

Avant-propos

par Guy Quaden, Gouverneur



2008 restera dans l'histoire économique comme l'année où a éclaté la plus grave crise financière internationale d'après la Seconde Guerre mondiale.

De sérieuses turbulences financières s'étaient fait jour dès 2007 à la suite de la crise du marché américain des crédits hypothécaires à haut risque. Et, dès cette époque, les banques centrales ont essayé de contenir les tensions qui en ont résulté sur les marchés monétaires.

Mais, en Europe en tout cas, durant la première moitié de l'année 2008, la principale préoccupation de la population et des autorités monétaires a été la montée de l'inflation, provoquée principalement par la forte augmentation du prix des matières premières, en particulier des produits pétroliers. La hausse des prix à la consommation a culminé à 4 p.c. en juillet dans la zone euro, et même à près de 6 p.c. en Belgique.

Après la défaillance de la grande banque d'investissement américaine Lehman Brothers à la mi-septembre, les troubles financiers ont brusquement pris une dimension beaucoup plus grave et dégénéré en une véritable crise mondiale.

Les marchés interbancaires, déjà anémiés depuis plusieurs mois, ont été paralysés; plusieurs institutions financières, en Belgique notamment, ont été confrontées à un déficit aigu de liquidités et à une perte de confiance dans leur solvabilité; les primes de risques se sont accrues de façon exponentielle et les bourses d'actions se sont effondrées. Les investisseurs fuyant vers les placements jugés les moins risqués, même les marchés financiers des pays émergents n'ont pas été épargnés.

Pour enrayer le risque systémique, les banques centrales, en particulier celles de l'Eurosystème, ont réagi rapidement et résolument par des injections massives de liquidités couplées à un élargissement de la liste des actifs admis en garantie. Elles ont joué pleinement – et, il faut le dire, singulièrement la Banque nationale de Belgique – leur rôle de prêteur en dernier ressort.

De leur côté, les gouvernements sont intervenus de différentes manières pour sauvegarder le système financier, plus spécialement par la recapitalisation d'institutions financières et l'attribution ou l'extension de garanties pour les dépôts de la clientèle ou les nouveaux engagements interbancaires.

À la fin de l'année, la situation demeurait toutefois tendue comme en attestait la méfiance que continuaient à se témoigner les divers intervenants de marché.

La plupart des pays industrialisés ont affiché en 2008 une croissance économique plus faible qu'en 2007 mais encore positive sur l'ensemble de l'année (1 p.c. en moyenne dans la zone euro et 1,1 p.c. en Belgique). Ces chiffres masquent cependant une détérioration progressive en cours d'année et un véritable effondrement de l'activité au quatrième trimestre.

Avec le temps, l'idée d'un découplage des économies du reste du monde vis-à-vis du ralentissement amorcé aux États-Unis s'est avérée illusoire. Dans la seconde moitié de l'année, un nombre croissant d'indicateurs ont mis en exergue les conséquences néfastes de la crise financière sur l'économie dite réelle par le biais de divers canaux: brusque ralentissement des échanges commerciaux internationaux, effets de richesse négatifs résultant de la correction des cours boursiers et, dans certains pays, du prix des immeubles, durcissement des conditions d'octroi de crédits par les banques commerciales, chute de la confiance des entrepreneurs et des consommateurs.

La crise financière et les perspectives de récession ayant fait refluer considérablement les menaces inflationnistes, les banques centrales n'ont pas hésité à assouplir fortement leur politique de taux d'intérêt. Dans la zone euro, le taux des opérations principales de refinancement de l'Eurosystème a été ramené de 4,25 p.c. début octobre 2008 à 2 p.c. début janvier 2009.

Pour leur part, les gouvernements ont, au-delà du jeu – relativement important en Europe – des stabilisateurs budgétaires automatiques, défini des plans de relance pour contrer la défaillance de la dépense privée.

Vu la gravité du ralentissement de l'activité et de sa répercussion probable sur l'emploi, des mesures d'urgence sont certes justifiées. Elles doivent cependant s'inscrire dans une perspective à moyen et long termes. En particulier, les mesures budgétaires doivent être temporaires et ciblées de manière à ne pas mettre l'avenir en péril mais, au contraire, à renforcer à la fois la confiance et le potentiel de croissance de l'économie.

C'est pourquoi, dans notre pays, où le processus de réduction du taux d'endettement public s'est soudainement interrompu, l'engagement doit être pris de revenir à l'équilibre budgétaire et de dégager progressivement des surplus structurels dès le retour à une croissance économique plus normale.

C'est pourquoi aussi, pour consolider l'emploi et, le moment venu, bénéficier pleinement de la reprise, les différentes parties concernées se doivent d'être attentives à la position concurrentielle de nos entreprises. Le surplus des comptes extérieurs de la Belgique a fondu ces dernières années et a disparu en 2008. Cette évolution s'explique partiellement par la hausse du prix des matières premières importées. Mais elle reflète aussi le déclin des parts de marché de nos exportateurs, dû lui-même à la détérioration des coûts relatifs de nos entreprises et à leur insuffisante spécialisation dans les produits et sur les marchés où la croissance de la demande est la plus soutenue.

Parmi les réformes structurelles que les difficultés du moment ne doivent pas conduire à reporter figure, à l'évidence, celle du secteur financier.

La crise dramatique de ce secteur trouve son origine dans la recherche de rendements irréalistes, des prises de risques et des endettements excessifs, des innovations mal contrôlées. Il importe de corriger les excès et les déficiences ainsi mis au jour.

Les graves lacunes apparues dans les contrôles de gestion de nombreuses institutions, l'inadaptation de systèmes de rémunération et d'incitation, favorisant la poursuite de résultats immédiats au détriment des performances à long terme, le rôle joué par les agences de notation ou encore celui des normes comptables appellent des réflexions et des changements.

Enfin, une réforme de la réglementation doit s'appuyer sur des structures de supervision appropriées tant au niveau national qu'au niveau international. Dans les pays, comme la Belgique, où ce n'est pas encore le cas, les banques centrales doivent avoir accès à toutes les informations sur les institutions individuelles qui sont de nature à mettre en péril la stabilité financière globale. Et, à tout le moins au niveau de la zone euro, la supervision des grands groupes financiers transfrontaliers devrait s'opérer au sein d'un système intégré.

Dans les difficultés économiques et financières de fin d'année, le 10^e anniversaire de l'introduction de l'euro est passé quelque peu inaperçu. La monnaie européenne commune mérite cependant qu'on lui rende hommage. L'euro a traversé avec succès diverses turbulences et il s'est imposé comme une monnaie crédible, devenue la deuxième devise la plus importante dans le monde. L'euro a aussi protégé les pays qui l'ont adopté de difficultés additionnelles. On peut penser à la Belgique en particulier puisque, grâce à lui, la crise politique puis la crise financière que notre pays a connues ne se sont fort heureusement pas accompagnées d'une crise de change, comme c'eût été le cas dans le passé.

L'euro nous offre une protection mais ne justifie en aucune manière l'insouciance. Ainsi, l'écart de taux d'intérêt entre les emprunts publics belges et les obligations de l'État allemand s'est sensiblement élargi en 2008. Certes ce phénomène résulte en partie d'une fuite vers la plus grande liquidité offerte par le *Bund* et ne concerne pas que les titres belges. Mais il traduit aussi une réévaluation par les investisseurs des risques de toute nature associés aux différents États.