moeten maken ze op de juiste manier in de betalingsbalans in te schrijven. Het betreft meer bepaald de datum waarop de transactie plaatsvond, de gebruikte valuta, het in die valuta uitgedrukte bedrag, de richting (debet of credit) en de aard (op basis van gestandaardiseerde transactiecodes)<sup>1</sup> van de transactie en, ten slotte, de landcode van de niet-ingezeten tegenpartij. Voor transacties van meer dan 1 miljoen fr. dient daarenboven de ingezeten tegenpartij te worden geïdentificeerd<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> Transacties ten belope van minder dan 350.000 fr. mogen gezamenlijk worden gerapporteerd zonder opgave van de aard van de transactie; zij worden achteraf, aan de hand van verdeelsleutels, door de Bank verdeeld over de verschillende rubrieken van de betalingsbalans.

<sup>2</sup> Althans voor zover het betalingen in het kader van professionele activiteiten betreft.



Het systeem van de sluitende opgave waarborgt in principe dat alle transacties die via ingezeten kredietinstellingen worden betaald, worden opgetekend.

Ingezetene ondernemingen van hun kant dienen rechtstreeks aan het BLWI alle professionele operaties mee te delen die worden afgehandeld via niet-ingezeten financiële instellingen, of rechtstreeks — bijv. door schuldcompensatie — met niet-ingezeten ondernemingen. Daarbij moeten alle transacties gedetailleerd worden gerapporteerd, ongeacht hun omvang.

De gerapporteerde operaties betreffen steeds effectieve betalingen. Aggregatie ervan resulteert dan ook in een betalingsbalans op kasbasis. De economische analyse behoeft echter een betalingsbalans op transactiebasis, dat wil zeggen een balans die de transacties registreert op het ogenblik dat zij worden uitgevoerd. Teneinde een dergelijke balans te kunnen opstellen, wordt maandelijks bij een staal van tweeduizend ondernemingen een enquête gehouden naar het verloop van de handelsvorderingen en -schulden met betrekking tot goederenverkeer, loonwerk en driehoekshandel. Een toename van de handelsvorderingen op het buitenland tijdens een bepaalde maand betekent dat de waarde van de uitvoertransacties in de beschouwde maand hoger lag dan die van de ontvangen betalingen voor export van goederen. Het bedrag waarmee de handelsvorderingen zijn toegenomen, wordt derhalve toegevoegd aan de op kasbasis geregistreerde exportontvangsten, wat de export op transactiebasis oplevert. De tegenpost van die creditinschrijving bevindt zich in het financiële verkeer, namelijk als een debet in de rubriek handelskredieten, wat wijst op een toename van de handelskredieten aan het buitenland. In geval van een vermindering van de handelsvorderingen gelden de tegengestelde boekingen. Wijzigingen in de handelsschulden worden op analoge wijze aan de invoerzijde geboekt.

Doordat de resultaten van de enquête betreffende de handelsvorderingen en -schulden vrijwel gelijktijdig met de kasgegevens worden verkregen, is de betalingsbalans op transactiebasis nu veel vroeger beschikbaar dan voorheen. Er zij aan herinnerd dat vóór 1995 de transactiegegevens hoofdzakelijk tot stand kwamen door herklassering van de betalingen naar fac-

tuurdatum. Aangezien die methode slechts kon worden toegepast als de betalingen daadwerkelijk plaats hadden gevonden — gelet op de gebruikelijke betalingstermijnen was dat dikwijls verscheidene maanden na de eigenlijke transactie —, leidde zij tot aanzienlijke vertragingen in de publikatie van de betalingsbalans op transactiebasis.

Al bij al is het rapporteringssysteem dat ten grondslag ligt aan de opstelling van de BLEU-betalingsbalans principieel vrij volledig, aangezien alle kanalen waarlangs transacties met het buitenland worden geregeld, in aanmerking worden genomen. De versoepeling van de rapporteringsvereisten voor bedragen onder de 350.000 fr. impliceert uiteraard een minder grote nauwkeurigheid, maar dat zou niet opwegen tegen de baten van de ermee gepaard gaande verlichting van de rapporteringslast voor de banken en de ondernemingen. Desalniettemin vertoont het rapporteringssysteem, omdat het gebaseerd is op de rapportering van betalingen, enkele lacunes. Zo worden de transacties die geen aanleiding geven tot financiële stromen — bijv. ruilhandel, schuldkwijtschelding of herinvestering van winsten — niet opgenomen. Om dergelijke lacunes aan te vullen, moet een beroep worden gedaan op externe bronnen. Het feit dat deze vooralsnog niet steeds voorhanden zijn, verklaart — zoals verderop zal worden uiteengezet — waarom tot op heden nog niet alle methodologische principes van het IMF konden worden toegepast.

### **3. DRIJFVEER EN REIKWIJDTE VAN DE BELANGRIJKSTE METHODOLOGISCHE WIJZIGINGEN IN DE VIJFDE EDITIE VAN HET BETALINGSBALANSHANDBOEK**

Een van de beweegredenen voor de publikatie van een nieuw betalingsbalanshandboek was het streven naar harmonisatie met het Systeem van Nationale Rekeningen, dat eveneens in 1993 werd aangepast<sup>1</sup>. De betalingsbalans vormt immers de rekening buitenland van de nationale rekeningen, zodat coherentie tussen de methodologische concepten van beide statisti-

<sup>1</sup> Commission of the European Communities, IMF, OECD, United Nations and Worldbank, *System of National Accounts*, 1993.

TABEL 1 – VOORSTELLING VAN DE BETALINGSBALANS VÓÓR EN NA HET VIJFDE IMF-BETALINGSBALANSHANDBOEK

Betalingsbalans volgens de vierde editie van het IMF-betalingsbalanshandboek	Betalingsbalans volgens de vijfde editie van het IMF-betalingsbalanshandboek
<p><b>LOPENDE REKENING</b></p> <p>Goederen Diensten en inkomens</p> <p>Overdrachten Particuliere overdrachten Overheidsoverdrachten</p> <p><b>KAPITAALREKENING</b></p>	<p><b>LOPENDE REKENING</b></p> <p>Goederen Diensten Inkomens Lopende overdrachten Particuliere overdrachten Overheidsoverdrachten</p> <p><b>KAPITAAL- EN FINANCIËLE REKENING</b></p> <p><b>Kapitaalrekening</b></p> <p>Kapitaaloverdrachten Particuliere overdrachten Overheidsoverdrachten</p> <p>Niet-financiële niet-geproduceerde vaste activa</p> <p><b>Financiële rekening</b></p>

sche stelsels noodzakelijk is. Die harmonisatie komt vooral tot uiting in de nieuwe inhoud van de lopende rekening, in de afzonderlijke optekening van de inkomens en in de verschuiving van bepaalde operaties tussen goederen en diensten.

Teneinde het saldo van de lopende rekening van de betalingsbalans in overeenstemming te brengen met zijn tegenhanger in het Systeem van Nationale Rekeningen, namelijk het verschil tussen het nationale sparen en de nationale investeringen, worden de kapitaaloverdrachten uit het lopende verkeer afgezonderd en in een afzonderlijke kapitaalrekening opgenomen. Ook de verhandeling van royalties en licenties wordt voortaan in de kapitaalrekening geboekt in de rubriek niet-financiële niet-geproduceerde vaste activa, en niet langer in het dienstenverkeer. De kapitaalrekening staat voortaan los van de financiële rekening, waarin de mutaties van de tegoeden en verplichtingen tegenover het buitenland worden opgetekend.

Om het aparte karakter van de inkomens beter tot uiting te laten komen, worden deze laatste in de betalingsbalans voortaan in een afzonderlijke rubriek opgenomen, en niet meer als een onderdeel van het dienstenverkeer. Ook die verandering staat in het teken van de harmonisatie met de nationale rekeningen, waar de in-

komens verdiend in of betaald aan het buitenland het verschil uitmaken tussen het bruto binnenlands produkt (BBP) en het bruto nationaal produkt (BNP). Voor de opbrengsten uit beleggingen en investeringen schrijft het nieuwe betalingsbalanshandboek, net als het Systeem van Nationale Rekeningen, bovendien het zogeheten periodetoerekeningsprincipe (« accrued interest principle ») voor. Dit principe houdt in dat de verlopen interesten geboekt dienen te worden, ongeacht of zij betaald werden of niet. Volgens dat principe moet bij « zero-coupon »-leningen het verschil tussen de uitgifteprijs en de nominale waarde als interest worden geboekt. Een analoge behandeling is vereist indien effecten boven of beneden pari worden verhandeld.

Net als in het Systeem van Nationale Rekeningen worden de rubrieken « Herstellingen aan goederen » en « Goederen gekocht in havens » voortaan bij het goederenverkeer opgetekend, terwijl zij voorheen bij het dienstenverkeer waren ondergebracht. Hetzelfde geldt voor het loonwerk.

Een tweede aanleiding tot de publikatie van het nieuwe betalingsbalanshandboek was de introductie van de netto externe positie, waarin alle op een bepaald ogenblik uitstaande financiële tegoeden en verplichtingen tegenover het buitenland tot uiting komen. Het IMF-handboek



legt voortaan een duidelijk verband tussen de methodologische concepten van de betalingsbalans en die van de netto externe positie en onderscheidt derhalve in de wijzigingen in die positie de transacties, die in de betalingsbalans worden geboekt, en de waarderingsverschillen, herklasseringen of andere aanpassingen, die niet in de betalingsbalans voorkomen. Een gevolg van dit onderscheid is dat wijzigingen in de gouden deviezenreserves die toe te schrijven zijn aan de monetisatie of demonetisatie van goud of aan de toekenning van SDR's<sup>1</sup> niet langer in de betalingsbalans hoeven te worden opgetekend. Dit artikel blijft beperkt tot de methodologische wijzigingen in verband met de betalingsbalans, terwijl de netto externe positie behandeld wordt in het artikel dat volgt.

Een derde belangrijk motief voor de editie van een nieuw betalingsbalanshandboek was de noodzaak om de methodologische voorschriften aan te passen aan de gewijzigde economische omstandigheden. Sedert de editie van het vorige handboek, in 1977, ontwikkelden vooral de internationaal verhandelde diensten en de financiële operaties zich zodanig snel, zowel kwantitatief als kwalitatief, dat de oude betalingsbalansconcepten achterhaald waren.

Het nieuwe handboek schrijft dan ook een gedetailleerder opsplitsing van het dienstenverkeer voor, introduceert een aantal nieuwe rubrieken — vooral in het vlak van communicatie, informatie, berichtgeving en audiovisuele diensten — en verfijnt in een aantal gevallen de definities van reeds bestaande rubrieken. Die verfijning was het meest opvallend voor de verzekeringsdiensten. Terwijl voorheen alle ontvangsten en uitgaven met betrekking tot verzekeringen bij het dienstenverkeer werden opgetekend, wordt in die rubriek nu nog enkel het (geraamde) deel van de ontvangen en betaalde verzekeringspremies geboekt dat geacht wordt de dienstverlening te vertegenwoordigen. Het overige deel van de premies, alsmede de ontvangen en betaalde schadeloosstellingen of vergoedingen, worden hetzij in de lopende overdrachten, hetzij — in het geval van de levensverzekering

gen — in de financiële rekening, meer bepaald bij de overige investeringen, opgetekend.

Ook de vroegere kapitaalrekening — voortaan financiële rekening genaamd — is aangepast, zowel wat haar dekkingsveld als wat haar structuur betreft. De nieuwe classificatie van de financiële transacties steunt op vier criteria. Vooreerst worden de transacties opgesplitst volgens hun functionele aard: directe investeringen, portefeuillebeleggingen, andere investeringen en reserve-activa. Vervolgens wordt een onderscheid gemaakt naargelang het om tegoeden of verplichtingen gaat. Daarna volgt een verdere opdeling volgens het type instrument, waarna ten slotte de bij de transactie betrokken ingezeten sector (de kredietinstellingen, de monetaire autoriteiten, de overheid en de andere sectoren) en in sommige gevallen de oorspronkelijke looptijd van het bewuste instrument als criteria worden gebruikt.

Vooraf in het vlak van de portefeuillebeleggingen was de noodzaak tot vernieuwing het grootst. De introductie van nieuwe rubrieken voor geldmarktinstrumenten en voor afgeleide producten zijn daar de meest sprekende voorbeelden van.

#### **4. GEVOLGEN VOOR DE BETALINGSBALANS VAN DE BLEU**

In 1993 reeds, meer bepaald naar aanleiding van de publikatie van het jaarverslag over dat jaar, nam de Bank het initiatief om, binnen de grenzen van het op dat ogenblik beschikbare statistische materiaal, een aantal van de door het IMF voorgeschreven richtlijnen toe te passen. Vanaf dat jaar werd de driehoekshandel bij het dienstenverkeer ondergebracht en vormden de inkomens een afzonderlijk onderdeel van de lopende rekening. Tevens werd in het kapitaalverkeer niet langer een onderscheid gemaakt tussen « transacties boven de lijn » en « transacties onder de lijn ».

De in dit artikel beschreven hervorming van het rapporteringssysteem maakte een nieuwe belangrijke vooruitgang in de richting van de IMF-methodologie mogelijk, vooral in het vlak van de meer gedetailleerde voorstelling van het dienstenverkeer, de preciezere definitie van de ver-

<sup>1</sup> SDR's zijn de Speciale Trekkingsrechten (« Special Drawing Rights ») van het IMF, en zijn reserve-activa die dat Fonds ex nihilo heeft gecreëerd en aan zijn leden heeft toegevoegd. De SDR's worden aangewend bij transacties tussen officiële monetaire instanties.



zekeringsdiensten, het afzonderlijk optekenen, in de kapitaalrekening, van de kapitaaloverdrachten en de verhandeling van royalties en licenties.

Bovendien werd van de gelegenheid gebruik gemaakt om de driehoekshandel nauwkeuriger te definiëren. In het verleden werden sommige in- en uitvoertransacties immers onrecht als driehoekshandel gerapporteerd en bijgevolg ook als dusdanig in de betalingsbalans geboekt. Ook is gebleken dat de oude ramingsmethode de met bankbiljetten betaalde invoer van goederen onderschatte. Dat was met name het geval voor de invoer van diamant. Sedert 1995 is ook dat verholpen. Ten slotte had de creatie van specifieke transactiecodes voor de afgeleide financiële producten tot gevolg dat transacties in dergelijke instrumenten voortaan geïdentificeerd en, zoals het IMF het voorschrijft, in de financiële rekening geboekt kunnen worden. Voorheen was het gebruikelijk die transacties bij de financiële diensten te rapporteren.

Een en ander veroorzaakte onvermijdelijk een breuk in de betalingsbalansstatistiek, zodat de in dit artikel gepubliceerde gegevens niet volledig vergelijkbaar zijn met die uit het verleden.

Wat de financiële rekening betreft, moest het nieuwe rapporteringssysteem er in principe ook voor zorgen dat de voorschriften van het IMF in hoge mate werden nageleefd. De verzameling van de gegevens ging in 1995 echter met heel wat moeilijkheden gepaard, wat aanzienlijke vergissingen en weglatingen veroorzaakte. Teneinde die statistische leemten zoveel mogelijk aan te vullen, werden voor dit artikel andere bronnen aangeboord. Daarbij werd getracht zo nauw mogelijk aan te sluiten bij de voorstelling die vroeger bij de analyse van het kapitaalverkeer werd gehanteerd. Dat neemt echter niet weg dat momenteel nog niet alle informatie beschikbaar is met betrekking tot de structuur, per instrument, van de tegoeden en verplichtingen van de ingezetenen tegenover het buitenland. Evenmin beantwoordt de presentatie van de financiële rekening aan de ter zake geldende IMF-voorschriften.

Ook als al die problemen bij de gegevensverzameling voor de financiële rekening opgelost zullen zijn, zal de betalingsbalans van de BLEU nog op een aantal punten afwijken van de methodologie van het IMF. De belangrijkste afwij-

kingen, die in de toekomst stapsgewijze zullen worden weggewerkt, worden hieronder opgesomd.

Het goederenverkeer wordt in de huidige stand van zaken niet « fob-fob » (« free on board ») geëvalueerd, zoals het IMF dat voorschrijft. De « fob »-evaluatie meet de waarde van de goederen op het ogenblik dat ze het exporterende land verlaten, terwijl de na het overschrijden van de grens gemaakte kosten inzake transport en verzekering in het dienstenverkeer moeten worden geboekt. Het goederenverkeer wordt momenteel echter op gemengde basis geëvalueerd (« fob », « cif<sup>1</sup> », « ex works<sup>2</sup> », ...) afhankelijk van de contractuele overeenkomsten tussen de ingezeten importeurs (exporteurs) en hun buitenlandse leveranciers (cliënten). Bovendien wordt een onderdeel van het goederenverkeer, namelijk het loonwerk, nog steeds op nettobasis opgetekend: alleen de waarde van het loonwerk zelf wordt geregistreerd en niet de volle waarde van het goederenverkeer dat vóór en na het loonwerk plaatsvindt, zoals wordt voorgeschreven.

Wat de opbrengsten uit beleggingen en investeringen betreft, doet de toepassing van het periodoeterekeningsprincipe praktische problemen rijzen omdat in vele gevallen niet alle informatie voorhanden is om de verlopen interesten te ramen. In de huidige versie van de betalingsbalans worden de inkomens derhalve nog in belangrijke mate opgetekend wanneer er een geldstroom plaatsgrijpt en niet op het ogenblik waarop zij verworven of verschuldigd zijn. Het beschikbaar worden van de statistiek over de netto externe positie moet het mogelijk maken om in de nabije toekomst nauwer aan te sluiten bij de periodoeterekening. Toch wordt in de huidige betalingsbalans reeds rekening gehouden met het interestgedeelte dat vervat zit in de terugbetaling van op discountbasis uitgegeven geldmarktinstrumenten van de Belgische overheid. Ook worden de voor rekening van niet-ingezetenen gekapitaliseerde inkomens bij instel-

<sup>1</sup> Een « cif »-waardering (« cost, insurance and freight ») omvat de waarde van de goederen op de plaats van bestemming (bij de importeur), dus inclusief alle kosten van transport en verzekering.

<sup>2</sup> De « ex works »-waardering geeft de waarde van de goederen weer bij het verlaten van de fabriek, dus exclusief alle kosten van transport en verzekering.

lingen voor collectieve belegging toegerekend aan de niet-ingezetenen rechthebbenden. De winsten van directe investeringen die ingezetenen in het buitenland of niet-ingezetenen in de BLEU herinvesteren, zullen daarentegen pas worden opgetekend als de daartoe vereiste informatie, via een enquête over de directe investeringen, beschikbaar zal zijn.

## DEEL 2 : DE BETALINGSBALANS VAN DE BLEU IN 1995

### 1. LOPENDE REKENING

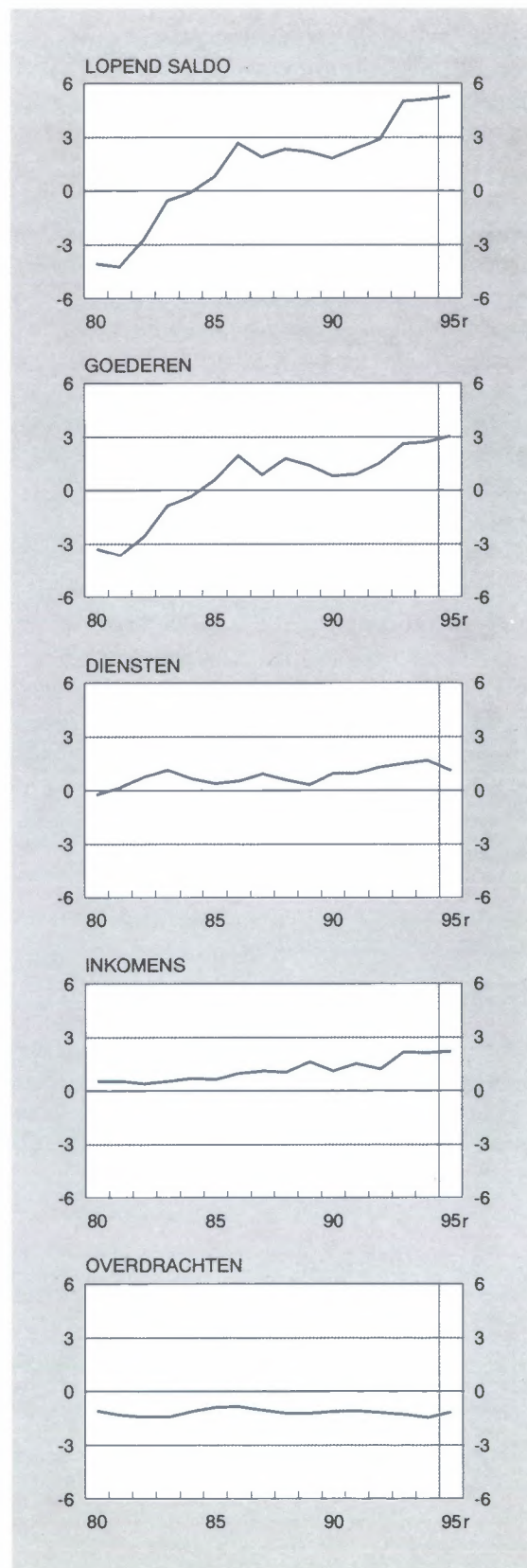
Hoewel de introductie van de nieuwe methodologie het lopende saldo in 1995 neerwaarts beïnvloedde<sup>1</sup>, steeg het opnieuw uit boven het surplus van 1994; het bedroeg immers 445 miljard fr. of 5,3 pct. van het BBP van de BLEU. Sinds het begin van de jaren tachtig vertoont het lopende saldo van de BLEU een positieve tendens, die vooral de beweging van het goederensaldo weerspiegelt. Sinds het begin van de jaren negentig vindt het lopende surplus evenwel ook steun in een vergroting van het dienstenoverschot, een ontwikkeling die in dit artikel verder zal worden toegelicht. Bij het terug opduiken van de surplussen op de lopende rekening sinds het midden van de jaren tachtig ging ook het inkomenoverschot in de hoogte. De overdrachten daarentegen, die veelal inkomensgebonden zijn, bleven in procenten van het BBP vrij stabiel.

Sedert 1985 boekt de Belgisch-Luxemburgse Economische Unie aldus een duurzaam en omvangrijk overschot op de lopende rekening. Economisch gezien, betekent dit surplus dat de BLEU voor het handhaven van haar levensstandaard geen beroep moet doen op buitenlands krediet: het beschikbare inkomen van de Unie ligt hoger dan haar bestedingen. Met andere woorden, het ecart tussen het beschikbare inkomen en de consumptieve bestedingen, dat overeenstemt met de besparingen, gaat de investeringen te boven. Het daaruit voortvloeiende financieringsoverschot voor het geheel van de BLEU is ten dele toe te schrijven aan Luxemburg, waar het vooral het resultaat is van de ruime besparingen van de vennootschappen, on-

<sup>1</sup> Met hoeveel het lopende surplus werd gedrukt, is niet nauwkeurig vast te stellen. Bepaalde wijzigingen zijn cijferbaar, zoals de eliminatie van de kapitaaloverdrachten (6 miljard fr.), de wijziging in de boekingsregels voor verzekeringsdiensten (7 miljard fr.) of de aanpassing voor de invoer van diamant (12 miljard fr.); andere kunnen dan weer niet worden gemeten, zoals de verplaatsing van de premies voor afgeleide financiële producten naar het financiële verkeer.

GRAFIEK 1 — LOPEND SALDO VAN DE BLEU EN DE COMPONENTEN ERVAN<sup>1</sup>

(procenten van het BBP van de BLEU)



Bron : NBB.

<sup>1</sup> Wijzigingen in de methodologie hebben in 1995 breuken in de tijdreeksen teweeggebracht.



der meer van die uit de financiële sector<sup>1</sup>. Het lopende overschot van de BLEU houdt evenwel in hoge mate verband met het Belgische financieringsvermogen; hoe dit laatste samenhangt met het spaar- en investeringsgedrag van de economie is reeds aangetoond in het jaarverslag van de Bank over 1995. Een belangrijke vaststelling daarbij was dat de investeringsquote van de particuliere sector zich in vergelijking met de drie buurlanden — Duitsland, Frankrijk en Nederland, dat zijn de landen waarmee België de nauwste economische banden heeft, en waarmee het dezelfde doelstellingen van monetaire stabiliteit deelt, waardoor die landen als een geldige referentiebasis kunnen dienen — op een gemiddeld niveau bevond. Hoewel voor extra werkgelegenheid méér investeringen zeker welkom zouden zijn, kan men dus niet spreken van een onderinvestering.

Uit de positie van de lopende rekening blijkt dus vooral de hogere spaarneiging van de particuliere sector. In 1995 lag die duidelijk boven het gemiddelde peil van dezelfde referentiezone. Hoewel de hoge spaarquote in België in 1995 geschraagd werd door de heersende onzekerheid, onder meer omtrent het werkgelegenheidsverloop, moet zij toch in een ruimer perspectief als een structureel sociologisch gegeven worden gezien.

Een analyse in termen van sparen en investeren is evenwel een ex post benadering die weinig zegt over de factoren die vanuit een dynamisch oogpunt de spaar- en investeringsbeslissingen van de binnenlandse sectoren hebben beïnvloed. De ontwikkeling van de concurrentiekracht van de Belgische ondernemingen is ongetwijfeld een van de factoren die daarbij een

belangrijke rol spelen. Een lopend surplus is op zichzelf niet voldoende om te stellen dat de concurrentiekracht van de ingezeten bedrijven bevredigend is. Om inzicht te verwerven in de relatie tussen de concurrentiekracht en de ontwikkeling van het lopende saldo moeten een reeks andere economische grootheden in aanmerking worden genomen, met name de economische groei, de ruilvoetontwikkeling en haar oorzaken en de relatieve ontwikkeling van de binnenlandse vraag in de BLEU en in het buitenland. Beide soorten analyses vullen elkaar dus nuttig aan. In het jaarverslag van de Bank over 1994 en ook in dit artikel, voor zover het statistische materiaal dat althans mogelijk maakt, wordt de lopende rekening vanuit dit laatste oogpunt toegelicht.

TABEL 2 — LOPENDE REKENING VAN DE BLEU IN 1995

(miljarden franken)

	Ontvangsten	Uitgaven	Saldo
Lopend verkeer .....	9.168	8.722	445
Goederen .....	4.654	4.394	260
Diensten .....	1.139	1.046	93
Vervoer .....	286	221	65
Reisverkeer .....	168	271	-103
Overige diensten geleverd door de particuliere sector .....	611	536	75
Niet elders inbegrepen overheidsdiensten .....	74	18	56
Inkomens .....	3.195	3.007	188
Arbeidsinkomens .....	114	50	64
Opbrengsten uit beleggingen en investeringen ..	3.081	2.957	124
Lopende overdrachten .....	179	275	-96
Overheidsoverdrachten ..	79	159	-80
Overdrachten van de andere sectoren .....	100	116	-16

Bron : NBB.

<sup>1</sup> De besparingen hangen nauw samen met de gereserveerde winsten van Luxemburgse filialen van buitenlandse banken. Volgens de IMF-methodologie zouden die winsten toegeerekend moeten worden aan de buitenlandse moedermaatschappijen. Daardoor zouden de uitgekeerde opbrengsten uit beleggingen en investeringen dus fictief verhoogd worden en zou het lopende saldo van de BLEU derhalve met een zelfde bedrag verminderd worden. De in de nationale rekeningen opgetekende besparingen van de Luxemburgse vennootschappen zouden dienovereenkomstig verkleinen. Een soortgelijke correctie zou moeten worden uitgevoerd in het lopende saldo van de betalingsbalans en in de nationale rekeningen van België. Die correctie zou voor België, gelet op de nettoverplichtingen in de directe investeringen, het lopende saldo vermoedelijk eveneens neerwaarts beïnvloeden. Hoe groot die invloed zou zijn, valt echter op grond van het thans beschikbare statistische materiaal vooralsnog niet uit te maken.

## 1.1 Goederenverkeer

### Samenstelling van de goederenrekening

De uitvoer en invoer in het algemene goederenverkeer maken het grootste deel van de goederenhandel uit, zodat zij het verloop ervan bepalen : zij liggen aldus ten grondslag aan de



aanhoudende vergroting, tijdens de jaren negentig, van het overschot in het goederenverkeer.

Het goederenverkeer omvat daarnaast ook andere transactiecategorieën met als belangrijkste het loonwerk, aangezien dit in aanzienlijke mate en op regelmatige wijze bijdraagt aan het handelsoverschot van de Unie. Net als tijdens de voorgaande jaren liet het loonwerk in 1995 een netto-overschot van om en nabij 75 miljard fr. optekenen, of bijna 1 pct. van het BBP. Het betreft, aan de ontvangstenzijde, de verdeling van goederen die tijdelijk — dus zonder eigendomsoverdracht tussen ingezetenen en niet-ingezetenen — in de BLEU worden ingevoerd voor rekening van niet-ingezetenen, en vervolgens opnieuw worden uitgevoerd; in het geval van de BLEU houdt die activiteit hoofdzakelijk verband met in België gevestigde auto-assemblagebedrijven. Aan de uitgavenzijde betreft het de veredeling van goederen die voor rekening van ingezetenen tijdelijk worden uitgevoerd en vervolgens weer worden ingevoerd.

Volgens de IMF-methodologie moet in principe de totale waarde van zowel de uitvoer (invoer) als de wederinvoer (wederuitvoer) van de goederen worden opgetekend. In de betalingsbalans van de BLEU wordt echter alleen de toegevoegde waarde geregistreerd. Die verschillende aanpak verklaart mede waarom het niveau van de handelstromen in de betalingsbalans minder hoog is dan in de statistieken van de buitenlandse handel. Zo registreerde men in 1995 in die statistieken een bedrag van 299 miljard fr., of 6 pct. van de totale exportwaarde, als uitvoer van goederen die bestemd waren om veredeling te ondergaan in het buitenland of als wederuitvoer van goederen die in de BLEU het voorwerp waren geweest van maakloonwerk. Het overeenkomstige cijfer aan de invoerzijde bedroeg 217 miljard fr., of 4,8 pct. van de totale invoerwaarde.

Dat verschil in methodologie verklaart ook waarom het saldo van het loonwerk in de betalingsbalans over het algemeen stabiel is dan in de buitenlandse handel. Het eerste dekt immers alleen de lokale produktiekosten, zodat het niet wordt beïnvloed door voorraadwijzigingen in de voor loonwerk bestemde goederen. Het wordt evenmin beïnvloed door eventuele fouten in de waardering van de goederen die vóór of

na loonveredeling de grens overschrijden. Voor de ondernemingen die in loonwerk actief zijn, is het immers soms moeilijk de waarde van de goederen vóór de loonveredeling in te schatten, omdat zij er geen eigenaar van worden.

De herstellingen van goederen omvatten, aan de ontvangstenzijde, de waarde van de door ingezetenen uitgevoerde werkzaamheden — met uitzondering van het onderhoud van informatiesystemen — aan roerende goederen die aan niet-ingezetenen toebehoren en, aan de uitgavenzijde, het omgekeerde. De desbetreffende stromen zijn niet zeer omvangrijk en genereren saldi van slechts enkele miljarden. Dat geldt ook voor de aan- en verkoop van brandstoffen en van goederen in havens en luchthavens. Beide rubrieken waren voorheen in het dienstenverkeer opgenomen.

TABEL 3 — INTERNATIONALE GOEDERENHANDEL VAN DE BLEU<sup>1</sup>

(miljarden franken)

	1991	1992	1993	1994	1995
<b>Goederen algemeen</b>					
Ontvangsten .....	3.659	3.752	3.654	3.962	4.513
Uitgaven .....	3.666	3.705	3.532	3.822	4.336
Saldo .....	-7	47	122	140	177
<b>Loonwerk (netto)</b>					
Ontvangsten .....	88	85	94	96	96
Uitgaven .....	12	15	19	17	23
Saldo .....	75	70	76	79	73
<b>Herstelling van goederen</b>					
Ontvangsten .....	8	7	7	7	8
Uitgaven .....	4	4	5	5	9
Saldo .....	4	4	2	2	-1
<b>Goederen gekocht in havens</b>					
Ontvangsten .....	10	10	8	11	19
Uitgaven .....	8	7	8	8	13
Saldo .....	2	3	...	3	6
<b>Niet-monetair goud</b>					
Ontvangsten .....	35	24	32	19	18
Uitgaven .....	39	28	27	16	13
Saldo .....	-4	-4	5	4	5
<b>Totale goederenhandel</b>					
Ontvangsten .....	3.800	3.878	3.795	4.095	4.654
Uitgaven .....	3.729	3.759	3.591	3.868	4.394
Saldo .....	71	120	204	228	260

Bron: NBB.

<sup>1</sup> De verschillende rubrieken van de goederenhandel in 1995 zijn niet geheel vergelijkbaar met die voor 1994 wegens de reeds vermelde breuken in de reeksen.

De uitvoer en invoer van niet-monetair goud omvat alle goudtransacties, behalve die in het goud dat de monetaire autoriteiten als de-veezenreserve aanhouden. Naast de aan- en verkoop van industrieel goud betreft het hoofdzakelijk transacties van Luxemburgse banken.

### Ontwikkeling naar waarde in 1995

De goederenhandel van de BLEU met het buitenland op transactiebasis nam, net als de wereldhandel, in de loop van 1995 naar waarde toe en liet een overschot van 260 miljard fr. optekenen. De aanzienlijke groei — met zowat 14 pct. — van de handel naar waarde in 1995 wordt evenwel geflatteerd door een wijziging in de methodologie. Dankzij de nieuwe statistische methode kunnen hier immers de transacties

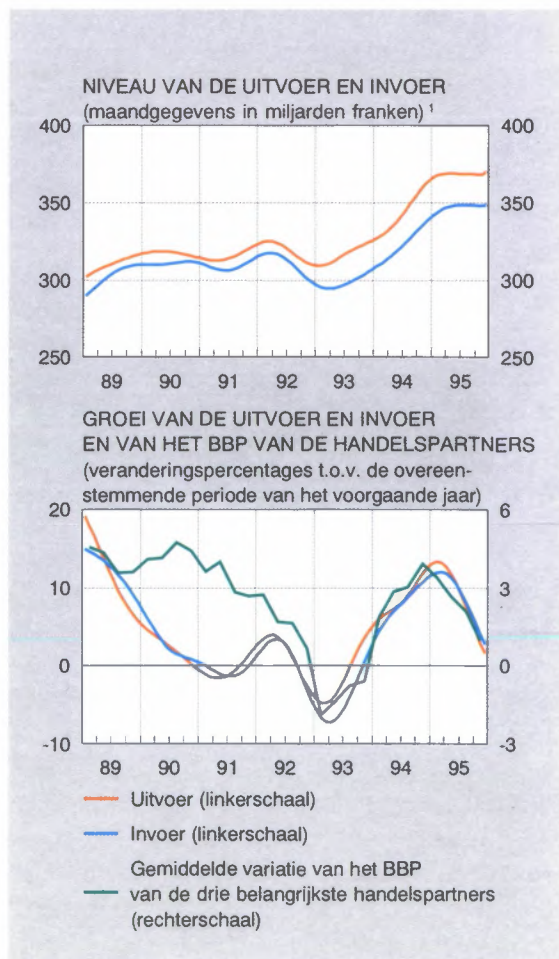
worden opgenomen die de banken en de ondernemingen voorheen verkeerdelijk als driehoekshandel rapporteerden en die netto in het dienstenverkeer werden opgetekend. Wordt met die factor geen rekening gehouden, dan bedroeg de werkelijke waardestijging van de in- en uitvoer als geheel naar raming respectievelijk 8,6 en 9 pct.

De groei van de BLEU-handel, als jaargemiddelde, verhult dat het groeipatroon in de loop van het jaar sterk is gewijzigd. De handel, die sedert begin 1993 duidelijk in de hoogte ging ten gevolge van het conjunctuurherstel in Europa, en in het bijzonder in de drie buurlanden, leek in de lente van 1995 een plafond te bereiken. In een klimaat van algemene conjunctuurverzwakking in Europa bleven immers nieuwe ondersteunende factoren uit. Aangezien 53 pct. van de BLEU-export in de buurlanden — Duitsland, Nederland en Frankrijk — afzet vindt, had hij in het bijzonder te lijden van de aanmerkelijke vertraging van de BBP-groei, die zich aldaar vanaf het eerste kwartaal van 1995 aftekende. Die vertraging viel zelfs ietwat scherper uit dan in de Europese Unie als geheel, onder meer omdat de voorraden na hun zeer krachtige toename in 1994 werden afgebouwd, en omdat het vertrouwen van de consumenten slonk doordat tekenen van herstel op de arbeidsmarkt uitbleven. De krachtige groei ten opzichte van 1994 die aan het begin van het jaar werd opgetekend, was dus vooral het gevolg van het overloopeffect van 1994; in de loop van het jaar doofde dat effect echter geleidelijk uit.

Het beeld dat de statistieken van de buitenlandse handel betreffende 1995 van de uitvoer- en invoergroei geven, wijkt niet veel af van dat van de betalingsbalans. Die statistieken lenen zich evenwel beter voor een analyse van de handelsstromen, aangezien zij een preciezer onderscheid mogelijk maken tussen de aard van de producten en hun bestemming of oorsprong.

De uitvoer van ijzer en staal, non-ferrometalen en chemische producten nam bijzonder krachtig toe in 1995, vooral in de eerste jaarhelft. De groei van de export van machines en vervoermaterieel onderschreed daarentegen het gemiddelde. De export van wegvoertuigen waarin de BLEU relatief gespecialiseerd is, had af te rekenen met een zwakke Europese vraag naar auto's. De uitvoerwaarde van diamant stag-

GRAFIEK 2 — INTERNATIONALE GOEDERENHANDEL VAN DE BLEU NAAR WAARDE



Bronnen : BIB, NBB.

<sup>1</sup> Seizoengezuiverde en afgevlakte gegevens.

**TABEL 4 — INDELING VAN DE BUITENLANDSE HANDEL NAAR PRODUKT**

	Secies van de TCIH <sup>1</sup>	Ontwikkeling voor de BLEU in 1995 <sup>2</sup>	AANDEEL VAN ELKE CATEGORIE IN PROCENTEN VAN HET TOTAAL							
			IN 1987				IN 1995 <sup>3</sup>			
			BLEU	Duitsland	Frankrijk	Nederland	BLEU	Duitsland	Frankrijk	Nederland
<b>UITVOER</b>										
Totaal van de goederen .....	0 tot 9	<b>8,0</b>	<b>100</b>	100	100	100	<b>100</b>	100	100	100
waarvan :										
Levensmiddelen .....	0 en 1	<b>5,9</b>	<b>10</b>	5	15	21	<b>10</b>	5	14	19
Niet voor voeding bestemde grondstoffen .....	2 en 4	<b>12,9</b>	<b>3</b>	2	4	7	<b>3</b>	2	3	7
Energie .....	3	<b>-3,7</b>	<b>3</b>	1	2	10	<b>3</b>	1	2	7
Fabrikaten .....	5 tot 9	<b>8,5</b>	<b>84</b>	92	78	62	<b>85</b>	92	80	67
waarvan :										
Machines en vervoermaterieel	7	<b>5,2</b>	<b>27</b>	49	36	21	<b>27</b>	49	39	25
waarvan : voertuigen .....	78	<b>1,1</b>	<b>15</b>	18	12	3	<b>15</b>	16	11	4
Chemische producten .....	5	<b>14,1</b>	<b>13</b>	13	14	18	<b>18</b>	14	14	19
Andere fabrikaten .....	6+8+9	<b>8,4</b>	<b>44</b>	31	29	23	<b>39</b>	30	26	23
waarvan : ijzer en staal ...	67	<b>15,5</b>	<b>7</b>	4	5	2	<b>6</b>	3	4	3
non-ferrometalen	68	<b>15,9</b>	<b>3</b>	2	2	2	<b>3</b>	2	2	2
diamanten .....	667.2	<b>1,0</b>	<b>6</b>	...	...	...	<b>6</b>	...	...	...
<b>INVOER</b>										
Totaal van de goederen .....	0 tot 9	<b>6,8</b>	<b>100</b>	100	100	100	<b>100</b>	100	100	100
waarvan :										
Levensmiddelen .....	0 en 1	<b>5,5</b>	<b>10</b>	11	11	13	<b>10</b>	9	11	12
Niet voor voeding bestemde grondstoffen .....	2 en 4	<b>7,2</b>	<b>7</b>	6	5	6	<b>6</b>	5	4	6
Energie .....	3	<b>-3,4</b>	<b>9</b>	10	11	11	<b>6</b>	7	8	8
Fabrikaten .....	5 tot 9	<b>7,8</b>	<b>74</b>	73	74	70	<b>78</b>	80	78	74
waarvan :										
Machines en vervoermaterieel	7	<b>9,1</b>	<b>30</b>	28	32	29	<b>26</b>	34	35	31
waarvan : voertuigen .....	78	<b>10,6</b>	<b>9</b>	7	9	7	<b>11</b>	10	10	8
Chemische producten .....	5	<b>14,3</b>	<b>11</b>	9	11	11	<b>14</b>	10	12	14
Andere fabrikaten .....	6+8+9	<b>4,7</b>	<b>33</b>	35	32	31	<b>38</b>	36	30	28
waarvan : ijzer en staal ...	67	<b>18,4</b>	<b>3</b>	3	3	3	<b>3</b>	4	3	3
non-ferrometalen	68	<b>14,6</b>	<b>2</b>	2	2	1	<b>2</b>	3	2	2
diamanten .....	667.2	<b>1,0</b>	<b>6</b>	...	...	...	<b>7</b>	...	...	...

Bronnen : OESO, nationale statistische bureaus, NBB.

<sup>1</sup> Type-Classificatie voor de Internationale Handel.

<sup>2</sup> Verandering, in procenten, tussen 1994 en 1995 van de gegevens naar waarde.

<sup>3</sup> Gemiddelde van 1995 voor de BLEU, van de eerste acht maanden voor Duitsland en Nederland, en van 1994 voor Frankrijk.

neerde en die van energie liep zelfs terug, onder meer wegens de depreciatie van de dollar ten opzichte van de frank.

De invoer en de uitvoer vertoonden een parallele ontwikkeling, onder meer omdat de Belgische economie toegespitst is op transformatie-activiteiten. De exportwaarde wordt immers gerealiseerd met een input aan ingevoerde goederen die ongeveer 50 pct. van de uitvoerwaarde bedraagt. Het is dus normaal dat de conjuncturele schommelingen in de uitvoer zich

weerspiegelen in de invoer. Het parallellisme tussen invoer en uitvoer wordt ook nog in de hand gewerkt doordat de conjunctuurimpuls in onze buurlanden via hun handel met de BLEU op de BLEU overslaan. Doorgaans zullen schommelingen in de binnenlandse vraag van die landen dan ook gepaard gaan met soortgelijke fluctuaties in de ontwikkeling van de binnenlandse vraag in de BLEU. Dit neemt echter niet weg dat er zich in de economische groei toch geringe verschillen kunnen voordoen, die hun stempel drukken op het respectieve voort-



schrijdingstempo van de invoer en de uitvoer, en aanleiding geven tot een op- of neerwaartse beweging van het goederensurplus, zoals verderop zal worden aangetoond.

### **Produkt- en geografische structuur**

De produktstructuur van de buitenlandse handel van de BLEU lijkt vrij stabiel te zijn in de tijd. De uitvoer bestond in 1995 voor 85 pct. uit produkten van de verwerkende nijverheid en voor zowat 10 pct. uit levensmiddelen. Het overblijvende deel is verdeeld over de niet-voedingsgrondstoffen en de energieprodukten. Die structuur verschilt nogal van die van de drie belangrijkste handelspartners van de BLEU, in tegenstelling tot wat men zou kunnen verwachten in het licht van de sterke integratie van die economieën en hun vergelijkbare graad van industriële ontwikkeling. Inzake de uitvoer van andere goederen dan fabrikaten, vertonen Frankrijk — waar die uitvoer goed is voor 20 pct. — en in nog grotere mate Nederland — meer dan 30 pct. — een sterke specialisatie, het eerste land in levensmiddelen en het tweede in diezelfde produkten en in energieprodukten. In Duitsland vertegenwoordigen die goederen daarentegen minder dan een tiende van de uitvoer.

Het aandeel van de uitvoer van produkten van de verwerkende nijverheid varieert dus fors van land tot land, wat ook geldt voor de verdeling over de verschillende produkten. Zo exporteert de BLEU aanzienlijk minder machines dan haar partnerlanden, maar van de vier partnerlanden is zij, na Duitsland, de grootste uitvoerder van voertuigen. De chemische produkten, die in 1987 in de uitvoer van de vier landen een vergelijkbare plaats innamen, zijn in de BLEU belangrijker geworden. Die ontwikkeling kan in verband worden gebracht met de vestiging, in de BLEU, van ondernemingen van Duitse oorsprong die wellicht werden aangetrokken door een soepeler milieuwetgeving. De specialisatie in de export van ferro- en non-ferro-produkten, een erfenis uit het verleden van de BLEU, blijft van haar kant zichtbaar, ook al is zij ten opzichte van 1987 licht verminderd. De diamanthandel, ten slotte, neemt in de buitenlandse handel van de BLEU met 6 pct. een niet onbelangrijke plaats in, maar levert in termen

van toegevoegde waarde slechts een beperkte bijdrage. Vergelijkt men dus de ontwikkeling van de totale export van de BLEU met die van de drie partners, dan moet men steeds rekening houden met het effect van die structuurverschillen, zowel op de volume-ontwikkeling als op de prijzen.

Anders dan bij de uitvoer, is het aandeel van de fabrikaten in de invoer van de BLEU in vergelijking met 1987 beduidend gestegen in de BLEU. Die ontwikkeling is deels terug te voeren op de trendmatige daling van de wereldmarktprijzen van grondstoffen ten opzichte van de prijzen van de produkten van de verwerkende nijverheid. Die daling speelde sterker bij de ingevoerde — doorgaans onbewerkte — basisprodukten, dan bij de uitgevoerde die meestal reeds een aantal bewerkingen hebben ondergaan. De invoerstructuur van de BLEU en van haar drie handelspartners is tevens heel wat gelijklopend, ook al zijn hun respectieve uitvoerspecialisaties er gedeeltelijk in terug te vinden, bijvoorbeeld chemische produkten, voertuigen en diamant voor de BLEU en levensmiddelen voor Nederland.

De gelijktijdige in- en uitvoer van soortgelijke produkten is overigens een almaar groeiend deel van de totale internationale handel gaan uitmaken. Uit berekeningen van de OESO<sup>1</sup> blijkt dat het belang van een dergelijke handel — in de economische literatuur ook wel aangeduid als « intra industry trade » — ook in de BLEU is toegenomen, trouwens in ongeveer dezelfde mate als in de drie buurlanden. Aan het bestaan van een dergelijke handel liggen twee fenomenen ten grondslag. Ten eerste wordt het gelijktijdig voorkomen van in- en uitvoer van soortgelijke produkten in de hand gewerkt door een doorgedreven produktdifferentiatie. Ten tweede zorgt de voortschrijdende fragmentering van produktieprocessen ervoor dat goederen ingevoerd worden en, na een beperkte transformatie te hebben ondergaan, vaak binnen dezelfde produktcategorie opnieuw worden uitgevoerd, of omgekeerd.

De handel van de BLEU is essentieel op de drie buurlanden gericht : 53 pct. van de ex-

<sup>1</sup> OESO, *The OECD Jobs study, evidence and explanations*, Paris, 1994.



**TABEL 5 — INDELING VAN DE BUITENLANDSE HANDEL NAAR LAND**

	Ontwikkeling voor de BLEU in 1995 <sup>1</sup>	AANDEEL VAN ELK LAND OF ELKE ZONE IN PROCENTEN VAN HET TOTAAL							
		IN 1987				IN 1995 <sup>2</sup>			
		BLEU	Duitsland	Frankrijk	Nederland	BLEU	Duitsland	Frankrijk	Nederland
<b>UITVOER</b>									
EU .....	8,1	77	62	63	75	75	58	63	79
waarvan : BLEU .....	—	—	7	9	14	—	7	9	13
Duitsland .....	10,7	20	—	17	26	22	—	18	30
Frankrijk .....	3,8	21	12	—	10	18	12	—	11
Nederland .....	8,7	15	9	5	—	13	7	7	—
Drie voornoemde handelspartners .....	7,7	55	28	31	50	53	26	33	53
Verenigd Koninkrijk .....	3,6	8	9	9	10	8	8	9	10
Italië .....	14,9	6	9	12	6	5	8	10	6
Spanje .....	5,7	2	3	5	2	3	3	7	3
Verenigde Staten .....	-14,7	5	10	7	4	4	8	6	4
Japan .....	18,6	1	2	2	1	1	3	2	1
Overige .....	13,0	16	26	28	20	19	33	29	16
waarvan : EVA <sup>3</sup> .....	0,4	3	8	5	3	2	7	4	3
Centraal- en Oost-Europa <sup>4</sup> .....	27,6	2	4	3	2	3	8	3	3
Centraal- en Zuid-Amerika .....	38,7	1	2	2	2	1	2	4	2
Zuidoost-Azië <sup>5</sup> .....	7,8	2	3	3	2	4	7	6	4
<b>INVOER</b>									
EU .....	6,0	76	63	64	68	76	55	64	62
waarvan : BLEU .....	—	—	8	9	15	—	7	6	11
Duitsland .....	10,1	24	—	20	27	21	—	19	22
Frankrijk .....	3,2	16	12	—	7	16	11	—	7
Nederland .....	2,7	17	12	6	—	18	8	5	—
Drie voornoemde handelspartners .....	5,6	57	31	35	48	54	26	30	40
Verenigd Koninkrijk .....	-0,8	8	8	7	8	9	6	8	9
Italië .....	5,6	4	9	12	4	4	9	10	3
Spanje .....	10,4	1	2	4	1	2	3	6	2
Verenigde Staten .....	19,6	5	8	7	7	6	7	8	9
Japan .....	9,6	3	5	4	3	3	6	4	4
Overige .....	6,1	17	25	25	22	16	33	25	26
waarvan : EVA <sup>3</sup> .....	-3,4	3	8	4	3	2	6	4	4
Centraal- en Oost-Europa <sup>4</sup> .....	17,1	2	3	3	3	2	13	3	3
Centraal- en Zuid-Amerika .....	10,4	1	2	2	2	2	2	2	4
Zuidoost-Azië <sup>5</sup> .....	0,8	2	5	4	4	3	8	6	11

Bronnen : OESO, nationale statistische bureaus, NBB.

<sup>1</sup> Verandering, in procenten, tussen 1994 en 1995 van de gegevens naar waarde.

<sup>2</sup> Gemiddelde van 1995 voor de BLEU, van de eerste acht maanden voor Duitsland en Nederland en van 1994 voor Frankrijk.

<sup>3</sup> Zwitserland, IJsland, Liechtenstein, Noorwegen.

<sup>4</sup> Albanië, Bosnië-Herzegovina, Bulgarije, Tsjechië, Estland, Kroatië, Hongarije, Litouwen, Letland, Polen, Roemenië, Slovenië, Slovakije, Klein-Joegoslavië, Macedonië, het Gemenebest van Onafhankelijke Staten.

<sup>5</sup> Hongkong, Zuid-Korea, Singapore, Taiwan, Maleisië, Filippijnen, Thailand, China, Indonesië.

port vindt zijn afzet in die landen, 55 pct. van de import is uit die landen afkomstig. Wil men die verwevenheid vergelijken met de situatie in onze buurlanden, dan moet worden nagegaan in welke mate hun handel plaatsvindt met de BLEU en met de beide andere BLEU-buurlanden. De aldus gedefinieerde verhouding ligt er heel wat lager : in Duitsland zijn de percentages aan beide zijden 26 pct., in Frankrijk respectie-

velijk 33 en 30 pct. Zelfs in Nederland is het belang van de geciteerde landen in de handel beduidend lager, althans wat de invoer betreft. Indien men voorts bedenkt dat de openheidsgraad van de BLEU-economie aanmerkelijk hoger is, dan is het duidelijk dat de BLEU veel gevoeliger is voor de economische ontwikkelingen bij zijn partners in deze kernzone dan de respectieve buurlanden.

De wijziging tussen 1987 en 1995 in het aandeel van de uitvoer naar en de invoer uit de EU-lidstaten die hun valuta's in belangrijke mate hebben gedeprecieerd — meer bepaald het Verenigd Koninkrijk, Italië en Spanje — was veeleer gering en week niet significant af van wat in de drie buurlanden ter zake werd vastgesteld. Ten slotte zij opgemerkt dat het aandeel van de uitvoer naar de snel groeiende markten van Centraal- en Oost-Europa en van Zuidoost-Azië tussen 1987 en 1995 in de BLEU toenam, maar dat het kleiner bleef dan bij de partners, in het bijzonder in vergelijking met Duitsland en Frankrijk.

### ***Ontwikkeling van de prijzen en van de volumes***

De prijsontwikkeling bij de invoer van de BLEU voor het geheel van levensmiddelen, industriële grondstoffen en energie — secties 0 tot 4 van de Type-Classificatie voor de Internationale Handel — sluit traditioneel vrij nauw aan bij die van de in franken omgerekende noteringen op de wereldmarkt. Zij is doorgaans echter minder uitgesproken, onder meer door het stabilisatiebeleid in het kader van de gemeenschappelijke landbouwpolitiek in de Europese Unie. De in dollar uitgedrukte grondstoffenprijzen worden vaak als minder afhankelijk van aanbodfactoren bestempeld, al kunnen, in het geval van de energieproducten, geopolitieke spanningen of, in het geval van voedingsgrondstoffen, tegenvallende oogsten een rol spelen. Die prijzen zijn daarentegen doorgaans gevoeliger voor schommelingen in de vraag, dat wil zeggen hoofdzakelijk voor de conjunctuur in de industrielanden. Dat verklaart waarom ze in de periode 1991-1993, een periode van groeivertraging, daalden en in 1994, toen de activiteit opnieuw aantrok, stegen.

De invoerprijzen van fabrikaten vertonen een soortgelijk conjunctuurprofiel als die van de basisproducten, maar het is duidelijk minder uitgesproken, aangezien in de prijsvorming de vergoeding van de overige inputs, vooral de lonen in de leverancierlanden, is inbegrepen. Ten slotte werken de veranderingen in de invoerprijzen van de handel als geheel sterk door in de uitvoerprijzen, des te meer omdat hun invoerinhoud in de BLEU aanmerkelijk is. De verschillen die blijven bestaan tussen de schommelingen

van de invoerprijzen en die van de uitvoerprijzen zijn het resultaat van de complexe wisselwerking van factoren zoals wisselkoerswijzigingen, de relatieve ontwikkeling van de binnenlandse kosten en de verschillen in de graad van price-makingship en in de indeling naar produkt van de invoer- en uitvoerstromen.

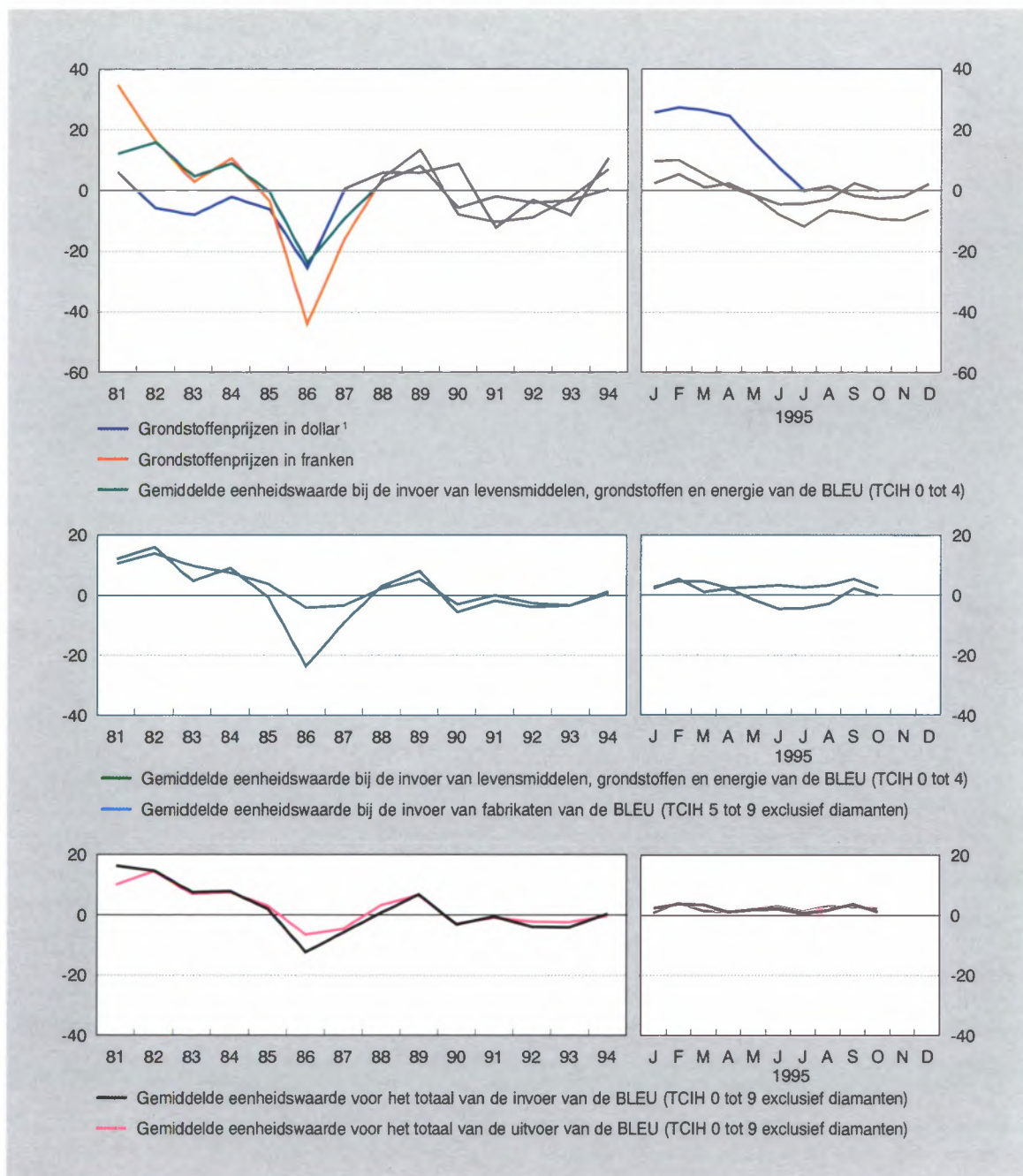
De voorgaande verklaring geldt ook voor het verloop van de prijzen van de buitenlandse handel ongerekend diamant in 1995. De in dollars uitgedrukte grondstoffenprijzen liepen in het eerste semester fors op. Zij zetten aldus de in 1994 begonnen beweging voort, waarbij de prijzen werden ondersteund door, enerzijds, een herstel van de vraag en, anderzijds, toevallige factoren, zoals ongunstige weersomstandigheden die het aanbod van bepaalde levensmiddelen, onder andere koffie, hadden beperkt. Die stijging werd evenwel voor een groot deel gecompenseerd door de appreciatie van de frank ten opzichte van de dollar. Toen het effect van die factoren daarna afzwakte, liepen zowel de in dollars als de in franken uitgedrukte prijzen terug tegenover de overeenstemmende periode van 1994. De verandering in de overige kosten, waaronder de loonkosten, was van haar kant van geringe omvang in de leverancierlanden en, meer nog, in de BLEU.

Alles samengenomen, bleven de uitvoer- en invoerprijzen in 1995 nagenoeg onveranderd. Ongerekend diamant, waren de prijswijzigingen echter iets meer uitgesproken — over heel 1995 stegen de uitvoerprijzen met 1,5 pct., de invoerprijzen met 1,3 pct. —, terwijl de prijs van diamant, wegens de depreciatie van de dollar, fors terugliep.

Gelet op de geringe prijsstijgingen is de groei van de uitvoer en de invoer in de betalingsbalans vooral toe te schrijven aan volumeontwikkelingen. Ongerekend een aantal bijzondere produktencategorieën, zoals diamant en niet-monetair goud, zou het uitvoervolume van goederen in 1995 met 8 pct. zijn toegenomen, terwijl de groei van het invoervolume 7,5 pct. zou hebben bedragen. Bekeken tegen de achtergrond van de structurele ontwikkelingen in de internationale handel, wekken dergelijke hoge groeicijfers niet echt verwondering, zelfs niet wanneer men er rekening mee houdt dat ze voorkwamen in een klimaat van conjuncturele neergang.

### GRAFIEK 3 – PRIJSONTWIKKELINGEN IN DE BUITENLANDSE HANDEL

(veranderingspercentages t.o.v. de overeenstemmende periode van het voorgaande jaar)



Bronnen : HWWA, NBB.

<sup>1</sup> Algemeen indexcijfer m.b.t. de grondstoffenprijzen van het Institut für Wirtschaftsforschung, Hamburg.

De wereldhandel in goederen heeft de jongste jaren immers een zeer forse expansie vertoond : tussen 1988 en 1995 groeide hij met gemiddeld 6,8 pct. per jaar. Na de conjuncturele inzinking in 1990-1993, werd voor 1994 en 1995 zelfs een groeigemiddelde van ruim 9 pct. genoteerd, wat naar historische maatstaven zeer hoog is. De groei van de wereldhandel was aldus, zowel voor het geheel van de periode

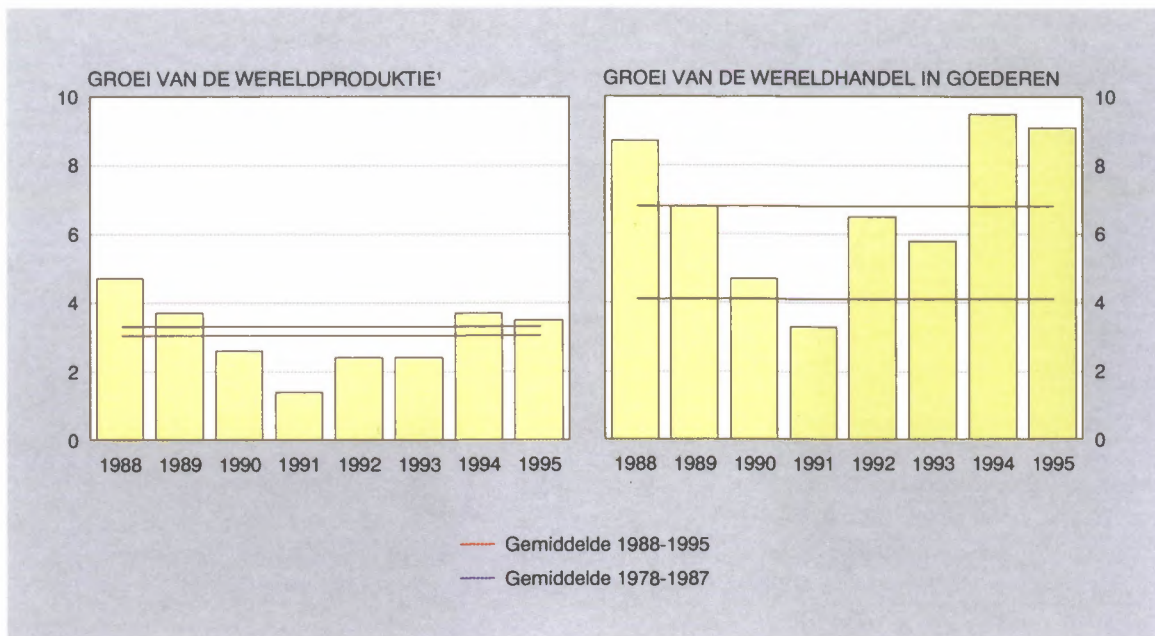
1988-1995 als voor elk jaar afzonderlijk, een veelvoud van de groei van de wereldproductie. Deze vaststellingen wijzen erop dat zich de jongste jaren een snel voortschrijdende wereldwijde economische integratie heeft voorgedaan.

Gedurende de periode 1978-1987 was het ecart tussen het verloop van de wereldhandel en dat van de wereldproductie, ofschoon even-



#### GRAFIEK 4 — WERELDPRODUKTIE EN WERELDHANDEL

(gegevens tegen vaste prijzen, veranderingspercentages t.o.v. het voorgaande jaar)



Bron : IMF.  
<sup>1</sup> Wereld-BBP.

eens positief, beduidend minder uitgesproken. Toch zouden, volgens de World Trade Organization (WTO)<sup>1</sup>, de recente vaststellingen ter zake eerder aansluiten bij dan wel afwijken van die uit het verleden. De hele naoorlogse periode werd immers gekenmerkt door een wereldhandel die beduidend sneller groeide dan de wereldproductie, een fenomeen dat precies aan het einde van de jaren zeventig en aan het begin van de jaren tachtig het minst uitgesproken was, vanwege de olieschokken en de naweeën ervan.

Het is belangrijk de draagwijdte van de snellere groei van de wereldhandel correct in te schatten. Het verschil in groei met de wereldproductie is immers in aanzienlijke mate toe te schrijven aan de wijze waarop beide grootheden worden gemeten : de wereldhandel wordt gemeten op basis van de brutoverkoop, de wereldproductie op basis van de toegevoegde waarde. Aldus bevat de wereldhandel heel wat dubbel tellingen die in de wereldproductie niet vervat zitten, omdat de uitvoer van een economie, naast de door deze economie gecreëerde

toegevoegde waarde, doorgaans ook een belangrijke ingevoerde component bevat. Een voorbeeld kan dit verduidelijken. Wanneer auto-onderdelen geëxporteerd worden van land A naar land B, waar die onderdelen geassembleerd worden tot auto's, die op hun beurt naar land C geëxporteerd worden, dan worden de bewuste onderdelen in de wereldhandel tweemaal in rekening gebracht : een eerste maal als een uitvoer van land A naar land B en een tweede maal omdat de waarde ervan deel uitmaakt van de uitvoer van auto's van land B naar land C. In de wereldproductie daarentegen worden die onderdelen slechts in de productie van land A in rekening gebracht.

Bijgevolg overschat de verhouding van de buitenlandse handel tot de productie het aandeel van de nationale toegevoegde waarde dat internationaal verhandeld wordt, zowel voor elke economie afzonderlijk als op wereldschaal. Zulks betekent ook dat er geen lineair verband kan gelegd worden tussen het verloop van de uitvoer aan de ene kant en dat van de toegevoegde waarde of de werkgelegenheid aan de andere kant. Wanneer het er echter op aankomt de omvang van de wereldwijde economische integratie te illustreren, vormt het meerdere

<sup>1</sup> World Trade Organization, *International Trade — trends and statistics*, Genève, 1995.



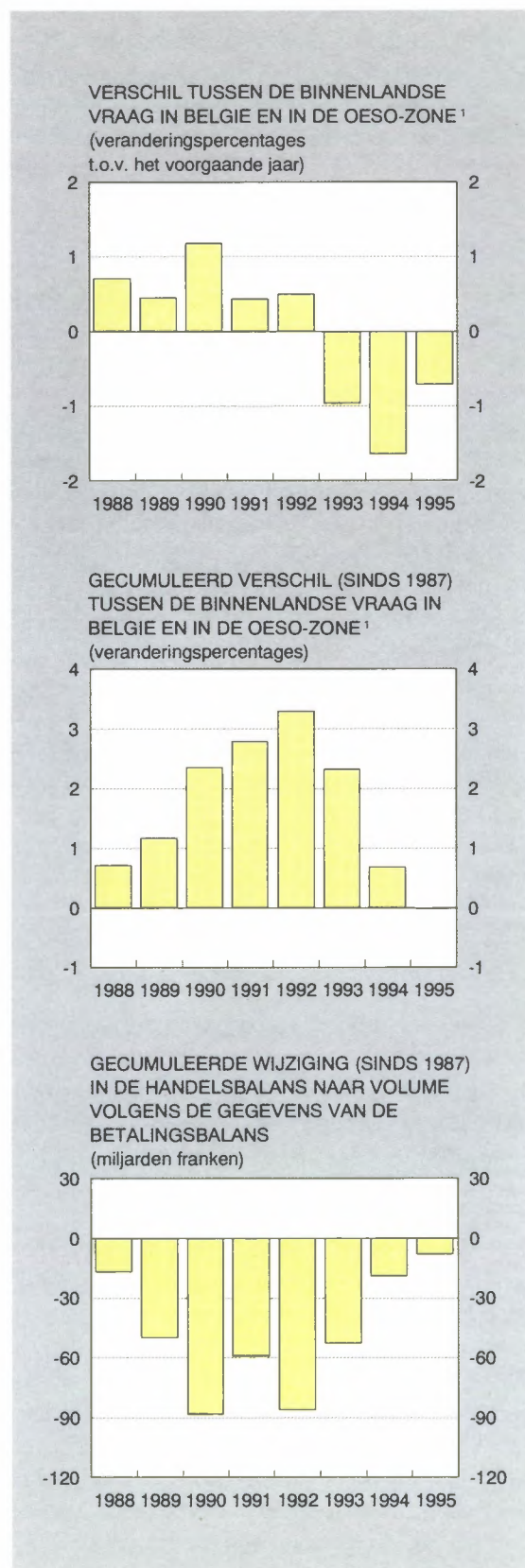
malen in rekening brengen van intermediaire inputs geen fundamenteel bezwaar. Het vestigt immers de aandacht op een wezenlijk aspect van de economische integratie, namelijk het feit dat productieprocessen steeds meer opgesplitst worden in verschillende stadia die in meerdere landen plaats kunnen vinden.

Een dergelijke fragmentatie van productieprocessen is tot stand kunnen komen omdat op beleidsvlak een klimaat werd geschapen dat internationale specialisatie in de hand werkte. De inspanningen die in het kader van de GATT geleverd werden om de handelsbarrières af te bouwen, het afsluiten van regionale integratieakkoorden — bijvoorbeeld de interne markt of de EVA in Europa, de NAFTA in Noord-Amerika —, alsook de recente ommekeer in economieën buiten de OESO-zone die voorheen sterk naar binnen waren georiënteerd, zijn evenveel voorbeelden van het ontstaan van dit open handelsklimaat. Het opheffen van de deviezencontroles en van de restricties op het kapitaalverkeer — meer in het bijzonder in het vlak van de directe investeringen — zorgden voor een verlengstuk in de financiële sfeer.

Ten slotte maakte de technologische vooruitgang in het vlak van telecommunicatie en transport het ontstaan mogelijk van bedrijven die wereldwijd actief zijn, terwijl terzelfder tijd door het opengaan van ruimere en concurrerende goederenmarkten schaalvoordelen konden worden benut. Precies dat benutten van schaalvoordelen staat, samen met andere aspecten van onvolkomen concurrentie, centraal in de « moderne » theorieën over de internationale handel<sup>1</sup> die, in tegenstelling tot de meer traditionele theorie over de comparatieve voordelen, empirisch vastgestelde fenomenen zoals de hierboven beschreven « intra industry trade » kunnen verklaren.

Tegen de achtergrond van deze structurele ontwikkelingen verdient het aanbeveling om, bij een analyse van de volume-ontwikkelingen in het goederenverkeer, tegelijkertijd het verloop van het uitvoervolume en dat van het invoervolume in aanmerking te nemen. In een dergelijke analyse staat het verloop van de dekkingsgraad naar volume centraal — dat is het verschil

GRAFIEK 5 — RELatieve Vraag EN Verloop Naar Volume VAN DE HandelsBALANS



Bronnen : OESO, NBB en INR (voor België).

<sup>1</sup> Gedefinieerd als de groeivoet van de binnenlandse vraag in België verminderd met de groeivoet van de binnenlandse vraag in de OESO-zone, waarbij voor deze laatste de binnenlandse vraag in elk van haar lidstaten werd gewogen met de exportstructuur van goederen van de BLEU.

<sup>1</sup> Zie onder meer Krugman, P.R., *Rethinking international trade*, MIT Press, Cambridge, 1994.

tussen het verloop van het uitvoervolume en dat van het invoervolume. Aldus worden tijdelijke of structurele afwijkingen van het op wereldschaal vastgestelde internationaliseringstempo geneutraliseerd, terwijl diezelfde verschillen, wanneer uitsluitend wordt stilgestaan bij het verloop van het uitvoervolume of invoervolume, aanleiding kunnen geven tot eenzijdige en in sommige gevallen zelfs foutieve conclusies.

In 1995 verbeterde de dekkinggraad naar volume van de BLEU voor het derde opeenvolgende jaar, nadat hij tussen 1987 en 1992 onafgebroken was verslechterd. Beide tegengestelde bewegingen houden in de eerste plaats verband met de relatieve vraagontwikkeling in de BLEU. Tussen 1987 en 1992 groeide de binnenlandse vraag in België sneller dan bij de handelspartners, zodat het invoervolume sneller steeg dan het uitvoervolume. Tijdens de periode 1993-1995 bleef de groei van de invoer daarentegen achter bij die van de uitvoer, omdat de binnenlandse vraag in de BLEU minder snel groeide dan bij de handelspartners. Over het geheel van de periode 1988-1995 zou er daarentegen geen vraagverschil zijn opgetekend, terwijl ook het uitvoervolume in nagenoeg dezelfde mate groeide als het invoervolume.

## 1.2 Dienstenverkeer

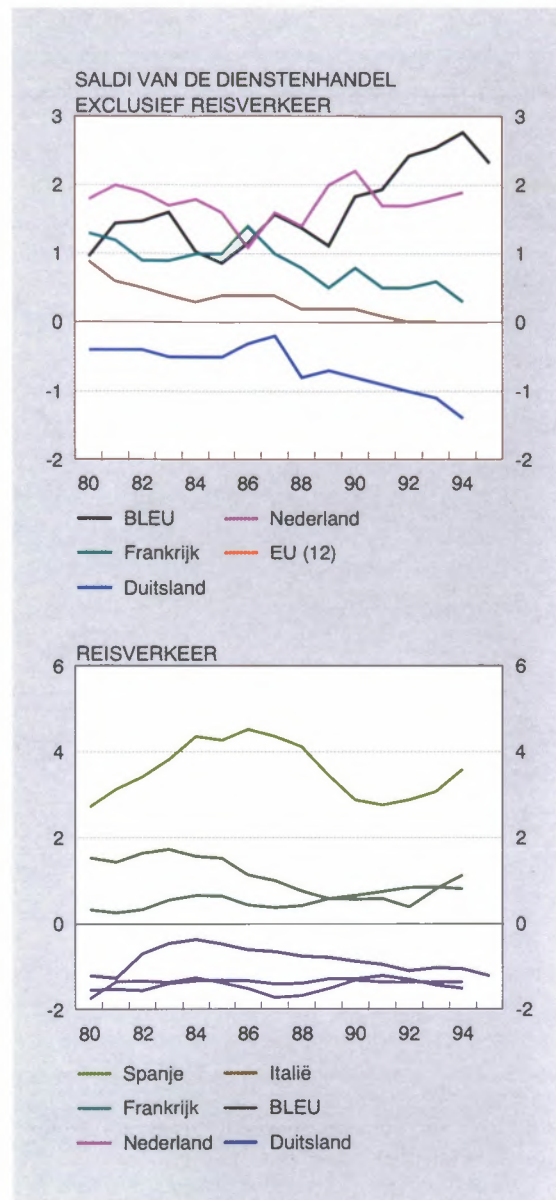
Sedert het begin van de jaren negentig heeft het overschot in de dienstenhandel van de BLEU met de rest van de wereld een steeds grotere bijdrage geleverd aan het lopende overschot; in 1995 bedroeg het 93 miljard fr., d.i. 1,1 pct. van het BBP.

Dat resultaat is nog aanmerkelijker als men geen rekening houdt met het reisverkeer, waarvoor de BLEU met comparatieve nadelen te kampen heeft. Het reisverkeer laat immers een tekort van zowat 1,2 pct. van het BBP optekenen, een percentage dat vergelijkbaar is met dat van landen die zich in een soortgelijke situatie bevinden, bijvoorbeeld Duitsland en Nederland. De overige diensten vertonen dan een surplus van 2,3 pct. van het BBP.

Ook in brutostromen gemeten, heeft het dienstenverkeer van de BLEU de jongste jaren een sterke ontwikkeling te zien gegeven, zodat

GRAFIEK 6 — INTERNATIONALE HANDEL IN DIENSTEN<sup>1</sup>

(saldi in procenten van het BBP)



Bronnen: Eurostat, nationale publikaties, NBB.

<sup>1</sup> Wijzigingen in de methodologie hebben in 1995 breuken in de tijdreeksen van de BLEU teweeggebracht.

het aandeel van de diensten in het totaal van het internationale goederen- en dienstenverkeer opgelopen is van 21 pct. in 1990 tot 25 pct. in 1994. Die terreinwinst van de diensten was zelfs ietwat sterker dan in de meeste andere landen. Verscheidene factoren hebben aan die groei bijgedragen, onder meer de ontwikkeling van Luxemburg als financieel centrum, de uitbreiding van de in de BLEU gevestigde Europese instellingen en de oprichting in België van coördinatiecentra, waarop hieronder nader wordt in-



TABEL 6 — AANDEEL VAN DE DIENSTEN IN DE INTERNATIONALE HANDEL EN IN DE TOEGEVOEGDE WAARDE

	1970 <sup>1</sup>	1980	1990	1994 <sup>2</sup>
<b>Dienstenverkeer in procenten van de handel in goederen en diensten</b>				
BLEU .....	19	18	21	25
Duitsland .....	20	20	16	17
Nederland .....	19	21	30	35
Frankrijk .....	22	21	21	23
Europese Unie <sup>3</sup> .....	22	21	21	23
Wereld .....	22	19	21	21
<b>Toegevoegde waarde van de verhandelbare diensten in procenten van het BBP</b>				
BLEU .....	40	46	50	52
Duitsland .....	32	39	44	47
Nederland .....	38	47	51	54
Frankrijk .....	40	43	48	49
Europese Unie <sup>3</sup> .....	37	42	47	48

Bronnen : OESO, IMF, Eurostat, NBB. Berekeningen : NBB.

<sup>1</sup> Inclusief de arbeidsinkomens, die in de statistieken met betrekking tot deze periode niet konden worden onderscheiden van de verhandelbare diensten.

<sup>2</sup> Voor de toegevoegde waarde in de verhandelbare diensten heeft het vermelde aandeel betrekking op het jaar 1993 voor de afzonderlijke landen, en op het jaar 1992 voor de EU als geheel.

<sup>3</sup> Geheel van 12 lidstaten (EU met uitzondering van Oostenrijk, Finland en Zweden).

gegaan. De relatieve vooruitgang van de diensten in de BLEU is nog markanter indien men hem vergelijkt met de uitgangssituatie in 1970 of 1980.

Over deze langere periode beschouwd, heeft de groei van het internationale dienstenverkeer op wereldvlak, net als in het geheel van de EU, slechts gelijke tred gehouden met de groei van de goederenhandel. In de internationale handel stelt men dus niet een zelfde tendens tot tertiërisering vast als die welke zich bij de productie heeft voorgedaan en die geleid heeft tot een aanzienlijke stijging van het aandeel van de verhandelbare diensten in het BBP. Dat kan worden verklaard door de technische of institutionele obstakels die in de internationale dienstenhandel blijven bestaan, maar ook door de snelle internationalisatie van de goederenhandel, onder impuls van onder meer de in het kader van de GATT overeengekomen liberalisatie. De graad van internationalisatie voor de diensten — dat wil zeggen de verhouding tussen de groei van de internationale dienstenhandel en de productie — bleef weliswaar minder hoog, maar de recente uitbreiding van de GATT-akkoorden tot het terrein van de diensten kan de weg vrijmaken voor een inhaalbeweging.

Wegens de minder grote mogelijkheden voor dienstverlening over de grenzen heen zal de vrijmaking van het dienstenverkeer evenwel niet noodzakelijk in de dienstenbalans tot uiting komen. Het aanbod van diensten op buitenlandse markten kan immers ook plaatsgrijpen via in het buitenland gevestigde filialen; in dat geval vertalen de baten van die activiteit zich in directe-investeringsinkomens.

## Vervoer

Internationaal vervoer en de diensten die daarmee samenhangen, hebben voor de BLEU traditioneel een overschot opgeleverd, wat in niet onbelangrijke mate terug te voeren is op de aanwezigheid, op haar grondgebied, van belangrijke zeehavens die een functie vervullen voor de hele Europese markt. In 1995 liet het vervoer een overschot van 65 miljard fr. optekenen.

Het vervoer omvat het personen- en vrachtovervoer ongeacht de vervoerwijze (zeevaart, luchtvaart of andere), alsook de ondersteunende en verwante activiteiten, zoals laad- en verpakkingskosten.

TABEL 7 — VERVOER

(miljarden franken)

	1995		
	Ontvangsten	Uitgaven	Saldo
Vrachtovervoer	228	178	49
Maritiem vervoer .....	120	99	22
Luchtvervoer .....	11	5	6
Andere vervoerwijzen <sup>1</sup> .....	97	75	22
Personenvervoer	34	27	7
Maritiem vervoer .....	...	...	...
Luchtvervoer .....	29	22	7
Andere vervoerwijzen <sup>1</sup> .....	5	4	1
Andere vervoerkosten	24	16	8
Maritiem vervoer .....	18	9	9
Luchtvervoer .....	2	4	-2
Andere vervoerwijzen <sup>1</sup> .....	5	3	2
<b>Totaal</b>	<b>286</b>	<b>221</b>	<b>65</b>
Maritiem vervoer .....	138	108	30
Luchtvervoer .....	41	31	10
Andere vervoerwijzen <sup>1</sup> .....	106	82	25

Bron : NBB.

<sup>1</sup> Hoofdzakelijk weg- en spoorvervoer, en vervoer per binnenschip.

De rubriek « vrachtovervoer » op de betalingsbalans bevat echter niet het geheel van de vervoerkosten. Een deel ervan is immers inbegrepen in de in- en uitvoer van goederen, naargelang van de contractvoorwaarden die tussen de koper en de verkoper overeen zijn gekomen. Afgezien daarvan hangt de ontwikkeling van het vrachtovervoer nauw samen met die van de goederenhandel, wat mede verklaart waarom die rubriek een overschot laat optekenen. Dat surplus vertoont sedert het begin van de jaren tachtig overigens een stijgende tendens. In 1995 bedroeg het 49 miljard fr. Het nieuwe rapporteringssysteem maakt het voortaan mogelijk dat surplus naar vervoerwijze in te delen. Het maritiem vervoer maakt het grootste gedeelte van het vrachtovervoer uit. In 1995 was het goed voor zowat 55 pct. van het totaal, het vervoer over de weg, per spoor en de binnenvaart vertegenwoordigden 40 pct., en het overblijvende deel kwam voor rekening van de luchtvaart. Die indeling is nagenoeg dezelfde aan de ontvangsten- en aan de uitgavenzijde, en is dan ook bij het saldo terug te vinden. Een dergelijke indeling naar waarde verschilt wellicht van die naar vervoerd volume, want de afgelegde afstanden en de prijzen per eenheid lopen sterk uiteen naargelang van de vervoerwijze: waarschijnlijk zou het aandeel van de via de zeevaart en de luchtvaart vervoerde hoeveelheden dan lager liggen, en zou het omgekeerde gelden voor de over de weg, per spoor of via de binnenvaart vervoerde hoeveelheden.

Het personenvervoer, ten slotte, laat een overschot zien — in 1995 7 miljard fr. —, dat bijna uitsluitend voor rekening van de luchtvaart komt, wat betekent dat de nationale luchtvaartmaatschappijen meer diensten verstrekken aan niet-ingezetenen dan de buitenlandse maatschappijen verstrekken aan ingezetenen. Dat betekent echter niet noodzakelijk dat de activiteiten van de nationale maatschappijen een nettobijdrage leveren aan de betalingsbalans, aangezien zij onder meer een deel van hun inputs, bijv. brandstoffen, invoeren.

### **Reisverkeer**

Het reisverkeer geeft aan de ontvangstenzijde de waarde van de goederen en diensten weer die niet-ingezetenen — met inbegrip van studenten en personen die een medische behandeling ondergaan — tijdens hun verblijf in

de BLEU hebben gekocht, en aan de uitgavenzijde de overeenstemmende aankopen van ingezetenen tijdens hun verblijf in het buitenland. Het reisverkeer vertoont een structureel tekort; in 1995 bedroeg het 103 miljard fr., d.i. 1,2 pct. van het BBP. Qua omvang lag dat tekort in de buurt van dat in Duitsland en Nederland. Net als de BLEU hebben die landen, in tegenstelling tot Frankrijk, Spanje en Italië, geen comparatieve voordelen inzake toerisme. Daardoor worden slechts weinig buitenlanders aangetrokken en brengen ook de ingezetenen hun vakantie doorgaans elders door, met in het vlak van het reisverkeer respectievelijk lage ontvangsten en hoge uitgaven tot gevolg. Een vergelijking over een langere periode toont aan dat het reisverkeer vrij gevoelig is voor grote wisselkoerswijzigingen: door de aantrekkingskracht van de BLEU voor niet-ingezetenen te vergroten en door de koopkracht van ingezetenen in het buitenland te verminderen, leidde de devaluatie van 1982 tot een inkrimping van het tekort tot nauwelijks 0,4 pct. van het BBP in 1984. Pas in 1992 bereikte het deficit opnieuw het niveau van vóór de devaluatie. De overschotten uit het reisverkeer in landen zoals Italië en Spanje, die sedert 1992 flink zijn aangezwollen — vanaf dat jaar zijn de valuta's van die landen ten opzichte van de sterkste EMS-valuta's gedeprimeerd —, bevestigen dat die uitgaven gevoelig zijn voor wisselkoersschommelingen. Die gevoeligheid is deels toe te schrijven aan het feit dat het voor de nationale producenten zeer moeilijk is om de weerslag van een devaluatie af te zwakken door hun prijzen aan te passen aan de aard van hun buitenlandse cliënten, aangezien deze laatste ter plaatse zijn en dus deel uitmaken van de nationale cliënteel. Via de ontwikkeling van het beschikbare inkomen van de gezinnen is het saldo van het reisverkeer ook gevoelig voor het conjunctuurklimaat: de langzame afbrokkeling van het saldo sedert 1984 werd enkel onderbroken in 1993, het enige jaar met een negatieve economische groei tijdens die periode.

### **Andere diensten verstrekt door de particuliere sector**

Zoals uit deel 1 is gebleken, is sinds 1995 voor de overige door de particuliere sector verleende diensten een fijnere indeling beschikbaar. Die gegevens wijzen erop dat de BLEU niet in alle dienstenbranches even actief is. Het surplus wordt hoofdzakelijk gegenereerd door de verze-



**TABEL 8 — ANDERE DIENSTEN VERSTREKT DOOR DE PARTICULIERE SECTOR**

(miljarden franken)

	1995		
	Ontvangsten	Uitgaven	Saldo
Communicatie .....	18	9	8
Post- en koerierdiensten ...	2	1	1
Telecommunicatie .....	16	9	7
Constructie .....	20	22	- 2
Verzekeringen .....	66	56	10
Financiële diensten .....	143	95	49
Informatica en berichtgeving .	19	15	4
Informatica .....	19	14	5
Berichtgeving .....	...	2	- 1
Royalties en licenties .....	18	35	-17
Andere commerciële diensten	316	283	32
Persoonlijke, culturele en ontspanningsdiensten .....	11	20	- 9
Audiovisuele en aanverwante diensten .....	5	13	- 8
Andere .....	6	7	- 2
<b>Totaal .....</b>	<b>611</b>	<b>536</b>	<b>75</b>

Bron : NBB.

keringsactiviteiten, de financiële diensten en de « andere commerciële diensten », die hieronder nog worden opgesplitst.

De netto-ontvangsten van 10 miljard fr. in het vlak van de verzekeringen zijn afkomstig van de sectoren levensverzekeringen en herverzekering. Dat zijn precies de activiteiten waarin sommige Luxemburgse vennootschappen zich gespecialiseerd hebben onder impuls van de liberalisatie van de Europese dienstenmarkt, maar ook door een voor de ontwikkeling van « herverzekeringscaptives » binnen grote multinationals bevorderlijke fiscale wetgeving. Deze « captives » treden op als herverzekeraars van risico's waartegen andere dochtermaatschappijen van de groep zich bij externe verzekeringsmaatschappijen hebben ingedekt. Enerzijds maakt die techniek een betere dekking mogelijk tegen zeer specifieke industriële risico's waarvoor op de markt moeilijk voordelige voorwaarden kunnen worden gevonden. Anderzijds staat de Luxemburgse wetgeving toe dat de herverzekeringmaatschappijen de ontvangen premies onder bepaalde voorwaarden belastingvrij aanhouden als reserve voor toekomstige schadevergoedingen.

De ontwikkeling van Luxemburg als financieel centrum is eveneens een bepalende factor

**TABEL 9 — VERZEKERINGEN**

(miljarden franken)

	1995		
	Ontvangsten	Uitgaven	Saldo
Levensverzekeringen .....	5	1	4
Vrachtverzekering .....	...	1	...
Andere directe verzekeringen	11	10	...
Herverzekering .....	50	42	8
Aanverwante diensten .....	...	2	- 1
<b>Totaal .....</b>	<b>66</b>	<b>56</b>	<b>10</b>

Bron : NBB.

voor het overschot in de financiële diensten, dat in 1995 49 miljard fr. bedroeg. Net als de voorgaande jaren houdt dat surplus immers in hoge mate verband met de activiteiten van de Luxemburgse instellingen voor collectieve belegging. De bancaire activiteiten die een commissieloon genereren, vertonen eveneens een batig saldo, zowel in het geval van de Belgische als van de Luxemburgse banken.

Het laatste specifieke kenmerk van de BLEU in de internationale dienstenhandel betreft de « andere commerciële diensten », die in 1995 in totaal een surplus van 32 miljard fr. hebben laten optekenen. Naast relatief beperkte netto-ontvangsten in de reclame en de architecten- en de ingenieursdiensten, is dat surplus in hoofdzaak ontstaan dankzij het omvangrijke overschot in de diensten tussen verbonden ondernemingen. Die diensten — die, bij gebrek aan voldoende gegevens, niet naar hun aard konden worden ondergebracht in de gepaste rubrieken van de betalingsbalans — zijn voor het merendeel die welke de coördinatiecentra verstrekken aan de ondernemingen van hun groep in het buitenland, voornamelijk op het gebied van fiscaal en juridisch advies, accountancy en bedrijfsbeheer, alsook financiële diensten zoals het beheer van wisselkoers- en renterisico's.

Het overschot inzake telecommunicatie houdt voornamelijk verband met de royalties die aan een Luxemburgse vennootschap worden betaald voor de exploitatie van een satellietstelsel, terwijl het surplus uit consulting, ontwikkeling en onderhoud van informaticasystemen grotendeels door de coördinatiecentra wordt verwezenlijkt.

TABEL 10 — ANDERE COMMERCIELE DIENSTEN

(miljarden franken)

	1995		
	Ontvangsten	Uitgaven	Saldo
Driehoekshandel en andere met handel verbonden diensten .....	35	49	- 14
Driehoekshandel (netto) .....	4	4	...
Andere met handel verbonden diensten .....	31	45	- 14
Huur van transportmaterieel en andere goederen .....	10	9	1
Allerhande commerciële, professionele en technische diensten .....	271	226	45
Juridische diensten, accountancy- en auditdiensten, fiscaal advies, management consulting en public relations .....	9	11	- 3
Reclame, marktonderzoek en opiniepeilingen .....	27	19	7
Onderzoek en ontwikkeling .....	9	9	...
Architecten-, ingenieurs- en andere technische diensten .....	24	22	2
Diensten in verband met land- en mijnbouw .....	3	5	- 2
Overige .....	6	10	- 4
Niet elders inbegrepen diensten tussen verbonden ondernemingen .....	194	149	45
waarvan : via de coördinatiecentra .....	48	27	21
<b>Totaal</b> .....	<b>316</b>	<b>283</b>	<b>32</b>

Bron : NBB.

In andere dienstencategorieën heeft de BLEU veeleer af te rekenen met comparatieve nadelen, die het deficit ervan verklaren. Op het gebied van de royalties en licenties bijvoorbeeld — onder meer inkomsten uit de eigendom van immateriële zaken, zoals octrooien — is de BLEU een nettodebiteur tegenover de rest van de wereld, hoofdzakelijk ten opzichte van de Verenigde Staten, maar ook van Europese landen zoals Nederland, Duitsland, het Verenigd Koninkrijk en Zwitserland. Dat geldt ook voor de audiovisuele diensten, waar onder meer de uitgaven met betrekking tot de productie- en de distributiekosten van films en televisie-uitzendingen hoger liggen dan de ontvangsten.

### ***Niet elders inbegrepen overheidsdiensten***

De niet elders inbegrepen overheidsdiensten zijn een restcategorie waarin de door de overheid geleverde diensten die niet aan andere rubrieken van de balans kunnen worden toegewezen, zijn ondergebracht; zij omvatten meestal de kosten die verbonden zijn aan diplomatieke vertegenwoordigingen of militaire basissen.

Doordat de zetels van belangrijke internationale instellingen in de BLEU gevestigd zijn,

hebben verscheidene landen besloten er een diplomatieke vertegenwoordiging op te richten of de reeds bestaande te versterken. Aldus bestaat er een ongelijke verhouding tussen het aantal buitenlandse vertegenwoordigingen in België, en het personeel dat er werkt, en de overeenkomstige cijfers voor de Belgische en Luxemburgse vestigingen in het buitenland. De aankoop van plaatselijke goederen en diensten, alsook de salarissen die aan het lokale personeel worden uitbetaald, vormen in het eerste geval een bron van ontvangsten voor de BLEU, in het tweede geval een bron van uitgaven. De daaruit voortvloeiende netto-ontvangsten voor de BLEU bedroegen in 1995 7 miljard fr.

In de betalingsbalans van de BLEU omvat deze rubriek ook, en wel in belangrijke mate, de aankoop van diensten door de Europese instellingen — in mindere mate ook door de NAVO — bij ingezeten ondernemingen. Die aankopen beliepen in 1995 om en nabij 50 miljard fr., en hadden voornamelijk betrekking op kosten van onderzoek en ontwikkeling, huurgelden en informaticadiensten.

Alles samen lieten de niet elders inbegrepen overheidsdiensten in 1995 een overschot van 56 miljard fr. optekenen.

### 1.3 Inkomens

De inkomens omvatten zowel arbeidsinkomens als opbrengsten uit beleggingen en investeringen.

De arbeidsinkomens omvatten de bezoldigingen van in hoofdzaak grens- en seizoenarbeidskrachten. Ook de salarissen van de ingezetenen van de BLEU die tewerkgesteld zijn bij onder meer de in de BLEU gevestigde Europese instellingen worden in deze rubriek opgenomen. In de opbrengsten uit beleggingen en investeringen worden de opbrengsten uit directe investeringen, portefeuille- en andere beleggingen opgetekend. Hierbij gaat het met name om ontvangen en betaalde interesten en dividenden.

Net als sinds het begin van de jaren tachtig hebben de inkomens in 1995 netto-ontvangsten voor de BLEU teweeggebracht, en wel voor een bedrag van 188 miljard fr.

#### *Arbeidsinkomens*

Structureel beschouwd, ontvangt de BLEU meer arbeidsinkomens van het buitenland dan dat ze er aan de rest van de wereld betaalt; in 1995 bedroegen die netto-ontvangsten 64 miljard fr.

Dat surplus vloeit voort uit het feit dat de internationale instellingen — in het bijzonder de Europese instellingen — die gevestigd zijn op het grondgebied van de BLEU als niet-ingezetenen worden beschouwd: als gevolg daarvan zijn de salarissen die zij storten aan hun personeelsleden die ingezetenen zijn van de BLEU, voor deze laatste een ontvangst. Die salarissen beliepen 73 miljard fr., duidelijk meer dan de netto-uitgaven voor grensarbeid.

Al werken meer Belgen in het buitenland dan buitenlanders in België, voor Luxemburg geldt immers net het omgekeerde. Het aantal inkomende grensarbeiders nam er, voornamelijk aan het begin van de jaren negentig, zelfs fors toe, vooral vanwege de groei van Luxemburg als financieel centrum. De grensarbeiders beperken zich echter niet tot de financiële sector, zij zijn eveneens werkzaam in de metallurgie, de bouw en de groot- en kleinhandel. Begin 1994

vertegenwoordigden de Franse en Duitse grensarbeiders in totaal 18 pct. van de in Luxemburg tewerkgestelde arbeidskrachten. Voor de BLEU in haar geheel zijn er aldus meer inkomende dan uitgaande grensarbeiders, een verklaring voor het feit dat in deze de nettobetaling aan de rest van de wereld in 1995 10 miljard fr. bedroeg.

#### *Opbrengsten uit beleggingen en investeringen*

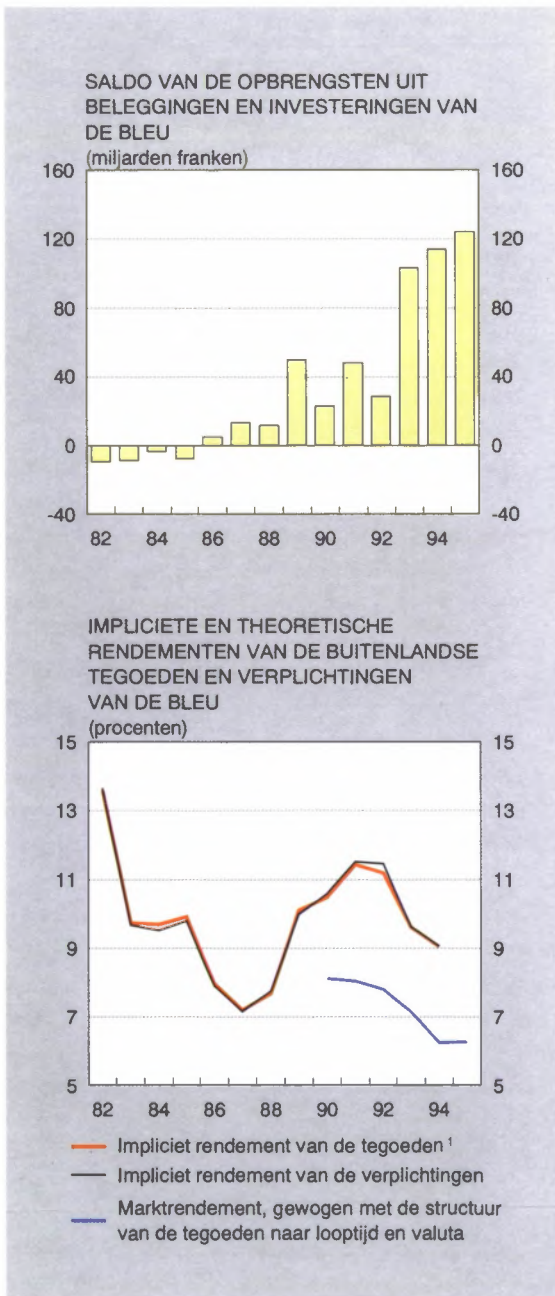
De netto-opbrengsten uit beleggingen en investeringen — 124 miljard fr. — omvatten enerzijds de ontvangen en de betaalde rente en anderzijds de dividendinkomens, zowel die uit portefeuillebeleggingen als die uit directe investeringen. Zoals in deel 1 staat vermeld, wordt het periodoeterekeningsprincipe in de betalingsbalans van de BLEU nog niet toegepast. De opbrengsten uit beleggingen en investeringen worden derhalve opgetekend op het ogenblik dat de rente en de dividenden effectief aan het buitenland worden betaald of uit het buitenland worden ontvangen. Dit kasbasisprincipe moet duidelijk voor ogen worden gehouden bij de analyse van deze inkomens. Het betekent namelijk dat wijzigingen in het repatriëringgedrag van ingezetenen en niet-ingezetenen en wijzigingen in de termijnstructuur van de tegoeden en de verplichtingen het saldo van de opbrengsten aanmerkelijk kunnen beïnvloeden. Een omzetting van korte-termijntegoeden, zoals deposito's, in lange-termijntegoeden, bijv. obligaties, heeft een uitstel van rente-ontvangsten tot gevolg, eventueel tot het volgende jaar; een omgekeerde beweging vervroegt de rente-ontvangsten.

Voor 1995 zijn de netto-opbrengsten grotendeels geraamd. De introductie van het nieuwe rapporteringssysteem heeft in de statistieken hiaten teweeggebracht die te maken hebben met het feit dat 's werelds twee grootste effectenclearingorganisaties in België en in Luxemburg zijn gevestigd. Het is voor die organisaties uiterst moeilijk gebleken om de rente die toevoeit aan of ten laste komt van ingezetenen te scheiden van de rente die betaald wordt aan of voor rekening komt van hun niet-ingezeten cliënteel.

Het verloop van de netto-opbrengsten uit beleggingen en investeringen wordt hoofdzakelijk bepaald door de ontwikkeling van de netto



GRAFIEK 7 — SALDO VAN DE OPBRENGSTEN UIT BELEGGINGEN EN INVESTERINGEN EN RENDEMENTEN VAN TEGOEDEEN EN VERPLICHTINGEN TEGENOVER HET BUITENLAND



Bron : NBB.

<sup>1</sup> Met uitzondering van het monetaire goud.

externe positie en van de marktrente. Dat die netto-opbrengsten — die sinds 1986 een surplus laten optekenen — de jongste tien jaar een stijgende tendens vertonen, houdt verband met het feit dat de BLEU tegenover het buitenland nettotegoeden registreert die jaar na jaar toenemen, vooral onder impuls van de lopende overschotten van de betalingsbalans. In 1995 deed de

verdere groei van die nettotegoeden tegenover het buitenland het surplus van de opbrengsten opnieuw enigszins aandikken.

De weerslag van de ontwikkeling van de marktrente op het nettosaldo van de opbrengsten uit beleggingen en investeringen is zeer complex. De structuur van de activa en de passiva tegenover het buitenland is zeer verscheiden, zowel qua gebruikte instrumenten (deposito's, obligaties, aandelen, directe investeringen,...) als qua samenstelling per valuta en per termijn. Men moet dus niet alleen rekening houden met de ontwikkeling van tal van markttarieven en van de relatieve winstgevendheid van de ondernemingen in de BLEU en in het buitenland, maar tevens met verschuivingen in de structuur van de activa en de passiva. Een supplementair element is dat de BLEU-banken op de internationale markt een belangrijke rol vervullen in de intermediatie van financiële stromen. Het feit dat zij dus voor een zelfde instrument, zowel qua vorm, looptijd als valuta, debet- en creditarieven hanteren die van elkaar verschillen — een verschil dat kan variëren naargelang van de marktomstandigheden — bepaalt uiteraard mede het resultaat. Hoewel die intermediatiemarge doorgaans zeer klein is, levert zij — gerapporteerd tot zeer omvangrijke tegoeden en verplichtingen — voor de BLEU toch een aanzienlijk bedrag aan netto rente-inkomsten op.

Enige indicatie over de richting van de invloed van het renteverloop kan worden verkregen via de berekening van een gewogen gemiddelde van de markttarieven, waarbij jaar na jaar de structuur van de activa op het buitenland als gewicht wordt gebruikt. Het impliciete rendement van de buitenlandse activa en passiva — dat zijn de percentages die worden verkregen door de in de betalingsbalans opgetekende ontvangen en betaalde inkomens uit te drukken als percentage van de activa en de passiva — lijkt het verloop van dat gewogen gemiddelde relatief goed te volgen<sup>1</sup>. In 1995 zou het gewogen ge-

<sup>1</sup> De rendementspercentages berekend op grond van de betalingen in de betalingsbalans liggen, zelfs al hebben ze een soortgelijk profiel, nog steeds veel hoger dan het gewogen gemiddelde van het marktrendement. Dat niveauverschil kan worden toegeschreven aan de ontwikkeling, sedert het einde van de jaren tachtig, van de swap- en trading-operaties, die bij boeking in de betalingsbalans tegelijkertijd de rente-ontvangsten en -uitgaven opdrijven.

middelste rendement vrijwel stabiel gebleven zijn ten opzichte van 1994, zodat de invloed van het renteverloop op het nettosaldo van de opbrengsten uit beleggingen en investeringen als nagenoeg neutraal kan worden beschouwd. De daling van de meeste lange-termijntarieven werd immers gecompenseerd door de stijging van de korte-termijntarieven van enkele belangrijke vreemde valuta's, zoals de dollar, het pond sterling en de Franse frank.

#### 1.4 Overdrachten

De overdrachten vormen de tegenpost van de reële of de financiële transacties om niet. Zoals vermeld in deel 1 maakt het vijfde betalingsbalanshandboek van het IMF een onderscheid tussen de lopende en de kapitaaloverdrachten, waarbij enkel nog de eerste in de lopende rekening worden opgenomen. De kapitaaloverdrachten daarentegen worden in een aparte kapitaalrekening ondergebracht.

Er is sprake van een kapitaaloverdracht wanneer deze betrekking heeft op of verbonden is met de overdracht van een onroerend goed en bij schuldkwijtschelding. Ook een overdracht van baar geld, ter financiering van investeringen door het land van bestemming, valt onder deze noemer. Alle andere overdrachten worden als lopende overdrachten beschouwd.

In 1995 resulteerden de lopende overdrachten in nettobetalingen aan de rest van de wereld ten belope van 96 miljard fr. Naargelang van de aard van de ingezetene die ze heeft uitgevoerd of die er de begunstigde van is, gaat het om particuliere of overheidsoverdrachten.

De particuliere overdrachten omvatten de verzending van spaargeld van ingeweken arbeiders naar hun land van oorsprong, de betaling van BTW of accijnzen aan buitenlandse overheden of de terugstorting ervan, en de diverse verkregen of gestorte giften, bijdragen en boetes, alsook pensioenontvangsten uit het buitenland. In 1995 hebben die operaties, net als voorheen, aanleiding gegeven tot nettobetalingen aan de rest van de wereld.

De overheidsoverdrachten van hun kant bestaan in hoofdzaak uit nettobetalingen door de

BLEU aan de Europese Unie; in 1995 beliepen die 43 miljard fr.

De bijdrage aan de financiering van de begroting van de Europese Unie vertegenwoordigde tussen 1990 en 1995 gemiddeld zowat 1,4 pct. van het BBP van de BLEU; in 1995 liep zij op tot 112 miljard fr. Die ontwikkeling weerspiegelt verscheidene budgettaire hervormingen die voornamelijk een betere overeenstemming beoogden tussen de bijdragen van de verschillende lidstaten en hun reële welvaartspeil. In het geval van de BLEU kwam dat tot in 1994 tot uiting in een verhoging van de bijdrage op BNP-basis; in 1995 nam die evenwel af. De bijdrage op BTW-basis bleef vrijwel stabiel. De traditionele eigen middelen, met name hoofdzakelijk de douanerechten, vertonen daarentegen, in het kader van de vrijmaking van de wereldgoederenhandel, een dalende tendens. Door de aanwezigheid van havens op het Belgische grondgebied int België ook douanerechten en landbouwheffingen op goederen die een andere EU-lidstaat als bestemming hebben. In dat geval komen de kosten van die rechten voor rekening van de niet-ingezeten importeur, en worden deze ontvangsten geregistreerd in andere rubrieken van de betalingsbalans, zonder dat men ze echter nauwkeurig kan lokaliseren. Uit het feit dat de BLEU die rechten aan de Europese Unie betaalt, mag men dus niet besluiten dat de BLEU die belastingen ook draagt.

Het Europese beleid in zijn geheel genereerde op zijn beurt jaarlijkse ontvangsten, die in 1995 toenamen tot 69 miljard fr., tegen 53 miljard fr. in 1990. Het grootste gedeelte van die ontvangsten vloeit voort uit het gemeenschappelijke landbouwbeleid. Het is samengesteld uit, enerzijds, directe hulp aan ingezeten producenten en, anderzijds, restituties aan de uitvoer naar niet-EU-landen ter compensatie van de verschillen tussen de internationale koersen en de gewaarborgde prijzen. Het Europees Oriëntatie- en Garantiefonds voor de Landbouw (EOGFL) stort die restituties aan de landen waar de goederen worden uitgeklaard. Om diverse redenen gaven exporteurs van andere Europese landen er in 1995 de voorkeur aan via de Belgische havens uit te voeren, zodat de ontvangsten van de BLEU vanwege het EOGFL toenamen. Die ontvangsten zijn geen getrouwe

TABEL 11 — OVERDRACHTEN TUSSEN DE BLEU EN DE EUROPESE UNIE<sup>1</sup>

(saldi in miljarden franken)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995
<b>Overdrachten naar de EU</b> .....	-84	-106	-104	-108	-123	-112
Bijdrage aan de begroting van de EU .....	-82	-103	-101	-105	-122	-112
Bijdrage aan het Europees Fonds voor Regionale Ontwikkeling .....	- 2	- 3	- 3	- 3	- 1	...
<b>Overdrachten van de EU</b> .....	53	66	68	66	68	69
Krachtsens het gemeenschappelijke landbouwbeleid .....	50	62	58	51	52	62
Krachtsens het structuurbeleid .....	3	4	10	15	16	7
<b>Saldo</b> .....	<b>-31</b>	<b>- 40</b>	<b>- 36</b>	<b>- 42</b>	<b>- 55</b>	<b>- 43</b>

Bron : NBB.

<sup>1</sup> Vanaf 1995 zijn de kapitaaloverdrachten niet meer in deze tabel opgenomen.

weergave van de reële steun van de EU aan de ingezeten landbouwsector. De aldus geïnde restituties stortte België immers terug aan de rechthebbers, maar omdat die uitgaven elders in de betalingsbalans zijn ondergebracht en niet kunnen worden geïsoleerd, kan het exacte bedrag van de restituties die effectief aan de uitvoerders van de BLEU ten deel vallen, niet worden bepaald.

Tot 1994 vloeide de stijging van de ontvangsten vanwege de EU eveneens voort uit de toegenomen overdrachten in het kader van het structuurbeleid. In het meerjarenplan 1994-1999<sup>1</sup> werd op dat beleid de nadruk gelegd met het oog op de convergentie tussen de lidstaten. Ook België heeft bij die ontwikkeling baat gehad. De daling, in 1995, van de ontvangsten in het kader van het structuurbeleid is slechts schijn, omdat een gedeelte van de Europese hulp de vorm aanneemt van kapitaalsubsidies, die voortaan niet langer tot de lopende overdrachten, maar tot de kapitaaloverdrachten worden gerekend.

De overige overheidsoverdrachten hebben voornamelijk betrekking op de nettobetalingen van pensioenen, alsook op diverse schenkingen.

<sup>1</sup> De structuurfondsen van de EU werden in het leven geroepen om de verschillen tussen de lidstaten en regio's inzake levensstandaard, infrastructuur en werkgelegenheid weg te werken. Na een eerste meerjarenplan 1989-1993, werd een tweede gelanceerd voor de periode 1994-1999. Hierbij vloeien voor het eerst ook middelen toe aan de economisch achtergestelde gebieden in de « rijkere » lidstaten.

## 2. KAPITAAL- EN FINANCIËEL VERKEER

Zoals in deel 1 van dit artikel uiteen is gezet, wordt de vroegere kapitaalrekening van de betalingsbalans voortaan in twee delen opgesplitst : de kapitaalrekening en de financiële rekening.

### 2.1 Kapitaalverkeer

De kapitaalrekening bestaat uit twee rubrieken, namelijk de kapitaaloverdrachten, zoals in deel 2, 1.4 hierboven gedefinieerd, en de verhandelingen van niet-geproduceerde, niet-financiële activa. Deze laatste transacties betreffen de aan- en verkoop van onder meer brevetten, licenties en merken. De betalingen voor de eigendomsoverdracht van die activa worden dus voortaan onderscheiden van de vergoedingen voor het gebruik ervan, die zijn opgenomen in het dienstenverkeer.

De informatie over het kapitaalverkeer is momenteel nog fragmentarisch. De reeds beschikbare gegevens wijzen — voor heel 1995 — op een netto-instroom van 5 miljard fr., hoofdzakelijk in de vorm van kapitaalsubsidies die de EU aan de Belgische gemeenschappen en gewesten uitkeerde. De aan- en verkoop van niet-financiële niet-geproduceerde activa waren van hun kant verwaarloosbaar.



TABEL 12 — BETALINGSBALANS VAN DE BLEU

(saldi in miljarden franken)

	1995				
	1 <sup>e</sup> kwartaal	2 <sup>e</sup> kwartaal	3 <sup>e</sup> kwartaal	4 <sup>e</sup> kwartaal	Jaar
<b>Lopend verkeer</b> .....	190	43	92	120	445
<b>Kapitaal- en financieel verkeer</b> .....	-190	- 44	- 92	-120	-445
<b>Kapitaalverkeer</b> .....	3	...	1	2	6
<b>Financieel verkeer</b> .....	-193	- 44	- 93	-122	-450
Transacties weinig gevoelig voor het monetaire en wisselkoersbeleid <sup>1</sup> .....	- 44	- 12	23	26	- 6
waarvan : directe investeringen .....	- 28	- 21	11	22	- 15
Transacties gevoelig voor het monetaire en wisselkoersbeleid ...	-248	196	60	48	56
waarvan : tegoeden en verplichtingen in franken van niet-ingezetenen (netto) .....	-291	450	184	- 77	265
— overheidseffecten .....	- 97	63	14	- 22	- 42
— certificaten .....	- 37	11	26	- 38	- 38
— lineaire obligaties .....	- 61	52	- 12	17	- 4
— tegoeden en verplichtingen bij de ingezeten kredietinstellingen (netto) .....	-194	387	170	- 55	308
à contant .....	5	150	129	- 58	225
op termijn .....	-199	237	41	3	83
Overheidsschuld in vreemde valuta's .....	- 10	- 1	-215	- 35	-261
Swap-operaties afgesloten door de NBB .....	117	-218	26	-157	-231
Netto goud- en deviezenreserves van de NBB <sup>2</sup> .....	- 8	- 9	13	- 5	- 8

Bron : NBB.

<sup>1</sup> Directe investeringen en transacties van de overheid in franken, die in effecten uitgezonderd. Teken — : kapitaaluitvoer.

<sup>2</sup> Teken — : vermeerdering van de reserves à contant.

## 2.2 Financieel verkeer

Het gezamenlijke saldo van de lopende balans en het kapitaalverkeer is voor een economie gelijk aan het netto financieringsvermogen dat of de netto financieringsbehoefte die tot uiting komt in de vorming van, in het eerste geval, nettotegoeden of, in het tweede geval, nettoverplichtingen tegenover het buitenland. Uit de financiële rekening blijkt niet alleen de vorm waarin die nettobeweging plaats had, zij geeft ook weer welke portefeuilleherschikkingen een weerslag hadden op de bestaande tegoeden en verplichtingen tegenover het buitenland.

Het is tot op heden niet mogelijk gebleken een gedetailleerde voorstelling te maken van die transacties volgens het schema dat het IMF in de vijfde editie van het betalingsbalanshandboek heeft voorgesteld. Oorzaak daarvan zijn de moeilijkheden bij de verzameling van de gegevens volgens het nieuwe rapporteringssysteem, met aanzienlijke vergissingen en weglatingen tot gevolg.

Om die reden is een beknopte analytische voorstelling uitgewerkt, die het financiële verkeer indeelt volgens de invloed die de monetaire autoriteiten er kunnen op uitoefenen. De financiële transacties van ingezetenen en niet-ingezetenen ondernemingen en particulieren — ook « autonome transacties » genaamd — worden immers onder meer verricht op grond van de respectieve ontwikkeling van de rentetarieven en de wisselkoersen in de BLEU en in het buitenland, maar zij hebben er ook een invloed op. Uiteindelijk is het de taak van de monetaire autoriteiten om, in het licht van de wisselkoersdoelstelling die zij nastreven, de geld- of de valutamarkt te sturen.

Er is dan ook een onderscheid gemaakt tussen drie categorieën van financiële transacties. De eerste heeft betrekking op transacties waar de monetaire autoriteiten weinig invloed op hebben, bijv. de directe investeringen. De tweede omvat transacties die geacht worden te reageren op de signalen die de monetaire autoriteiten via rente- of wisselkoerswijzigingen geven; de facto gaat het sedert de koppeling

van de Belgische frank aan de Duitse mark, in hoofdzaak om rentesignalen. Zoals reeds vermeld, kan binnen deze categorie van transacties noch een opsplitsing worden gemaakt per instrument en per sector, noch een duidelijke indeling van de tegoeden en de verplichtingen van de ingezetenen tegenover het buitenland, overeenkomstig de IMF-nomenclatuur. Daarom werd er één, voor de analyse bijzonder relevante categorie van transacties uitgelicht, namelijk die waar de niet-ingezetenen het initiatief toe hebben genomen en die blijk geven van hun — eventueel wisselende — voorkeur voor tegoeden in franken boven tegoeden in andere valuta's. Het betreft meer bepaald hun tegoeden in overheidseffecten in franken — certificaten en obligaties — en hun nettotegoeden in franken bij kredietinstellingen van de BLEU.

Indien alle hierboven besproken operaties niet spontaan leiden tot een evenwicht op de valutamarkt, dan kan dit laatste tot stand worden gebracht door een verandering van de reserves à contant, door een wijziging in de met ingezeten kredietinstellingen afgesloten valutaswaps tegen franken of door een variatie van de overheidsschuld in vreemde valuta's. Die drie soorten van transacties maken samen de derde categorie van financiële transacties uit.

### ***Transacties die weinig gevoelig zijn voor het monetaire en wisselkoersbeleid***

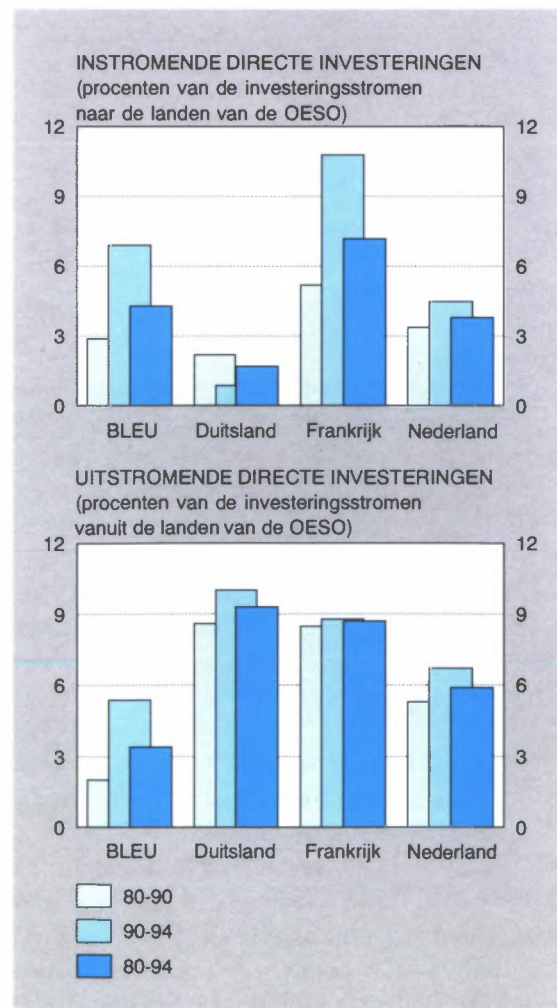
De directe investeringen omvatten de transacties die een onderneming verricht teneinde met een onderneming in een ander land een duurzame relatie op te bouwen — en daarbij een significante invloed uit te oefenen op het beheer ervan —, alsook naderhand alle overige financiële transacties tussen die ondernemingen. Gelet op de centrale ligging van de BLEU in Europa en aangezien de Unie traditioneel een open economie is, zijn mettertijd belangrijke directe-investeringsrelaties ontstaan, die doorgaans een positief saldo genereren.

Tussen 1980 en 1994 trok de BLEU aldus 4 pct. aan van de directe investeringen die in de OESO-landen binnenvloeiden, dat is méér dan Duitsland of Nederland, terwijl haar gewicht

in die economische zone slechts 1 pct. van het BBP bedroeg. Tussen 1990 en 1994 trok de BLEU zelfs 7 pct. van die investeringen aan. Het aandeel van de BLEU bij de uitgaande investeringen is, met 3 pct., relatief minder belangrijk dan bij de instroom van investeringen, maar het ligt, net als in Frankrijk en Nederland, toch hoger dan haar economische gewicht in de zone.

De directe investeringen resulteerden in 1995 per saldo in een netto kapitaaluitvoer van 15 miljard fr. Dat jaar werd immers gekenmerkt door enkele vrij omvangrijke overnames van buitenlandse ondernemingen door Belgische vennootschappen; de inbreng van maatschappelijk kapitaal door buitenlandse vennootschappen in Belgische ondernemingen was daarentegen geringer dan de voorgaande jaren.

**GRAFIEK 8 — POSITIE VAN DE BLEU EN DE DRIE BUURLANDEN IN DE DIRECTE-INVESTERINGSSTROMEN VAN DE OESO**



Bron : OESO.

TABEL 13 — DIRECTE INVESTERINGEN<sup>1</sup>

(saldi in miljarden franken)

	1994		1995	
	van het buitenland in de BLEU	van de BLEU in het buitenland	van het buitenland in de BLEU	van de BLEU in het buitenland
<b>Maatschappelijk kapitaal<sup>2</sup></b> .....	<b>249</b>	<b>-80</b>	<b>158</b>	<b>-107</b>
Geografische opsplitsing				
— EU (15) .....	173	-78	108	-76
waarvan : <i>Duitsland</i> .....	8	-12	20	-7
<i>Nederland</i> .....	68	-18	40	-33
<i>Frankrijk</i> .....	54	-28	17	-18
— Zwitserland .....	-3	-2	18	-3
— Verenigde Staten .....	51	-2	17	9
— Canada .....	5	...	3	-19
— Japan .....	10	5	1	2
— Overige .....	13	-3	11	-20
Sectorale opsplitsing <sup>3</sup>				
— Landbouw .....	n.	n.	1	...
— Industrie .....	n.	n.	25	-31
waarvan : <i>voedingsnijverheid</i> .....	n.	n.	7	-29
<i>omvorming van energetische produkten</i> .....	n.	n.	8	14
<i>metaalnijverheid</i> .....	n.	n.	7	-3
<i>vervaardiging van overige niet-metaalhoudende minerale produkten</i> .....	n.	n.	3	-7
— Diensten .....	n.	n.	85	-58
waarvan : <i>klein- en groothandel</i> .....	n.	n.	8	-4
<i>financiële instellingen</i> .....	n.	n.	24	-55
<i>coördinatiecentra</i> .....	n.	n.	48	...
— Niet bepaald op het ogenblik van de investering <sup>4</sup> .....	n.	n.	47	-18
<b>Overige</b> .....	<b>22</b>	<b>54</b>	<b>117</b>	<b>-183</b>
waarvan <sup>2</sup> : coördinatiecentra .....	n.	n.	64	-70
<b>Totaal</b> .....	<b>271</b>	<b>-25</b>	<b>274</b>	<b>-290</b>

Bron : NBB.

<sup>1</sup> Teken - : directe investeringen van de BLEU in het buitenland of desinvesteringen van het buitenland in de BLEU.<sup>2</sup> Oprichtingen en uitbreidingen van vennootschappen, participatienemingen en vastgoedtransacties.<sup>3</sup> Deze sectorale opsplitsing, die is uitgevoerd op grond van de sector waartoe de ingezeten onderneming die partij is bij de directe investering, behoort, is pas sinds de hervorming van het rapporteringssysteem beschikbaar.<sup>4</sup> Deze rubriek omvat de directe investeringen in of door BLEU-ondernemingen waarvan op het ogenblik van de optekening door de banken het BTW-nummer niet bekend is.

De directe investeringen van buitenlandse ondernemingen in Belgische en Luxemburgse vennootschappen genereerden een kapitaalvoer van 274 miljard fr.

Het ingebrachte maatschappelijke kapitaal, in de vorm van oprichtingen en uitbreidingen van vennootschappen en participatienemingen, beliep 158 miljard fr. Die kapitaalvoer was voor 70 pct. afkomstig uit EU-lidstaten, meer in het bijzonder uit de drie buurlanden en het Verenigd Koninkrijk, en voor het overige deel hoofdzakelijk uit de Verenigde Staten en Zwitserland. Iets meer dan de helft van het kapitaal

werd in de dienstensector geïnvesteerd, wat voor een groot deel te verklaren valt door de omvang van de investeringen in de coördinatiecentra, die 48 miljard fr. bedroegen of bijna 30 pct. van het totaal. De inbreng van kapitaal in de coördinatiecentra moet tegemoet komen aan het groeiende verlangen van de industriële en de financiële wereld om de krediet-, rente- en wisselkoersrisico's van hun debiteuren gedekt te zien door voldoende eigen middelen. Die ontwikkeling is bijzonder belangrijk in het geval van de coördinatiecentra, aangezien de financiering van de investeringen van de dochtermaatschappijen van de groep, het thesauriebeheer en het beheer



van rente- of wisselkoersrisico's enkele van hun voornaamste activiteiten zijn. Bovendien zijn een groot aantal multinationals van oordeel dat de moederonderneming niet borg mag of moet staan voor de middelen die haar dochtermaatschappijen lenen; de eigen middelen van het coördinatiecentrum kunnen dan die functie vervullen, onder meer door het bewijs te leveren van het duurzame karakter van de vestiging in het land.

De oprichtingen van vennootschappen en de participatienemingen door buitenlandse vennootschappen in de financiële sector van de BLEU waren ook belangrijk. Die investeringen moeten voornamelijk worden beschouwd tegen de achtergrond van de herstructureringen in de Europese financiële sector, die worden ingegeven door het vooruitzicht op de eenheidsmunt. Wat de industrie betreft, hadden de investeringen vooral plaats in de petrochemische sector, in de metaalnijverheid en in de vervaardiging van overige niet-metaalhoudende minerale producten.

De overige transacties van buitenlandse vennootschappen met Belgische en Luxemburgse ondernemingen waarmee zij verbonden zijn, resulteerden per saldo in nettoleningen ten belope van 117 miljard fr., waarvan meer dan de helft aan hun coördinatiecentrum werd verstrekt.

De ingezetene ondernemingen van hun kant verhoogden hun nettotegoeden in buitenlandse vennootschappen met 290 miljard fr. De nettoinvesteringen in de vorm van oprichtingen en uitbreidingen van vennootschappen en participatienemingen waren het resultaat, enerzijds, van de verkoop door een ingezetene vennootschap van een belangrijke participatie in de Verenigde Staten en, anderzijds, van nieuwe investeringen in de EU, hoofdzakelijk in Nederland en Frankrijk, en in Canada. In de investeringen in maatschappelijk kapitaal komt echter niet noodzakelijk het volle bedrag van de investeringen tot uiting, want de classificatie van de transacties wordt beïnvloed door de gekozen financieringswijze. Participatienemingen kunnen immers op directe wijze door de koper gefinancierd worden, maar ook indirect, via het toestaan van leningen aan buitenlandse dochtermaatschappijen. Deze laatste financieringswijze werd toegepast bij een van de bovenvermelde omvangrijke transacties. De aldus toegekende le-

ningen zijn derhalve inbegrepen in het bedrag van 183 miljard fr. aan nettoleningen van BLEU-ondernemingen aan buitenlandse verbonden ondernemingen. Dat resultaat wijst voor het overige op een terugkeer naar een normale situatie, nadat in 1994 uitzonderlijk nettoterugbetalingen waren geregistreerd.

### ***Transacties die gevoelig zijn voor het monetaire en wisselkoersbeleid***

De andere financiële transacties dan de directe investeringen zijn van nature gevoeliger voor rente- en wisselkoerswijzigingen. Het betreft immers hoofdzakelijk portefeuillebeleggingen van niet-ingezetenen in de BLEU en van ingezetenen in het buitenland, hun vorming van deposito's en de leningen die zij hebben aangegaan.

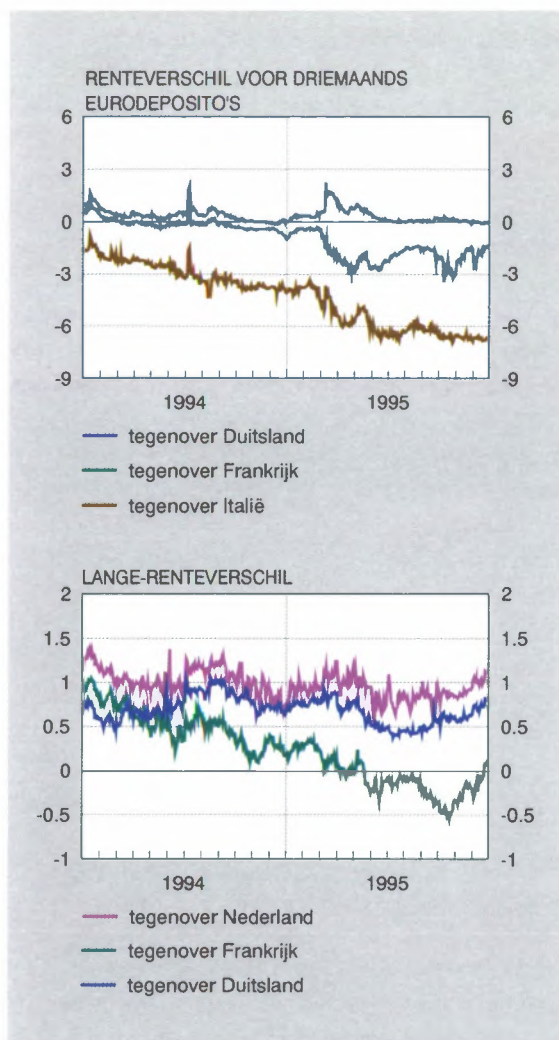
Die transacties resulteerden in 1995 per saldo in een surplus van 56 miljard fr., maar zij verliepen in de loop van het jaar niet homogeen: op een aanzienlijke netto kapitaaluitvoer in het eerste kwartaal volgde nadien gedurende drie kwartalen een netto kapitaalimport. Dat profiel weerspiegelt voor een groot deel de houding van niet-ingezetenen tegenover beleggingen in franken.

In het eerste kwartaal, toen er zich binnen het EMS spanningen voordeden, verminderden die niet-ingezetenen hun nettotegoeden in franken immers met 291 miljard fr. Net als tijdens vroegere periodes van onrust op de valutamarkten werden vooral via termijnverkopen, ten belope van 199 miljard fr., baisseposities tegen de frank ingenomen. De niet-ingezetenen hebben ook hun portefeuille overheidseffecten teruggeschroefd, zowel schatkistcertificaten als lineaire obligaties.

Toen na de devaluatie van de peseta en de escudo begin maart en de verlaging van de Duitse officiële rentetarieven eind maart de rust op de valutamarkt was teruggekeerd, werden de termijnverkopen afgewikkeld, werden franken op termijn aangekocht en namen de nettotegoeden à contant bij de banken van de BLEU toe. Als gevolg daarvan bedroeg de netto-import van kortlopend kapitaal door niet-ingezetenen in het tweede en derde kwartaal meer dan 600 miljard fr. Vanaf eind juni was het korte-rentever-

## GRAFIEK 9 — RENTEVERSCHIL

(verschil, in procenten, tussen de rente in franken en die in vreemde valuta's)



Bron : NBB.

schil met de Duitse mark, dat in maart meer dan 1 pct. bedroeg, overigens opnieuw te verwaarlozen. Helemaal aan het einde van het jaar werd het zelfs licht negatief, wellicht een verklaring waarom de niet-ingezetenen op dat ogenblik hun in franken luidende nettotegoeden terugschroefden. Zij verminderden namelijk hun portefeuille schatkistcertificaten en vermeerderden hun in franken luidende leningen, misschien om die fondsen te beleggen in valuta's zoals de Franse frank, de lire of de peseta die, al stegen zij ten opzichte van de frank in waarde, een beduidend hogere rente boden.

De transacties in overheidsobligaties vertoonden een enigszins ander profiel. Zij zijn immers vooral gevoelig voor het lange-rentever-

loop, in de BLEU en in het buitenland, en de perspectieven daaromtrent. De nettoverkopen in het eerste kwartaal lagen derhalve in het verlengde van die welke in de loop van 1994 op gang waren gekomen naar aanleiding van de opwaartse tendens van de lange rente in de meeste industrielanden. Toen die rente in de lente opnieuw omhoog, vulden de niet-ingezetenen hun obligatieportefeuille weer aan. In de loop van het tweede semester leek de belangstelling van niet-ingezetenen vooral beïnvloed te worden door het rente-ecart met de Franse obligaties. In het verleden is immers reeds meerdere malen gebleken dat de Belgische OLO's nauwe concurrentie ondervinden van de Franse OAT's<sup>1</sup> die door de niet-ingezetenen als soortgelijke producten worden beschouwd. Zo werden er in het derde kwartaal, toen het renteverval negatief werd ten nadele van de Belgische frank, per saldo Belgische obligaties van de hand gedaan. In het vierde kwartaal sloeg die beweging om, parallel met het verdwijnen van het negatieve renteverval.

De tegoeden en verplichtingen van de ingezetenen particulieren en niet-bancaire vennootschappen, waarvoor thans geen gedetailleerde gegevens beschikbaar zijn en die, omdat zij per verschil zijn berekend, ook de eventuele vergissingen en weglatingen uit de overige rubrieken van de balans omvatten, resulteerden per saldo in een uitvoer van zowat 200 miljard fr. Nochtans compenseerde die uitvoer niet het nettoaanbod van vreemde valuta's dat voortvloeide uit het lopende overschot en uit het hierboven toegelichte kapitaal- en financiële verkeer.

### 2.3 Financiering van de betalingsbalans

Om een verdere appreciatie van de frank te vermijden, overeenkomstig de monetaire beleidsdoelstelling van stabiliteit ten opzichte van de Duitse mark, en tegen de achtergrond van een korte rente die nagenoeg gedurende het hele jaar op het peil van die in Duitse marken lag, werd het overschot dat voortvloeide uit de hierboven beschreven operaties opgeslorpt door drie soorten van transacties. Vooreerst kon-

<sup>1</sup> Obligations assimilables du Trésor.

den ten belope van 261 miljard fr. deviezen aan de Schatkist worden afgestaan voor de terugbetaling van in vreemde valuta's luidende leningen. Tevens sloot de Bank met de kredietinstellingen voor 231 miljard fr. valutaswaps tegen Belgische

frank af, en kon zij zo een ongewenste vermindering van de geldmarktliquiditeit vermijden. Bovendien werden de netto goud- en deviezenreserves van de Bank met een bedrag van 8 miljard fr. aangevuld.



# NETTO EXTERNE POSITIE VAN BELGIË VAN 1981 TOT 1994

## 1. INLEIDING

Zoals meegedeeld in het voorgaande artikel over de betalingsbalans, heeft het IMF in de vijfde editie van het betalingsbalanshandboek de regels gedefinieerd waaraan de samenstelling en de voorstellingswijze van de betalingsbalans en van de externe tegoeden en verplichtingen van een economie tegenover het buitenland moeten voldoen teneinde de interne samenhang ervan te verzekeren.

Overeenkomstig die aanbevelingen heeft de Bank de netto externe positie van België<sup>1</sup> geraamd. Die raming, waarvan de resultaten voor de jaren 1981 tot 1994 in dit artikel worden toegelicht, is een samenvoeging van gegevens afkomstig van verscheidene statistische bronnen. Gegevens betreffende uitstaande bedragen zijn gebruikt telkens die beschikbaar waren; dat gold vooral voor de tegoeden en verplichtingen van de kredietinstellingen en de monetaire overheden, waarvoor gedetailleerde boekhoudkundige staten bestaan, en voor die van de overheid. De externe tegoeden en verplichtingen van de andere sectoren — hoofdzakelijk de particulieren en de niet-bancaire vennootschappen — waarvoor dergelijke bronnen niet voorhanden zijn, werden geraamd op grond van de gecumuleerde stromen van de betalingsbalans, die vervolgens geherwaardeerd werden om rekening te houden met prijs- en wisselkoersontwikkelingen. De verkregen resultaten met betrekking tot de tegoeden en verplichtingen tegenover het buitenland vertonen derhalve een zekere foutenmarge, die uiteraard nog wat breder wordt wanneer men, door het saldo van beide grootheden te nemen, de netto externe positie wil

meten. Die foutenmarge is evenwel niet zó groot dat zij de geldigheid van de hieronder volgende analyse in het gedrang zou brengen.

## 2. VERBAND TUSSEN DE NETTO EXTERNE POSITIE, DE BETALINGSBALANS EN DE NATIONALE REKENINGEN

Aan de hand van de betalingsbalans en de netto externe positie kunnen de internationale rekeningen van een economie worden opgesteld. Samen verschaffen zij een volledig overzicht, in termen van stromen en uitstaande bedragen, van de internationale betrekkingen van een economie :

- de betalingsbalans geeft het geheel van de — reële en financiële — transacties weer die tijdens een bepaalde periode plaatshebben tussen de subjecten van een economie — de ingezetenen — en de subjecten van de overige economieën — de niet-ingezetenen. De betalingsbalans biedt niet enkel een gestructureerd statistisch overzicht van het geheel van de transacties met het buitenland, dat bijdraagt aan de totstandkoming van het bruto nationaal produkt van een economie, zij schetst ook de context waarin het monetaire en wisselkoersbeleid is gevoerd;
- de netto externe positie geeft weer wat, op een welbepaald ogenblik, de waarde en de samenstelling zijn van de tegoeden die de ingezetenen tegenover de niet-ingezetenen hebben gevormd, en van de verplichtingen die ze tegenover hen hebben aangegaan. Zij maakt het mogelijk na te gaan of een economie een netto crediteur- of netto debiteurpositie heeft, dat wil zeggen in welke mate die economie in het verleden bijgedragen heeft aan de financiering van de rest van de wereld of, integendeel, zelf een beroep op externe financiering heeft gedaan.

<sup>1</sup> De netto externe positie van België werd in 1982 voor het laatst gepubliceerd in het *Tijdschrift van de Bank* (LVIIe jaargang, deel I, nr. 6, juni 1982, p. 3-30) onder de titel « Ontwikkeling van de tegoeden en verplichtingen van België tegenover het buitenland tussen 1970 en 1981 ». De methodologie en de concepten die onder meer voor de sectorale indeling worden gebruikt, verschillen op té veel punten om de eerder verkregen resultaten te vergelijken met die van de nieuwe voorstellingswijze van de netto externe positie.

## 2.1 Verband tussen de externe positie en de betalingsbalans

### *Theoretische aspecten*

Net zoals de resultatenrekening en de financiële operaties in een handelsvennootschap een weerslag hebben op het balansverloop, en omgekeerd de vermogenssituatie een invloed heeft op de transacties, bestaan er verschillende verbanden tussen de betalingsbalansstromen en de uitstaande bedragen van de netto externe positie van het geheel van een economie.

Een overschot op de lopende rekening betekent dat het brutospaaren van de ingezetenen groter is dan hun investeringen. Voegt men aan dat lopende overschot nog het saldo van de kapitaaloverdrachten toe, dan verkrijgt men het netto financieringsvermogen van de economie, dat dus ter beschikking wordt gesteld van de rest van de wereld. Het vermeerderd de nettotegoeden van de economie of vermindert haar nettoverplichtingen. Omgekeerd wijst een lopend tekort erop dat de investeringen van een economie de binnenlandse brutobesparingen te boven zijn gegaan, en dus voor een deel gefinancierd werden door spaargelden van de rest van de wereld, waardoor de nettotegoeden van de economie tegenover het buitenland met een zelfde bedrag slinken of de nettoverplichtingen met een zelfde bedrag in de hoogte gaan. Het lopende saldo van de betalingsbalans bepaalt bijgevolg het volumeverloop van de nettotegoeden of -verplichtingen tegenover het buitenland. In tegenstelling tot het financiële verkeer vermeerderd of vermindert dat saldo het patrimonium van het geheel van de economie. In die zin is de netto externe positie van een economie, bij ongewijzigde prijzen en wisselkoersen, gelijk aan de gecumuleerde saldi van het lopende verkeer.

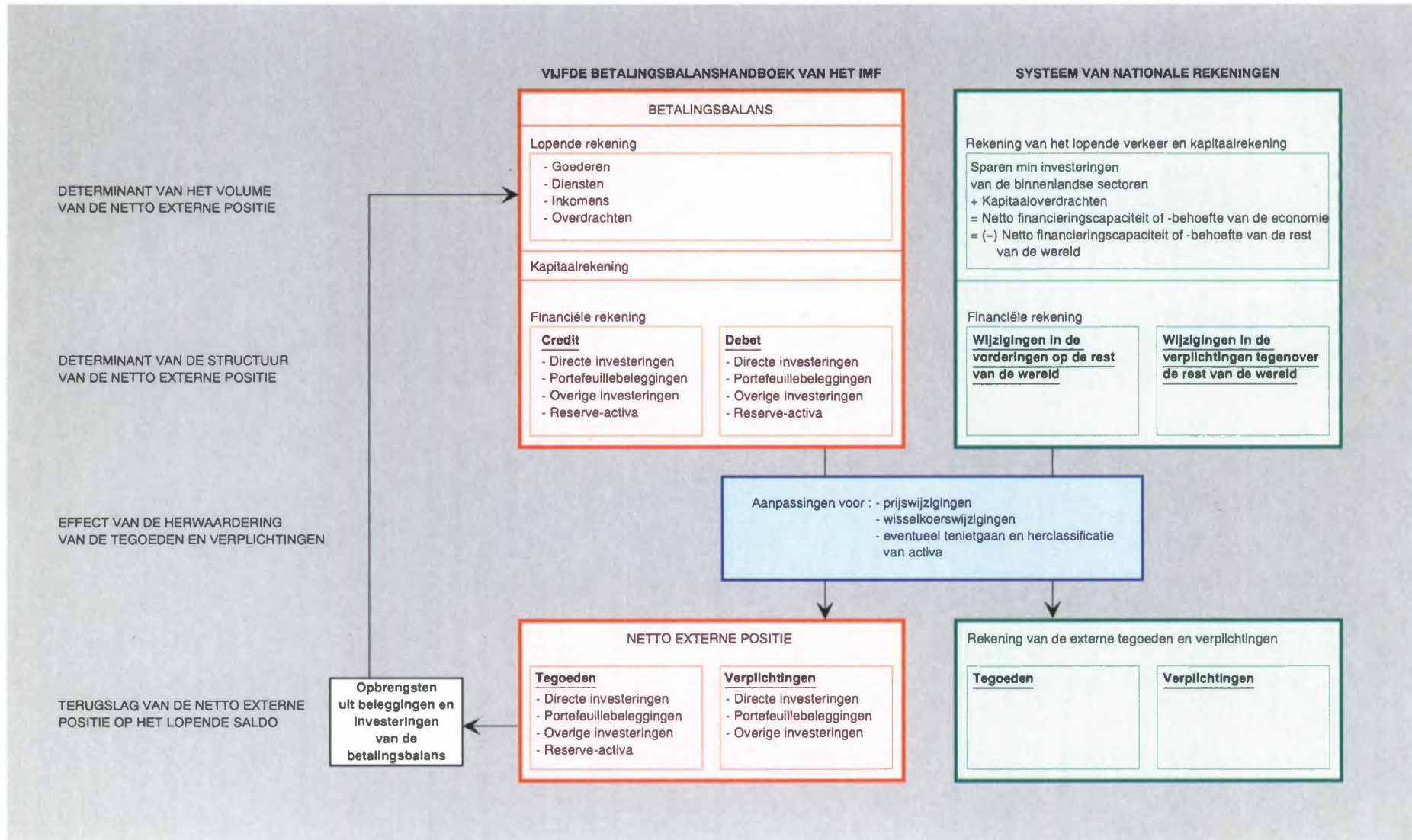
Het in de betalingsbalans opgetekende financiële verkeer van zijn kant geeft aan op welke wijze het spaaroverschot in het buitenland wordt geplaatst, of hoe de financieringsbehoeften worden gedekt. Zo kan een lopend overschot zijn weerslag vinden in een vermeerdering van de goud- en deviezenreserves van de centrale bank, maar het kan evenzeer tot uiting komen in buitenlandse beleggingen van ingezetenen particulieren en vennootschappen of in een vermindering van hun schulden.

De verdeling van de tegoeden en verplichtingen over de verschillende binnenlandse sectoren is voor de monetaire overheid niet zonder belang. Een economie kan tegenover het buitenland nettotegoeden opstapelen die, ingeval de monetaire overheid ze niet kan mobiliseren omdat zij zich in handen van de particuliere sector bevinden, niet zullen kunnen worden aangewend om een eventueel betalingsbalansstekort te financieren. Omgekeerd dient een economie niet méér goud- en deviezenreserves op te stapelen dan wat vereist is om de toevallige en seizoengebonden schommelingen van de financieringsbehoeften van de betalingsbalans op te vangen. Het is derhalve normaal dat recurrente positieve lopende saldi aanleiding geven tot de vorming door de particuliere sector van nettotegoeden tegenover het buitenland.

Het financiële verkeer in de betalingsbalans omvat eveneens de transacties die uitsluitend ingegeven zijn door overwegingen inzake de allocatie van externe tegoeden, zonder dat de omvang van deze laatste wordt gewijzigd. Zowel voor de tegoeden als voor de verplichtingen betreft het bijv. arbitrages van activa met een bepaalde looptijd of in een bepaalde valuta tegen activa die andere kenmerken vertonen, of cessies — tussen twee binnenlandse sectoren — van in het buitenland aangehouden tegoeden. Die transacties kunnen terzelfder tijd ook de tegoeden en de verplichtingen tegenover het buitenland wijzigen, bijv. wanneer voor de financiering van beleggingen leningen worden aangegaan. Zo ook kan het internationale financiële verkeer van de verschillende sectoren van de economie tegengesteld verlopen : de ene financieren zich in het buitenland, terwijl de andere er hun spaaroverschot beleggen. De financiële rekening van de betalingsbalans bepaalt dus het structuurverloop van de tegoeden en verplichtingen van de economie tegenover het buitenland.

De omvang en de structuur van de netto externe positie worden niet alleen beïnvloed door het saldo van het lopende verkeer en door het financiële verkeer in de betalingsbalans; er spelen ook andere factoren. Zo worden, om de externe positie te bepalen, de in vreemde valuta's luidende tegoeden en verplichtingen omgezet in de nationale valuta. De wisselkoersen waartegen de vorderingen en verplichtingen worden omgerekend, kunnen evenwel schommelen. Die wisselkoerswijzigingen veranderen de

SCHEMA 1 : VERBAND TUSSEN DE NETTO EXTERNE POSITIE, DE BETALINGSBALANS EN DE NATIONALE REKENINGEN VAN EEN ECONOMIE





omvang van de in franken omgezette tegoeden en verplichtingen, zonder dat transacties hebben plaatsgevonden. Voor zover de samenstelling, per valuta, van de tegoeden verschilt van die van de verplichtingen, wijzigen zij eveneens de netto externe positie.

Daarenboven moeten, volgens de methodologie van het IMF, de activa en passiva worden gewaardeerd tegen hun marktwaarde op het ogenblik van de opstelling van de externe positie. Wijzigingen in die marktwaarde, bijv. in de koersen van aandelen of obligaties, werken op dezelfde manier als wisselkoerswijzigingen op de externe positie in. Het vernietigen of het verdwijnen van activa, bijv. door afschrijving van dubieuze vorderingen, beïnvloedt ten slotte eveneens de externe positie zonder dat transacties hebben plaatsgevonden.

Zo de betalingsbalansstromen, ongerekend de invloed van prijzen en wisselkoersen, het volume en de structuur van de netto externe positie bepalen, dan hebben deze laatste op hun beurt een terugslag op het lopende saldo. Dat gebeurt via een van de bestanddelen van dat saldo, namelijk de opbrengsten uit beleggingen en investeringen, die een onderdeel zijn van de rubriek inkomens.

Ongerekend de rendementsverschillen die tussen de tegoeden en verplichtingen kunnen bestaan, geeft een netto crediteurpositie tegenover het buitenland aanleiding tot netto-opbrengsten uit beleggingen en investeringen in de betalingsbalans. Die opbrengsten kunnen het in het overige lopende verkeer opgetekende surplus verstevigen, of een eventueel deficit dekken en aldus een lopend overschot tot stand brengen. Op dat ogenblik komt een dynamisch zichzelf voedend proces van de netto externe positie op gang: het door die positie gegenereerde inkomenssurplus doet een lopend overschot ontstaan, of verstevigt het bestaande surplus, een vermeerdering dus van de nettotegoeden tegenover het buitenland, wat op zijn beurt aanleiding geeft tot een toename van de netto-opbrengsten uit beleggingen. Dat « sneeuwbal »-effect, dat in de hier beschreven situatie positief is, kan ook in omgekeerde zin spelen, als het negatieve saldo van de opbrengsten uit beleggingen bovenop dat van het overige lopende verkeer komt, of als het groter uitvalt dan het aldaar opgetekende overschot. In situaties waar-

in het saldo van de opbrengsten uit beleggingen tegengesteld is aan dat van het overige lopende verkeer maar qua absolute omvang kleiner is, heeft het een temperende uitwerking op het verloop van de netto externe positie.

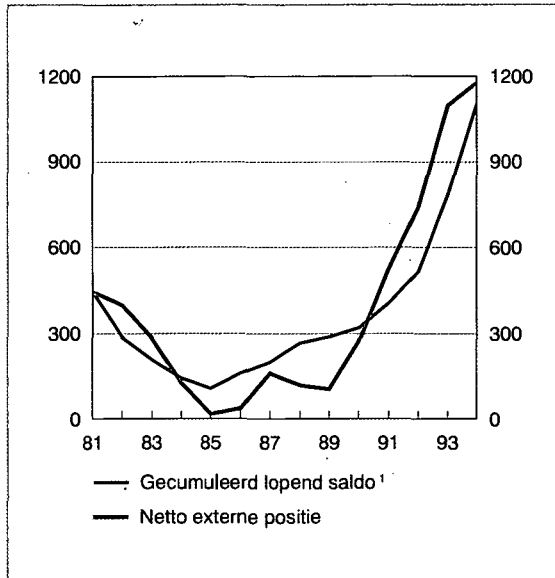
Naast het rechtstreekse en mechanische verband dat via de opbrengsten uit beleggingen en investeringen tussen de netto externe positie en de betalingsbalans bestaat, kan de externe positie van een land onder bepaalde voorwaarden ook de betalingsbalans beïnvloeden via de marktmechanismen. Een land bijv. dat te kampen heeft met een recurrent tekort op de lopende rekening, kan tegenover het buitenland geen nettoverplichtingen opstapelen zonder daarbij maatregelen te nemen om de onevenwichtigheden op zijn betalingsbalans weg te werken. Zoniet zullen de marktpartijen vroeg of laat de benodigde correcties afdwingen door de verkoop van een gedeelte van hun portefeuille van door dat land uitgegeven activa. Op dat ogenblik zullen de in werking gestelde marktmechanismen druk uitoefenen op de rentetarieven en op de wisselkoers. Door de daaruit voortvloeiende renteverhoging en valutadepreciatie in het debiteurland zullen de verplichtingen van dat land in de portefeuille van de crediteurs in waarde verminderen tot wanneer zij een nieuw evenwichtsniveau hebben bereikt. Op voorwaarde dat er ook andere economische beleidsmaatregelen worden genomen, zullen zowel de renteverhoging als de valutadepreciatie de aanpassingen in de betalingsbalans vergemakkelijken. De eerste zal de spaarneiging verhogen en opnieuw netto kapitaalvoer op gang brengen; de tweede zal de concurrentiepositie ten opzichte van het buitenland verbeteren. Die aanpassingen van de betalingsbalans zijn des te noodzakelijker omdat een debiteurland een tekort in het lopende verkeer met het buitenland niet eeuwig door kapitaalvoer kan financieren zonder een « sneeuwbal »-effect van de rentelasten teweeg te brengen, en in een onhoudbare positie van de lopende rekening terecht te komen.

### **Resultaten voor België**

Volgens de thans beschikbare bronnen zou het saldo van de tegoeden en verplichtingen van België tegenover het buitenland eind 1994 naar raming 1.179 miljard fr. hebben bedragen, dat

**GRAFIEK 1 — NETTO EXTERNE POSITIE EN GECUMULEERD LOPEND SALDO VAN BELGIË**

(aan het einde van de periode, miljarden franken)



<sup>1</sup> Netto externe positie aan het einde van 1981 vermeerderd met het vanaf 1982 gecumuleerde lopende saldo van de betalingsbalans.

is 15,5 pct. van het BBP van dat jaar. Hoewel het verloop van de netto externe positie eveneens door waarderingsverschillen werd beïnvloed, weerspiegelt het toch vooral de ontwikkeling van de gecumuleerde saldi van het lopende verkeer van België met het buitenland<sup>1</sup>.

Zo wogen de tijdens de jaren 1981 tot 1985 opgetekende tekorten van de lopende rekening op het verloop van de nettopositie, zodat de eerder opgebouwde nettotegoeden van jaar tot jaar slonken. De vanaf 1986 geregistreerde, toenemende overschotten brachten een trendommekeer teweeg en versnelden de vorming van nettotegoeden ten opzichte van het buitenland. Gelet op het feit dat in 1995 opnieuw een aanzienlijk lopend overschot werd geboekt, zijn die tegoeden vermoedelijk verder toegenomen.

<sup>1</sup> Aangezien tot op heden voor België geen betalingsbalans wordt opgesteld, diende het lopende saldo van België te worden geraamd. Het werd berekend op basis van de verdeling van de betalingsbalansgegevens van de BLEU tussen België en Luxemburg, van de raming, door STATEC, van het bilaterale lopende verkeer tussen België en Luxemburg en van een raming van het saldo van de stromen tussen beide landen m.b.t. de opbrengsten uit beleggingen en investeringen. Het verkregen resultaat wijkt zeer licht af van de raming in de nationale rekeningen van België. Het lopende saldo bleef onder dat van de BLEU maar gedurende de hele beschouwde periode, van 1981 tot 1994, vertoonden beide een parallel verloop.

men. Op grond van de thans beschikbare partiële informatie kan worden geraamd dat de netto externe positie eind 1995 naar 18 pct. van het BBP tenderde.

Het verschil tussen de netto externe positie en het gecumuleerde lopende saldo is een gevolg van de waardering van de tegoeden en verplichtingen tegen de geldende marktprijzen en -wisselkoersen<sup>2</sup>.

Een eerste, in dit opzicht relevant element zijn de prijswijzigingen van effecten zoals aandelen en obligaties. Wijzigingen in de marktprijzen werden evenwel uitsluitend in aanmerking genomen voor de aandelenportefeuilles en de directe investeringen, meer bepaald die in maatschappelijk kapitaal. Zijn niet in aanmerking genomen de veranderingen van de obligatiekoersen, die minder sterk schommelen dan de koersen van de andere effecten, en bovendien geen lange-termijntendens vertonen omdat zij, naarmate de eindvervaldag nadert, naar de nominale waarde tenderen.

De waardebepaling van de aandelenportefeuilles en van de directe investeringen in maatschappelijk kapitaal gebeurde, bij gebrek aan meer geschikte informatie over het waardeverloop van de ondernemingen in binnen- en buitenland, op basis van nationale en buitenlandse beursindices. De ontwikkeling van die beurskoersen heeft de brutotegoeden en -verplichtingen over het geheel van de periode zeer sterk aangedikt. De neerwaartse koersbewegingen van 1987 tot 1990 en meer recentelijk die van 1994 hebben de opwaartse tendens slechts tijdelijk omgebogen.

In nettotermen daarentegen heeft die factor de externe positie gedrukt: de posities in aandelen, met uitsluiting van de deelbewijzen van de Instellingen voor Collectieve Belegging (ICB's), en in directe investeringen in maatschappelijk kapitaal, die gewaardeerd worden op grond van het verloop van de beursindices, laten immers een negatief saldo optekenen, zodat een stijging van de beurskoersen tot een verslechtering van de nettopositie leidt; een daling van de beurskoersen daarentegen, zoals dat in 1994

<sup>2</sup> Het vloeit ook in beperkte mate voort uit andere aanpassingen, zoals de reeksbreuken in bepaalde voorraadgegevens die als basismateriaal hebben gediend.

het geval was, verbetert de netto externe positie. Wat de deelbewijzen van de ICB's betreft, hadden de specifieke prijseffecten — die werden afgeleid van door de Belgische Vereniging van de Instellingen voor Collectieve Belegging (BVICB) en de Commissie voor het Bank- en Financiewezen (CBF) gepubliceerde informatie — vooral aan het einde van de beschouwde periode een belangrijke invloed, negatief in 1992 en 1994 en positief in 1991 en 1993.

Van hun kant hadden de schommelingen van de goudprijs enkel een weerslag op de goud- en deviezenreserves van de Bank. De goudtegoeden van de overige ingezeten sectoren, die geen deel uitmaken van de reserves, worden immers niet als een actief tegenover het buitenland beschouwd, maar worden tot de reële kapitaalvoorraad van de economie geteld. Door de zeer forse stijging van de goudprijs in 1982 en het feit dat die prijs in 1983 hoog bleef, werd aan het begin van de onderzochte periode de teruggang van de externe positie — een gevolg van de lopende tekorten van de betalingsbalans — afgeremd. Vanaf 1984 sorteerde de daling van de goudprijs een beperkt negatief effect op de evaluatie van de activa.

De wijziging in de wisselkoers van de nationale valuta, ten slotte, is een derde element waar rekening mee moet worden gehouden bij de analyse van de variatie van de netto externe positie van de ene periode tot de andere. Op het eerste gezicht leidt een appreciatie van de nationale valuta tot een vermindering van de nettotoegoeden tegenover het buitenland. De tegenwaarde in franken van de tegoeden die luiden in valuta's die tegenover de frank depreciëren, loopt immers terug<sup>1</sup>. Landen die een crediteurpositie hebben verworven, lopen dus steeds een wisselrisico, zodat de vraag kan rijzen of zij hun spaaroverschot wel op de meest rendabele manier hebben belegd. Om daar een antwoord op te geven, dient ook rekening te worden gehouden met de netto-opbrengst uit die beleggingen in het buitenland. Beleggers zullen immers enkel als zij een voldoende hoge rentevergoeding krijgen, bereid zijn te beleggen in valuta's die een depreciatierisico inhouden. Zij zullen dus een rentepremie eisen die ten

minste de muntontwaarding moet compenseren. Het waardeverlies van de nettotoegoeden als gevolg van de appreciatie van de nationale valuta wordt derhalve gecompenseerd door hogere rente-ontvangsten uit het buitenland, wat op zijn beurt tot uiting komt in de lopende rekening en dus van die kant de nettopositie doet aangroeien. Indien de financiële markten geheel en al efficiënt zijn, wordt het financiële vermogen van de economie niet beïnvloed door de keuze van de crediteurlanden.

In tegenstelling tot de weerslag die een appreciatie of een depreciatie heeft op de brutotoegoeden en -verplichtingen, ligt in de praktijk de aard van het netto-effect — positief of negatief — van de wisselkoersschommelingen evenwel niet a priori vast. Voor een analyse van dat effect dient rekening te worden gehouden met de omvang en de structuur per valuta van de tegoeden en verplichtingen en met het verloop van de valuta's waaruit zij zijn samengesteld. De weging van de verschillende valuta's is immers niet noodzakelijk gelijk aan hun weging in de effectieve wisselkoers van de frank waarmee men gewoonlijk de waarde-ontwikkeling van de frank meet. De nettoweerslag van de wisselkoersen in de beschouwde periode varieerde, naargelang van het jaar, van — 150 tot 90 miljard fr., zonder dat er zich echt een tendens aftekende. In 1994 was dat effect evenwel

TABEL 1 — DE NETTO EXTERNE POSITIE VAN ENKELE LANDEN ULTIMO 1994

	Absoluut bedrag (miljarden dollars)	Verhouding tot het BBP (procenten)	Per inwoner (dollars)
Zwitserland .....	275	102,6	39.367
Nederland <sup>1</sup> .....	62	20,9	4.074
<b>België</b> .....	<b>37</b>	<b>15,5</b>	<b>3.659</b>
Japan .....	689	14,7	5.514
Duitsland .....	212	11,0	2.604
Verenigd Koninkrijk .....	28	2,6	474
Frankrijk .....	- 57	- 4,1	- 976
Italië .....	- 72	- 7,2	- 1.262
Oostenrijk .....	- 17	- 8,2	- 2.065
Verenigde Staten .....	- 584	- 8,7	- 2.241
Spanje .....	- 92	- 18,6	- 2.337

Nationale bronnen.

<sup>1</sup> Gegevens met betrekking tot eind 1993. Bij wijze van vergelijking, de netto externe positie van België beliep eind 1993 15,1 pct. van het BBP. Gegeven het lopende surplus dat Nederland in 1994 liet optekenen, is de crediteurpositie tegenover de rest van de wereld in dat jaar vermoedelijk nog toegenomen.

<sup>1</sup> Tenzij uiteraard de nettolening aan de rest van de wereld in de eigen valuta is toegestaan, wat vrij uitzonderlijk is.



zeer uitgesproken : de appreciatie van de frank verminderde de tegoeden en verplichtingen met respectievelijk zowat 700 en 600 miljard fr., waardoor op de netto externe positie per saldo een negatieve invloed van meer dan 100 miljard fr. werd uitgeoefend.

Hoewel bij een internationale vergelijking van de statistieken betreffende de externe positie omzichtig tewerk moet worden gegaan<sup>1</sup>, blijkt uit de beschikbare resultaten met betrekking tot een groot aantal industrielanden duidelijk het verband tussen de netto externe positie en de ontwikkeling in het verleden van het saldo van de lopende rekening van de betalingsbalans.

In 1994 maakte België deel uit van de economieën met de — in relatieve termen — grootste netto externe tegoeden, uitgedrukt in procenten van het BBP of in dollars per inwoner. Alleen de externe tegoeden van Zwitserland en Nederland<sup>2</sup> waren nog omvangrijker. Ook Japan en Duitsland hebben — in absolute bedragen — een aanzienlijke crediteurpositie, al blijft zij in relatieve termen wel onder die van België. In het verleden hebben die landen dan ook geregeld lopende overschotten opgetekend. Frankrijk, Italië, de Verenigde Staten en Oostenrijk daarentegen hebben nettoverplichtingen, die de weerspiegeling zijn van de lopende tekorten waar die landen zich op een of ander ogenblik voor geplaagd zagen. In het Verenigd Koninkrijk hebben de sedert 1986 opgestapelde lopende tekorten de netto-activa, die in dat jaar nog 144 miljard dollar beliepen, sterk aangetast. In Frankrijk en in Italië heeft de positieve weerslag, op de externe positie, van de sedert respectievelijk 1992 en 1993 opgetekende lopende overschotten de eerder aangegane aanzienlijke nettoverplichtingen nog niet volledig goedge maakt.

De terugslag, ten slotte, van de positie op het lopende saldo is verre van te verwaarlozen als de netto externe tegoeden van een land zo groot uitvallen als de jongste jaren in België het geval is geweest. Daarvan getuigt het verloop van de opbrengsten uit beleggingen en investe-

ringen dat is toegelicht in het artikel betreffende de betalingsbalans van de BLEU over het jaar 1995.

## **2.2 Verband tussen de buitenlandse rekeningen en het geheel van de rekeningen van een economie**

De nettotegoeden en -verplichtingen tegenover het buitenland zijn een onderdeel van de vermogensrekeningen van een economie. Samen met de financiële tegoeden en verplichtingen ten opzichte van de overige binnenlandse sectoren en de niet-financiële activa maken zij de rijkdom uit van de verschillende sectoren van de economie. De consolidatie van die resultaten voor het geheel van de economie zorgt ervoor dat de interne financiële tegoeden en verplichtingen van de economie elkaar opheffen : de vorderingen van de ene sector op de andere zijn voor deze laatste immers verplichtingen. De nettorijkdom van de economie in haar geheel is derhalve gelijk aan de som van de binnenlandse niet-financiële activa, bijv. vastgoed, uitrustingsgoederen, kunstwerken en alle andere reële activa, en de netto externe positie<sup>3</sup>.

In schema 2 zijn de vermogensrekeningen van België voor 1994 — die, het zij herhaald, grotendeels op ramingen berusten — vanuit deze invalshoek voorgesteld. Bij ontstentenis van een raming van het reële vermogen van de binnenlandse sectoren van de economie, kon de nettorijkdom evenwel nog niet mee in het schema worden opgenomen.

De bruto overheidsschuld beliep eind 1994 136 pct. van het BBP — waarvan meer in het bijzonder 101,5 pct. tegenover andere binnenlandse sectoren en 34,4 pct. tegenover het bui-

<sup>1</sup> Nog niet alle landen berekenen hun netto externe positie en, wat de toegepaste methodologieën betreft, is nog niet dezelfde graad van harmonisatie bereikt als voor de nationale rekeningen of de betalingsbalans.

<sup>2</sup> Voor Nederland moet men de vergelijking beperken tot 1993.

<sup>3</sup> Zowel de nationale rekeningen als de betalingsbalans worden opgesteld volgens het principe dat een investering in vaste activa steeds uitgevoerd wordt door een ingezetene van de economie waarin die investering plaatsvindt. Ingeval de investering in vaste activa door een buitenlander verricht wordt, wordt zij toegeschreven aan een in die economie gevestigde — eventueel fictieve — directe-investeringsonderneming, zodat bijgevolg met iedere investering in vaste activa door een buitenlander een financiële verplichting van de directe-investeringsonderneming tegenover een niet-ingezetene overeenstemt. De nettorijkdom van de economie wordt door deze optekeningwijze niet beïnvloed.

**SCHEMA 2 — VERBAND TUSSEN DE VERMOGENSREKENING EN DE NETTO EXTERNE POSITIE VAN BELGIË**

(gegevens in miljarden franken ultimo 1994; tussen haakjes gegevens in procenten van het BBP)

		ECONOMIE		REST VAN DE WERELD
		Overheid	Overige sectoren	
		p.m. REELE TEGOEDEN		
		FINANCIËLE TEGOEDEN		
ECONOMIE	Overheid	—	7.742 (101,5)	2.628 (34,4)
	Overige sectoren	618 (8,1)	—	13.149 (172,4)
REST VAN DE WERELD	FINANCIËLE VERPLICHTINGEN	271 <sup>1</sup> (3,6)	16.685 (218,8)	—

16.956 (222,3)	−	15.777 (206,9)	=	NETTO EXTERNE POSITIE	1.179 (15,5)	
<div style="border: 1px solid red; width: 20px; height: 10px; display: inline-block; margin-right: 5px;"></div> CONSOLIDATIE VAN DE BINNENLANDSE VORDERINGEN EN VERPLICHTINGEN						
16.956 (222,3)	−	15.777 (206,9)	+	REELE TEGOEDEN	=	NETTORIJKDOM VAN DE ECONOMIE

<sup>1</sup> Met inbegrip van kredieten aan en participaties in het buitenland.

tenland —, maar daartegenover stonden financiële vorderingen van de overheid ten bedrage van 11,7 pct. van het BBP — 8,1 pct. op de overige binnenlandse sectoren en 3,6 pct. op het buitenland —, zodat de nettoschuld van de overheid op 124,2 pct. uitkwam. De netto financiële vorderingen van de overige sectoren van hun kant bedroegen bijna 140 pct. Hun totale financiële vorderingen beliepen immers 320,3 pct. van het BBP, waarvan 101,5 pct. op de overheid en 218,8 pct. op het buitenland; hun totale financiële verplichtingen kwamen uit op 180,5 pct., waarvan 8,1 pct. tegenover de overheid en 172,4 pct. tegenover het buitenland. Het netto financiële vermogen van de ove-

rige sectoren lag dus 15,5 pct. boven de netto financiële verplichtingen van de overheid. Dat wijst erop dat de overige binnenlandse sectoren, in hoofdzaak de particulieren, in het verleden voldoende hebben gespaard om hun eigen investeringen te financieren, om tegemoet te komen aan de netto financieringsbehoefte van de overheid en om bovendien, naar rato van de netto externe positie, middelen ter beschikking te stellen van de rest van de wereld. De hoge schuldgraad van de overheid ten spijt, kan de overheidsschuld derhalve integraal in het binnenland worden gefinancierd.

Zonder dat dit de noodzaak van inspanningen voor de gezondmaking van de overheidsfinanciën vermindert — inspanningen die overigens om andere redenen strikt nodig zijn —, zet het aldus voorgestelde geheel van de vorderingen en verplichtingen van de economie de overheidsfinanciën in een enigszins ander licht dan gebruikelijk. Het feit dat er in België geen sprake is van een zogeheten « twin deficit », dat is het samengaan van een tekort op de lopende rekening en een netto te financieren saldo van de overheid, zorgt ervoor dat het mechanisme inzake inkomensherverdeling, dat verbonden is met de rentelasten, minder schadelijke gevolgen heeft dan wanneer de overheid zich verplicht ziet een beroep te doen op externe financiering. In voorkomend geval vloeien de rentebetalingen van de overheid af naar het buitenland. Op dat ogenblik creëren zij inkomens in het buitenland, en niet in België, wat thans het geval is.

Dat een economie in haar geheel beschouwd een financieel spaaroverschot heeft, neemt niet weg dat een gedeelte van de overheidsschuld in het buitenland is geplaatst of in vreemde valuta's luidt; die ontwikkeling moet worden gezien tegen de achtergrond van het vrije kapitaalverkeer en van de toenemende verwevenheid van de financiële markten, waarbij zowel de overheid, in de hoedanigheid van debiteur, als de buitenlandse beleggers die bereid zijn een deel van hun portefeuille in Belgisch overheidspapier aan te houden, de geldende marktvoorwaarden tegen elkaar afwegen.

### 3. STRUCTUUR VAN DE NETTO EXTERNE POSITIE

#### 3.1 De netto externe positie per functionele categorie

Het IMF-schema<sup>1</sup> deelt de tegoeden en verplichtingen tegenover het buitenland in eerste instantie in volgens hun aard. Net als in de betalingsbalans onderscheidt men de directe investeringen, de portefeuillebeleggingen, de overige investeringen en de reserve-activa. Dat een dergelijke functionele indeling als eerste criterium is gehanteerd, heeft onder meer te maken met de beoogde harmonisatie van de methodologie met die van de betalingsbalans. De achterliggende gedachte is dat de financiële transacties die onder elk van die hoofdingen worden geboekt, ingegeven zijn door gemeenschappe-

lijke motieven en gemeenschappelijke kenmerken vertonen, die alle op dezelfde manier een rol spelen voor de verschillende binnenlandse sectoren. In België, waar het betalingsbalans-evenwicht niet door het zweven van de wisselkoers tot stand wordt gebracht, maar waar integendeel vaste wisselkoersen worden nagestreefd, is voor de analyse van de ontwikkelingen die tot de vorming van de diverse posities tegenover het buitenland hebben geleid, de sectorale benadering meer geschikt; daarom wordt de commentaar over de positie per functionele categorie hier beknopt gehouden.

In 1994 tekende België voor de directe investeringen en de overige investeringen een debiteurpositie op; voor de portefeuillebeleggingen was dat een crediteurpositie. In de reserves horen per definitie alleen activabestanden thuis.

De structuur van de brutotegoeden en -verplichtingen wordt gedomineerd door het belang van de overige investeringen, meer in het bijzonder door de leningen die vooral een weerspiegeling zijn van de intermediaatiewe activiteit van de kredietinstellingen op de internationale inter-

<sup>1</sup> Zie bijlage.

TABEL 2 — DE EXTERNE TEGOEDEN EN VERPLICHTINGEN VAN BELGIË NAAR FUNCTIONELE CATEGORIE

(uitstaande bedragen aan het einde van de periode, miljarden franken)

	1981	1985	1990	1994	1994 procenten van het totaal
<b>Tegoeden tegenover het buitenland</b> .....	<b>4.539</b>	<b>7.969</b>	<b>12.413</b>	<b>16.956</b>	<b>100,0</b>
Directe investeringen .....	242	481	1.259	2.214	13,1
Portefeuillebeleggingen .....	526	1.482	3.296	5.135	30,3
Aandelen .....	165	335	1.049	1.905	11,2
Obligaties .....	352	1.125	2.061	3.196	18,8
Geldmarktinstrumenten .....	8	21	186	35	0,2
Overige investeringen .....	3.059	5.203	7.118	8.891	52,4
waarvan : leningen .....	2.451	4.295	5.462	6.350	37,5
biljetten, muntstukken en deposito's .....	449	605	1.061	1.752	10,3
Reserve-activa .....	712	804	739	716	4,2
<b>Verplichtingen tegenover het buitenland</b> .....	<b>4.091</b>	<b>7.951</b>	<b>12.143</b>	<b>15.777</b>	<b>100,0</b>
Directe investeringen .....	388	929	1.809	3.371	21,4
Portefeuillebeleggingen .....	384	987	1.984	3.304	20,9
Aandelen .....	12	41	174	310	2,0
Obligaties .....	140	484	799	1.746	11,1
Geldmarktinstrumenten .....	232	462	1.010	1.249	7,9
Overige investeringen .....	3.319	6.035	8.350	9.102	57,7
waarvan : leningen .....	2.963	5.343	6.739	6.848	43,4
biljetten, muntstukken en deposito's .....	315	577	1.223	1.671	10,6
<b>Nettotegoeden</b> .....	<b>448</b>	<b>18</b>	<b>270</b>	<b>1.179</b>	

Bron : NBB.



bankenmarkt. Deze laatste categorie heeft evenwel aan relatief belang ingeboet ten voordele van de portefeuillebeleggingen en de directe investeringen. Onder impuls van een internationale tendens tot diversificatie van de beleggingen en de sterke opgang van de internationale kapitaalmarkten zijn de portefeuillebeleggingen zowel op het actief als op het passief sterk gegroeid. De directe investeringen van hun kant zijn toegenomen onder invloed van een gunstige omgeving die werd gecreëerd door het Europese integratieproces maar tevens door specifiek Belgische factoren. Bij de sectorale benadering van de positie worden deze ontwikkelingen uitgediept.

### 3.2 Termijn- en valutastructuur

De opsplitsing<sup>1</sup> van de tegoeden en verplichtingen in korte- en lange-termijnbestanddelen, enerzijds, en in franken en vreemde valuta's, anderzijds, belicht de Belgische positie nog vanuit een ander oogpunt.

De korte termijn heeft zowel in de activa als in de passiva de overhand, maar dat over-

<sup>1</sup> De termijnopsplitsing is gebaseerd op de oorspronkelijke looptijd of op de aard van de investeringen. De indeling van de uitstaande bedragen in franken en in vreemde valuta's — berekend als gecumuleerde stromen — gebeurd op basis van de bij de transactie gebruikte valuta.

TABEL 3 — TERMIJNSTRUCTUUR VAN DE EXTERNE TEGOEDEN EN VERPLICHTINGEN VAN BELGIË

(procenten van de tegoeden tegenover het buitenland, exclusief de reserve-activa, en van de verplichtingen tegenover het buitenland)

	1981	1990	1994
<b>Tegoeden tegenover het buitenland</b> .....	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
op korte termijn .....	61,8	50,9	46,1
op lange termijn .....	34,8	42,4	44,7
niet opsplitsbaar .....	3,5	6,7	9,2
<b>Verplichtingen tegenover het buitenland</b> .....	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
op korte termijn .....	77,7	70,2	58,3
op lange termijn .....	17,5	23,6	34,3
niet opsplitsbaar .....	4,8	6,1	7,4

Bron : NBB.

wicht is aan beide kanten geringer dan vroeger : in 1981 waren nog 61,8 pct. van de tegoeden en 77,7 pct. van de verplichtingen op korte termijn, in 1994 was dat aandeel geslonken tot respectievelijk 46,1 en 58,3 pct. Het aandeel van de lange-termijntegoeden en -verplichtingen is tussen 1981 en 1994 immers fors toegenomen vanwege de hierboven vermelde groei van de portefeuillebeleggingen en van de directe investeringen. De buitenlandse verplichtingen van België hebben daarenboven verhoudingsgewijs een kortere looptijd dan de tegoeden tegenover het buitenland, ook al nam dat verschil in termijnstructuur over diezelfde periode beduidend af.

De relatieve termijnstructuur bepaalt hoe snel rentewijzigingen inwerken op de netto-opbrengsten uit beleggingen en investeringen. Door de gemiddeld kortere looptijd van de verplichtingen, brengt een rentedaling een tijdelijke toename van de netto-opbrengsten uit beleggingen met zich, omdat rente-uitgaven daar sneller de weerslag van ondervinden dan rente-ontvangsten.

Wat de cambiare structuur betreft, overheersen uiteraard de in vreemde valuta's luidende tegoeden en verplichtingen. Nochtans zijn de beleggingen in franken van ingezetenen in het buitenland en van niet-ingezetenen in België in 1994 toegenomen tot 23,7 en 37,6 pct. van de totale tegoeden en verplichtingen, tegen respectievelijk 11,2 en 18,1 pct. aan het begin van de jaren tachtig, wat neerkomt op meer dan een

TABEL 4 — VALUTASTRUCTUUR VAN DE EXTERNE TEGOEDEN EN VERPLICHTINGEN VAN BELGIË

(procenten van de tegoeden en verplichtingen tegenover het buitenland)

	1981	1990	1994
<b>Tegoeden tegenover het buitenland</b> .....	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
in franken .....	11,2	17,7	23,7
in vreemde valuta's ....	82,6	78,7	71,3
niet opsplitsbaar .....	6,1	3,6	5,0
<b>Verplichtingen tegenover het buitenland</b> .....	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
in franken .....	18,1	30,2	37,6
in vreemde valuta's ....	81,0	69,8	61,0
niet opsplitsbaar .....	0,9	...	1,3

Bron : NBB.

verdubbeling. Dat verloop is wellicht toe te schrijven aan het toegenomen vertrouwen van de Belgische en buitenlandse beleggers in de waardevastheid van de frank, maar zeker ook aan aanbodfactoren, zoals de hervorming van de Belgische financiële markten en de opkomst van de ICB's in Luxemburg, waarop hieronder wordt ingegaan.

### 3.3 Sectorale structuur

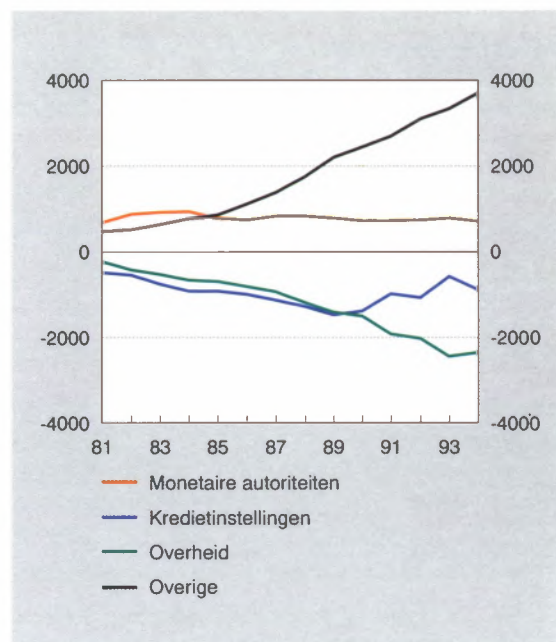
In de voorstelling van de netto buitenlandse positie volgens het IMF-schema wordt binnen elke functionele categorie een onderscheid gemaakt tussen de grote sectoren: de monetaire autoriteiten, de overheid, de kredietinstellingen en de overige sectoren. In wat hieronder volgt, wordt die sectorindeling evenwel als eerste criterium gebruikt. Zo voorgesteld, vallen de Belgische nettotoegoden uiteen in vrij verschillende nettoposities.

Zo hebben de kredietinstellingen<sup>1</sup> en de overheid een debiteurpositie tegenover het buitenland, terwijl de monetaire autoriteiten en vooral de overige sectoren van de economie — hoofdzakelijk de particulieren en de niet-bancaire vennootschappen — een crediteurpositie innemen. De wijzigingen die zich sinds het begin van de jaren tachtig in de posities van de genoemde sectoren hebben voorgedaan, weerspiegelen voornamelijk de keuzes die particuliere investeerders en beleggers in binnen- en buitenland onder invloed van de heersende marktomstandigheden hebben gemaakt, alsmede de kanalen waarlangs de monetaire autoriteiten residuele betalingsbalanstekorten hebben gefinancierd.

Tijdens de eerste helft van de jaren tachtig leidden de tekorten op de lopende rekening tot een vermindering van de netto buitenlandse toegoden. Een analyse van de financiële bewegin-

GRAFIEK 2 — SECTORALE OPSPLITSING VAN DE NETTO EXTERNE POSITIE VAN BELGIE

(aan het einde van de periode, miljarden franken)



gen in de betalingsbalans maakt duidelijk welke mechanismen bij de financiering van die tekorten hebben gespeeld. Zo namen de netto externe activa van de particulieren en de niet-bancaire vennootschappen tussen 1981 en 1984 niet of nauwelijks af. Daarom gaven de monetaire autoriteiten er de voorkeur aan de tekorten in belangrijke mate te financieren door overheidsleningen in deviezen, wat onder meer tot uiting kwam — voor zover niet-ingezetenen op die leningen intekenden — in toenemende buitenlandse verplichtingen van de overheid, of van de kredietinstellingen zo deze laatste ze in portefeuille namen.

Vanaf de tweede helft van de jaren tachtig sloot de lopende rekening met surplussen af en vertoonden de nettotoegoden tegenover het buitenland bijgevolg een toenemende tendens, die vooral tot uiting kwam in de aangroei van de nettotoegoden van de overige sectoren. Die groei was doorgaans zelfs groter dan het surplus van de lopende rekening, zodat de deviezen-schuld van de overheid verder opliep. In 1989, maar vooral met de hervorming van de financiële markten in 1991, werd een nieuwe fase ingeluid, die zich uitte in een vermindering van de nettoverplichtingen tegenover het buitenland van de kredietinstellingen en een vergroting van

<sup>1</sup> Om technische redenen zijn de directe investeringen van niet-ingezetenen in de sector van de kredietinstellingen opgenomen bij de directe investeringen van niet-ingezetenen in de niet-bancaire vennootschappen, die tot de sector « overige » behoren. Dit heeft tot gevolg dat de debiteurpositie van de kredietinstellingen en de crediteurpositie van de sector « overige » worden onderschat. De bedragen in kwestie zijn evenwel niet voldoende belangrijk om de bereikte resultaten op significante wijze te beïnvloeden.

de verplichtingen in franken van de overheid tegenover het buitenland. Die ontwikkelingen worden verderop nader toegelicht.

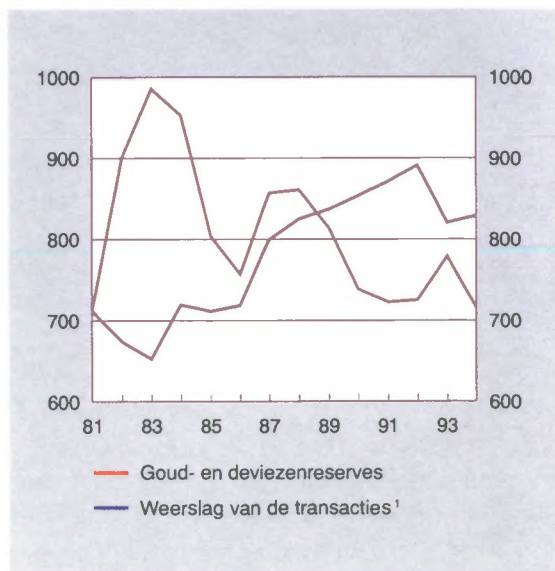
### Monetaire autoriteiten

De goud- en deviezenreserves van de Nationale Bank<sup>1</sup> maken nagenoeg de totale buitenlandse tegoeden van de monetaire autoriteiten uit. Het zijn gewone financiële activa, die echter worden aangehouden door een specifieke sector met een specifiek doel, wat de aparte behandeling ervan verklaart. Het IMF definieert de reserves als de activa die daadwerkelijk ter beschikking en onder de controle staan van de monetaire autoriteiten voor onmiddellijke interventie op de valutamarkt. Ze omvatten het monetaire goud, de Speciale Trekkingsrechten (STR), de reservepositie bij het IMF, de vreemde valuta's en de vorderingen op het Europees Fonds voor Monetaire Samenwerking (EFMS).

<sup>1</sup> Volgens de definitie die zowel gebruikt wordt bij de raming van de netto externe positie als bij het opstellen van de Belgische financiële rekeningen omvat de sector van de monetaire autoriteiten de Nationale Bank van België, het Rentenfonds en het Muntfonds. Omdat de Bank vrijwel de enige instelling is met buitenlandse tegoeden en verplichtingen wordt de analyse tot die instelling beperkt.

GRAFIEK 3 — VERLOOP VAN DE GOUD- EN DEVIEZENRESERVES VAN DE NATIONALE BANK VAN BELGIË

(aan het einde van de periode, miljarden franken)



<sup>1</sup> Goud- en deviezenreserves ultimo 1981 vermeerderd met de vanaf 1982 gecumuleerde transacties.

In december 1994 beliepen de goud- en deviezenreserves 716 miljard fr., een bedrag dat ongeveer overeenstemde met dat van 1981, het beginjaar van de beschouwde periode. Die stabiliteit is evenwel het resultaat van de uiteenlopende ontwikkeling van de mutaties van de reserves die worden opgetekend in de betalingsbalans — de transacties — en van de waardeeringsverschillen op de uitstaande bedragen.

Aan het begin van de jaren tachtig werkten prijsbewegingen de toename van de reserves tegen marktwaarde sterk in de hand, terwijl de invloed van de transacties marginaal bleef. Daarna, van 1984 tot 1992, woog de daling van de goudkoers en vervolgens de depreciatie van de Amerikaanse dollar op het verloop van de goud- en deviezenreserves.

Vanaf 1987 werd dat negatieve prijseffect evenwel voor een deel gecompenseerd door de aankoop van deviezen. In 1993 leverden zowel het verloop van de wisselkoersen als dat van de goudprijs, anders dan tijdens de voorgaande jaren, een manifest positieve bijdrage tot de marktwaarde van de reserves, zodat de volumedaling ervan ruimschoots gecompenseerd werd. In 1994 werkten die effecten in omgekeerde richting.

Over de hele periode beschouwd, leverde het gecumuleerde effect van de waardering van de reserves tegen de marktwaarden — berekend als het verschil tussen de gecumuleerde bewegingen van de reserves in de betalingsbalans en de voorraad in 1994 — een minwaarde van 112 miljard fr. op, waarvan 102 miljard fr. enkel voor rekening van de goudprijs komt. De weerslag van de wisselkoersschommelingen was daarentegen vrijwel neutraal.

Naast de goud- en deviezenreserves omvatten de buitenlandse tegoeden van de monetaire autoriteiten in hoofdzaak de vorderingen op Luxemburg die, sedert de hervorming van de Belgische geldmarkt in 1991, voortvloeien uit de deelname van de Luxemburgse financiële instellingen aan het voorschottenmechanisme van de Bank ter uitvoering van de monetaire associatie tussen België en Luxemburg.

De externe verplichtingen van de monetaire autoriteiten weerspiegelen vooral het verloop van de debiteurpositie van België tegenover het



EFMS. Tot 1984 deed de Bank, bij de intracommunautaire interventies ter ondersteuning van de frank, een beroep op financiering op zeer korte termijn. In 1991 en 1992 daarentegen verkreeg de Bank een vordering op het EFMS in het kader van korte-termijninterventies ter ondersteuning van enkele EMS-valuta's. Die vorderingen werden in 1993 integraal vereffend.

### Overheid

De ontwikkeling van de netto debiteurpositie van de overheid is vooral terug te voeren op drie factoren.

Vooreerst namen de buitenlandse verplichtingen in deviezen tijdens de jaren tachtig en de eerste helft van de jaren negentig met ongeveer 750 miljard fr. toe in het kader van de financiering van de betalingsbalans. De in de positie van de overheid opgenomen buitenlandse verplichtingen in deviezen geven echter geen volledig beeld van de mate waarin deviezenleningen een rol hebben gespeeld in de financiering van de betalingsbalans. Een gedeelte van de deviezenschuld van de overheid is immers bij de ingezeten kredietinstellingen gelokaliseerd

en is niet vervat in de externe positie van de overheid. De totale deviezenschuld van de overheid — dus inclusief die tegenover ingezeten kredietinstellingen — steeg tijdens de beschouwde periode van 418 miljard fr. eind 1981 tot 1.349 miljard fr. eind 1994.

Debet aan de nog sterkere toename van de totale verplichtingen van de overheid in franken — van 168 tot 1.711 miljard fr. — is voor een deel de groei van de verplichtingen ten opzichte van Luxemburg. Die verplichtingen zijn onder meer de tegenpost van de in franken luidende beleggingen van Belgische ingezetenen bij Luxemburgse kredietinstellingen en ICB's.

Ten slotte zijn sedert 1988 ook de in franken luidende verplichtingen tegenover derde landen fors opgelopen. Tot dan waren de inschrijvingen op overheidsleningen in franken beperkt tot de schatkistcertificaten die de Luxemburgse kredietinstellingen aankochten ter belegging van hun in franken luidende middelen. De invoering van de lineaire obligaties (OLO's) in 1989, in januari 1991 gevolgd door de geldmarkthervorming, weerspiegelde de wil van de overheid om de rentelasten te drukken via een verscherping van de concurrentie tussen de be-

TABEL 5 — EXTERNE TEGOEDEN EN VERPLICHTINGEN VAN DE BELGISCHE OVERHEID

(uitstaande bedragen aan het einde van de periode, miljarden franken)

	1981	1985	1990	1994	1994 procenten van het totaal
<b>Tegoeden tegenover het buitenland</b> .....	<b>95</b>	<b>181</b>	<b>204</b>	<b>272</b>	<b>100,0</b>
Participatienemingen .....	67	141	147	189	69,5
Leningen aan buitenlandse staten .....	26	37	55	62	23,0
Overige .....	1	3	2	20	7,5
<b>Verplichtingen tegenover het buitenland</b> .....	<b>326</b>	<b>874</b>	<b>1.715</b>	<b>2.628</b>	<b>100,0</b>
In franken .....	168	406	1.019	1.711	65,1
op lange termijn .....	21	67	376	823	31,3
op korte termijn .....	147	339	643	888	33,8
In vreemde valuta's .....	159	468	696	916	34,9
op lange termijn .....	83	355	325	602	22,9
op korte termijn .....	72	113	371	314	12,0
<i>p.m. Buitenlandse schuld in vreemde valuta's in procenten van de totale overheidsschuld in vreemde valuta's</i> .....	38,0	43,0	61,4	67,9	
<b>Nettoverplichtingen</b> .....	<b>-232</b>	<b>-693</b>	<b>-1.511</b>	<b>-2.356</b>	
<i>p.m. Bruto buitenlandse schuld in procenten van de geconsolideerde brutoschuld van de gezamenlijke overheidssector</i> .....	10,8	16,4	22,4	27,0	

Bron : NBB.

leggers. Het aanbod van de op de georganiseerde markten vlot verhandelbare effecten en de aantrekkingskracht van de beleggingen in franken droegen bij aan de groei van de in franken luidende overheidsverplichtingen tegenover het buitenland. Tegen die achtergrond was die zeer forse toename van de overheidsverplichtingen het resultaat van bewuste keuzes vanwege de autoriteiten, keuzes die in relatieve termen leidden tot een daling van de korte-termijnrente.

De overheidstegoeden tegenover het buitenland, die eind 1994 toch meer dan 270 miljard fr. bedroegen, bestaan hoofdzakelijk uit de deelname van de Belgische Staat in internationale instellingen zoals het Internationaal Monetair Fonds, de Europese Bank voor Wederopbouw en Ontwikkeling en de Europese Investeringsbank. De overige buitenlandse tegoeden vinden vooral hun oorsprong in lange-termijnleningen aan ontwikkelingslanden.

### Kredietinstellingen

Voor de analyse van het verloop van de nettoverplichtingen van de kredietinstellingen, die van eind 1981 tot eind 1994 toenamen van 487 tot 892 miljard fr., is een opsplitsing van de buitenlandse tegoeden en verplichtingen in franken en in vreemde valuta's relevanter dan een opsplitsing naar instrument. Op die wijze

wordt het mogelijk de positiegegevens te analyseren aan de hand van de concepten die ook bij de analyse van de betalingsbalans worden gebruikt.

Tijdens de jaren tachtig namen de in franken luidende nettoverplichtingen van de kredietinstellingen zeer fors toe; achteraf volgde een nogal wisselvallig verloop. Dat heeft met twee veeleer structurele factoren te maken.

Gedurende de periode 1981-1990 was het evenwicht op de valutamarkt mede te danken aan het aanhoudend positieve renteververschil met Duitsland, wat de niet-ingezetenen ertoe bracht hun nettotegoeden in franken bij Belgische kredietinstellingen op te voeren. In de loop van 1990 kon, mede door de koppeling van de frank aan de mark, het korte-renteververschil met Duitsland nagenoeg volledig worden weggewerkt. In 1991 gaf dat aanleiding tot een forse vermindering van de nettoverplichtingen in franken van de ingezeten kredietinstellingen. Niet-ingezetenen gingen bij Belgische kredietinstellingen leningen in franken aan omdat de rente in relatieve termen laag was.

De in franken luidende buitenlandse verplichtingen van de Belgische kredietinstellingen waren traditioneel ook voor een deel toe te schrijven aan de deposito's die niet-ingezeten banken vormden als tegenpost voor de beleg-

TABEL 6 — EXTERNE TEGOEDEN EN VERPLICHTINGEN VAN DE KREDIETINSTELLINGEN : OPSPLITSING IN FRANKEN EN IN VREEMDE VALUTA'S

(uitstaande bedragen aan het einde van de periode, miljarden franken)

	1981	1985	1990	1994
<b>Tegoeden tegenover het buitenland</b> .....	<b>2.481</b>	<b>4.664</b>	<b>6.498</b>	<b>7.871</b>
in franken .....	84	217	446	1.037
in vreemde valuta's .....	2.397	4.447	6.052	6.834
<b>Verplichtingen tegenover het buitenland</b> .....	<b>2.968</b>	<b>5.594</b>	<b>7.885</b>	<b>8.763</b>
in franken .....	282	481	1.147	1.693
in vreemde valuta's .....	2.686	5.113	6.738	7.070
<b>Nettoverplichtingen</b> .....	<b>- 487</b>	<b>- 930</b>	<b>- 1.387</b>	<b>- 892</b>
in franken .....	- 198	- 264	- 701	- 656
in vreemde valuta's .....	- 289	- 666	- 686	- 236
<i>p.m. Nettotegoeden in vreemde valuta's, gecorrigeerd voor de verplichtingen van de kredietinstellingen tegenover het buitenland aangegaan ter financiering van hun portefeuille overheidseffecten in vreemde valuta's</i> .....	- 30	- 46	- 247	198

Bron : NBB.

gingen die Belgische ingezetenen bij hen verichtten. Vanaf 1989, met de openstelling van de OLO-markt, en meer nog vanaf 1991 — ingezetenen uit derde landen mochten van dan af ook intekenen op Belgische schatkistcertificaten — ontstonden er voor de kredietinstellingen uit derde landen alternatieve kanalen voor het beleggen van hun middelen in franken. Dat heeft — ceteris paribus — de depositovorming van banken uit derde landen bij Belgische kredietinstellingen verminderd. Het is bovendien niet uitgesloten dat niet-ingezetenen bij Belgische kredietinstellingen leningen in franken hebben aangegaan om vervolgens in schatkistcertificaten of in OLO's te beleggen.

Het verloop van de nettoverplichtingen van de ingezeten kredietinstellingen in vreemde valuta's kan in de eerste plaats worden verklaard door de ontwikkeling van hun portefeuille overheidseffecten in vreemde valuta's. Doorgaans financieren de kredietinstellingen de aankoop van die effecten door in het buitenland deviezenleningen aan te gaan, zodat — bij overigens gelijkblijvende omstandigheden — elke wijziging in die portefeuille tot uiting komt in het verloop van hun nettoverplichtingen tegenover het buitenland. Houdt men geen rekening met de daartoe aangegane leningen, dan vertoont hun buitenlandse positie in vreemde valuta's een minder uitgesproken verloop. Dat residuele verloop van de valutapositie van de banken is hoofdzakelijk toe te schrijven aan hun contant- en termijnoperaties met de ingezeten cliënteel en aan hun termijntransacties in vreemde valuta's tegen franken met niet-ingezetenen<sup>1</sup>.

De determinanten van die transacties zijn doorgaans dezelfde als die welke hierboven werden vermeld voor de nettoverplichtingen in franken. Samen met wisselkoersverwachtingen speelt

<sup>1</sup> De kredietinstellingen gaan doorgaans immers geen deviezenpositie voor eigen rekening aan. Zo zullen ze een deviezendeposito (-lening) van de ingezeten niet-bancaire sector meestal dekken door de vorming van een minstens even groot deviezendeposito (het aangaan van een minstens even grote deviezenlening) bij een buitenlandse bank. Het zijn die buitenlandse tegoeden en verplichtingen die in de netto externe positie van de kredietinstellingen worden opgenomen. Op analoge wijze dekken de kredietinstellingen hun termijntransacties met ingezetenen en met niet-ingezetenen en wordt de netto externe positie op soortgelijke wijze beïnvloed. De te ontvangen vreemde valuta's dekken ze door in het buitenland een deviezenlening aan te gaan, terwijl ze de te leveren vreemde valuta's dekken door de vorming van een deviezendeposito, teneinde elk wisselkoersrisico uit te schakelen.

het korte-renteverschil ten opzichte van het buitenland in beide gevallen de belangrijkste rol. Het hoeft dan ook niet te verwonderen dat de externe positie in deviezen — gecorrigeerd voor de financiering van de portefeuille overheidseffecten in vreemde valuta's — en de nettoverplichtingen in franken een soortgelijk verloop laten optekenen. Aan het einde van de periode werd de positie in vreemde valuta's van de kredietinstellingen ook nog beïnvloed door de geldmarktverkrappende swaps die met de Bank waren afgesloten.

Terwijl de opsplitsing van de tegoeden en verplichtingen van de kredietinstellingen in franken en in deviezen een band legt met de analytische voorstelling van de betalingsbalans, toont de opsplitsing naar instrument, zoals weergegeven in de bijlage, het belang aan van de kredietverstrekkingen op het actief en van de kredietnemingen en deposito's op het passief — in hoofdzaak van interbancaire aard — die getuigen van de belangrijke intermediaire-activiteit in vreemde valuta's. De portefeuilletegoeden van de Belgische banken zijn daarenboven belangrijker dan de overeenstemmende verplichtingen. Die tendens, die mettertijd is toegenomen, bevestigt dat de banken ook in hun internationale activiteit een zekere transformatierol vervullen.

### **Overige sectoren**

Deze sector is per saldo bepaald en is dan ook heterogeen in zijn samenstelling en gedragingen. De sector bevat de particulieren en de niet-bancaire vennootschappen, inclusief de financiële vennootschappen zoals de Belgische ICB's en de verzekeringsmaatschappijen. De tegoeden en verplichtingen van de sector worden grotendeels berekend vanuit de gecumuleerde en geherwaardeerde financiële stromen van de betalingsbalans. Zoals in de inleiding reeds vermeld, impliceert dit ongetwijfeld een zekere foutmarge.

Het gemengde karakter van de sector verklaart de belangrijkheid van de portefeuillebeleggingen en overige investeringen — met name de deposito's — op het actief en die van de directe investeringen op het passief.

De analyse van de betalingsbalans heeft reeds in het verleden de debiteurpositie van



TABEL 7 — EXTERNE TEGOEDEN EN VERPLICHTINGEN VAN DE OVERIGE SECTOREN

(uitstaande bedragen aan het einde van de periode, miljarden franken)

	1981	1985	1990	1994	1994 procenten van het totaal
<b>Tegoeden tegenover het buitenland</b> .....	<b>1.246</b>	<b>2.316</b>	<b>4.964</b>	<b>8.079</b>	100,0
Directe investeringen .....	155	304	1.041	1.862	23,0
Portefeuillebeleggingen .....	458	1.073	2.491	3.897	48,2
Aandelen .....	165	335	1.048	1.869	23,1
waarvan deelbewijzen van ICB's .....	31	51	662	1.167	14,4
Obligaties .....	293	737	1.442	2.028	25,1
Overige investeringen .....	633	940	1.432	2.320	28,7
<b>Verplichtingen tegenover het buitenland</b> .....	<b>761</b>	<b>1.453</b>	<b>2.516</b>	<b>4.359</b>	100,0
Directe investeringen .....	388	929	1.809	3.371	77,3
Portefeuillebeleggingen .....	33	64	190	391	9,0
Aandelen .....	12	41	174	310	7,1
Obligaties .....	21	22	15	54	1,2
Geldmarktinstrumenten .....	—	—	—	28	0,6
Overige investeringen .....	341	461	517	597	13,7
<b>Nettotegoeden</b> .....	<b>485</b>	<b>863</b>	<b>2.449</b>	<b>3.720</b>	

Bron : NBB.

België inzake directe investeringen aangetoond. Buitenlandse ondernemingen hebben traditioneel steeds meer in België geïnvesteerd dan Belgische ondernemingen dat in het buitenland hebben gedaan. Aldus waren de nettoverplichtingen in de directe investeringen eind 1994 opgelopen tot 1.509 miljard fr. Over de laatste veertien jaar beschouwd, hebben de directe-investeringstransacties vooral vanaf 1988 een hoge vlucht genomen.

Dit laatste houdt verband met meerdere factoren. Vooreerst wekte de verbetering van de rentabiliteit van de Belgische ondernemingen aan het begin van de jaren tachtig de interesse van de buitenlandse ondernemingen, terwijl zij het voor de Belgische bedrijven ook gemakkelijker maakte om in het buitenland te investeren. Het aan de conjunctuuropleving verbonden rentabiliteitsherstel heeft voorts, parallel met de toegenomen winstreservering van de ondernemingen, de waarde van de directe investeringen verhoogd. Daarenboven namen de overnames en fusies in het vooruitzicht van de interne Europese markt fors toe, omdat zowel Belgische als buitenlandse ondernemingen door schaalvergroting en door het afsluiten van strategische allianties hun positie op de Europese markt wilden consolideren of verbeteren. Door de aanwezig-

heid en de toenemende activiteiten van de coördinatiecentra, onder meer inzake het beheer van de financiële stromen tussen binnen- en buitenlandse leden van de groep, dikten ten slotte ook de brutostromen van de directe investeringen aanmerkelijk aan.

De effectenpositie van de overige sectoren van haar kant werd, net als in het geval van de directe investeringen, bijna volledig geraamd op basis van de gecumuleerde stromen. Het nadeel van die ramingsmethode is dat de structuur van de tegoeden en de verplichtingen — zowel wat de instrumenten als de valuta's betreft — enkel bij de oorsprong bekend is; de hypothese dat de aard van de tegoeden en verplichtingen of de gebruikte valuta's niet veranderen, impliceert dus dat geen rekening wordt gehouden met arbitrages tussen activa. Bij het cumuleren van de betalingsbalansstromen wordt evenmin rekening gehouden met de rechtstreekse herbelegging in het buitenland van coupons, dividenden en interesten.

Eind 1994 bestond zowat de helft van de portefeuillebeleggingen in het buitenland van de overige sectoren uit aandelen, waarvan bijna twee derde uit aandelen van Luxemburgse ICB's. De belangstelling voor dit type van be-

legging ontstond aan het einde van de jaren tachtig en heeft sindsdien een opmerkelijke ontwikkeling vertoond. Van de in 1994 uitstaande beleggingen in Luxemburgse ICB-aandelen, ten belope van 1.124 miljard fr., werd een gedeelte — naar schatting iets meer dan de helft — in België herbelegd. Die in- en uitgaande stromen sorteerden per saldo dus geen effect op de netto externe positie.

Naast de aandelen van Luxemburgse ICB's bezaten deze sectoren nog voor 44 miljard fr. aandelen in andere buitenlandse ICB's en voor zowat 700 miljard fr. eigenlijke aandelen. De groei van deze laatste activapost sinds 1981 — toen 134 miljard fr. — is vooral terug te voeren op de trendmatige stijging van de aandelenkoersen op de buitenlandse markten.

De obligatieportefeuille van de overige sectoren was eind 1994 — met meer dan 2.000 miljard fr. — goed voor een vierde van hun buitenlandse tegoeden. Het aandeel daarin van de in franken luidende obligaties dat sinds 1989 aanmerkelijk is toegenomen, weerspiegelt ongetwijfeld het vertrouwen van de Belgische belegger in de eigen munt, dat nog is verstevigd door de in juni 1990 formeel aangekondigde koppeling van de frank aan de Duitse mark. Ook ontwikkelingen aan de aanbodzijde hebben een rol gespeeld, met name de groei van de obligatiemarkt in Luxemburgse franken, waar de emissie-activiteit toenam na de opheffing, in juli 1990, van de minimumdrempel van 1 miljoen fr. per coupure.

De portefeuille van in vreemde valuta's luidende obligaties groeide tijdens de jaren tachtig

gestaag van 249 miljard fr. in 1981 tot 1.187 miljard fr. eind 1989. Nadien werd het verloop onregelmatig, zonder uitgesproken tendens. Dat hield verband met het feit dat vanaf dat ogenblik de particulieren en de vennootschappen hun obligatietegoeden in vreemde valuta's vooral opvoerden via de intermediaat van ICB's.

Vergeleken met de portefeuillebeleggingen bleven de verplichtingen van de Belgische niet-bancaire vennootschappen, in de vorm van obligatie- en aandelenemissies, zeer bescheiden: eind 1994 beliepen ze 391 miljard fr.

De Belgische aandelen oefenden op buitenlandse beleggers slechts een beperkte aantrekkingskracht uit. Eind 1994 beliepen die buitenlandse verplichtingen 310 miljard fr. Dat had wellicht te maken met de geringe omvang en diepte van de Belgische beurs. Bovendien is de toename van de verplichtingen in aandelen gedurende de beschouwde periode, net als voor de buitenlandse aandelen in portefeuille, in hoofdzaak toe te schrijven aan het verloop van de beurskoersen. Wat de obligaties betreft, verklaart de geringe emissie-activiteit van de Belgische ondernemingen waarom er nagenoeg geen buitenlandse verplichtingen in die vorm bestaan.

Alle niet-vermelde tegoeden en verplichtingen van de overige sectoren zijn in de positie opgenomen onder de rubriek « overige investeringen », een restpost die in hoofdzaak betrekking heeft op deposito's en commerciële voordeelingen op het actief en op leningen op het passief.

NETTO EXTERNE POSITIE VAN BELGIE -- Voorstelling volgens het schema van het vijfde betalingsbalanshandboek van het IMF  
(uitstaande bedragen aan het einde van de periode, miljarden franken)

BIJLAGE

	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994 r
<b>A. Tegoeden</b>	<b>4.539</b>	<b>5.526</b>	<b>6.557</b>	<b>7.673</b>	<b>7.969</b>	<b>8.570</b>	<b>9.142</b>	<b>10.521</b>	<b>11.846</b>	<b>12.413</b>	<b>13.311</b>	<b>14.567</b>	<b>16.904</b>	<b>16.956</b>
1. Directe investeringen in het buitenland	242	258	340	383	481	614	650	930	1.240	1.259	1.513	1.846	2.262	2.214
2. Portefeuillebeleggingen	526	594	918	1.205	1.482	1.802	1.929	2.619	3.107	3.296	3.646	4.120	5.261	5.135
2.1 Aandelen	165	137	232	258	335	461	439	736	988	1.049	1.211	1.414	2.143	1.905
Overheid	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	25	9	17
Banken	—	—	—	—	—	—	2	2	2	1	1	1	77	18
Overige sectoren	165	137	232	258	335	460	436	734	986	1.048	1.210	1.388	2.056	1.869
2.2 Schuldtitels	361	457	686	947	1.146	1.342	1.490	1.883	2.119	2.247	2.435	2.705	3.119	3.230
2.2.1 Obligaties	352	448	678	941	1.125	1.284	1.421	1.769	1.971	2.061	2.250	2.489	3.057	3.196
Overheid	1	2	3	3	3	2	2	1	2	2	3	2	3	3
Banken	58	72	149	274	385	439	442	504	526	616	675	866	1.275	1.164
Overige sectoren	293	374	526	664	737	844	977	1.263	1.443	1.442	1.572	1.621	1.779	2.028
2.2.2 Geldmarktinstrumenten	8	9	8	6	21	57	69	115	148	186	184	216	62	35
Banken	8	9	8	6	21	57	69	115	148	186	184	216	62	35
3. Overige investeringen	3.059	3.773	4.314	5.132	5.203	5.395	5.707	6.110	6.685	7.118	7.429	7.875	8.601	8.891
3.1 Handelsvorderingen	78	93	117	116	134	129	127	139	132	99	106	115	88	80
3.2 Leningen	2.372	2.871	3.358	4.099	4.161	4.329	4.574	4.878	5.204	5.363	5.524	5.655	6.262	6.270
Monetaire autoriteiten	5	4	5	2	4	8	7	6	7	8	29	26	28	19
Overheid	26	28	31	34	37	39	47	47	47	55	71	71	74	62
Banken	2.341	2.840	3.321	4.063	4.118	4.274	4.512	4.819	5.137	5.284	5.398	5.528	6.128	6.157
Overige sectoren	—	—	—	—	1	7	9	6	14	16	25	30	33	31
3.3 Biljetten, muntstukken en deposito's	449	548	547	603	605	663	703	757	882	1.061	1.123	1.408	1.707	1.752
Banken	2	3	3	4	4	4	4	4	5	5	5	5	5	6
Overige sectoren	446	545	544	599	601	660	699	753	877	1.056	1.118	1.403	1.703	1.746
3.4 Overige tegoeden	160	261	293	313	303	275	302	336	467	596	677	696	543	789
Banken	51	54	53	98	100	87	92	116	161	334	320	352	328	326
Overige sectoren	109	206	239	215	203	188	211	220	307	262	356	345	216	462
4. Reserve-activa	712	901	985	953	804	758	857	861	815	739	723	725	779	716
<b>B. Verplichtingen</b>	<b>4.091</b>	<b>5.123</b>	<b>6.274</b>	<b>7.547</b>	<b>7.951</b>	<b>8.531</b>	<b>8.982</b>	<b>10.402</b>	<b>11.740</b>	<b>12.143</b>	<b>12.783</b>	<b>13.825</b>	<b>15.805</b>	<b>15.777</b>
1. Directe investeringen van het buitenland	388	522	685	759	929	1.107	1.016	1.468	1.889	1.809	2.194	2.511	3.405	3.371
2. Portefeuillebeleggingen	384	602	760	935	987	1.151	1.312	1.649	1.900	1.984	2.448	2.672	3.380	3.304
2.1 Aandelen	12	19	26	24	41	83	93	140	170	174	187	197	298	310
2.2 Schuldtitels	372	583	735	911	946	1.068	1.219	1.509	1.730	1.810	2.261	2.476	3.082	2.995
2.2.1 Obligaties	140	252	347	513	484	504	555	683	697	799	1.128	1.357	1.916	1.746
Overheid	104	216	294	440	422	436	466	574	592	700	998	1.168	1.603	1.424
Banken	15	19	34	52	40	43	62	79	79	84	98	146	256	268
Overige sectoren	21	18	19	21	22	25	27	31	26	15	32	43	57	54
2.2.2 Geldmarktinstrumenten	232	330	388	398	462	564	664	826	1.034	1.010	1.133	1.119	1.166	1.249
Monetaire autoriteiten	10	6	3	5	12	17	17	20	23	7	—	—	—	—
Overheid	222	324	385	393	450	547	648	806	1.011	1.004	1.133	1.110	1.108	1.173
Banken	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	41	48
Overige sectoren	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	8	17	28
3. Overige investeringen	3.319	3.999	4.828	5.853	6.035	6.273	6.653	7.285	7.951	8.350	8.141	8.641	9.019	9.102
3.1 Leningen	2.963	3.563	4.282	5.156	5.343	5.562	5.882	6.253	6.657	6.739	6.399	6.587	6.890	6.848
Monetaire autoriteiten	3	18	50	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Overheid	—	—	—	—	—	1	1	2	2	—	5	8	3	17
Banken	2.620	3.123	3.796	4.711	4.912	5.148	5.458	5.818	6.199	6.277	5.933	6.116	6.384	6.431
Overige sectoren	340	422	437	446	431	413	423	432	457	462	461	463	504	400
3.2 Biljetten, muntstukken en deposito's	315	384	461	566	577	624	708	911	1.103	1.223	1.301	1.521	1.613	1.671
Monetaire autoriteiten	23	20	20	20	19	18	17	23	18	21	24	22	24	27
Overheid	1	3	4	—	1	1	5	1	13	11	8	11	8	13
Banken	291	360	435	543	553	599	679	879	1.066	1.184	1.248	1.443	1.533	1.579
Overige sectoren	1	1	2	3	4	5	6	8	7	7	22	46	48	53
3.3 Overige verplichtingen	42	51	85	132	115	87	63	121	191	389	441	533	516	583
<b>C. Netto externe positie</b>	<b>+448</b>	<b>+403</b>	<b>+284</b>	<b>+126</b>	<b>+18</b>	<b>+39</b>	<b>+161</b>	<b>+119</b>	<b>+106</b>	<b>+270</b>	<b>+528</b>	<b>+742</b>	<b>+1.099</b>	<b>+1.179</b>
<i>p.m. procenten van het BBP</i>	<i>12,5</i>	<i>10,4</i>	<i>6,9</i>	<i>2,8</i>	<i>0,4</i>	<i>0,8</i>	<i>3,1</i>	<i>2,1</i>	<i>1,8</i>	<i>4,2</i>	<i>7,8</i>	<i>10,4</i>	<i>15,1</i>	<i>15,5</i>



# OMVANG EN STRUCTUUR VAN DE VALUTAMARKT IN BELGIË

## 1. INLEIDING

### 1.1 Onderwerp van de enquête

In april 1995 heeft de Nationale Bank van België (hieronder « Bank » genaamd) samen met 25 andere centrale banken een enquête betreffende de omvang en de structuur van de valutamarkt gehouden. De Bank voor Internationale Betalingen nam de coördinatie van die enquête voor haar rekening.

Net als de soortgelijke enquêtes die in april 1989 en 1992 werden georganiseerd, behandelt de enquête van april 1995 de traditionele segmenten van de valutamarkt, namelijk de contantmarkt, de termijnmarkt en de markt van de « foreign exchange swaps ». Ook de op de valutamarkt betrekking hebbende afgeleide producten zoals valuta-opties, valuta- en renteswaps (« currency swaps »), andere producten<sup>1</sup> en valuta-futures werden onderzocht, maar die blijven algemeen beschouwd weinig omvangrijk. Daarom worden zij in dit artikel niet behandeld.

### 1.2 Methodologie van het onderzoek

#### *Deelnemers*

Aan de in 1995 georganiseerde enquête namen in totaal 46 in België gevestigde instellingen deel. In 1992 waren er dat 41 en in 1989 40. De vergelijkbaarheid van de resultaten in de tijd wordt door dit gewijzigde deelnemersstaal niet ernstig geschaad, want telkens werd naar schatting ongeveer 90 à 95 pct. van het marktvolume gedekt.

De groep deelnemers bestaat niet alleen uit Belgische instellingen, maar ook uit vestigingen van buitenlandse groepen. De volledige lijst vindt men in de bijlage.

<sup>1</sup> Gestructureerde producten die niet in hun meest elementaire bestanddelen kunnen worden opgesplitst.

#### *Onderzoekperiode*

Voor de meting van de omzet werd, net als bij de vorige driejaarlijkse enquêtes, de maand april gekozen. Om de invloed van een veranderlijk aantal werkdagen uit te schakelen en dus zowel vergelijkingen in de tijd als tussen de verschillende landen mogelijk te maken, werd een gemiddelde dagomzet berekend. De Bank nam voor april 1995 18 werkdagen in aanmerking, hoewel de maand formeel 19 werkdagen telde. Op Goede Vrijdag was de valutamarkt in België en Frankrijk weliswaar open, maar de omzet was erg bescheiden, aangezien de andere internationale centra gesloten waren. Daarom werd die dag niet meegerekend voor het bepalen van het aantal werkdagen.

De omzet op de valutamarkt wordt onder meer bepaald door de situatie op die markt : op een rustige markt — met nauwelijks schommelende koersen — is de arbitrage-activiteit doorgaans beperkter, wat zich vertaalt in geringere volumes. Op meer volatiele markten hebben de arbitranten doorgaans grotere arbitragemogelijkheden en hebben de cliënten een grotere behoefte aan dekking van valutapositities. Omgekeerd kunnen een toegenomen volatiliteit of scherpere koersbewegingen ook een gevolg zijn van de illiquiditeit van de markt waarbij kleine volumes grote koersschommelingen kunnen veroorzaken.

In dat opzicht was de maand april niet als een vlakke maand te beschouwen. In april 1995 ging de dollar er meestal fors op achteruit ; op 19 april bereikte hij een nieuw historisch dieptepunt tegenover de Japanse yen (USD/JPY 79,75), ondanks steuninterventies door de Federal Reserve Bank of New York en de afkondiging van een economisch stimuleringsprogramma en een officiële discontoverlaging in Japan. Nadat de dollar tegenover de Duitse mark binnen een koersvork van USD/DEM 1,41 (11 april) en 1,35 (19 april) had geschommeld, noteerde hij aan het einde van de maand per saldo iets hoger tegenover de mark dan in het begin van de maand. In het Europees Monetair Stelsel nam

de opwaartse druk op de Duitse mark aanmerkelijk af, vooral nadat de Bundesbank eind maart de officiële rentetarieven had verlaagd. Een en ander weerspiegelde zich in een fors herstel van de Spaanse peseta, de Italiaanse lire, de Zweedse kroon en de Finse markka. Door de onzekerheid omtrent de presidentsverkiezingen noteerde de Franse frank vrij zwak. De Belgische frank zat in rustig vaarwater en schommelde tussen BEF 20,54 en 20,59 per Duitse mark. Dankzij de stabiliteit van de Belgische frank kon de Bank de rente flink verlagen.

Ondanks die opmerkelijke koersbewegingen bestempelden de meeste deelnemers de omzet tijdens de maand april 1995 als stabiel tot licht dalend. Toch is enige voorzichtigheid geboden indien extrapolaties worden gemaakt en algemene conclusies worden getrokken, aangezien om allerlei redenen de omzet van maand tot maand sterk kan variëren.

### Gevraagde informatie

De aard en het volume van de gevraagde informatie zijn mettertijd gewijzigd. Treffende voorbeelden daarvan zijn de uitbreiding van het aantal valutaparen (in 1989 weinig gedetailleerd) en de opsplitsing per tegenpartij (in de enquête van 1995 worden de gegevens per tegenpartij in drie soorten opgesplitst, namelijk: andere dealers — d.w.z. rapporterende financiële instellingen —, andere, niet-rapporterende financiële instellingen en cliënteel; bij de vorige enquêtes bleef het onderscheid beperkt tot transacties tussen rapporterende instellingen en transacties met de cliënteel)<sup>1</sup>.

Voor het meten van de omvang van de valutamarkt houdt de enquête van 1995 ook rekening met gegevens over uitstaande nominale bedragen voor « foreign exchange swaps ». De uitstaande nominale bedragen betreffen 31 maart 1995.

<sup>1</sup> De nieuwe opsplitsing is onder meer verantwoord doordat steeds meer financiële instellingen die niet aan de enquête deelnemen, bijv. beleggingsfondsen, pensioenfondsen, « hedge funds », verzekeringsmaatschappijen alsook centrale banken, op de valutamarkt actief worden en hun belang toeneemt.

### Basisvaluta voor rapportering

De Amerikaanse dollar wordt gebruikt als noemer of basisvaluta voor de rapportering van de resultaten. De transactievolumes worden omgerekend in dollars tegen de koers van de transactie. Daarom wordt de vergelijkbaarheid van de resultaten in de tijd beïnvloed door de schommelingen van de dollar tussen twee periodes. De depreciatie (appreciatie) van de dollar leidt immers tot overwaardering (onderwaardering) van de waarde van de niet in dollars luidende bedragen.

## 2. OMVANG VAN DE VALUTAMARKT

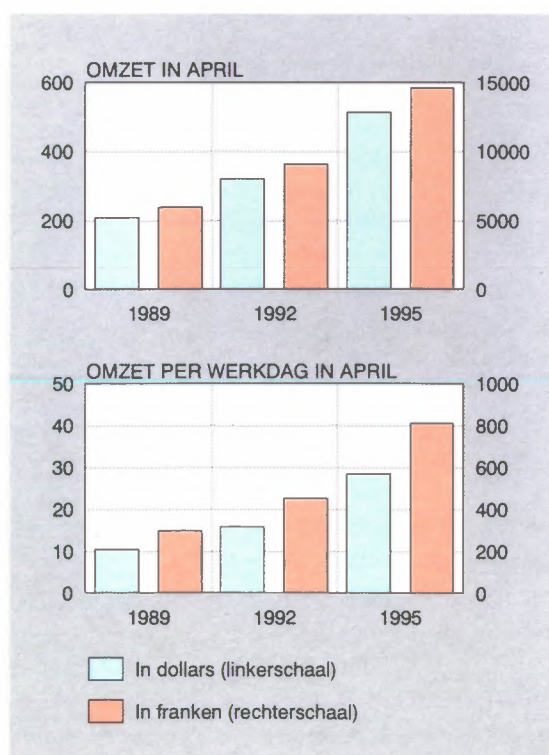
### 2.1 Algemeen overzicht

Voor alle valutamarktsegmenten samen rapporteerden de financiële instellingen voor april 1995 een totale netto-omzet<sup>2</sup> van USD

<sup>2</sup> Onder netto-omzet verstaat men de gerapporteerde bruto-omzet, gecorrigeerd door de waarde van de transacties tussen binnenlandse rapporterende instellingen door twee te delen, dit om dubbelstellingen te voorkomen.

GRAFIEK 1 — OMZET OP DE VALUTAMARKT

(miljarden)



505,9 miljard (BEF 14.391 miljard) tegenover USD 314 miljard (BEF 8.932 miljard) in april 1992 en USD 208,3 miljard (BEF 5.924 miljard) in april 1989. Dat komt neer op een netto dagomzet van respectievelijk USD 28,1 miljard (of meer dan BEF 800 miljard) tegenover USD 15,7 miljard (zowat BEF 450 miljard) in 1992 en USD 10,4 miljard (ongeveer BEF 300 miljard) in 1989.

Van de totale gerapporteerde omzet in april 1995 had ruim 20 pct. op de contantmarkt plaats en meer dan drie vierde op de markt van de « foreign exchange swaps ». De omvang van de termijnmarkt bleef zeer beperkt.

De reeds tussen 1989 en 1992 vastgestelde snelle groei van de swaptransacties zette zich nadien gestaag voort : het aandeel van de « foreign exchange swaps » is gegroeid tot ruim

75 pct. tegenover iets meer dan 60 pct. in 1992 en ongeveer 45 pct. in 1989. De contantmarkt daarentegen is naar absolute waarde nauwelijks gegroeid, terwijl de termijnmarkt ingekrompen is.

De snelle groei van de markt van de « foreign exchange swaps » wordt ook in de andere landen vastgesteld. Dat blijkt uit de geglobaliseerde cijfers van de Bank voor Internationale Betalingen. Toch is die tendens in België meer uitgesproken. Ook valt in België, in vergelijking met de andere landen, de geringe groei van de contantmarkt op<sup>1</sup>.

Hieronder worden de verschillende segmenten van de valutamarkt nader toegelicht.

<sup>1</sup> Zie hierover meer in hoofdstuk 5 : De Belgische valutamarkt in een internationaal perspectief.

TABEL 1 — OMZET OP DE VALUTAMARKT VOLGENS DE AARD VAN DE VALUTATRANSACTIONEN

	Miljarden		Procentueel aandeel	dagomzet in USD <sup>2</sup>
	USD	BEF <sup>1</sup>		
April 1989				
Contantmarkt .....	103,7	2.950,9	49,8	5,2
Markt van de « foreign exchange swaps » .....	96,3	2.740,4	46,2	4,8
Termijnmarkt .....	8,2	232,7	4,0	0,4
Totaal .....	208,3	5.924,0	100,0	10,4
April 1992				
Contantmarkt .....	106,3	3.023,0	33,9	5,3
Markt van de « foreign exchange swaps » .....	194,9	5.545,3	62,1	9,7
Termijnmarkt .....	12,8	363,3	4,0	0,7
Totaal .....	314,0	8.931,6	100,0	15,7
April 1995				
Contantmarkt .....	110,1	3.130,8	21,8	6,1
Markt van de « foreign exchange swaps » .....	388,1	11.038,3	76,7	21,6
Termijnmarkt .....	7,8	221,8	1,5	0,4
Totaal .....	505,9	14.390,8	100,0	28,1

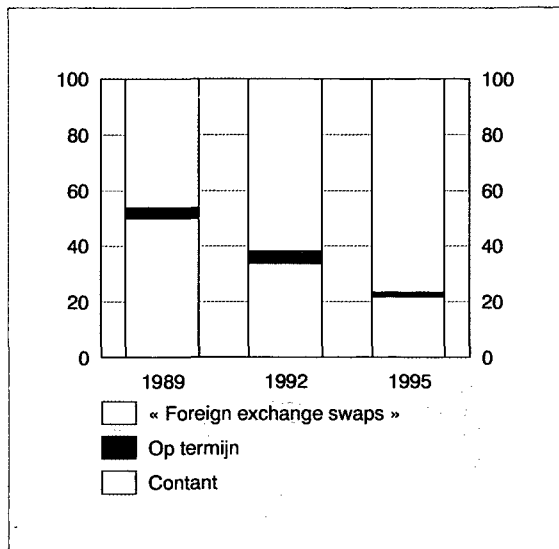
<sup>1</sup> De omzetting van de bedragen van dollars in franken vond plaats tegen een vaste wisselkoers (die van eind april 1995 : BEF 28,4450 per dollar) teneinde de invloed van wisselkoersschommelingen uit te schakelen.

<sup>2</sup> Voor de berekening van de omzet per werkdag is rekening gehouden met 18 werkdagen in april 1995 en 20 werkdagen tijdens de overeenstemmende maand in 1992 en 1989.



**GRAFIEK 2 — SPREIDING VAN DE VALUTAHANDEL PER DEELMARKT**

(procenten van het totaal, gegevens van april)



## 2.2 Marktsegmenten

### Contantmarkt

Contante transacties worden gedefinieerd als enkelvoudige transacties waarbij de ontvangst of levering van de vreemde valuta's op kasbasis gebeurt, dat is binnen een termijn van maximaal twee werkdagen na het afsluiten van de transactie.

Op de contantmarkt werd in april 1995 een omzet gerealiseerd van USD 110,1 miljard of bijna BEF 3.131 miljard. Daarmee stemde een dagomzet van USD 6,1 miljard overeen, te vergelijken met USD 5,3 miljard in 1992 en USD 5,2 miljard in 1989.

Dat dit marktsegment in België slechts traag groeit en zelfs stagneert, kan mogelijk worden verklaard door een verminderde liquiditeit in de markt wegens de afname van het aantal « market makers » (dat zijn marktpartijen die te allen tijde bereid zijn voor redelijke bedragen bieden en laatkoersen aan te bieden), een vermindering van het bedrag per transactie, een reoriëntatie van de tradingactiviteit van de deelnemers naar meer winstgevende producten en sectoren en

misschien een verplaatsing van een gedeelte van de activiteit naar andere centra<sup>1</sup>.

### Markt van de « foreign exchange swaps »

Een « foreign exchange swap » wordt gedefinieerd als een gelijktijdige aan- en verkoop van een bepaald bedrag vreemde valuta's met twee verschillende valutadagen waarbij geen periodieke uitwisseling van rentebetalingen plaatsvindt. « Tomorrow/next day »-transacties vallen onder deze categorie van operaties.

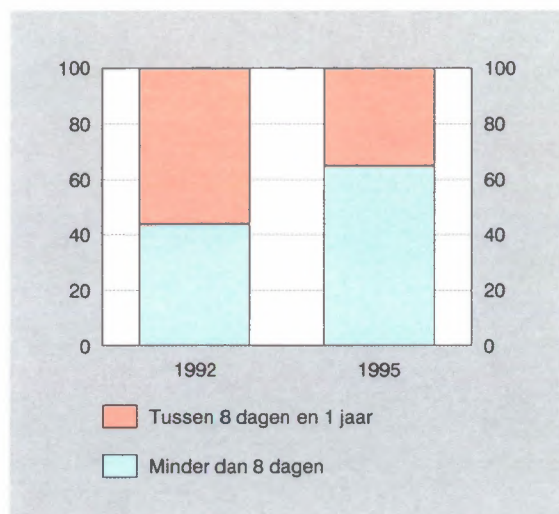
Dit marktsegment vertegenwoordigde in april 1995 USD 388,1 miljard of meer dan BEF 11.000 miljard. Het is uitgegroeid tot veruit het belangrijkste van alle traditionele sectoren en laat nog steeds een sterke groei optekenen : de dagelijkse omzet is in april 1995 gestegen tot USD 21,6 miljard, tegen USD 9,7 miljard in 1992 en USD 4,8 miljard in 1989 — meer dan een verdubbeling om de drie jaar.

Bij de grote meerderheid van rapporterende instellingen vertoonden de swaptransacties overigens een krachtige expansie. Bij sommige belangrijke marktdeelnemers is die ontwikkeling spectaculair in de hand gewerkt doordat de Benelux-deviezenactiviteit van de internationale groep op de Belgische vestiging gecentraliseerd werd. Die continue omzetsijging bij de « foreign exchange swaps » werd ook onmiskenbaar gestimuleerd door de aanmerkelijke inkrimping van de gemiddelde looptijd in vergelijking met april 1992. In april 1995 had ruim 65 pct. van deze swaps gemeten naar transactiewaarde een looptijd van minder dan 8 dagen, tegen 44 pct. in 1992. Die verkorting van de looptijd voert de omloopsnelheid van de swaps op, wat tot uiting komt in een stijging van de omzet. De verdere expansie werd ook in de hand gewerkt door het meer gesofistikeerde thesauriebeleid van de financiële instellingen en de cliënteel. In het kader van het thesauriebeleid worden « foreign exchange swaps » onder meer gebruikt om het rendement van beleggingen te verhogen, terwijl het valutarisico toch volledig gedekt blijft (zoge-

<sup>1</sup> Voor zover valutatransacties in BEF in het buitenland worden afgesloten (en de buitenlandse marktpartijen hun posities niet verder gladstrijken met Belgische rapporterende instellingen) worden zij niet in de enquête van de Bank in aanmerking genomen.

GRAFIEK 3 — OPSPLITSING VOLGENS LOOPTIJD VAN DE AFGESLOTEN « FOREIGN EXCHANGE SWAPS »

(procenten, gegevens van april)



heten « fully-hedged » transacties). Het volgende eenvoudige voorbeeld is daar een illustratie van.

Een belegger kan in plaats van een bepaalde valuta (A) rechtstreeks te beleggen, die valuta tijdelijk tegen een andere valuta (B) ruilen of swappen. De opbrengst van de swap (contantpoot) in valuta B belegt hij in een instrument uitgedrukt in valuta B. De rente op een dergelijke synthetische belegging in valuta A (gevormd door de combinatie van de rente in valuta B en de swapverschillen tussen de valuta's A en B) kan hoger liggen dan de rente die zou zijn opgestreken indien de belegger rechtstreeks in valuta A zou hebben belegd. Aangezien de belegger in de termijnpoot van de swap opnieuw valuta A ontvangt, wijzigen dergelijke synthetische beleggingen het oorspronkelijke valutarisico niet.

« Foreign exchange swaps » fungeren ook steeds meer als substituut voor interbankendeposito's. De omvang van het kredietrisico (het risico dat de kredietnemer of tegenpartij zijn verbintenis niet nakomt) is immers aanzienlijk groter (risico op verlies van 100 pct. van het belegde kapitaal) bij zuivere deposito's dan bij « foreign exchange swaps », waar bij het in gebreke blijven van een tegenpartij de andere ontslagen wordt van zijn verbintenis (retentierecht). De vereisten inzake eigen vermogen ter dekking van de diverse marktrisico's liggen bijgevolg lager

voor « foreign exchange swaps » dan voor andere balansposten zoals deposito's en kredietnemingen. Dat ook heeft er de kredietinstellingen toe aangezet actiever gebruik te maken van « foreign exchange swaps », aangezien zij de balans minder belasten dan interbankendeposito's.

### Termijnmarkt

Termijntransacties of « outright forward »-transacties zijn enkelvoudige valutatermijntransacties waarbij de ontvangst of levering meer dan twee werkdagen na het afsluiten van de transactie plaatsvindt.

Door het stagneren van dit marktsegment naar absolute waarde is het relatieve belang ervan aanmerkelijk blijven afnemen tot een bescheiden 1,5 pct. Bij de meeste rapporterende instellingen liepen de termijntransacties naar absolute waarde terug.

Ongeveer 85 pct. van de termijndekkingen gemeten naar transactiewaarde schommelde tussen 8 dagen en een jaar.

Termijndekking vond in april 1995 vooral plaats in de valutaparen USD/BEF, DEM/BEF, USD/andere EMS-valuta's en FRF/BEF. In 1992 waren de belangrijkste valutaparen nog USD/DEM, GBP/USD en XEU/USD.

## 3. STRUCTUUR VAN DE VALUTAMARKT

In dit hoofdstuk wordt de structuur van de valutamarkt belicht vanuit het oogpunt van de tegenpartijen en de valuta's.

### 3.1 Tegenpartijen

Opgesplitst volgens tegenpartij bestaat de traditionele valutamarkt voor 73,7 pct. uit interbankentransacties, voor 21,4 pct. uit transacties met de categorie andere financiële instellingen — een categorie die enkel in de enquête van 1995 apart werd beschouwd — en voor 4,8 pct. uit transacties met de cliënteel.

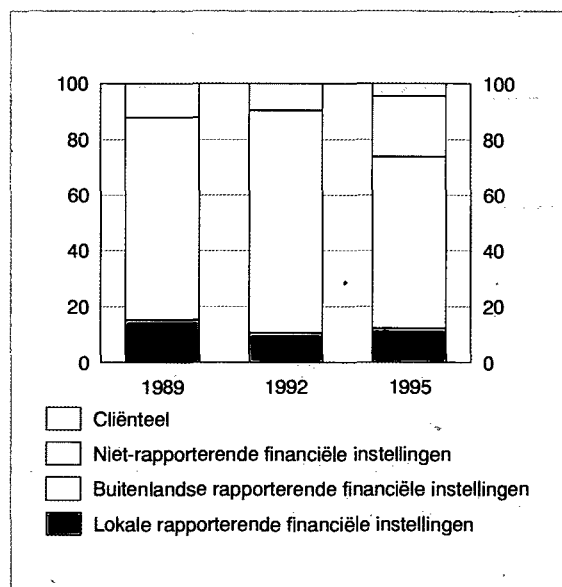
TABEL 2 — OPSPLITSING VAN DE VALUTATRANSACTIONEN VAN DE IN BELGIE GEVESTIGDE FINANCIËLE INSTELLINGEN VOLGENS TEGENPARTIJ

(miljoenen USD, gegevens van april 1995)

Aard van de transactie	Vreemde valuta's tegen BEF	Vreemde valuta's tegen vreemde valuta's	Totaal	p.m. In pct. van het totaal van de rubriek
CONTANT .....	44.166	65.900	110.066	100,0
waarvan :				
— rapporterende financiële instellingen .....	29.962	40.926	70.888	64,4
— andere financiële instellingen .....	8.636	20.021	28.657	26,0
— cliënteel .....	5.568	4.953	10.521	9,6
« FOREIGN EXCHANGE SWAPS » .....	121.290	266.766	388.056	100,0
waarvan :				
— rapporterende financiële instellingen .....	82.789	217.156	299.945	77,3
— andere financiële instellingen .....	33.449	45.255	78.704	20,3
— cliënteel .....	5.052	4.355	9.407	2,4
OP TERMIJN .....	3.795	4.002	7.796	100,0
waarvan :				
— rapporterende financiële instellingen .....	642	1.529	2.170	27,8
— andere financiële instellingen .....	509	638	1.147	14,7
— cliënteel .....	2.644	1.835	4.478	57,5
<b>TOTAAL .....</b>	<b>169.251</b>	<b>336.668</b>	<b>505.918</b>	<b>100,0</b>
waarvan :				
— rapporterende financiële instellingen .....	113.393	259.611	373.004	73,7
— andere financiële instellingen .....	42.594	65.914	108.508	21,4
— cliënteel .....	13.264	11.143	24.407	4,8

GRAFIEK 4 — OPSPLITSING VAN DE OMZET VOLGENS TEGENPARTIJ

(procenten, gegevens van april)



### Interbankenmarkt

Zoals gezegd, maakte de traditionele interbankenmarkt, dat zijn transacties tussen dealers (rapporterende financiële instellingen) onderling, in april 1995 het leeuwedeel uit van de totale omzet op de valutamarkt. Op de swapmarkt bedroeg het interbankengedeelte ruim 77 pct., tegenover 64 pct. op de contantmarkt en slechts 28 pct. op de termijnmarkt.

Tabel 3 maakt het mogelijk zich een idee te vormen van de openheidsgraad van de interbankenmarkt. Een maatstaf hiervoor is de relatieve belangrijkheid van de handel tussen lokale dealers enerzijds en van die tussen ingezetenen en niet-ingezetenen dealers (« cross-border ») anderzijds.

Van alle interbankentransacties had slechts 16,5 pct. tussen lokale dealers plaats. De inter-



TABEL 3 — INTERBANKENVALUTATRANSACTIONEN VAN IN BELGIE GEVESTIGDE FINANCIËLE INSTELLINGEN

(miljoenen USD, gegevens van april)

		Lokaal			« Cross-border »			Totaal		
		1989	1992	1995	1989	1992	1995	1989	1992	1995
<b>Contant</b>	BEF / vreemde valuta's .....	13.211	8.626	8.621	10.883	12.042	21.341	24.094	20.668	29.962
	vreemde valuta's / vreemde valuta's	4.544	5.035	2.162	61.570	66.528	38.764	66.114	71.563	40.926
		<b>17.755</b>	<b>13.661</b>	<b>10.783</b>	<b>72.453</b>	<b>78.570</b>	<b>60.105</b>	<b>90.208</b>	<b>92.231</b>	<b>70.888</b>
« Foreign exchange swaps »	BEF / vreemde valuta's .....	12.264	14.398	26.969	22.057	28.563	55.820	34.321	42.961	82.789
	vreemde valuta's / vreemde valuta's	1.283	4.208	23.399	55.471	137.635	193.757	56.754	141.843	217.156
		<b>13.547</b>	<b>18.606</b>	<b>50.368</b>	<b>77.528</b>	<b>166.198</b>	<b>249.577</b>	<b>91.075</b>	<b>184.804</b>	<b>299.945</b>
<b>Op termijn</b>	BEF / vreemde valuta's .....	n.	398	249	n.	577	393	n.	975	642
	vreemde valuta's / vreemde valuta's	n.	278	186	n.	5.335	1.343	n.	5.613	1.529
		<b>n.</b>	<b>676</b>	<b>435</b>	<b>n.</b>	<b>5.912</b>	<b>1.736</b>	<b>n.</b>	<b>6.588</b>	<b>2.171</b>
<b>Totaal</b>	BEF / vreemde valuta's .....	25.475	23.422	35.839	32.940	41.182	77.554	58.415	64.604	113.393
	vreemde valuta's / vreemde valuta's	5.827	9.521	25.747	117.041	209.498	233.864	122.868	219.019	259.611
		<b>31.302</b>	<b>32.943</b>	<b>61.586</b>	<b>149.981</b>	<b>250.680</b>	<b>311.418</b>	<b>181.283</b>	<b>283.623</b>	<b>373.004</b>
<b>p.m. Procentueel aandeel in het totaal</b>	BEF / vreemde valuta's .....	43,6	36,3	31,6	56,4	63,7	68,4	100	100	100
	vreemde valuta's / vreemde valuta's	4,7	4,3	9,9	95,3	95,7	90,1	100	100	100
	<b>alle transacties .....</b>	<b>17,3</b>	<b>11,6</b>	<b>16,5</b>	<b>82,7</b>	<b>88,4</b>	<b>83,5</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>

bankenmarkt is dus grotendeels « cross-border ». Men vindt nagenoeg dezelfde verhouding terug op de contant- en swapmarkt.

Interbancaire valutatransacties waarbij de Belgische frank betrokken is, verliepen voor 32 pct. tussen lokale dealers. Opvallend is dat op de contantmarkt in Belgische franken de lokale dealers verhoudingsgewijs almaar minder met elkaar handelen : hun aandeel bedroeg nog slechts 29 pct. in 1995, tegen 42 pct. in 1992 en 55 pct. in 1989. Op de swapmarkt in BEF bleef de lokale interbankenhandel relatief stabiel boven de 30 pct.

Van alle interbancaire « cross-currency »-transacties had slechts 10 pct. tussen lokale dealers plaats. Op de contantmarkt vertegenwoordigden die transacties slechts 5 pct., tegen 10 pct. op de swapmarkt. In 1992 waren interbancaire « cross-currency »-swaptransacties nagenoeg uitsluitend « cross-border ».

Ten slotte moet worden onderstreept dat de interbancaire contanthandel algemeen beschouwd duidelijk in waarde is verminderd : vooral de « cross-currency »-contanthandel loopt sterk terug. De contanthandel in BEF (vooral het « cross-border »-segment) is er daarentegen fors op vooruitgegaan.

### ***Transacties met andere niet-rapporterende financiële instellingen***

Het aandeel van deze transacties in de totale handel beliep in april 1995 21,4 pct. Het relatieve gewicht ervan was het grootst op de contantmarkt. Bijna drie vierde van de door deze groep afgesloten transacties zijn « foreign exchange swaps ».

Ongeveer 87 pct. van alle transacties was grensoverschrijdend. De « cross-currency »-transacties waren goed voor meer dan 60 pct. Transacties tegen Belgische frank waren proportioneel belangrijker op de swapmarkt dan op de contantmarkt. Bij de swaptransacties van deze groep overheerste het paar USD/BEF ; er was ook opvallend veel activiteit in XEU/USD. Bij de contanttransacties waren de belangrijkste paren USD/DEM en DEM/BEF.

### ***Transacties met de cliënteel***

Deze transacties worden vooral met binnenlandse tegenpartijen en tegen Belgische frank afgesloten. In de operaties met buitenlandse cliënten overheersten de « cross-currency »-transacties. Transacties met de cliënteel hadden vooral op de contantmarkt plaats ; het aandeel van de swaptransacties is in vergelijking met 1992 toegenomen.

De valutasamenstelling van de transacties met de cliënteel is erg verscheiden en minder geconcentreerd dan op de andere deelmarkten. Op de contantmarkt zijn de voornaamste koppels DEM/BEF, USD/BEF, USD/DEM, XEU/DEM, GBP/DEM en FRF/BEF.

### **3.2 Valutaire opsplitsing van de valutamarkt**

De opsplitsing van de valutamarkt volgens verhandelde valuta's kan op verschillende manieren gebeuren. Zo kan men de valutamarkt opsplitsen in transacties tegen BEF en transacties in vreemde valuta's (« cross-currency »-handel). Vervolgens kan men nagaan in welke mate de valuta's aan één zijde van de transactie betrokken zijn. Ten slotte kunnen de belangrijkste valutaparen worden geanalyseerd. Die drie verschillende invalshoeken worden hieronder nader toegelicht.

#### ***Transacties tegen Belgische frank en in vreemde valuta's***

##### *Transacties tegen Belgische frank*

Het totale gerapporteerde omzetcijfer van de transacties in BEF tegen vreemde valuta's bedroeg USD 169,3 miljard — op een totale omzet van USD 505,9 miljard — of USD 9,4 miljard per werkdag, dat is meer dan een verdubbeling tegenover 1992.

Op de Belgische valutamarkt was de BEF aldus betrokken bij een derde van het totale transactievolume, tegen slechts 26 pct. in 1992 en zowat 35 pct. in 1989. De stijging tegenover 1992 weerspiegelt het toenemende gebruik van de BEF op de swapmarkt en op de contantmarkt.

TABEL 4 — VALUTATRANSACTIONEN TEGEN BELGISCHE FRANK : OPSPLITSING PER VALUTA

(miljoenen USD, gegevens van april)

	USD	DEM	JPY	GBP	CHF	FRF	NLG	XEU	Andere EMS <sup>1</sup>	Andere	Totaal
<b>Contant</b>											
1995 .....	10.591	30.006	118	510	112	1.136	604	270	486	337	44.166
(in pct. van totaal) ....	(24)	(68)	(0)	(1)	(0)	(3)	(1)	(1)	(1)	(1)	(100)
1992 .....	5.810	15.703	358	954	182	1.550	1.044	508	1.086	454	27.649
(in pct. van totaal) ....	(21)	(57)	(1)	(3)	(1)	(6)	(4)	(2)	(4)	(1)	(100)
<b>« Foreign exchange swaps »</b>											
1995 .....	106.189	11.807	292	243	286	971	287	417	639	160	121.290
(in pct. van totaal) ....	(88)	(10)	(0)	(0)	(0)	(1)	(0)	(0)	(1)	(0)	(100)
1992 .....	43.890	1.653	89	284	20	1.047	135	99	224	1.599	49.040
(in pct. van totaal) ....	(90)	(3)	(0)	(1)	(0)	(2)	(0)	(0)	(1)	(3)	(100)
<b>Op termijn</b>											
1995 .....	1.327	932	49	174	46	610	152	67	272	167	3.795
(in pct. van totaal) ....	(35)	(25)	(1)	(5)	(1)	(16)	(4)	(2)	(7)	(4)	(100)
1992 .....	1.304	829	83	315	34	350	219	34	146	445	3.759
(in pct. van totaal) ....	(35)	(22)	(2)	(8)	(1)	(9)	(6)	(1)	(4)	(12)	(100)
<b>Algemeen totaal .....</b>	<b>118.107</b>	<b>42.745</b>	<b>459</b>	<b>926</b>	<b>444</b>	<b>2.717</b>	<b>1.042</b>	<b>753</b>	<b>1.396</b>	<b>664</b>	<b>169.251</b>
(in pct. van totaal) ...	(70)	(25)	(0)	(1)	(0)	(2)	(1)	(0)	(1)	(0)	(100)
1992 .....	51.004	18.185	530	1.553	236	2.947	1.398	641	1.456	2.498	80.448
(in pct. van totaal) ...	(63)	(23)	(0)	(2)	(0)	(4)	(2)	(1)	(2)	(3)	(100)

<sup>1</sup> DKK, ITL, ESP, PTE, GRD, IEP, SEK, FIM en ATS voor de enquête van 1995; dezelfde valuta's exclusief SEK, FIM en ATS voor die van 1992.



Van alle BEF-transacties had 70 pct. tegenover de USD plaats en 25 pct. tegenover de DEM. Het saldo bestond vooral uit transacties tegen FRF, NLG en GBP.

TABEL 5 — VALUTATRANSACTIES TEGEN BELGISCHE FRANK

(miljarden USD, gegevens van april)

	1989	1992	1995
Contant .....	31,0	27,6	44,2
« Foreign exchange swaps » ..	37,2	49,0	121,3
Op termijn .....	4,3	3,8	3,8
<b>Totaal .....</b>	<b>72,5</b>	<b>80,4</b>	<b>169,3</b>
<b>Omzet per dag .....</b>	<b>3,6</b>	<b>4,2</b>	<b>9,4</b>
<b>p.m. Aandeel in totale omzet (pct.) .....</b>	<b>34,8</b>	<b>25,6</b>	<b>33,5</b>

Het relatieve belang van de twee sleutelvaluta's — USD en DEM — verschilt naargelang van het marktsegment. Op de contantmarkt in BEF, die 26 pct. van de hele BEF-markt uitmaakte, overheerste de DEM; het belang ervan is mettertijd verder toegenomen. Het relatieve gewicht van de USD is ook gestegen, hoewel het koppel USD/BEF in de praktijk steeds minder een zelfstandig valutakoppel is, doch veeleer de resultante van een USD/DEM-transactie enerzijds en een DEM/BEF-transactie anderzijds. USD/BEF-transacties gebeuren verhoudingsgewijs méér met niet-ingezetenen andere dealers en met de binnenlandse cliënteel. De USD en de DEM beheersten aldus 92 pct. van de contantmarkt in BEF.

De relatieve belangrijkheid van de andere valuta's, die vooral voorkomen bij transacties met de binnenlandse cliënteel, is dan ook geslonken. Zo was de FRF nog slechts bij 3 pct. van de transacties betrokken. Het saldo bestond uit BEF-transacties tegen NLG, GBP, XEU, andere EMS-valuta's en derde valuta's.

De swaptransacties tegen BEF, die bijna 75 pct. van de totale BEF-markt vertegenwoordigden, gebeurden hoofdzakelijk tegen USD

(88 pct.) en tegen DEM (10 pct.). In zowat 70 pct. van de gevallen waren niet-ingezetenen, vooral andere dealers en niet-rapporterende financiële instellingen, de tegenpartij bij USD/BEF-swaps. DEM/BEF-swaps daarentegen werden vooral met ingezetenen (in hoofdzaak niet-rapporterende financiële instellingen) afgesloten.

Zoals reeds in 1992 het geval was, hadden USD/BEF-swaps een kortere looptijd (meer dan 60 pct. korter dan 8 dagen) dan DEM/BEF-swaps. Deze laatste schommelden voor de helft tussen 8 dagen en een jaar.

*Transacties in vreemde valuta's*  
(« cross-currency »)

De totale « cross-currency »-handel bedroeg USD 336,7 miljard of ongeveer 66 pct. van de totale omzet op de valutamarkt. In 1992 bedroeg dat aandeel nog bijna 75 pct. De sterkere groei van het BEF-segment, vooral de swaptransacties, verklaart de terugloop van het relatieve aandeel van de « cross-currency »-transacties.

Tegenover 1992 is de « cross-currency » contant- en termijnhandel aanzienlijk gekrompen, terwijl de « cross-currency foreign exchange swaps » een krachtige expansie vertoonden. De achteruitgang, naar absolute waarde, van de contantmarkt was in de meeste « crosses » voelbaar, maar vooral in USD/JPY, DEM/NLG en XEU/DEM. De handel in DEM/FRF is daarentegen verdubbeld: de spanningen omtrent de

TABEL 6 — « CROSS-CURRENCY »-VALUTATRANSACTIES

(miljarden USD, gegevens van april)

	1989	1992	1995
Contant .....	72,7	78,6	65,9
« Foreign exchange swaps » ..	59,1	145,9	266,8
Op termijn .....	3,9	9,0	4,0
<b>Totaal .....</b>	<b>135,7</b>	<b>233,5</b>	<b>336,7</b>
<b>Omzet per dag .....</b>	<b>6,8</b>	<b>11,5</b>	<b>18,7</b>
<b>p.m. Aandeel in totale omzet (pct.) .....</b>	<b>65,2</b>	<b>74,4</b>	<b>66,5</b>

FRF in april 1995 zijn aan die ontwikkeling vermoedelijk niet vreemd.

De swapmarkt laat een krachtige groei optekenen in het USD-segment. USD/DEM-swaps bleven weliswaar het belangrijkste, maar toch registreerden andere valutaparen, in het bijzonder USD/FRF, USD/NLG en USD/JPY een spectaculaire groei naar waarde. Opvallend is de teruggang, naar absolute waarde, van de XEU/USD-swaps, waarschijnlijk als gevolg van de verminderde XEU-korforbitrage<sup>1</sup>.

In het nog vrij bescheiden DEM-swapssegment stelt men een opgang vast van de koppels DEM/FRF en DEM/andere valuta's.

<sup>1</sup> Wereldwijd is een beperkt aantal instellingen actief inzake XEU-korforbitrage waaronder een tweetal Belgische. Hun activiteit houdt in dat wanneer de particuliere ECU lager noteert (disagio) dan zijn theoretische of korfwaarde op de contantmarkt, hausseposities in particuliere ECU tegenover de componenten van de officiële ECU worden ingenomen met de bedoeling die posities winstgevend om te draaien wanneer de afwijking op de contantmarkt voldoende zal zijn vernauwd. Overwegingen inzake risicomangement (limieten, periodieke herwaardering van posities) maken dat er fysieke grenzen bestaan voor de capaciteit inzake XEU-korforbitrage. Gewoonlijk ging een disagio van de particuliere ECU op de contantmarkt gepaard met een hogere rente op de particuliere ECU dan op de theoretische korf, wat enige compensatie bood voor het innemen van hausseposities op de particuliere ECU. De laatste tijd gaat die inverse relatie tussen de contant- en geldmarkt evenwel niet meer op en ligt de rente van de particuliere ECU nagenoeg op het peil van de synthetische korfrente, wat de korforbitrage minder winstgevend maakt.

### **Belangrijkheid van de valuta's wat hun betrokkenheid aan één zijde van de transactie betreft**

De Amerikaanse dollar, die betrokken is bij 83 pct. van de totale omzet, was volgens de enquêtegegevens in april 1995 veruit de belangrijkste vreemde valuta en zag zijn betekenis tegenover 1992 nog toenemen door zijn voraanstaande rol op de markt van de « foreign exchange swaps », waar hij in 93 pct. aan één zijde van de transactie betrokken was. De USD speelt bij negen van de tien belangrijkste valutaparen op de swapmarkt. Door de diepte en diversiteit van de USD-markten in « foreign exchange swaps » is de USD de transactievaluta bij uitstek.

De Duitse mark was de tweede meest verhandelde vreemde valuta, met een aandeel van 31 pct. in de totale omzet. Op de contantmarkt, waar hij bij 77 pct. van de totale omzet betrokken was, fungeert hij als de sleutelvaluta bij uitstek. Het toegenomen belang ervan op die deelmarkt houdt vooral verband met DEM/BEF-transacties, die in waarde zowat verdubbeld zijn, terwijl « cross-trading » tegen Duitse mark wat teruggelopen is door de verkleinde volumes in XEU/DEM, DEM/NLG en DEM/JPY, wat onvoldoende werd gecompenseerd door de stijging van de activiteit in DEM/FRF.

**TABEL 7 — BELANGRIJKHEID VAN DE VALUTA'S WAT HUN BETROKKENHEID AAN ÉÉN ZIJDE VAN DE TRANSACTIE BETREFT**

(procenten, gegevens van april)

	1989	1992			1995		
		Totaal	waarvan contant	waarvan « foreign exchange swaps »	Totaal	waarvan contant	waarvan « foreign exchange swaps »
USD .....	52	78	50	95	83	47	93
BEF .....	35	26	26	25	34	40	31
DEM .....	43	36	74	14	31	77	16
XEU .....	3	18	12	22	9	6	10
EMS .....	n.	7	6	7	9	4	10
FRF .....	2	5	6	4	9	7	9
JPY .....	n.	7	6	7	7	3	8
NLG .....	1	4	7	2	6	3	6
GBP .....	n.	8	4	10	6	3	7
CHF .....	n.	4	2	5	2	2	2
Andere .....	64	8	6	7	6	6	9

De particuliere ECU, die in 1992 nog 18 pct. van de totale omzet vertegenwoordigde, zag dat aandeel slinken tot 9 pct., dezelfde orde van grootte als voor de Franse frank en de groep « overige EMS-valuta's ». Om redenen die reeds uiteen zijn gezet, liepen de volumes op de swapmarkt (XEU/USD-« cross ») en de contantmarkt (XEU/DEM-« cross ») terug.

De opvallende terreinwinst van de Franse frank tot 9 pct. van de omzet was ten dele toe te schrijven aan uitzonderlijke marktontwikkelingen tijdens de onderzoeksmaand (spanningen rond de Franse frank) en aan externe factoren (concentratie van de Benelux-deviezenactiviteit op de Belgische vestiging van een buitenlandse groep). Die externe factoren verklaren ten dele ook de toename van het gewicht van de Nederlandse gulden.

### Opsplitsing van de valutamarkt per valutakoppel

Voor de hele Belgische valutamarkt was USD/BEF in april 1995 het meest actieve en in vergelijking met 1992 trouwens nog in belang toegenomen valutakoppel, dankzij de overheersende rol ervan op de swapmarkt.

TABEL 8 — BELANGRIJKSTE VALUTAPAREN IN PROCENTEN VAN DE TOTALE OMZET

(gegevens van april)

	1989	1992	1995
USD / BEF .....	24,0	16,1	23,3
USD / DEM .....	28,5	19,9	15,5
DEM / BEF .....	6,9	5,7	8,5
USD / overige EMS .....	n.	4,7	7,6
XEU / USD .....	n.	13,2	7,4
USD / FRF .....	n.	2,7	6,7
USD / JPY .....	n.	5,8	6,3
GBP / USD .....	n.	6,7	5,0
USD / NLG .....	n.	1,9	4,8
USD / overige valuta's .....	n.	3,7	4,2
DEM / FRF .....	1,0	1,1	1,8
USD / CHF .....	n.	3,5	1,6
XEU / DEM .....	2,3	3,1	1,2
DEM / NLG .....	0,7	1,4	0,6

Op de tweede plaats volgde USD/DEM, al is het aandeel van dat valutakoppel geslonken van bijna 20 pct. in 1992 tot 15 pct. in 1995. USD/DEM-transacties maakten nog steeds het voornaamste koppel van de contanthandel uit en bijna 12 pct. van de swaptransacties.

Het derde belangrijkste en nog steeds aan belang winnende valutakoppel was DEM/BEF. Dat komt doordat de omzet op de contantmarkt zogoed als verdubbeld is (het relatieve gewicht van dat koppel is er gestegen van 15 pct. in 1992 tot ruim 27 pct. in 1995), alsook door het weliswaar nog bescheiden maar groeiende belang op de swapmarkt.

De forse toename van het koppel USD/overige EMS-valuta's hield uitsluitend verband met swaptransacties. Ten slotte kan de sterke toename worden onderstreept van de paren USD/FRF en USD/NLG en de sterke teruggang van XEU/USD en XEU/DEM.

## 4. MARKTCONCENTRATIE

De vijf grootste deelnemers namen in april 1995 55 pct. van de omzet aan valutatransacties voor hun rekening tegenover 56 pct. in 1992 en 55 pct. in 1989; de tien belangrijkste waren goed voor ruim drie vierde van de markt (nagenoeg hetzelfde percentage als in 1992 en 1989). Men kan daaruit besluiten dat de concentratie tegenover 1992 algemeen beschouwd relatief stabiel is gebleven.

Net als in 1992 en 1989 rapporteerden zes instellingen in april 1995 een omzet van meer

TABEL 9 — CONCENTRATIE VAN DE OMZET PER SEGMENT VAN DE VALUTAMARKT IN APRIL 1995

(de cijfers tussen haakjes betreffen april 1992)

Grootste deelnemers	Procentueel aandeel in de omzet			
	Contant	Op termijn	Swaps	Totaal
5 grootste	53 (51)	60 (68)	59 (62)	55 (56)
10 grootste	77 (74)	83 (88)	80 (84)	74 (76)
15 grootste	86 (84)	93 (96)	93 (95)	88 (87)



dan 5 pct. van het totaal; evenals in 1992 namen twee van die instellingen meer dan 10 pct. voor hun rekening. Bij veertien instellingen schommelde het marktaandeel tussen 5 pct. en 1 pct. De overige zesentwintig deelnemers vertegenwoordigden elk minder dan 1 pct. van het marktvolume.

Analyseert men het marktaandeel per marktsegment, dan stelt men vast dat de concentratie op de termijnmarkt en bij de swaps iets groter was dan op de contantmarkt. Vergelijken met 1992 is de concentratiegraad op eerstgenoemde markten evenwel licht afgenomen, terwijl hij op de contantmarkt ietwat toenam.

Tabel 10 verschaft nog informatie over de concentratie in het vlak van de termijnoperaties (« outright forwards » en « foreign exchange swaps ») vanuit het oogpunt van de (op 31 maart 1995) uitstaande nominale bedragen.

**TABEL 10 — UITSTAANDE BEDRAGEN OP 31 MAART 1995 :  
CONCENTRATIE OP DE TERMIJNMARKTEN**

	Termijnoperaties (« outright forwards » en « foreign exchange swaps »)
Aantal actieve deelnemers ...	31
Marktaandeel (pct.) van de grootste deelnemer .....	21
Concentratiegraad (pct.)	
aandeel van de 5 grootste instellingen .....	73
aandeel van de 10 grootste instellingen .....	90

Ten slotte zij aangestipt dat het totale marktaandeel van de instellingen met Belgische meerderheidsdeelneming in april 1995, vergeleken met april 1992, teruggelopen is (van zowat 51 pct. tot 36 pct.), voornamelijk als gevolg van de sterkere groei van de dochterbanken en bijkantoren van buitenlandse financiële groepen op de markt van de « foreign exchange swaps » en, in mindere mate, op de contantmarkt. De grootste expansie wordt bij de vestigingen met Franse meerderheidsdeelneming opgetekend (toename van het marktaandeel van 16 pct. tot bijna 27 pct.); zij werd onder meer in de hand gewerkt door de concentratie van de Benelux-acti-

viteiten op sommige Belgische vestigingen. Vooral dankzij een fors toegenomen activiteit op de swapmarkt vergrootten de vestigingen met Amerikaanse meerderheidsdeelneming hun marktaandeel tot bijna 15 pct. nadat het tussen 1989 en 1992 spectaculair was gezakt van 22,6 pct. tot 10,2 pct.

## **5. DE BELGISCHE VALUTAMARKT IN EEN INTERNATIONAAL PERSPECTIEF**

Voor april 1995 raamde de Bank voor Internationale Betalingen de gemiddelde bruto dagomzet op de traditionele valutamarkt, gezuiverd voor lokale dubbeltellingen, op USD 1.572,2 miljard. Met een omzet van USD 28,1 miljard per dag bedroeg het aandeel van België daarin bijna 2 pct. In vergelijking met 1992 liet België na Oostenrijk en Griekenland de sterkste volumegroei optekenen. In de rangschikking van de financiële centra naar omzetgrootte is België van de veertiende naar de twaalfde plaats geklommen.

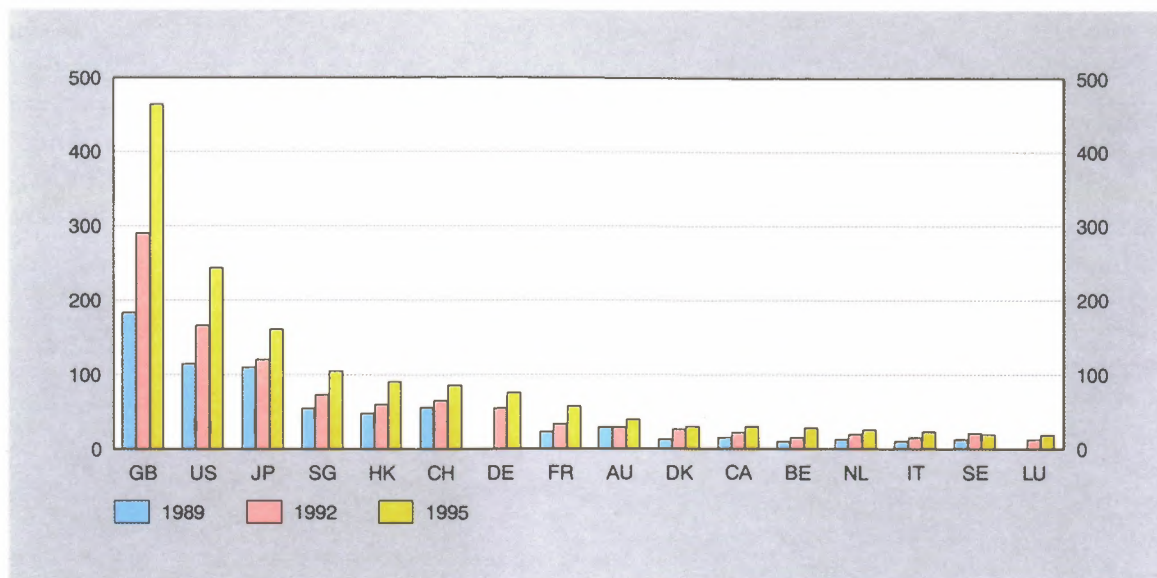
Wat de types van transacties betreft, deed zich op de Belgische markt een uitgesproken groei van de « foreign exchange swaps » voor, die ver uitstijgt boven het gemiddelde van de aan de enquête deelnemende landen. Die ontwikkeling kan in de hand zijn gewerkt door een aantal specifieke factoren waarvan sommige al tijdens de enquête van 1992 werden vastgesteld, zoals de tendens tot een meer gesofistikeerd thesauriebeheer, de aanwezigheid op de Belgische valutamarkt van belangrijke XEU-korfmakers<sup>1</sup> en de concentratie van de valutamarktactiviteit van internationale groepen op de Belgische eenheden van de groep. De contanttransacties daarentegen stagneerden vrijwel, terwijl ze internationaal beschouwd nog krachtig toenamen. Het aandeel van de contant- en termijnoperaties in de totale omzet beliep in België 22 pct.; in de andere landen was dat gemiddeld 43 pct.

De stijging van het relatieve gewicht van de swaptransacties ten nadele van de andere

<sup>1</sup> De activiteit van XEU-korfarbitrage impliceert een intensief gebruik van « foreign exchange swaps ».

GRAFIEK 5 — RANGSCHIKKING VAN DE FINANCIËLE CENTRA VOLGENS DE OMZET VAN VALUTATRANSACTIES

(miljarden USD, gegevens van april)



Bron : Bank voor Internationale Betalingen.

traditionele sectoren is een algemeen voorkomende tendens. Die ontwikkeling was het duidelijkst in België en Denemarken.

Beschouwt men de bij de transacties betrokken tegenpartij — op internationaal vlak ver-

lopen die operaties voor 2/3 interbancair, voor 1/5 met andere financiële instellingen en voor 15 pct. met cliënten — dan valt voor België het geringere aandeel op van de transacties met de cliënteel en het grotere gewicht van de interbankenmarkt.

TABEL 11 — PROCENTUEEL AANDEEL, IN ENKELE EUROPESE LANDEN, VAN DE VERSCHILLENDE SOORTEN VAN TRANSACTIES IN DE OMZET VAN VALUTATRANSACTIES VAN DE MAAND APRIL

	Verenigd Koninkrijk	Duitsland	Frankrijk	Denemarken	Nederland	Italië	Luxemburg	België
<b>1992</b>								
Contant .....	52	52,5	53,6	39,0	48	72	47,1	33,9
Op termijn .....	6	5,4	} 46,4	7,5	8	} 28	7,2	4,0
« Foreign exchange swaps » .....	41	39,5		53,5	44		45,7	62,1
<b>Totaal .....</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
<b>1995</b>								
Contant .....	41	44,7	43,8	28,3	44	57,8	39,5	21,8
Op termijn .....	7	5,6	3,8	3,7	10	9,6	5,9	1,5
« Foreign exchange swaps » .....	52	49,7	52,4	67,9	46	32,6	54,5	76,7
<b>Totaal .....</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

Bron : Nationale centrale banken.

**LIJST VAN DE DEELNEMERS AAN DE ENQUETE 1995  
OVER DE ACTIVITEITEN OP DE VALUTAMARKTEN**

ABN Amro Bank	Crédit Commercial de France
Anhyp	Crédit Général S.A. de Banque
Antwerpse Diamantbank	Crédit Lyonnais
Bacob	Deutsche Bank A.G.
Banca Monte Paschi Belgio	Gemeentekrediet van België
Banco Bilbao Vizcaya	Generale Bank
Banco de Fomento e Exterior	ING Bank
Banco do Brasil (Europe)	IPPA Bank
Banco Espanol de Credito	Kredietbank
Banco Exterior de Espana	Lloyds Bank PLC
Bank of America N.T. & S.A.	Mitsubishi Bank (Europe)
Bank of Baroda	Morgan Guaranty Trust Cy of New York
Bank van Roeselare	Rabobank Nederland
Bank Brussel Lambert	The Sakura Bank Limited
Bank Degroof	NMKN
Banque Européenne pour l'Amérique Latine	Société Générale Alsacienne de Banque
Banque Indosuez (Belgique)	Takugin International Bank (Europe)
Bank Nagelmackers 1747	The Bank of Tokyo
Paribas Bank België	The Fuji Bank Limited
Algemene Spaar- en Lijfrentekas-Bank	The Long-Term Credit Bank of Japan (Europe)
Central Hispano Benelux	The Sanwa Bank Limited
Cera	The Sumitomo Bank Limited
Citibank (N.A.)	Westdeutsche Landesbank (Europa) AG

## AFKORTINGEN

### Valuta's

ATS	Oostenrijkse schilling
AUD	Australische dollar
BEF	Belgische frank
CAD	Canadese dollar
CHF	Zwitserse frank
DEM	Duitse mark
DKK	Deense kroon
ESP	Spaanse peseta
FIM	Finse markka
FRF	Franse frank
GBP	Pond sterling
IEP	Iers pond
ITL	Italiaanse lire
JPY	Japanse yen
NLG	Nederlandse gulden
NOK	Noorse kroon
NZD	Nieuwzeelandse dollar
PTE	Portugese escudo
SEK	Zweedse kroon
USD	Amerikaanse dollar

### Landen

AT	Oostenrijk
AU	Australië
BE	België
CA	Canada
CH	Zwitserland
DE	Duitsland
DK	Denemarken
ES	Spanje
FI	Finland
FR	Frankrijk
GB	Verenigd Koninkrijk
HK	Hongkong
IE	Ierland
IT	Italië
JP	Japan
LU	Luxemburg
NL	Nederland
NO	Noorwegen
NZ	Nieuw-Zeeland
PT	Portugal
SE	Zweden
SG	Singapore
US	Verenigde Staten



## MEDEDELINGEN

### 1. BANKBIJETTEN VAN DE NATIONALE BANK VAN BELGIË

#### *Uitgifte van een nieuw biljet van 200 Belgische frank*

Op 25 januari 1996 is de Nationale Bank van België begonnen met de uitgifte van een nieuw biljet van 200 frank, type « Sax », uitgegeven als eerbetoon aan Adolphe Sax, uitvinder van de saxofoon. Het is het derde biljet van de nieuwe reeks die gewijd is aan Belgen die de 20ste eeuw op artistiek gebied hebben beïnvloed.

Voor het ontwerp, de tekening, de gravure en het drukken zorgde de Drukkerij van de Nationale Bank van België. Het ontwerp van de voorzijde is het werk van Monique Colaïre; de keerzijde van het biljet is van de hand van Kenneth Ponsaers; het portret van Adolphe Sax werd graveerd door Benoît Grégoire.



Ook voor dit biljet zijn hoge kwaliteits- en veiligheidsnormen in acht genomen.

Het katoenpapier van het biljet van 200 frank is wit, met in de onbedrukte midden-

zone de beeltenis van Adolphe Sax als watermerk. Ook komt de handtekening van de instrumentenbouwer als watermerk voor. Op de keerzijde is de veiligheidsdraad op bepaalde plaatsen zichtbaar in de vorm van een zilverkleurige stippellijn. Bij tegenlicht ziet men over de hele lengte van de veiligheidsdraad, de vermelding « 200 F » in uiterst kleine cijfers. Onder ultraviolet licht worden aan beide zijden rode, groene en blauwe vezeltjes zichtbaar die over het biljet verspreid liggen; de veiligheidsdraad wordt groen.

Het portret van Adolphe Sax, dat aan de linkerkant in groene plaatdruk is afgedrukt, vormt het hoofdmotief van de voorzijde. Op de rechterschouder van de instrumentenbouwer komt zijn handtekening voor. Aan de rechterzijde ontsnappen gestileerde oranje muzieknoten uit een saxofoon. De waarde in cijfers is rechts bovenaan horizontaal in plaatdruk en in wijnrode en groene kleurschakeringen aangebracht. Onmiddellijk links hiervan bevindt zich een groene rechthoek, eveneens in plaatdruk, die een verborgen beeld van het getal 200 bevat, d.w.z. dat het slechts verschijnt als het biljet schuin in de richting van het licht wordt gehouden (strijklicht).

Het perfecte drukregister blijkt ook als men de afbeelding van het mondstuk van de saxofoon, in de rechterbenedenhoek, bij tegenlicht bekijkt. De gekleurde elementen aan de ene zijde vullen die aan de andere zijde precies aan.

De keerzijde, volledig in groene en oranje schakeringen, is geïnspireerd op het werk van Adolphe Sax. Links bevinden zich drie jazzsaxofonisten in profiel terwijl rechts een evocatie van de stad Dinant is afgebeeld.

Net als voor de eerder uitgegeven biljetten van 10.000, 2.000 en 100 frank, is ook voor het nieuwe biljet een verklarende folder verkrijgbaar in de bankagentschappen en in de diverse vestigingen van de Nationale Bank zelf. Die folder bevat uitleg over de veiligheidskenmerken van het biljet alsmede een evocatie van het leven en werk van de instrumentenbouwer Adolphe Sax.

## 2. BEHEER VAN DE EXTERNE RESERVES

### *Arbitrage van goud tegen vreemde valuta's*

Op 27 maart 1996 deelde de Bank mee dat zij, in het kader van het beheer van haar externe reserves, via de arbitrage van goud tegen vreemde valuta's het bedrag van deze laatste heeft verhoogd met ongeveer 30 pct. Overeenkomstig de geldende wettelijke bepalingen komt de gerealiseerde meerwaarde volledig terecht op een geblokkeerde rekening. Deze verrichting heeft geen invloed op de doeltreffendheid van het monetaire beleid in het algemeen en van het geldmarktbeleid in het bijzonder.

Door deze operatie wordt het goudaandeel in de totale reserves teruggebracht tot een peil dat de inschakeling van de Bank in het Europese eenmakingsproces zal vergemakkelijken en dat overeenstemt met het goudaandeel in de totale reserves van de lidstaten van de Europese Unie.

De operatie, die met een centrale bank gerealiseerd werd, is volledig afgehandeld en had betrekking op een hoeveelheid goud van 203 ton. Ze is in de weekstaat per 25 maart 1996 geboekt. Tegen de boekhoudkoersen, en in afgeronde cijfers, geeft deze staat een vermindering van de goudvoorraad met BEF 74 miljard en een stijging van de tegoeden in vreemde valuta's met BEF 81 miljard te zien. Op de passiefzijde stijgt de rubriek « Onbeschikbare reserve meerwaarde op goud » met BEF 70 miljard en verminderen de waarderingsverschillen op goud met BEF 63 miljard.

Genoemde goudoperatie staat volledig los van de bij de wet van 23 december 1988 geregelde overdrachten van activa van goud, inzonderheid voor de uitgifte door de Staat van verzamelaarsmunten of herdenkingsmunten. Deze overdrachten mogen, volgens de wet, in totaal niet méér bedragen dan 2,75 pct. van het gewicht goud dat op 1 januari 1987 voorkwam in de activa van de Bank. Er blijft nog 0,73 pct. van dat goudgewicht beschikbaar.

## 3. MONETAIR BELEID

### *Tariefwijziging van 22 november 1995*

De Nationale Bank van België heeft besloten haar tarieven als volgt te wijzigen :

---

Centraal tarief .....	3,95 pct. (-0,05 pct.)
Rentevoet voor de voorschotten binnen plafond .....	5,20 pct. (-0,05 pct.)
Rentevoet voor de creditsaldi :	
- gewone tranche .....	2,95 pct. (-0,05 pct.)
- overschrijdingstranche ....	1,95 pct. (-0,05 pct.)

---

De nieuwe tarieven worden onmiddellijk van kracht.

### *Tariefwijziging van 14 december 1995*

Rekening houdend met de verlaging van de rentetarieven in Duitsland en in andere Europese landen en gelet op de stevige positie van de Belgische frank op de valutamarkten, heeft de Nationale Bank van België besloten haar tarieven als volgt te wijzigen :

---

Discontovoet .....	3,00 pct. (-0,50 pct.)
Rentevoet voor de voorschotten buiten plafond .....	7,00 pct. (-1,00 pct.)
Centraal tarief .....	3,75 pct. (-0,20 pct.)
Rentevoet voor de voorschotten binnen plafond .....	5,00 pct. (-0,20 pct.)
Rentevoet voor de creditsaldi :	
- gewone tranche .....	2,75 pct. (-0,20 pct.)
- overschrijdingstranche ....	1,75 pct. (-0,20 pct.)

---

De nieuwe tarieven gelden vanaf vrijdag 15 december 1995.

### *Tariefwijziging van 10 januari 1996*

De Nationale Bank van België heeft besloten haar tarieven als volgt te wijzigen :

---

Centraal tarief .....	3,70 pct. (-0,05 pct.)
Rentevoet voor de voorschotten binnen plafond .....	4,95 pct. (-0,05 pct.)
Rentevoet voor de creditsaldi :	
- gewone tranche .....	2,70 pct. (-0,05 pct.)
- overschrijdingstranche ....	1,70 pct. (-0,05 pct.)

---

De nieuwe tarieven worden onmiddellijk van kracht.

### **Tariefwijziging van 17 januari 1996**

De Nationale Bank van België heeft besloten haar tarieven als volgt te wijzigen :

---

Centraal tarief .....	3,65 pct. (-0,05 pct.)
Rentevoet voor de voorschotten binnen plafond .....	4,90 pct. (-0,05 pct.)
Rentevoet voor de creditsaldi :	
- gewone tranche .....	2,65 pct. (-0,05 pct.)
- overschrijdingstranche ....	1,65 pct. (-0,05 pct.)

---

De nieuwe tarieven worden onmiddellijk van kracht.

### **Tariefwijziging van 24 januari 1996**

De Nationale Bank van België heeft besloten haar tarieven als volgt te wijzigen :

---

Centraal tarief .....	3,55 pct. (-0,10 pct.)
Rentevoet voor de voorschotten binnen plafond .....	4,80 pct. (-0,10 pct.)
Rentevoet voor de creditsaldi :	
- gewone tranche .....	2,55 pct. (-0,10 pct.)
- overschrijdingstranche ....	1,55 pct. (-0,10 pct.)

---

De nieuwe tarieven worden onmiddellijk van kracht.

### **Tariefwijziging van 31 januari 1996**

De Nationale Bank van België heeft besloten haar tarieven als volgt te wijzigen :

---

Centraal tarief .....	3,40 pct. (-0,15 pct.)
Rentevoet voor de voorschotten binnen plafond .....	4,65 pct. (-0,15 pct.)
Rentevoet voor de creditsaldi :	
- gewone tranche .....	2,40 pct. (-0,15 pct.)
- overschrijdingstranche ....	1,40 pct. (-0,15 pct.)

---

De nieuwe tarieven worden onmiddellijk van kracht.

### **Tariefwijziging van 1 februari 1996**

De Nationale Bank van België heeft besloten haar tarieven als volgt te wijzigen :

---

Centraal tarief .....	3,30 pct. (-0,10 pct.)
Rentevoet voor de voorschotten binnen plafond .....	4,55 pct. (-0,10 pct.)
Rentevoet voor de creditsaldi :	
- gewone tranche .....	2,30 pct. (-0,10 pct.)
- overschrijdingstranche ....	1,30 pct. (-0,10 pct.)

---

De nieuwe tarieven gelden vanaf vrijdag 2 februari 1996.

### **Tariefwijziging van 18 april 1996**

Rekening houdend met de recente renteverlagingen in diverse Europese landen heeft de Nationale Bank van België besloten haar tarieven als volgt te wijzigen :

---

Rentevoet voor de voorschotten buiten plafond .....	6,00 pct. (-1,00 pct.)
Discontovoet .....	2,50 pct. (-0,50 pct.)

---

De nieuwe tarieven zijn van toepassing vanaf vrijdag 19 april 1996.

### **Tariefwijziging van 14 mei 1996**

De Nationale Bank van België heeft besloten haar tarieven als volgt te wijzigen :

---

Centraal tarief .....	3,20 pct. (-0,10 pct.)
Rentevoet voor de voorschotten binnen plafond .....	4,45 pct. (-0,10 pct.)
Rentevoet voor de creditsaldi :	
- gewone tranche .....	2,20 pct. (-0,10 pct.)
- overschrijdingstranche ....	1,20 pct. (-0,10 pct.)

---

De nieuwe tarieven gelden vanaf dinsdag 14 mei 1996.

#### 4. ENQUETE NAAR DE MARKTEN VAN DE AFGELEIDE PRODUKTEN IN BELGIË

Gedurende de maand april 1995 heeft de Nationale Bank van België, in samenwerking met 25 andere centrale banken, een statistisch onderzoek (« survey ») uitgevoerd omtrent de markten van de afgeleide produkten. Dit onderzoek werd gecoördineerd door de Bank voor Internationale Betalingen (BIB) te Bazel, die tevens instaat voor de internationale aggregatie van de resultaten van de verschillende nationale centra. Het doel was om statistische informatie te verkrijgen omtrent de omvang en de structuur van de markten van afgeleide produkten. De enquête sloeg op de omzet over april 1995 en op de uitstaande bedragen per 31 maart 1995.

In België namen 33 instellingen deel aan het onderzoek (25 kredietinstellingen en 8 beursvennootschappen). De hierna volgende tabellen geven een overzicht van de resultaten voor België.

De belangrijkste bevindingen kunnen als volgt worden samengevat :

De netto-omzet, dat is de totale gerapporteerde omzet gecorrigeerd voor dubbelstellingen (operaties tussen twee Belgische deelnemers werden immers door beide gerapporteerd), in op wisselkoersen gebaseerde produkten belooft USD 403 miljard, wat neerkomt op een gemiddelde dagomzet van USD 22 miljard. De netto omzet voor op wisselkoersen gebaseerde afgeleide produkten bestaat voor 96 pct. uit valuta-swaps; valuta-opties en cross currency swaps maken samen minder dan 2 pct. van de omzet uit. De resultaten van de enquête die betrekking hebben op valuta-swaps werden reeds bespro-

ken in de mededeling die de Bank in haar Economisch Tijdschrift van november 1995 publiceerde.

De netto-omzet in op rentetarieven gebaseerde produkten belooft USD 186 miljard, wat neerkomt op een gemiddelde dagomzet van USD 10 miljard. Die netto-omzet bestaat voor 56 pct. uit « over-the-counter » (OTC) produkten. De netto dagelijkse omzet van de OTC-produkten belooft USD 5.769 miljoen. Forward Rate Agreements (FRA's) maken 71 pct. uit van de omzet van de op rentetarieven gebaseerde OTC-produkten. Interest Rate Swaps zijn goed voor 28 pct. van de omzet. De netto dagelijkse omzet van OTC-opties op rentetarieven is zeer laag : USD 59 miljoen.

Voor de op rentetarieven gebaseerde afgeleide markten is de BEF de belangrijkste munt : 38 pct. van de omzet van de op een beursverhandelde produkten (futures of opties) luidt in BEF, voor de OTC-markt belooft het aandeel van de BEF 30 pct.

Gemeten naar de uitstaande bedragen overtreft de markt van de op rentetarieven gebaseerde produkten die van de op wisselkoersen gebaseerde produkten; de op aandelen gebaseerde afgeleide markten hebben een merkkelijk kleinere omvang.

Het aandeel van « interdealer »-operaties in de omzet op de OTC-markten is vrij groot : 76 pct. voor de op wisselkoersen gebaseerde produkten, 65 pct. voor de op rentetarieven gebaseerde produkten.

De Bank voor Internationale Betalingen zal later een uitgebreide vergelijkende analyse van de resultaten publiceren.

#### RESULTATEN VAN DE STATISTISCHE ENQUETE NAAR DE MARKTEN VAN DE AFGELEIDE PRODUKTEN IN BELGIË

##### 1. OVERZICHT PER ONDERLIGGENDE RISICOFACOR

	Dagelijkse netto-omzet in april 1995 (miljoenen USD)	Uitstaande bedragen op 31.03.95 (miljoenen USD)
Op wisselkoersen gebaseerde produkten .....	22.408	507.404
Op rentetarieven gebaseerde produkten .....	10.311	533.172
Op aandelen gebaseerde produkten .....	—	3.190



## 2. OVERZICHT PER INSTRUMENT VAN OP WISSELKOERSEN GEBASEERDE PRODUCTEN

	Dagelijkse netto-omzet in april 1995		Uitstaande bedragen op 31.03.95	
	miljoenen USD	%	miljoenen USD	%
« Over-the-counter » transacties :				
- Outrights .....	433	1,9	} 454.562	89,6
- FX-swaps .....	21.599	96,2		
- Currency swaps .....	45	0,2		
- Currency opties .....	370	1,7		
Op beurzen verhandelde producten :				
- Opties .....	1	0	396	0
- Futures .....	0	0	4	0
<b>TOTAAL</b> .....	<b>22.408</b>	<b>100</b>	<b>507.404</b>	<b>100</b>

## 3. OVERZICHT PER INSTRUMENT VAN OP RENTETARIEVEN GEBASEERDE PRODUCTEN IN OTC-MARKTEN

	Dagelijkse netto-omzet in april 1995		Uitstaande bedragen op 31.03.95	
	miljoenen USD	%	miljoenen USD	%
Forward rate agreements .....	4.074	70,6	160.961	34,0
Interest rate swaps .....	1.636	28,4	289.903	61,3
Opties .....	59	1,0	21.099	4,5
Andere producten .....	—	—	1.035	0,2
<b>TOTAAL</b> .....	<b>5.769</b>	<b>100</b>	<b>472.998</b>	<b>100</b>

## 4. OVERZICHT PER INSTRUMENT VAN OP RENTETARIEVEN GEBASEERDE PRODUCTEN, VERHANDELD OP BEURZEN

	Dagelijkse netto-omzet in april 1995		Uitstaande bedragen op 31.03.95	
	miljoenen USD	%	miljoenen USD	%
Futures .....	4.528	99,7	59.952	99,6
Opties .....	15	0,3	222	0,4
<b>TOTAAL</b> .....	<b>4.543</b>	<b>100</b>	<b>60.174</b>	<b>100</b>

## 5. OVERZICHT PER MUNT VAN DE DAGELIJKSE NETTO-OMZET IN OP RENTETARIEVEN GEBASEERDE PRODUCTEN (miljoenen USD, april 1995)

	BEF	USD	DEM	JPY	Andere	Totaal
Forward rate agreements .....	1.166	780	350	47	1.731	4.074
Interest rate swaps .....	515	401	129	15	576	1.636
OTC-opties .....	40	3	4	0	12	59
Futures <sup>1</sup> .....	1.702	317	722	52	1.735	4.528
Beursgenoteerde opties <sup>1</sup> .....	2	3	8	0	2	15

<sup>1</sup> Niet gecorrigeerd voor dubbelstellingen.

## 5. RAPPORT VAN DE BANK VOOR INTERNATIONALE BETALINGEN BETREFFENDE DE RISICO'S BIJ DE AFWIKKELING VAN VALUTATRANSACTIES

De Bank voor Internationale Betalingen heeft op 27 maart 1996 een rapport gepubliceerd over risico's bij de afwikkeling van valutatransacties. Het rapport is opgesteld onder auspiciën van het G-10 Committee on Payment and Settlement Systems (CPSS), voorgezeten door de heer McDonough, President van de Federal Reserve Bank van New York. Het is geschreven door de onder dat Comité ressorterende Stuurgroep « Vereffeningsrisico's bij wisseltransacties », onder het voorzitterschap van de heer Allsopp, hoofd van de Divisie Betalings-, Vereffenings- en Salderingssystemen van de Bank of England.

Het rapport werd in januari 1996 door de Gouverneurs van de centrale banken van de G-10 goedgekeurd.

Bij de afwikkeling van valutatransacties lopen banken soms aanzienlijke risico's. Het rapport wijst erop dat de huidige vereffeningsmethoden voor valutatransacties aanleiding kunnen geven tot interbancaire risico's met een duur van verscheidene dagen. Gezien de omvang van de valutahandel betekent dit dat op elk willekeurig tijdstip de risicoblootstelling, als gevolg van de mogelijkheid dat één enkele tegenpartij niet aan haar verplichtingen kan voldoen, het totale eigen vermogen van een bank kan overtreffen. Centrale banken maken er zich zorgen over dat — gegeven het huidige niveau van krediet- en liquiditeitsrisico's — het in gebreke blijven van slechts één enkele tegenpartij tot het faillissement van banken en andere ondernemingen kan leiden. Dat is de belangrijkste reden waarom zij aandringen op solide vereffeningsystemen waarmee crisissen kunnen worden opgevangen.

Het rapport wijst er echter ook op dat de banken deze risico's kunnen beperken door verbeterde « back office »-procedures, afspraken met correspondentbanken, gebruik van netting en technieken van risicocontrole. Bovendien kunnen degelijke multideviezen vereffenings- en nettingprocedures banken beter in staat stellen hun risico's bij de afwikkeling van valutatransacties te beperken.

In het rapport wordt een strategie uiteengezet voor de beperking van deze risico's, die door de centrale banken actief zal worden uitgedragen. Concreet zullen de centrale banken van de G-10 landen gedurende de komende twee jaar een driesporenbeleid volgen dat is gericht op :

\* *Door elke bank individueel te nemen maatregelen ter beheersing van risico's bij de afwikkeling van valutatransacties*

In het rapport worden banken aanbevolen terstond maatregelen te nemen om het vereffeningsrisico in hun algemeen kredietrisicobeheer te integreren. Hiermee wordt aangegeven dat bij afzonderlijke banken aanzienlijke mogelijkheden bestaan om het probleem aan te pakken door verbetering van de bestaande systemen voor meting en beheersing van deze risico's.

\* *Door interbancaire organisaties te nemen initiatieven om tot risicobeperkende multideviezensystemen te komen*

In het rapport worden interbancaire organisaties aangemoedigd om, in het verlengde van het streven naar risicobeperking door de afzonderlijke banken, aangepaste multideviezensystemen te ontwikkelen. De centrale banken van de G-10 landen zijn van mening dat dergelijke systemen het best door de particuliere sector worden aangeboden.

\* *Door de centrale banken te nemen maatregelen ter stimulering van een snelle voortgang in de particuliere sector*

Alle centrale banken van de G-10 landen zullen, in samenwerking met de betrokken toezichthouders, de initiatieven steunen die in de komende twee jaar door de particuliere sector zullen worden genomen. Bovendien zullen zij, waar nodig, de nationale betalingssystemen aanpassen en verbeteren en zich beraden over verdere maatregelen om de door de particuliere sector nagestreefde risicobeperking te vergemakkelijken. Hiermee wordt aangegeven dat de overheden waarschijnlijk de door de afzonderlijke banken en interbancaire organisaties te nemen maatregelen zullen moeten steunen en met deze partijen zullen moeten samenwerken om een tijdige voortgang te verzekeren in de gehele valutamarkt.

Het Comité zal via de Stuurgroep « Verffeningsrisico's bij wisseltransacties », de in de komende twee jaar te boeken voortgang nauwgezet volgen en de noodzaak van verdere maatregelen onderzoeken. Hoewel het duidelijk is dat het in eerste instantie de taak van de particuliere instellingen is om initiatieven te ontplooiën, zijn de centrale banken bereid alles in het werk te stellen om hen daarbij te steunen. Zo zijn de centrale banken van de G-10 landen voornemens constructief samen te werken met interbancaire organisaties bij het streven naar multideviezen netting- en vereffeningssystemen.

Het rapport kan worden verkregen bij de Bank voor Internationale Betalingen, Centralbahnplatz, CH-4002 Bazel  
tel. : 00/41/61/280.80.80  
fax : 00/41/61/280.91.00  
of bij de Nationale Bank van België, dienst Giraal geldverkeer, de Berlaimontlaan 14, 1000 Brussel (faxnummer : 02/221.31.03).

## **6. ECONOMISCHE EN MONETAIRE UNIE : SCENARIO VOOR DE OVERGANG OP DE GEMEENSCHAPPELIJKE MUNT**

### ***Rapport van het Europees Monetair Instituut***

Tijdens de top in Cannes op 16 en 27 juni 1995 had de Europese Raad de Ecofin Raad verzocht, in samenwerking met het EMI en de Europese Commissie, voorstellen voor een overgangsscenario uit te werken. Door de Commissie is op 31 mei 1995 een Groenboek uitgegeven over de praktische regelingen voor de invoering van de gemeenschappelijke munt.

Van zijn kant heeft het EMI gedetailleerde voorstellen voor een overgangsscenario neergelegd in een rapport getiteld « *De overgang op de gemeenschappelijke munt* », dat op 14 november 1995 is gepubliceerd. Dit rapport kan worden verkregen bij de Nationale Bank van België, dienst Documentatie, de Berlaimontlaan 14, 1000 Brussel  
(tel. 02/221.20.41 ; fax 02/221.31.63).

## ***Besluiten van de Europese Raad te Madrid***

De Ecofin Raad heeft op 27 november 1995 de strekking van het EMI-rapport overgenomen en een definitief voorstel voor een overgangsscenario opgesteld en voorgelegd aan de Staatshoofden en Regeringsleiders. Tijdens de top in Madrid op 15 en 16 december 1995 heeft de Europese Raad het scenario voor de overgang op de gemeenschappelijke munt vastgesteld, dat verenigbaar is met het door het EMI voorgestelde scenario. De Europese Raad is overeengekomen dat de bij de start van de derde fase in te voeren Europese munt « euro » zal heten en heeft bevestigd dat de derde fase zal aanvangen op 1 januari 1999. De lijst van de aan het eurogebied deelnemende landen moet zo spoedig mogelijk in 1998 worden vastgesteld, zodra betrouwbare feitelijke gegevens over het jaar 1997 beschikbaar zijn.

Hieronder volgt de tekst betreffende het referentiescenario voor de invoering van de gemeenschappelijke munt, zoals die door de Europese Raad is aangenomen :

« Sedert de inwerkingtreding van het Verdrag betreffende de Europese Unie (« Verdrag van Maastricht »), in het bijzonder sinds het begin van de tweede fase in het proces naar een Economische en Monetaire Unie, hebben de Lid-Staten, de Europese instanties en vertegenwoordigers van vele particuliere organisaties de verschillende aspecten van de omschakeling bestudeerd. De voorbereidingen zijn nu op zo'n niveau dat een referentiescenario kan worden gepresenteerd met duidelijk omschreven maatregelen die vóór bepaalde data of binnen bepaalde termijnen moeten worden uitgevoerd.

De voorbereidingen die momenteel gaande zijn, worden geïnspireerd door een van de hoofddoelstellingen in het Verdrag, namelijk de invoering van een stabiele gemeenschappelijke munt. Eén voorwaarde daarvoor is het bereiken van een hoge mate van convergentie van de economische prestaties voordat de wisselkoersen onherroepelijk vastgeklonken worden. Een strikte toepassing van de convergentiecriteria bij de beoordeling welke Lid-Staten voldoen aan de nodige voorwaarden voor de aanneming van de gemeenschappelijke munt, zal vertrouwen scheppen in de nieuwe munt en zal het publiek in het algemeen en de markten ervan overtuigen

dat het een sterke, stabiele munt zal zijn. Na het ingaan van de derde fase van de Economische en Monetaire Unie, zal de convergentie gehandhaafd moeten blijven. Meer bepaald moeten de overheidsfinanciën op een gezond spoor blijven overeenkomstig de verplichtingen van het Verdrag. Er moet daarom worden gewerkt aan manieren om de begrotingsdiscipline onder de deelnemers aan de eurozone veilig te stellen overeenkomstig de procedures en beginselen van het Verdrag. Daarenboven dienen de toekomstige betrekkingen tussen de Lid-Staten die deelnemen aan de eurozone en de andere Lid-Staten te worden bepaald voordat de derde fase ingaat, teneinde onder meer de monetaire stabiliteit binnen de interne markt te waarborgen.

Om de onzekerheden weg te nemen, is een nauwgezette technische voorbereiding van de overgang naar de derde fase noodzakelijk. Deze voorbereiding zal er ook toe bijdragen dat het publiek de nieuwe munteenheid aanvaardt. Het overgangsscenario dat hieronder wordt gepresenteerd, is vastgesteld in overleg met de Commissie en het EMI en heeft baat gehad bij het Groenboek van de Commissie en het verslag van het EMI over de overgang naar de gemeenschappelijke munt. Het strookt met het tijdschema, de procedures en criteria die in het Verdrag zijn vastgelegd. Het biedt doorzichtigheid, versterkt de geloofwaardigheid en onderstreept de onomkeerbaarheid van het proces. Het is technisch haalbaar en heeft tot doel de noodzakelijke rechtszekerheid te bieden, de aanpassingskosten tot een minimum te beperken en concurrentievervalsingen te voorkomen. Het omschakelingscenario, waarin concrete maatregelen worden aangekondigd die binnen een duidelijk tijdschema moeten worden getroffen, biedt de geldgebruikers de informatie die zij nodig hebben om zich aan de invoering van de gemeenschappelijke munt aan te passen. Het scenario strookt met het reeds genoemde verslag van het EMI.

Dit invoeringsscenario gaat uit van 1 januari 1999 als begindatum voor de derde fase. De stappen die tijdens de verschillende fasen van het overgangsproces moeten worden genomen, worden hieronder beschreven. (...)

De Raad zal in zijn samenstelling van Staatshoofden en Regeringsleiders bevestigen welke Lid-Staten voldoen aan de voorwaarden

die noodzakelijk zijn voor de aanneming van de gemeenschappelijke munt. De datum van dit besluit luidt het begin in van een interimperiode vóór de overgang naar de derde fase, waarin besluiten moeten worden genomen om de voorbereidingen te voltooien. Enerzijds kan de omvang van de hoeveelheid werk de indruk wekken dat deze interimperiode ongeveer één jaar zal duren; anderzijds zullen de Staatshoofden en Regeringsleiders hun besluit inzake de Lid-Staten die aan de derde fase kunnen deelnemen, moeten baseren op de meest recente en betrouwbare reële gegevens voor 1997. Er zullen daarom bijzondere inspanningen worden gedaan om de Staatshoofden en Regeringsleiders in staat te stellen zo vroeg mogelijk in 1998 een besluit te nemen. Door tijdige voorbereiding zal er mede voor worden gezorgd dat alle nodige maatregelen getroffen zullen zijn voor het begin van de derde fase. Eettelijke van die maatregelen vallen onder de bevoegdheid van de Europese Centrale Bank (ECB).

De ECB zal tijdig moeten worden opgericht zodat de voorbereidingen afgerond zullen zijn en de Bank volledig operationeel is op 1 januari 1999. Daarom zullen de Raad en de deelnemende Lid-Staten zo vroeg mogelijk in deze interimperiode een aantal wettelijke bepalingen moeten aannemen en de directie van de Europese Centrale Bank moeten benoemen. Zodra de directie van de ECB benoemd is, zullen de ECB en het Europees Stelsel van Centrale Banken (ESCB) worden ingesteld. De besluitvormingsinstanties van de ECB zullen een besluit nemen over het kader dat het ESCB/de ECB nodig hebben om hun taak in de derde fase te vervullen, en zullen dit uitvoeren en verifiëren.

De derde fase van de Economische en Monetaire Unie zal op 1 januari 1999 ingaan met de onherroepelijke vaststelling van de omrekeningskoersen tussen de valuta's van de deelnemende landen en tegenover de euro, en met het gemeenschappelijke monetaire beleid dat door het ESCB in euro zal worden bepaald en uitgevoerd. Het ESCB zal het gebruik van de euro op de deviezenmarkten stimuleren; haar transacties op deze markten zullen worden uitgevoerd en betaald in euro. De infrastructuur voor de betalingssystemen moet operationeel zijn opdat de vlotte werking van een op de euro gebaseerde geldmarkt die de gehele zone bestrijkt, gegarandeerd is. De nationale centrale



banken kunnen omrekeningsfaciliteiten bieden aan die financiële instellingen die zich niet van dergelijke faciliteiten hebben kunnen voorzien om bedragen om te zetten van de euro in nationale munteenheden en omgekeerd.

Op 1 januari 1999 zal een verordening van de Raad in werking treden die het juridisch kader verschaft voor het gebruik van de euro. Vanaf die datum zal de euro een volwaardige munt zijn en zal de officiële mandecu ophouden te bestaan. Het gevolg van deze verordening zal zijn dat de nationale munten en de euro een verschillende uitdrukking zullen worden van wat economisch gezien dezelfde munt is. Zolang er nog verschillende nationale munteenheden bestaan, zal de Raadsverordening een juridisch afdwingbare equivalentie tussen de euro en de nationale munteenheden tot stand brengen (« juridisch afdwingbare equivalentie » betekent dat ieder monetair bedrag op een juridisch afdwingbare wijze een onveranderlijke tegenwaarde krijgt in euro tegen de officiële omrekeningskoers en vice versa). In de periode vóór het einde van de termijn die is vastgesteld voor de voltooiing van de omschakeling zal de verordening ervoor zorgen dat het bedrijfsleven vrij zal zijn de euro te gebruiken, zonder dat daartoe een verplichting bestaat. Het bedrijfsleven moet zoveel mogelijk in staat worden gesteld zijn eigen mechanismen voor de aanpassing aan de omschakeling te ontwikkelen. Bij de uitvoering van deze beginselen moet echter rekening worden gehouden met marktusances op het stuk van normalisering. De verordening zal er ook in voorzien dat nationale bankbiljetten binnen de grenzen van de respectieve nationale grondgebieden een wettig betaalmiddel blijven totdat de omschakeling op de gemeenschappelijke munt compleet is. De technische voorbereidingen voor deze verordening dienen uiterlijk eind 1996 afgerond te zijn.

De vervanging van de nationale munten door de euro behoeft op zich niets te veranderen aan de continuïteit van contracten. In nationale valuta uitgedrukte bedragen zullen in euro worden omgerekend tegen de omrekeningskoers die is vastgesteld door de Raad. In het geval van vastrentende effecten en leningen zal de vervanging op zich niets afdoen aan de no-

minale rente die door de debiteur moet worden betaald, tenzij contractueel anders is bepaald. In het geval van contracten die zijn uitgedrukt door middel van verwijzing naar de officiële mandecu van de Europese Gemeenschap, overeenkomstig het Verdrag, zal vervanging door de euro geschieden tegen de koers 1:1, behoudens de bijzondere voorwaarden van afzonderlijke contracten.

Nieuwe verhandelbare overheidsschuld zal vanaf 1 januari 1999 door de deelnemende Lid-Staten worden uitgegeven in euro. Uiterlijk op 1 juli 2002 zal de in de vroegere nationale valuta's uitgedrukte overheidsschuld alleen in de gemeenschappelijke munt kunnen worden terugbetaald.

Het gebruik van de euro voor transacties van de overheidssector zal in alle deelnemende landen uiterlijk vanaf de volledige invoering van de eurobankbiljetten en -munten worden veralgemeend. Het tijdschema zal in de communautaire wetgeving worden vastgesteld en kan de individuele Lid-Staten wellicht enige vrijheid laten.

De overheden worden verzocht een begin te maken met de regelingen voor de planning van de aanpassing van hun administratie aan de euro.

Uiterlijk 1 januari 2002 zullen eurobankbiljetten en -munten naast nationale biljetten en munten beginnen te circuleren. Eurobankbiljetten en -munten zullen wettig betaalmiddel zijn. Parallel met de toenemende circulatie van eurobankbiljetten en -munten zullen de nationale bankbiljetten en munten uit circulatie worden genomen. De Lid-Staten zouden moeten trachten deze periode van dubbele circulatie van nationale en eurobankbiljetten en -munten tot een minimum te beperken. In ieder geval zullen nationale bankbiljetten en munten geen wettig betaalmiddel meer zijn uiterlijk zes maanden na de invoering van de eurobankbiljetten en -munten. Op dat ogenblik zal de omschakeling voltooid zijn. Daarna zullen nationale bankbiljetten en munten nog zonder kosten kunnen worden ingewisseld bij de nationale centrale banken. »

## 7. EUROPEES MONETAIR INSTITUUT

### ***Verslag over de voortgang naar convergentie***

In november 1995 heeft het Europees Monetair Instituut, conform artikel 7 van zijn statuten, een eerste integraal Verslag gepubliceerd over de stand van de voorbereiding van de derde fase van de Economische en Monetaire Unie.

Dat verslag behelst een beoordeling van de vorderingen naar convergentie in de Gemeenschap, en heeft met name betrekking op de aanpassing van de monetaire-beleidsinstrumenten en de voorbereiding van de procedures die noodzakelijk zijn voor het voeren van één monetair beleid in de derde fase, alsmede op de wettelijke vereisten waaraan moet worden voldaan om de centrale banken een integrerend deel van het ESCB te laten worden.

Voornoemd verslag is te verkrijgen bij de Nationale Bank van België, dienst Documentatie, de Berlaimontlaan 14, 1000 Brussel (tel. : 02/221.20.41 ; fax : 02/221.31.63).

### ***Rapport over de ontwikkelingen in EU-betalingsystemen in 1995***

De Raad van het Europees Monetair Instituut heeft op 26 maart 1996 een rapport over « *Developments in EU Payment Systems in 1995* » gepubliceerd. Dit rapport werd opgesteld door de Werkgroep EU-betalingsystemen (WGPS) die wordt voorgezeten door de heer W. Hartmann, lid van het Direktorium van de Deutsche Bundesbank. Het rapport is een vervolg op de vroegere rapporten « *Minimum common features for domestic payment systems* » en « *Developments in EU payment systems in 1994* ».

Net als in vorige edities beslaat het rapport zes door centrale banken aangegeven gebieden waarop harmonisatie van de nationale betalingssystemen nodig is : toegangscriteria, risicomangement, juridische aspecten, standaarden en infrastructuur, tarifieringsbeleid en openingstijden.

De analyse uitgevoerd door de WGPS toont aan dat op dit ogenblik slechts gedeeltelijk voldaan wordt aan de tien principes zoals vastge-

steld in het rapport van 1993 « *Minimum common features for domestic payment systems* ». Belangrijke vorderingen werden evenwel reeds gemaakt en er wordt hard gewerkt om in alle EU-lidstaten de betalingssystemen volledig overeenkomstig de tien principes in te richten.

De Raad van het EMI vindt dat volledige overeenstemming met de principes een fundamentele vereiste is voor Fase Drie van de EMU. De interbancaire betalingssystemen van de EU zouden daarom uiterlijk op 1 januari 1999 volledig moeten voldoen aan de tien principes.

De Raad van het EMI meent dat de grootste voortgang is geboekt op het gebied van het ontwerpen en implementeren van een real-time bruto-vereffeningssysteem in elke EU lidstaat. In 1993 waren er slechts zes landen met een real-time bruto-vereffeningssysteem en werd het leeuwedeel van de grote betalingen via netto-betalingsystemen afgewikkeld. Thans wordt voorzien dat tegen midden 1997 in alle EU lidstaten real-time bruto-vereffeningssystemen operationeel zullen zijn. In negen EU lidstaten zullen deze systemen nagenoeg alle grote betalingen afwikkelen. Kredietinstellingen en centrale banken zullen moeten blijven samenwerken om vertragingen te voorkomen in de implementatie van deze systemen, die de grondslag zullen vormen van TARGET (Trans-European Automated Real-Time Gross Settlement Express Transfer), d.i. het betalingsstelsel dat de centrale banken van de EU en het EMI van plan zijn te implementeren in het kader van Fase Drie van de EMU.

Daarenboven bevestigt het EMI dat de snelle en volledige implementatie van de zogeheten Lamfalussy-veiligheidsstandaarden, zoals opgenomen in het in november 1990 gepubliceerde rapport van het « *Committee on Interbank Netting Schemes* » van de centrale banken van de Groep van Tien, een hoofdbestanddeel is in het risico-reductieprogramma voor de netto-betalingsystemen die naast de real-time bruto-vereffeningssystemen in de EU zullen blijven bestaan.

Het EMI en de centrale banken van de EU-lidstaten zijn overeengekomen onder welke voorwaarden EU-kredietinstellingen die geen vestiging hebben in een bepaalde lidstaat, toch kunnen deelnemen aan de interbancaire betalingssystemen van deze lidstaat (zogenaemde



« remote access » of deelneming op afstand). Meer bepaald zullen de centrale banken van de EU-lidstaten elke aanvraag tot grensoverschrijdende deelneming aan interbancaire betalingssystemen — voor zover deze onder hun verantwoordelijkheid valt — behandelen als betrof het een aanvraag van een nationale kredietinstelling.

Ook wordt verder gewerkt aan het elimineren van juridische inconsistenties tussen de nationale rechtsstelsels, aangezien deze de risico's in binnenlandse betalingssystemen kunnen vergroten. In die context wordt er gewerkt aan het elimineren van de gevolgen van de zogenoemde nul-uur regeling (voor deelnemers aan interbancaire betalingssystemen in die EU lidstaten waar deze bepaling uit het faillissementsrecht nog van kracht is). In het bijzonder kan een oplossing voor het probleem geboden worden met het aangekondigde voorstel van de Europese Commissie voor een Richtlijn over de onherroepbaarheid van de vereffening en de zekerheden.

Ten slotte zullen het EMI en de centrale banken van de EU, in overeenstemming met de bepalingen van het Verdrag van Maastricht, meer aandacht gaan besteden aan grensoverschrijdende retailbetalingen, zonder evenwel in een collectieve operationele betrokkenheid op dit gebied te voorzien. Het EMI en de centrale banken van de EU zullen de banken aansporen om de verspreiding van onverenigbare technische standaarden tegen te gaan.

Een exemplaar van het rapport kan worden aangevraagd bij de Nationale Bank van België, dienst Giraal geldverkeer, de Berlaimontlaan 14, 1000 Brussel (faxnummer : 02/221.31.03). Het is eveneens verkrijgbaar bij het EMI op het volgende adres :

Europees Monetair Instituut  
General Secretariat — Payment Systems Section  
Euro Tower — Kaiserstrasse 29  
60311 Frankfurt am Main  
Fax : 00 49 69 27 227 227

### **Jaarverslag 1995 van het Europees Monetair Instituut**

Op 2 april 1996 heeft het Europees Monetair Instituut zijn tweede Jaarverslag gepubliceerd. De twee belangrijkste thema's van dit

verslag hebben betrekking op het gevolg dat het EMI heeft gegeven aan zijn statutaire verplichting om de voorbereidingen voor de EMU te treffen, alsmede op de prestaties van de EU-economieën zelf.

Wat het eerste thema betreft, wordt vastgesteld dat het EMI op schema ligt met de voorbereidende werkzaamheden voor het uitwerken, uiterlijk eind 1996, van het juridische, organisatorische en logistieke kader dat nodig is om het ESCB in de derde fase zijn taken te laten vervullen, een opdracht die in het Verdrag is vastgelegd. Als markantste punten maakt het verslag melding van :

- het EMI-verslag over « De overgang op de gemeenschappelijke munt », dat in november 1995 is gepubliceerd en de basis vormde voor een voorstel van de Ecofin Raad, dat in december 1995 te Madrid aan de Europese Raad werd voorgelegd. Aldaar werd het voorstel voor het overgangsscenario aangenomen ;
- de voorbereidende werkzaamheden met betrekking tot het monetaire-beleidsinstrumentarium — een fundamentele en complexe kwestie die, teneinde een effectief en praktisch beleidskader te kunnen creëren — heel wat analyse vergt. Op dit terrein is aanzienlijke vooruitgang geboekt ;
- de vooruitgang op het gebied van betalingssystemen, waar overeenstemming werd bereikt over het TARGET-systeem, bestaande uit aan elkaar gekoppelde « real-time » bruto-vereffeningssystemen, dat essentieel is voor de werking van het gemeenschappelijke monetaire beleid in de derde fase. De gedetailleerde uitwerking vindt thans plaats.

Daarnaast is onder meer ook vooruitgang geboekt bij de voorbereiding van EU-brede statistieken en een gemeenschappelijk valutabeleid, bij de voorbereidende werkzaamheden voor de productie van Europese bankbiljetten en bij de harmonisatie van de regels en normen voor waardering en resultaatbepaling.

Parallel met de voorbereidingen voor de derde fase, heeft het EMI in de tweede fase ook een belangrijke taak te vervullen bij het versterken van de samenwerking tussen de nationale centrale banken en de coördinatie van het monetaire beleid van de lidstaten

teneinde prijsstabiliteit te verzekeren. Het EMI kreeg ook een belangrijke rol toebedeeld bij de beoordeling van de convergentie. In november 1995 is een rapport ter zake gepubliceerd getiteld « Voortgang naar convergentie ».

De versterking van de coördinatie en de beoordeling van de convergentie vereisen beide dat aandacht wordt besteed aan de economische, financiële en monetaire ontwikkelingen, het tweede hoofdthema van het EMI-jaarverslag. Hoewel de groei is vertraagd, zijn er aanwijzingen dat de terugval tijdelijk zal zijn. De EU-landen hebben aanzienlijke vorderingen gemaakt bij het terugdringen van de inflatie en het verwezenlijken van prijsstabiliteit. In de landen waar in 1995 inflatoire druk ontstond, kon deze door een tijdige aanpassing van het monetaire beleid in het algemeen in bedwang worden gehouden. Over het hele jaar beschouwd, daalde de lange rente, waarmee de neerwaartse tendens werd voortgezet die — behalve in 1994 — sedert 1990 is opgetreden. De wisselkoersinstabiliteit die aan het begin van 1995 optrad, is later in het jaar weggeëbd. De meeste valuta's die aan het EMS-wisselkoersarrangement deelnemen, bevonden zich eind 1995 rond hun spilkoers, terwijl een aantal niet aan het wisselkoersmechanisme deelnemende valuta's zich over het hele jaar beschouwd aanzienlijk herstelden of zelfs apprecieerden.

Het begrotingsbeleid blijft echter de sleutel tot convergentie en tot bevredigende economische prestaties in de Gemeenschap in het algemeen. De overheidstekorten van meer dan 3 pct. van het BBP die in de meeste lidstaten en in de EU als geheel werden opgetekend, zijn hoe dan ook buitensporig; bovendien overschreden de schuldquotes in een groot aantal landen die in het Verdrag vastgelegde referentiewaarde van 60 pct. en namen nog verder toe. De hui-

dige groeivertraging in Europa mag niet worden aangegrepen om de noodzakelijke consolidatiemaatregelen uit te stellen. Niet alleen de monetaire unie staat immers op het spel, maar ook de noodzakelijke versterking van het groeipotentieel van de EU-economieën door een andere aanwending van besparingen, alsook het vermogen om het hoofd te bieden aan nieuwe uitdagingen zoals de vergrijzing van de bevolking. Daarbij moet worden beklemtoond dat begrotingsconsolidatie niet noodzakelijk groeivertragende effecten hoeft te sorteren, als zij maar is toegespitst op vermindering van de overheidsuitgaven en niet zozeer op belastingverhogingen, en als de sanering zodanig wordt aangepakt dat daarmee de duurzame houdbaarheid van de overheidsfinanciën op geloofwaardige wijze wordt bevorderd.

Concluderend kan worden gesteld dat bij de voorbereidingen die nodig zijn om het ESCB in de derde fase zijn taken te laten vervullen, goede vorderingen worden gemaakt. De uitkomst van de vergadering van de Europese Raad in Madrid bevestigde dat de politieke wil aanwezig is om in 1999 de derde fase te laten ingaan. Mits een gepast economisch beleid wordt gevoerd, kan die datum worden gehaald zonder dat de strikte toepassing van de convergentiecriteria of een bevredigende economische ontwikkeling in de Gemeenschap in het gedrang hoeft te komen.

Een exemplaar van het Jaarverslag 1995 van het EMI is te verkrijgen bij de Nationale Bank van België, dienst Documentatie, de Berlaimontlaan 14, 1000 Brussel (tel. : 02/221.20.41 ; fax : 02/221.31.63).

Mededelingen afgesloten op dinsdag 14 mei 1996.



Drukkerij  
van de Nationale Bank van België  
de Berlaimontlaan 14 - 1000 Brussel  
de Departementschef  
M. Salade

