



Constant Montald, détail d'un projet pour un billet de 20 francs non réalisé,
aquarelle et encre de Chine, non daté (vers 1900),
collection Banque nationale de Belgique

Rapport présenté par le Gouverneur au nom du Conseil de régence



1. Deux chocs majeurs ont ébranlé l'économie mondiale en 2008 : une accélération du renchérissement des matières premières jusqu'au milieu de l'année et une intensification brutale des tensions dans le système financier à partir de la mi-septembre. Bien qu'ils aient des causes spécifiques, ils trouvent aussi tous deux leur source dans les excès financiers des années précédentes. Il en a résulté une poussée temporaire de l'inflation et un fort ralentissement de l'activité. Les diverses autorités sont appelées à élaborer des stratégies coordonnées, comprenant mesures d'urgence et réformes plus profondes, en vue de contenir la crise, de prévenir la répétition des erreurs du passé et de mettre les économies sur la voie d'un développement durable.

Les causes des chocs survenus en 2008

2. Même si quelques institutions, parmi lesquelles l'Eurosystème, avaient déjà mis en exergue certains dangers émanant du système financier avant l'apparition des turbulences en 2007, l'ampleur des chocs advenus en 2008 était largement inattendue. Leur origine peut être attribuée à une phase prolongée d'expansion du crédit et de la liquidité, de sous-estimation des risques et de forte croissance des marchés financiers et de certains pans de l'économie réelle, dont l'envol des prix des matières premières a été la dernière manifestation et dont la crise financière constitue une correction particulièrement abrupte.
3. Le vif développement de la sphère financière est né de la combinaison d'un environnement macroéconomique de bas taux d'intérêt et d'innovations financières insuffisamment contrôlées. La relative faiblesse des taux d'intérêt à court et à long termes dans le monde s'explique elle-même par une conjonction de facteurs. Ainsi, après l'éclatement de la bulle du marché des actions en 2000-2001, la politique monétaire aux États-Unis est demeurée assez longtemps accommodante, étant donné que la crédibilité qu'elle avait acquise et les importations de produits peu coûteux en provenance des économies émergentes neutralisaient les pressions à la hausse exercées sur les prix à la consommation. Après la crise asiatique de 1997-1998, l'accumulation d'une épargne excédentaire par les pays émergents, en particulier par la Chine, dont les avoirs extérieurs officiels n'ont cessé de croître en raison du régime de change qu'elle s'est choisi, a également pesé sur les taux d'intérêt, tout comme les surplus des pays exportateurs de pétrole. Le bas niveau des taux a encouragé le financement par endettement. De plus, les acteurs des marchés financiers se sont mis en quête de rendements supérieurs sans prendre en considération de manière adéquate les risques, qu'une longue période de faible volatilité macroéconomique avait d'ailleurs conduit à minimiser.
4. Ces tendances ont aussi été soutenues par des innovations permettant une apparente dispersion des risques. Le recours à grande échelle à des techniques de transfert des risques hors des bilans bancaires, en particulier la titrisation et la prolifération de produits structurés complexes adossés

à des créances de qualité inégale, a engendré un relâchement général de la vigilance et une tarification inappropriée d'un large éventail d'instruments financiers.

5. L'emballlement financier des dernières années a contribué au renchérissement des matières premières et de l'immobilier, sans en être la cause exclusive. Ainsi, la brusque chute des prix du pétrole au second semestre de 2008, même si elle ressemble à l'éclatement d'une bulle, ne peut faire oublier que la tendance à la hausse observée précédemment reposait surtout sur une tension fondamentale entre les besoins énergétiques croissants des économies émergentes et les contraintes de l'offre. Un diagnostic d'augmentation excessive peut être posé avec plus d'assurance en ce qui concerne les prix de l'immobilier dans certains pays, dont les États-Unis, où une correction est en cours. C'est en effet vers les ménages américains qu'est allée, *in fine*, une grande partie de l'épargne excédentaire mondiale, le secteur financier produisant, au départ des crédits hypothécaires qu'il octroyait, les titres réputés de bonne qualité demandés par les investisseurs étrangers.
6. Le relèvement des taux d'intérêt par la Réserve fédérale américaine, entamé à la mi-2004, a fini par mettre au jour la vulnérabilité de cet édifice financier. Une crise immobilière a surgi aux États-Unis dès 2006, les primes de risque sur les titres adossés aux crédits hypothécaires de moindre qualité ont sensiblement augmenté en 2007, et les turbulences financières se sont généralisées à partir du mois d'août de cette même année, lorsqu'il est apparu que des institutions financières européennes étaient gravement affectées par la dévalorisation des créances hypothécaires américaines. La crise de confiance survenue sur les marchés interbancaires, et qui a également touché d'autres marchés, s'est encore intensifiée en mars 2008, à la suite des problèmes de liquidités rencontrés par la banque d'investissement *Bear Stearns* aux États-Unis. Les réactions des autorités américaines ont alors calmé les tensions.
7. En revanche, les troubles ont brusquement pris une dimension beaucoup plus grave à partir de la mi-septembre, lorsque ces mêmes autorités ont refusé de sauver la banque d'investissement *Lehman Brothers* de la faillite. Sans doute ont-elles voulu éviter d'entretenir la conviction qu'elles interviendraient systématiquement lorsque l'insolvabilité menacerait des institutions dépassant une taille jugée critique. À la suite de cette décision, les risques de contrepartie ont été considérablement réévalués et la plupart des banques, soucieuses de préserver leur liquidité, ont interrompu leurs opérations de prêts interbancaires. En quelques jours, des banques solvables ont vu se fermer toutes leurs sources de liquidité, non seulement aux États-Unis mais aussi en Europe. Une spirale négative de pertes actées par des institutions financières, de ventes et de dépréciations d'actifs financiers s'est accélérée, interagissant avec la détérioration des perspectives économiques. Ainsi, les cours des actions ont chuté partout, sous l'effet conjugué des ventes réalisées par les établissements financiers, de la dégradation de la situation de ces derniers, des attentes de récession et de la brusque accentuation de l'aversion pour le risque.

Les mesures d'urgence prises pour sauver le système financier

8. En 2008, les principales banques centrales ont poursuivi et renforcé les actions entreprises l'année précédente en vue d'apaiser les tensions sur les marchés interbancaires. À partir de la mi-septembre, elles ont répondu à la paralysie de ces marchés en accroissant sensiblement leur propre rôle d'intermédiation. L'Eurosystème, qui avait été prompt à réagir à la crise de liquidité survenue en août 2007, a considérablement augmenté ses prêts en euro aux établissements de

crédit. En octobre 2008, la priorité a été donnée à la réduction des incertitudes qui pesaient sur les banques, l'Eurosystème dût-il se substituer au marché monétaire défaillant. Ainsi, le Conseil des gouverneurs de la BCE a modifié la procédure des opérations de refinancement, passant à des appels d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servies à ce taux, de même qu'il a allongé la liste des actifs éligibles en garantie des prêts de l'Eurosystème. En outre, il a rétréci le corridor constitué par les taux des facilités permanentes, permettant de la sorte aux banques de couvrir leurs besoins quotidiens et, surtout, de placer leurs excédents de liquidités auprès de l'Eurosystème à des taux plus favorables qu'auparavant. En décembre, il a cependant décidé d'élargir à nouveau, à partir du 21 janvier 2009, l'écart entre les taux des facilités permanentes, afin d'inciter les banques à reprendre leur activité sur le marché interbancaire.

9. Les banques centrales ont en outre accru leur coopération en matière de gestion de la liquidité, répondant de la sorte aux besoins des banques dont l'activité transfrontalière est importante. Ainsi, les accords de *swap* conclus en décembre 2007 avec la Réserve fédérale ont été prolongés et renforcés, permettant à l'Eurosystème d'octroyer des prêts en dollar des États-Unis aux banques de la zone euro.
10. À partir de la fin de septembre 2008, en complément des opérations de gestion de la liquidité de l'Eurosystème, certaines banques centrales nationales, parmi lesquelles la Banque nationale de Belgique, ont été amenées à fournir d'urgence des liquidités supplémentaires, en euro et en dollar des États-Unis, à des institutions financières soumises à des pressions particulièrement fortes. Si les tensions ont initialement surtout touché des banques confrontées à des difficultés spécifiques, elles se sont rapidement propagées à de nombreuses autres institutions, nécessitant une action déterminée des pouvoirs publics pour endiguer les effets de contagion. Les divers programmes d'intervention nationaux, dont celui de la Belgique, ont combiné un éventail de mesures destinées, d'une part, à renforcer la solvabilité des banques et, d'autre part, à rétablir l'accès des intermédiaires financiers à la liquidité.
11. Dans un environnement où les marchés financiers ont fortement revu à la hausse leurs attentes en matière de capitalisation des banques, les gouvernements de plusieurs pays sont directement entrés dans le capital de grandes institutions à caractère systémique. Ils ont en outre parfois pris en charge, en tout ou en partie, les risques associés à des catégories d'actifs de moindre qualité détenus par certains établissements de crédit.
12. Pour relancer les opérations de financement sur les marchés professionnels, de nombreux États ont octroyé une garantie couvrant les nouveaux engagements des grandes banques de leur ressort envers les investisseurs institutionnels. Les effets encore limités de ces mesures sur la liquidité des marchés et la crainte d'une contraction sévère du crédit ont amené les autorités de certains pays, notamment des États-Unis, à intervenir de manière plus directe dans la fourniture de fonds aux emprunteurs finals. Par ailleurs, en vue de rassurer les épargnants, les systèmes de garantie des dépôts ont été renforcés dans l'UE. En Belgique, le montant de la garantie par ayant droit a été relevé de 20.000 à 100.000 euros et la protection a été ouverte à certains produits d'assurance.

Les conséquences macroéconomiques des chocs

13. La croissance de l'activité dans le monde a été freinée, dans la première partie de l'année, surtout par la flambée des prix des matières premières et, dans la seconde partie, de façon plus prononcée, par l'intensification de la crise financière, tandis que ces deux chocs ont exercé des effets opposés sur l'inflation.

14. L'expansion de l'économie mondiale est revenue de 5 p.c. en 2007 à 3,8 p.c. en 2008. Le ralentissement de l'activité, qui avait frappé les États-Unis en premier lieu, s'est généralisé, et l'espoir d'un « découplage » des économies émergentes s'est révélé vain. La crise financière a notamment fait apparaître la vulnérabilité des économies d'Europe centrale et orientale où le recours des entreprises et des ménages au crédit – souvent en monnaies étrangères – et l'endettement extérieur sont importants. Dans la zone euro, la croissance a reculé, de 2,6 à 1 p.c. Les pays ayant enregistré une forte expansion et un boom immobilier au cours des années précédentes, comme l'Espagne et l'Irlande, ont été particulièrement affectés. L'essoufflement de l'activité a été un peu moins marqué en Belgique que dans les grands pays européens : la hausse du PIB belge est retombée de 2,6 à 1,1 p.c. La croissance de l'emploi, qui réagit avec un certain décalage aux fluctuations conjoncturelles, a encore été de 1,6 p.c., contre 1,8 p.c. en 2007. Le taux de chômage harmonisé a continué à refluer, revenant de 7,5 à 7,1 p.c., même si le chômage temporaire a, quant à lui, déjà augmenté sensiblement.
15. Tous ces chiffres annuels masquent cependant une nette détérioration en cours d'année. Au dernier trimestre, en particulier, l'activité économique a chuté dans de nombreux pays, ce qui a amené les prévisionnistes à revoir fortement à la baisse les perspectives de croissance de l'économie mondiale en 2009. Les crises bancaires sont souvent suivies de contractions de l'activité, qu'elles affectent par divers canaux. Confrontées à des pertes, à la nécessité de relever leur ratio de solvabilité – autrement dit, de réduire le levier d'endettement – et au renchérissement de leur propre financement, les banques sont amenées à restreindre l'offre de crédits, par une augmentation des marges et un resserrement des autres conditions d'octroi de prêts. La chute des cours des actions, conjuguée dans certains pays à celle des prix de l'immobilier, exerce en outre des effets de richesse négatifs sur la consommation privée. Elle contribue aussi à la majoration des coûts de financement des entreprises, de même que la hausse des primes de risque incluses dans les taux des crédits bancaires et des emprunts obligataires. Enfin, la crise altère la confiance des consommateurs, les incitant à accroître leur épargne de précaution, et celle des chefs d'entreprise, ce qui les conduit à différer investissements et embauches.
16. Quant à l'inflation, elle s'est presque partout accélérée jusqu'au troisième trimestre de 2008, sous l'effet de l'envol des prix des matières premières. Elle s'est ensuite tassée en raison de la chute de ces prix, due à la brusque dégradation des perspectives de la demande.

Les réactions de politique économique

17. La crise financière, qui peut d'ores et déjà être considérée comme la plus grave depuis celle qu'a déclenchée le krach boursier de 1929, appelle une réaction à la hauteur des dangers qu'elle recèle et de l'opportunité de réformes qu'elle offre. Il s'agit en particulier de veiller à la cohérence entre court et long termes et à la coordination internationale des réponses apportées par les politiques économiques à la crise.
18. Des actions rapides ont été et sont encore nécessaires pour stabiliser le système financier et limiter les effets de la contraction de celui-ci sur l'économie réelle. Il importe cependant que les mesures d'urgence ne compromettent pas l'avenir et n'entretiennent pas les germes de crises ultérieures. Au contraire, elles doivent s'accompagner de réformes plus profondes du fonctionnement du système économique et financier, visant à éviter la répétition des anciens errements et à permettre à une économie plus forte de se développer au bénéfice du plus grand nombre, sans reposer sur le surendettement ni négliger les coûts environnementaux et les périls écologiques.

19. Ainsi, face à la menace soudaine d'une dépression mondiale, il y a lieu de sauver des banques et d'assouplir les politiques monétaire et budgétaire, mais non sans conditions. Tout d'abord, le sauvetage de banques n'équivaut pas à un blanc-seing. À cet égard, alors que la « stagflation » des années 1970 avait jeté le doute sur l'aptitude des autorités à stimuler systématiquement la croissance par des politiques macroéconomiques expansionnistes et mis en évidence l'utilité de la concurrence comme moteur du progrès économique, la crise actuelle a ruiné la croyance dans les capacités autorégulatrices des marchés. Une réforme de la réglementation et de la surveillance du système financier s'impose à l'évidence, l'objectif des autorités publiques n'étant pas de se substituer aux marchés financiers mais de leur permettre de fonctionner plus correctement au profit de l'économie. Ensuite, la conduite de la politique monétaire doit rester guidée par un objectif de stabilité des prix à moyen terme. L'assouplissement de cette politique n'est pas inflationniste, dans la mesure où il répond à une préférence extrême du secteur privé pour la liquidité et à une contraction de la demande de biens et services. Il fera place à un resserrement dès le retour à la normale, évitant ainsi d'alimenter de nouveaux emballements. Enfin, la politique budgétaire doit, elle aussi, s'inscrire dans une perspective de moyen et de long termes, sous peine notamment de voir s'étioler son efficacité anticyclique en raison de la méfiance des agents économiques. Les mesures visant à soutenir l'activité et l'emploi durant le creux conjoncturel doivent être temporaires et conçues de telle manière qu'elles ne mettent pas en péril mais, au contraire, renforcent le potentiel de croissance de l'économie et sa capacité de résister aux chocs.
20. Véritablement mondiale, la crise a aussi démontré que les interdépendances entre continents et nations étaient plus fortes que jamais et a consacré l'importance des économies émergentes. Il convient de ne pas céder à la tentation du repli protectionniste, qui a fait tant de ravages dans les années 1930. La coopération internationale doit être intensifiée, de manière, d'une part, à éviter que les mesures prises n'entraînent des retombées négatives pour d'autres pays et des distorsions de concurrence et, d'autre part, à garantir la cohérence des réformes. L'union monétaire européenne, qui a fêté son dixième anniversaire, a traversé avec succès de multiples turbulences et, aujourd'hui encore, l'euro protège les pays qui l'ont adopté de difficultés additionnelles, puisque la crise bancaire ne s'y est pas doublée d'une crise de change. Toutefois, les réactions de politique économique devraient être davantage coordonnées dans la zone. Enfin, étant donné que les crises alimentaire, financière et économique mondiales frappent durement les pays les plus pauvres, il y a lieu de maintenir, voire d'accélérer, la progression de l'aide au développement vers la norme de 0,7 p.c. du PIB, en priorité au profit de ces pays.

Politique monétaire

21. L'objectif principal de la politique monétaire de l'Eurosystème, comme de la plupart des autres banques centrales, est d'assurer la stabilité des prix. Maintenir fermement le cap sur cet objectif de moyen terme est essentiel en période de troubles, car des dérives inflationnistes ou déflationnistes pourraient nuire gravement à l'activité économique et à l'emploi. L'orientation de moyen terme de sa stratégie de politique monétaire a permis au Conseil des gouverneurs de la BCE de ne pas réagir de manière excessive aux effets directs de la hausse des prix à l'importation et de tenir compte de toute l'information disponible pour évaluer les menaces qui pèsent sur la stabilité des prix, en ce compris celles qui dérivent des dysfonctionnements du système financier.
22. Dans la première partie de l'année sous revue, la conduite de la politique monétaire dans les principales économies de l'OCDE a différé en fonction principalement des risques que le renchérissement des produits de base faisait peser sur la stabilité des prix, compte tenu, entre autres, du degré d'utilisation des capacités de production, des anticipations des agents économiques et des effets attendus des turbulences financières. Aux États-Unis, au Royaume-Uni et au Canada, l'assouplissement entamé à la fin de 2007 s'est poursuivi. Dans d'autres pays,

comme le Japon, les taux directeurs sont demeurés inchangés. Dans la zone euro, en Suède, en Norvège et en Australie, les banques centrales ont au contraire haussé les taux d'intérêt, à des degrés divers. Dans le cas de l'Eurosystème, le taux de soumission minimal des opérations principales de refinancement a été relevé de 4 à 4,25 p.c. le 3 juillet 2008, en raison d'une détérioration des anticipations inflationnistes.

23. Les différences dans l'orientation de la politique monétaire – et l'hétérogénéité des situations intérieures qui en était la cause – ont influencé les marchés des changes. Ainsi, le cours de l'euro vis-à-vis du dollar des États-Unis a atteint un sommet à la mi-juillet. D'autres facteurs ont concouru à cette appréciation, comme la sensibilité souvent observée de ce cours de change au prix du pétrole, qui en atténue les fluctuations au bénéfice de la zone euro.
24. Lorsque la crise financière a pris un tour plus dramatique, faisant refluer les menaces inflationnistes, toutes les banques centrales ont assoupli leur politique de taux d'intérêt. En particulier, le 8 octobre 2008, six banques centrales, dont la BCE, ont annoncé une baisse coordonnée de leur taux directeur. Aux États-Unis, l'objectif pour le taux des fonds fédéraux est revenu en trois étapes de 2 p.c., niveau auquel il avait été fixé le 30 avril, à une fourchette comprise entre 0 et 0,25 p.c. De surcroît, la Réserve fédérale a mené une politique de desserrement à la fois quantitatif, en gonflant considérablement son bilan, et qualitatif, en substituant des créances plus risquées aux emprunts d'État figurant à l'actif de celui-ci. Dans la zone euro, le taux des opérations principales de refinancement de l'Eurosystème a été ramené en quatre étapes de 4,25 p.c. au début d'octobre 2008 à 2 p.c. au début de janvier 2009. Il importe que cet assouplissement se traduise par une diminution des taux débiteurs et le maintien d'une offre satisfaisante de crédits bancaires.
25. La dépréciation de l'euro vis-à-vis du dollar des États-Unis, à partir d'août 2008, a notamment reflété la perspective d'une détérioration de la conjoncture européenne et la possibilité d'une réaction de l'Eurosystème, dont les taux étaient plus élevés que ceux de la Réserve fédérale. Accentuée en octobre par les tensions extrêmes sur l'ensemble des marchés financiers, cette dépréciation a été partiellement compensée par une appréciation en décembre. Compte tenu, en outre, de l'évolution d'autres monnaies, comme la livre sterling, le cours de change effectif de l'euro a atteint un sommet à la mi-décembre.
26. Les événements récents devraient raviver le débat sur la prise en considération des fluctuations des prix des actifs dans la conduite de la politique monétaire. La difficulté d'établir les valeurs d'équilibre des actifs – immeubles ou actions – est réelle mais ne constitue pas une raison suffisante pour ignorer cette problématique. La stratégie de politique monétaire de l'Eurosystème, par son orientation de moyen terme et la combinaison des analyses économique et monétaire, présente l'avantage de prêter attention aux évolutions de la monnaie et du crédit ainsi qu'aux éventuels déséquilibres qui ne se traduisent pas immédiatement en pressions sur les prix à la consommation. La politique de taux d'intérêt ne peut cependant garantir à elle seule la stabilité financière, et le concours de politiques prudentielles est donc nécessaire.

Préservation de la stabilité financière

27. Les dérèglements actuels sur les marchés financiers réclament une action des autorités à plusieurs niveaux. Dans l'immédiat, il est impératif de restaurer la confiance au sein du système afin que celui-ci puisse à nouveau pleinement exercer, au bénéfice de l'ensemble de l'économie, sa fonction d'intermédiation entre épargnants et emprunteurs. Dans une perspective à plus long terme, il s'agit d'intensifier les réflexions déjà entamées pour remédier, par des réformes en profondeur, aux dysfonctionnements structurels révélés par la crise. Enfin, sur un plan plus institutionnel, il convient de réexaminer l'organisation de la supervision prudentielle, afin de

mettre en place une structure plus efficace de surveillance de la stabilité financière ainsi que de prévention et de gestion des crises.

28. Les programmes d'intervention nationaux visant à stabiliser le système financier ont été assez convergents jusqu'à présent quant à leur principe. En revanche, la coordination des modalités opérationnelles s'est avérée plus délicate, en particulier au niveau européen. La prise en compte de la situation spécifique des banques individuelles doit être conciliée avec la prévention des distorsions de concurrence entre institutions, produits et marchés. En outre, les interventions des pouvoirs publics, tant comme actionnaires que comme garants de certaines dettes bancaires, peuvent compliquer l'évaluation et la tarification des divers risques de crédit. Il importe donc de procéder à un calibrage adéquat de ces mesures de soutien, pour en assurer une utilisation effective, mais aussi pour en faciliter le démantèlement ultérieur.
29. Au delà de ces plans d'urgence, il y a lieu de corriger les excès et déficiences mis au jour par la crise actuelle, sans introduire une surcharge de nouvelles réglementations qui paralyserait l'innovation financière, mais en reconnaissant les limites de l'autorégulation. Tant la feuille de route de l'UE que le rapport du Forum sur la stabilité financière consacré à l'amélioration de la résistance des marchés et des institutions témoignent d'un large consensus quant à la nécessité de réformes.
30. Les graves lacunes apparues dans les contrôles de gestion de nombreuses institutions qui bénéficiaient pourtant d'une grande notoriété imposent, en tout premier lieu, d'améliorer la surveillance et la protection contre les risques financiers. Les situations de liquidité, ou encore les concentrations de positions auprès d'un nombre restreint de contreparties, devront, en particulier, faire l'objet d'un suivi et de rapports beaucoup plus réguliers. Vu la contribution importante des infrastructures financières à la gestion des risques de liquidité et de contrepartie sur les opérations de paiement et de règlement-titres, ce type d'infrastructure devrait aussi être introduit pour des opérations qui s'effectuent actuellement sur des marchés non centralisés, comme les dérivés de crédit. Par ailleurs, le Comité de Bâle adaptera les exigences de fonds propres pour mieux couvrir certains actifs ou risques spécifiques. Il examine aussi l'opportunité d'un relèvement plus général du niveau et de la qualité des fonds propres des banques, ainsi que des adaptations des modalités de constitution des provisions, de manière à encourager la formation d'un coussin de sécurité qui devrait permettre d'éviter que les banques n'amplifient les cycles conjoncturels en cherchant à corriger un manque de capital en cas de repli de l'activité économique.
31. Il faut aussi reconnaître que les manquements dans la gestion des risques ont été aggravés par des systèmes de rémunération et des mécanismes d'incitation qui, trop souvent, favorisaient la poursuite de résultats immédiats, au détriment des créations de valeur durables. Les structures de gouvernance et d'intéressement doivent être améliorées au sein des institutions, mais aussi prendre en compte les nouveaux modes de prestation des opérations financières, qui sont souvent fractionnées en de multiples composantes où interviennent, entre prêteurs et emprunteurs finals, divers opérateurs, tels courtiers, assureurs ou encore agences de notation. Le rôle essentiel joué par ces derniers organismes devrait impliquer, au delà d'une amélioration de leur gouvernance visant à prévenir les conflits d'intérêts, la mise en place d'un cadre approprié de surveillance par les autorités prudentielles.
32. La crise a par ailleurs mis en relief l'extrême complexité de nombreux instruments financiers. En vue d'améliorer la transparence du système, il convient de réexaminer les modes de valorisation et de comptabilisation de ces produits, afin qu'ils puissent être utilisés de manière plus cohérente dans toutes les situations de marché. Davantage de clarté, mais aussi une réglementation plus stricte et un contrôle plus rigoureux, doivent s'appliquer aux risques liés aux opérations que les banques effectuent au travers de structures et de véhicules hors bilan, ainsi qu'aux activités des organismes non soumis à la supervision, tels les fonds spéculatifs. Transparence et rigueur, qui

s'imposent plus particulièrement face à de nouveaux produits financiers, doivent se doubler d'une amélioration de la communication et des publications financières.

33. Les révisions de la réglementation ne sortiront toutefois pleinement leurs effets que si elles sont étayées par une bonne structure de supervision. Les banques centrales, qui se sont trouvées en première ligne pour pallier la paralysie des marchés interbancaires, ont pu s'appuyer sur leurs relations quotidiennes avec le marché monétaire et sur leur intégration au cœur des systèmes de paiement et de règlement. Toutefois, la rapidité avec laquelle s'est développée la phase la plus aiguë de la crise de liquidité a révélé que ces canaux de contact ne suffisent pas. Par ailleurs, dans un environnement où les marchés financiers tendent à se concentrer entre les mains de quelques grands opérateurs, la distinction entre une approche macroprudentielle, qui fixerait le domaine d'action des banques centrales, et la surveillance microprudentielle des établissements de crédit, qui resterait du ressort exclusif des superviseurs, a clairement montré ses limites. Les banques centrales doivent pouvoir accéder directement à l'information sur des évolutions qui, même si elles affectent des institutions individuelles, sont de nature à mettre en péril la stabilité financière globale.
34. Ce problème d'information ne se pose pas lorsque les banques centrales sont elles-mêmes en charge de la supervision. Dans les pays où tel n'est pas le cas, un cadre de coopération très étroite doit être établi entre les deux autorités, et les structures institutionnelles doivent être régulièrement reconsidérées à la lumière tant des failles éventuellement constatées dans la supervision de la stabilité financière que des changements souvent très rapides dans la configuration des marchés et dans les modalités d'exercice des fonctions bancaires. À l'évidence, les évolutions récentes imposent un tel réexamen en Belgique.
35. Les réflexions menées à ce sujet devront s'inscrire dans le cadre d'une réforme plus générale de l'organisation, dans l'UE, de la surveillance des banques mais aussi des compagnies d'assurances et des fonds de pension, ainsi que des modalités de la gestion de crise. En dépit de progrès réalisés dans la coopération des autorités nationales, plus particulièrement au travers des collèges de superviseurs mis en place pour les groupes bancaires transfrontaliers, la crise a fait apparaître d'importantes lacunes. Celles-ci concernent notamment la répartition du coût d'une éventuelle intervention publique en faveur de banques importantes pour le fonctionnement du système, ou l'absence d'une véritable structure européenne de surveillance prudentielle, dotée d'un centre qui assure la coordination entre les organes nationaux. C'est dans la supervision du groupe restreint des grandes banques européennes à caractère systémique que l'utilité d'un tel dispositif institutionnel serait la plus manifeste.

Politique budgétaire

36. Depuis l'aggravation de la crise financière, la priorité des autorités publiques a été, à raison, de stabiliser le système financier afin de protéger les dépôts du public et d'éviter une contraction trop sévère du crédit. Contrairement aux garanties couvrant certaines dettes bancaires, dont il a été question ci-dessus, la recapitalisation d'institutions financières a d'ores et déjà alourdi la dette publique, à concurrence de 6,3 p.c. du PIB dans le cas de la Belgique. Il s'agit toutefois d'un investissement nécessaire pour écarter le danger d'une implosion du système bancaire, comme ce fut le cas dans les années 1930, et pour jeter les bases d'une reprise, comme l'a montré l'expérience, certes plus locale, des pays nordiques dans les années 1990. Si le rôle très particulier du secteur bancaire dans l'économie justifie une telle prise en charge de risques financiers par les pouvoirs publics, celle-ci doit se faire dans la transparence, contre rémunération et de manière temporaire, et elle doit être accompagnée du renforcement déjà mentionné de la surveillance.

37. Dans plusieurs pays, des mesures budgétaires ont en outre été décidées afin de soutenir la demande et d'atténuer de la sorte les effets du marasme financier sur l'économie réelle. En vue de résorber les déséquilibres des balances courantes dans le monde, qui ont constitué l'une des causes de la crise, il convient que les pays en excédent stimulent leur demande intérieure plus activement que les autres.
38. L'efficacité des mesures budgétaires de relance dépend de manière cruciale de leur inscription dans une stratégie crédible et soutenable, indispensable au maintien de la confiance. Les agents économiques doivent être assurés que les déficits publics seront passagers et ne donneront pas lieu à un alourdissement prononcé des impôts futurs ou à une incapacité des pouvoirs publics de faire face aux coûts du vieillissement de la population, faute de quoi les impulsions budgétaires ne feront que renforcer l'épargne privée. Les mesures de relance doivent être sélectionnées sur la base de leur efficacité à court et à long termes, leur action doit être rapide et leur incidence budgétaire, temporaire.
39. En Europe, le pacte de stabilité et de croissance fournit le cadre adéquat de telles stratégies, offrant à la fois la flexibilité à court terme requise pour une stabilisation de l'économie, surtout en présence de circonstances exceptionnelles, et les balises assurant la soutenabilité des politiques budgétaires. Au delà du jeu des stabilisateurs automatiques, relativement importants en Europe, que sont par exemple le tassement des recettes fiscales et la hausse des paiements d'allocations de chômage, des mesures discrétionnaires peuvent être prises, pour autant que la situation financière des administrations publiques le permette. Le plan de relance économique adopté par le Conseil européen en décembre prévoit une impulsion budgétaire de 1,5 p.c. du PIB de l'UE – dont 1,2 p.c. à la charge des États membres – en vue de stimuler la demande. Le respect du pacte de stabilité et de croissance suppose cependant que chaque État participe à l'action coordonnée en fonction de sa situation de départ. Alors que quelques-uns, comme la Finlande, ont atteint leur objectif de moyen terme, regagnant la capacité d'exercer une action anticyclique plus significative, nombreux sont ceux qui n'ont malheureusement pas assez profité de la bonne conjoncture des dernières années pour améliorer structurellement leurs finances publiques, limitant ainsi leur marge de manœuvre dans les circonstances plus difficiles qui prévalent aujourd'hui.
40. En Belgique, en particulier, la politique budgétaire menée durant les dix années écoulées depuis l'adoption de l'euro n'a pas permis de constituer le surplus structurel annoncé et requis. Les pouvoirs publics n'ont pas utilisé la marge considérable engendrée par la baisse des charges d'intérêts pour accélérer le désendettement mais ont opté pour des accroissements de dépenses ou des réductions de certains prélèvements, inspirés notamment par la volonté de soutenir structurellement la croissance et l'emploi. Les objectifs budgétaires ont été systématiquement assouplis et parfois manqués.
41. L'année 2008 n'y a pas fait exception. Le déficit public s'est amplifié, passant de 0,3 à 1,1 p.c. du PIB, en partie sous l'effet du ralentissement conjoncturel, de sorte que l'objectif du programme de stabilité de la Belgique, qui avait pourtant été ramené d'un surplus de 0,5 p.c. du PIB à l'équilibre en avril 2008, n'a pas été atteint.
42. Un écart s'est ainsi creusé par rapport à la trajectoire budgétaire recommandée par le Conseil supérieur des finances, qui vise à garantir la soutenabilité des finances publiques dans le contexte du vieillissement de la population et à éviter que les charges qui découlent de celui-ci ne pèsent trop lourdement sur les générations suivantes. De plus, le taux d'endettement public a augmenté au cours de l'année sous revue pour la première fois depuis 1993, passant de 83,9 à 88,7 p.c. du PIB à la suite des injections de capitaux dans les institutions financières en difficulté.

43. Étant donné la gravité de la détérioration conjoncturelle, il est actuellement raisonnable de laisser jouer pleinement les stabilisateurs automatiques et d'envisager des mesures de soutien économique bien ciblées. En particulier, le système de sécurité sociale doit remplir sa mission de protection des plus faibles et d'appui de la demande. Toutefois, un éloignement de la trajectoire de moyen terme n'est tolérable que s'il est limité et temporaire. L'élargissement de l'écart entre les taux des emprunts publics et les taux allemands correspondants doit aussi inciter à la prudence, même s'il est en partie dû à une fuite vers la liquidité offerte par le marché des obligations de l'État allemand et s'il n'est pas un cas isolé en Europe. Les autorités doivent veiller à la réversibilité d'éventuelles mesures de relance. Elles doivent prendre l'engagement ferme de revenir à l'équilibre budgétaire dès le retour à une croissance économique plus normale et de constituer des surplus par la suite, dans une approche pluriannuelle.
44. Par ailleurs, l'étroitesse des marges de manœuvre budgétaires doit encourager les autorités, à tous les niveaux de pouvoir, à accroître encore la qualité et l'efficacité des interventions publiques, ainsi qu'à assurer la perception correcte des recettes et à combattre toute forme de fraude. Elle ne les empêche pas d'opérer des arbitrages entre types de dépenses et de recettes en vue de rendre les finances publiques plus favorables au potentiel de croissance de l'économie et à un développement durable.

Formation des prix et des revenus

45. Au cours des dix premières années d'existence de l'union monétaire européenne, les écarts d'inflation entre les États membres ont été similaires à ceux que l'on peut observer entre les régions d'autres vastes espaces monétaires comme les États-Unis. Toutefois, ils ont été plus persistants. Les divergences accumulées entre taux d'inflation posent problème quand elles ne reflètent pas une convergence progressive des prix liée au processus de rattrapage du niveau de productivité atteint par les économies les plus avancées de la zone, mais plutôt un emballement de la demande intérieure dans certains pays, associé à une perte de compétitivité. Tel semble avoir été le cas de l'Espagne et de l'Irlande, qui subissent aujourd'hui une nette correction. Il revient aux autorités et partenaires sociaux nationaux de prévenir de tels déséquilibres.
46. En Belgique, croissance et inflation ont généralement été proches de la moyenne de la zone euro. En 2008, cependant, la hausse des prix à la consommation y a été parmi les plus vives : 4,5 p.c. en moyenne annuelle, contre 3,3 p.c. dans la zone euro. La différence est attribuable à hauteur de 1,1 point de pourcentage aux prix des produits énergétiques. Une partie seulement – 0,2 point – s'explique par l'incidence plus prononcée des cotations internationales du pétrole brut et raffiné, due au poids plus élevé des produits pétroliers dans l'IPCH belge et au niveau plus bas des taxes à montant fixe sur ces produits. L'essentiel – 0,9 point – provient d'une augmentation plus forte des prix du gaz et de l'électricité en Belgique. Un ensemble de facteurs y ont concouru, certains d'ordre méthodologique, comme la prise en compte de prix mensuels plutôt qu'annuels dans l'IPCH belge, d'autres plus réels, concernant tant la composante énergétique proprement dite que les tarifs de transport et de distribution, lesquels ont été relevés après qu'une décision de justice eut débouté la Commission de régulation de l'électricité et du gaz, qui avait imposé des baisses en 2007. Alors que les prix des produits alimentaires se sont aussi accrus dans des proportions plus importantes que dans la zone euro, les prix des autres biens et services considérés dans leur ensemble ont augmenté au rythme moyen de la zone, soit 1,8 p.c. Une détérioration relative s'est toutefois produite en cours d'année, la hausse annuelle de ces prix atteignant 2,4 p.c. au dernier trimestre, contre 1,9 p.c. dans la zone euro.
47. Sans doute faut-il y voir l'amorce d'effets de second tour – certes nettement moins importants que ceux qui s'étaient dramatiquement manifestés au cours des années 1970 – liés au renchérissement des produits de base, dont l'incidence directe a déjà été plus prononcée en

Belgique. Le système, propre à ce pays, d'indexation automatique des salaires, ainsi que les mécanismes formels ou informels d'indexation d'autres revenus et de prix, notamment dans les branches relativement préservées de la concurrence étrangère, accroissent le risque d'une propagation plus marquée des hausses des prix des importations et, par conséquent, d'une perte de compétitivité de l'économie belge. Il est réconfortant à cet égard que la chute des prix des matières premières au second semestre de 2008 ait nettement tempéré les perspectives d'inflation.

48. Entre-temps, la position concurrentielle des entreprises belges s'est dégradée. Une orientation prédominante des exportations vers des pays dont la demande est peu dynamique et des pertes persistantes de parts de marché ont contribué à la disparition du surplus courant de la Belgique en 2008, même si celle-ci a aussi résulté du coût plus élevé des produits de base importés et de la résistance relative de la demande intérieure, en particulier des investissements. Le déclin des parts de marché provient à la fois d'une évolution défavorable des coûts relatifs et d'une spécialisation insuffisante dans des produits qui, grâce à leur contenu technologique et à leurs particularités, sont plus demandés.
49. Alors que l'amélioration des aspects plus qualitatifs de la compétitivité de l'économie belge requiert la poursuite résolue de politiques structurelles, la maîtrise des coûts repose sur deux piliers. D'une part, sur la base notamment des constats de l'Observatoire des prix nouvellement installé, l'action du Conseil de la concurrence et des instances régulatrices des industries de réseau contribuera à la fois au maintien du pouvoir d'achat des particuliers et à la modération des coûts des entreprises, grâce à une concurrence plus effective, par exemple dans le secteur du commerce, et à une réduction des rentes de position dominante dans diverses branches, comme l'électricité, le gaz ou les télécommunications. D'autre part, les négociations salariales doivent être conclues dans l'esprit de la loi relative à la promotion de l'emploi et à la sauvegarde préventive de la compétitivité, une autre spécificité belge. La norme salariale convenue dans ce cadre pour la période 2007-2008 a été dépassée en raison d'une inflation plus élevée que prévu. Au total, de 1996 à 2008, la majoration des coûts salariaux horaires en Belgique a dépassé de quelque 4 points de pourcentage la valeur de référence, c'est-à-dire l'augmentation moyenne enregistrée dans les trois pays voisins que sont l'Allemagne, la France et les Pays-Bas. Par l'accord interprofessionnel conclu en décembre 2008 pour les années 2009 et 2010, les partenaires sociaux ont fixé l'enveloppe de négociation à un maximum de 250 euros par travailleur en régime de croisière, en sus de l'application du mécanisme d'indexation et des augmentations barémiques. En 2009, un maximum de 125 euros pourra être octroyé, soit à imputer sur ce montant, soit de façon non récurrente. Le soutien des pouvoirs publics permettra un nouvel allègement des charges des entreprises, qui pourrait contribuer à la réduction du handicap concurrentiel. Dans une période de contraction économique et d'incertitude accrue quant à l'évolution des prix en Belgique et des salaires dans les pays partenaires, c'est surtout le souci de ne pas aggraver ce handicap et de protéger l'emploi qui devra guider les négociateurs dans les secteurs et les entreprises.

Politiques structurelles

50. À l'heure où la crise financière et ses effets mobilisent l'attention, il ne faudrait pas délaissier la stratégie de Lisbonne et les réformes structurelles visant un meilleur fonctionnement de tous les marchés et un développement durable. La crise elle-même sera source de restructurations et, s'il y a lieu d'en adoucir les conséquences, il convient surtout d'armer l'économie en prévision des changements à venir.
51. Ainsi, le marché du travail en Belgique subira inévitablement le contrecoup de la contraction de la demande mondiale. Il est essentiel, dans ces conditions, d'éviter que les pertes d'emplois conjoncturelles n'engendrent du chômage structurel et des retraits définitifs de la

vie professionnelle, comme ce fut le cas lors de récessions précédentes, car une telle dérive compromettrait le potentiel de croissance future. Il y a lieu de concentrer les efforts sur l'aide aux personnes qui perdent leur emploi, victimes de la crise, en veillant notamment à donner aux cellules d'emploi les moyens de mener une politique de reconversion adaptée aux besoins du marché du travail. Il faut plus généralement renforcer le suivi et la formation des chômeurs. L'approfondissement de la procédure d'accompagnement des nouveaux demandeurs d'emploi sera donc bienvenu. Afin d'éviter que les jeunes – notamment ceux de faible qualification – ne s'enlisent dans le chômage de longue durée, il convient aussi de les épauler dès la sortie des études et de les orienter le cas échéant vers des formations adéquates, en privilégiant notamment les stages en entreprises.

52. Préparer l'après-crise signifie aussi tenir compte des perspectives démographiques et des inadéquations structurelles entre l'offre et la demande de travail, qui risquent de provoquer la résurgence rapide de pénuries de main-d'œuvre dans certains segments du marché lorsque l'activité reprendra. Il y a lieu de tenir compte du délai de mise en œuvre des mesures. C'est ainsi que le relèvement graduel de l'âge de la retraite des femmes, décidé il y a plusieurs années, continue à produire des effets positifs sur le taux d'emploi moyen de la population en âge de travailler. Celui-ci n'était cependant encore que de 62,5 p.c. en 2008. Les efforts visant à favoriser la participation des groupes dont l'insertion professionnelle est plus difficile, comme les personnes âgées de plus de cinquante-cinq ans et celles qui proviennent de pays hors UE, doivent être poursuivis. L'amélioration de la formation initiale et tout au long de la vie active reste cruciale, afin d'augmenter les chances du plus grand nombre de trouver un emploi et de progresser dans la voie de l'économie de la connaissance. La mobilité, tant fonctionnelle que géographique, doit être encouragée.
53. Un même souci de l'avenir doit prévaloir dans le domaine du soutien aux producteurs de biens et services. À court terme, les autorités s'assureront d'un suivi des conditions de financement et prendront les mesures permettant d'éviter que les entreprises, notamment petites et moyennes, ne soient en butte à des restrictions de l'offre de fonds. Les politiques de plus long terme visant à favoriser la création et l'essor d'entreprises, à stimuler l'innovation et la créativité, et à promouvoir des modes de production et de consommation plus respectueux de l'environnement – notamment plus économes en énergie et autres ressources naturelles – doivent aussi être intensifiées; elles peuvent favoriser la sortie de crise grâce au déploiement de nouvelles activités.
54. La progression du bien-être de la population belge continuera en effet de reposer sur des gains de productivité dans tous les secteurs et sur le développement d'une offre de biens et services sans cesse améliorés, dont les qualités permettront une bonne valorisation sur les marchés étrangers. Une analyse microéconomique de l'industrie fait apparaître que les exportations de marchandises de la Belgique dépendent d'un nombre relativement restreint de firmes, qui sont plus grandes et plus productives que la moyenne. Il est important d'assurer le renouvellement et l'élargissement de la population d'exportateurs, en soutenant l'esprit d'entreprise et l'innovation. Les efforts de R&D sont eux aussi trop concentrés et devraient être accrus. Les ventes à l'étranger se bornent trop souvent aux marchés voisins, et un meilleur parti devrait être tiré de la demande des économies émergentes. S'agissant des services marchands, les résultats de la Belgique sont relativement satisfaisants en ce qui concerne les services aux entreprises, dont la croissance entre 2000 et 2005 a même dépassé celle observée aux États-Unis et dont la productivité a profité d'importants investissements en informatique et télécommunications. Il importe que ces performances s'étendent à l'ensemble des branches d'activité, y compris les services non marchands. Alors que l'innovation s'opère de plus en plus par la participation à des réseaux internationaux, le renforcement des pôles d'enseignement supérieur et de recherche et la coopération étroite entre pouvoirs publics, centres de recherche et entreprises restent des facteurs essentiels d'avantages comparatifs. En outre, il y a lieu de lever les barrières à l'entrée,

sur la scène économique, de nouveaux acteurs, susceptibles d'apporter des innovations et de stimuler la concurrence.

55. L'année 2008 s'est clôturée par une détérioration spectaculaire de la situation économique mondiale. L'enjeu est aujourd'hui de rétablir la confiance et de trouver la voie d'un renouveau, par un ensemble cohérent d'actions rapides et de réformes profondes, dans le cadre d'une coopération internationale et européenne renforcée. La Belgique ne sera pas épargnée par les retombées de la crise financière, mais la qualité des réactions de politique économique sera décisive. Il importe d'inscrire les mesures de sauvegarde ou d'atténuation des chocs dans une stratégie qui ne perde pas de vue les objectifs à plus long terme et à laquelle participent tous les responsables de la vie économique.

Bruxelles, le 28 janvier 2009

- ³ **Guy Quaden**, GOUVERNEUR
⁷ **Luc Coene**, VICE-GOUVERNEUR
⁸ **Marcia De Wachter**, DIRECTEUR
² **Jan Smets**, DIRECTEUR
⁵ **Françoise Masai**, DIRECTEUR
⁴ **Jean Hilgers**, DIRECTEUR
⁶ **Peter Praet**, DIRECTEUR
¹ **Norbert De Batselier**, DIRECTEUR

Comité de direction



- 1
- 2
- 3
- 4
- 5
- 6
- 7
- 8

- ¹³ **Guy Quaden**, GOUVERNEUR
- ¹⁸ **Luc Coene**, VICE-GOUVERNEUR
- ¹⁶ **Marcia De Wachter**, DIRECTEUR
- ¹⁴ **Jan Smets**, DIRECTEUR
- ⁵ **Françoise Masai**, DIRECTEUR
- ³ **Jean Hilgers**, DIRECTEUR
- ¹⁷ **Peter Praet**, DIRECTEUR
- ¹⁰ **Norbert De Batselier**, DIRECTEUR
- ⁹ **Gérald Frère**, RÉGENT
- ¹⁵ **Jacques Forest**, RÉGENT
- ¹² **Luc Cortebeek**, RÉGENT
- ⁸ **Martine Durez**, RÉGENT
- ¹¹ **Christian Van Thillo**, RÉGENT
- ² **Didier Matray**, RÉGENT
- ⁴ **Rudi Thomaes**, RÉGENT
- ⁷ **Rudy De Leeuw**, RÉGENT
- ¹ **Piet Vanthemsche**, RÉGENT
- ⁶ **Jean-Pierre Arnoldi**, REPRÉSENTANT DU MINISTRE DES FINANCES

Conseil de régence



- 1
- 2
- 3
- 4
- 5
- 6
- 7
- 8
- 9
- 10
- 11
- 12
- 13
- 14
- 15
- 16
- 17
- 18