



Rapport présenté par le Gouverneur au nom du Conseil de régence

1. Le début de l'année 2009 a été marqué par la poursuite de la forte récession mondiale entamée en 2008. Grâce à l'action résolue des banques centrales et des gouvernements, une reprise de l'activité, certes encore modeste, s'est fait jour ensuite, mais des risques subsistent et l'effet de la crise sur le chômage n'est malheureusement pas révolu. Pour contribuer à un redressement durable, il faudra, dans le cadre d'une étroite coopération internationale et européenne, mettre fin au moment et au rythme appropriés aux mesures de soutien au secteur financier et de stimulation de la demande, améliorer sans tarder la réglementation et la surveillance du secteur financier, et passer d'une politique de sortie de la récession à une stratégie de croissance et d'emploi que la crise a rendue plus nécessaire que jamais.

Principales évolutions macroéconomiques et financières en 2009

2. La crise financière sans précédent depuis la Seconde Guerre mondiale, qui a culminé après l'effondrement de la banque d'investissement *Lehman Brothers* en septembre 2008, a aussi provoqué la plus profonde récession mondiale des six dernières décennies. Le PIB réel, qui avait commencé à se réduire dès le début de 2008 aux États-Unis, au printemps dans la zone euro et à l'été en Belgique, s'est contracté de façon beaucoup plus marquée au cours des deux trimestres qui entourent le passage à l'année sous revue, sous l'effet de la chute du commerce international et de la production industrielle. Cette sévère récession explique que, en dépit d'une stabilisation au cours du deuxième trimestre dans les économies avancées, puis d'une reprise modérée au second semestre, les chiffres annuels de 2009 sont largement négatifs : au niveau mondial, l'activité économique aurait diminué de près de 1 p.c. ; elle aurait reculé de 4 p.c. dans la zone euro et de 3 p.c. en Belgique. Malgré une forte sensibilité au commerce international et les difficultés éprouvées par les grandes banques, l'économie belge a mieux résisté que celle de l'ensemble de la zone euro. Bénéficiant d'un taux d'endettement relativement modéré, les ménages et les entreprises ont en effet moins réduit leurs investissements.
3. Les autorités en charge des politiques économiques de par le monde ont évité de répéter les erreurs commises après la crise de 1929. Elles ont pris d'importantes mesures de sauvegarde du système financier et de soutien de la demande, et ont affiché une volonté de coopération

internationale. Après avoir promptement accru la fourniture de liquidités au secteur financier lorsque les turbulences issues de la crise immobilière aux États-Unis se sont généralisées en août 2007, les banques centrales ont réagi à l'aggravation des tensions financières survenue en septembre 2008 et à la récession en réduisant leurs taux d'intérêt à des niveaux proches de zéro et en recourant à diverses mesures non conventionnelles en vue de soutenir le crédit bancaire et le fonctionnement des marchés financiers. Les gouvernements ont secouru des établissements financiers d'importance systémique au moyen d'injections de capital et d'acquisitions d'actifs, ainsi que par l'octroi de garanties. Ils ont en outre adopté des plans de relance, renforçant ainsi le soutien de la demande qui s'exerce automatiquement par la hausse des débours liés au chômage, l'insensibilité des autres dépenses publiques à la conjoncture et le recul des recettes fiscales et parafiscales.

4. Ces réactions ont permis d'enrayer une spirale négative et d'écarter le spectre d'un effondrement du secteur financier et d'une nouvelle Grande Dépression. À partir du printemps, des signes de stabilisation puis de reprise économique sont apparus, d'abord dans les économies émergentes d'Asie. Le redressement est encore fragile car il repose largement sur les mesures de stimulation budgétaire et la reconstitution des stocks. Les effets de la crise sur les investissements et l'emploi risquent de se prolonger. Les entreprises resteront en effet confrontées à des capacités excédentaires de production. En particulier, l'emploi a été relativement épargné dans la zone euro au regard de la chute de l'activité économique, ce qui fait craindre qu'il continue à se contracter au cours des trimestres à venir. Le taux de chômage y a tout de même déjà atteint 9,4 p.c. en 2009, contre 7,5 p.c. en 2008. En Belgique, où un usage étendu a été fait du système de chômage temporaire – non inclus dans les statistiques du chômage –, ce taux est passé de 7 à 7,9 p.c. En outre, la demande risque de demeurer entravée pendant quelque temps par la nécessité, pour des établissements financiers, entreprises et ménages de nombreux pays, d'assainir leur bilan. En tout état de cause, après un choc inédit, l'incertitude entourant les prévisions économiques est particulièrement grande.
5. Les pressions à la baisse sur les prix résultant de la chute de la demande mondiale ont aussi été contenues par l'action des autorités, et n'ont pas alimenté d'anticipations de déflation. Dans la zone euro, la hausse de l'indice harmonisé des prix à la consommation est revenue de 3,3 p.c. en moyenne en 2008 à 0,3 p.c. en 2009, surtout, mais pas exclusivement, sous l'effet des fluctuations des prix de l'énergie sur les marchés internationaux survenues dans le courant de 2008. En Belgique, à cause d'une transmission plus prononcée de ces fluctuations, le recul a été plus marqué : alors qu'il avait augmenté de 4,5 p.c. en 2008, l'indice est resté stable en moyenne en 2009.
6. Dès la mi-mars de l'année sous revue, les marchés financiers ont connu un regain d'optimisme. Globalement, les institutions financières ont pu revenir à une rentabilité positive, surtout grâce à la remontée des prix des actifs financiers et à la faiblesse des taux à court terme. Ce redressement est, lui aussi, encore fragile : si une grande partie des moins-values sur les portefeuilles de produits structurés semble avoir été actée, les comptes de résultats des banques pourraient être affectés par des pertes sur les activités de crédit plus traditionnelles. Par ailleurs, des signes d'emballlement sont apparus vers la fin de l'année sur certains marchés, comme ceux des actions dans les pays émergents d'Asie, de l'or et d'autres matières premières.

La politique économique à la croisée des chemins

Résorber les déséquilibres grâce à la coopération internationale

7. La crise a montré la force des connexions réelles et financières entre nations, qui a provoqué une transmission rapide des chocs négatifs, mais peut aussi favoriser la diffusion des impulsions positives, comme l'illustre la contribution des économies émergentes d'Asie à la reprise en 2009. En ces temps difficiles, il importe de ne pas céder à la tentation du protectionnisme, qui a fait tant de tort au cours des années 1930.
8. Il faut aussi éviter le piège des dépréciations compétitives. La coordination des politiques n'implique pas que l'abandon des politiques de soutien de la demande soit simultané. Le profil de la normalisation des politiques macroéconomiques doit être adapté aux conditions économiques et financières de chaque région du monde. Cela signifie par exemple que les nations émergentes d'Asie devraient être parmi les premières à réorienter leur politique monétaire, actuellement très expansionniste, et devraient laisser s'apprécier leur devise. La coopération multinationale renforcée, qui reconnaît le poids grandissant de ces économies notamment au travers du G20, devrait servir à bâtir un climat de confiance, en assurant à ces États créanciers que les pays avancés renforceront leur système financier, retireront aussi à temps les mesures de soutien exceptionnel de la demande qu'ils ont prises et conserveront la maîtrise de leurs finances publiques.
9. L'appréciation de certaines monnaies asiatiques contribuerait à réduire les déséquilibres de la balance courante et à mieux répartir la demande mondiale. Ce rééquilibrage doit aussi résulter de réformes structurelles favorisant la consommation dans les économies émergentes et l'épargne aux États-Unis, et renforçant la croissance potentielle, notamment en Europe. La coordination internationale ainsi comprise permettrait également aux cours de change de refléter les tendances fondamentales et les écarts de position conjoncturelle des économies sans subir de mouvements désordonnés ou excessifs.
10. L'euro a protégé les pays qui l'ont adopté de perturbations supplémentaires liées à des fluctuations de change vis-à-vis de leurs partenaires européens, voire à une perte de crédibilité de la politique monétaire. L'union monétaire ne résout pas pour autant tous les problèmes et la crise a révélé la vulnérabilité de certains pays, en particulier la Grèce, dont la détérioration marquée des finances publiques a affecté la confiance des marchés financiers. Il revient aux autorités nationales de prévenir ou corriger les déséquilibres et de rendre les économies plus résistantes aux chocs. La dimension européenne est cependant essentielle dans la définition d'une réponse cohérente à la crise. Il est heureux que le traité de Lisbonne, qui doit permettre un meilleur fonctionnement des institutions de l'UE, ait été ratifié.
11. La coopération internationale est bien sûr aussi de mise pour relever les grands défis que sont la maîtrise du changement climatique et la lutte contre la pauvreté. Même s'il est décevant, l'accord qui a clôturé le sommet de Copenhague sur le climat témoigne d'une lente prise de conscience des enjeux planétaires. Les engagements annoncés doivent être tenus dans l'attente d'un accord plus ambitieux et contraignant. Il faut en outre aider les pays économiquement les moins avancés à se mettre sur la voie d'un développement plus rapide et durable. À cet égard, le gouvernement belge a décidé de consacrer 0,7 p.c. du PIB en 2010 à l'aide publique au développement, conformément à l'objectif adopté aux plans international et national.

Sortir au moment et au rythme appropriés des politiques de soutien du secteur financier et de stimulation de la demande

12. Les mesures de gestion de crise devront faire place à la prévention de crises ultérieures et à la consolidation des bases d'une croissance équilibrée. L'exercice est délicat et requiert une évaluation correcte de la capacité du secteur privé à se passer du soutien public. Mettre fin trop tôt aux mesures exceptionnelles augmenterait le risque d'une rechute: de nouvelles difficultés pour les établissements financiers interagiraient avec une détérioration renouvelée de la conjoncture économique. En revanche, y mettre fin trop tard préparerait le terrain à de nouveaux excès financiers, comme ce fut le cas après l'éclatement de la bulle boursière en 2000-2001. Étant donné que la situation ne devrait se normaliser que progressivement et que l'incertitude demeurera grande, il sera sans doute approprié de supprimer graduellement les mesures de crise. En tous cas, l'efficacité des politiques de soutien de la demande suppose des « stratégies de sortie » crédibles, dans le cadre d'une coordination renforcée, en particulier au sein de l'UE.
13. La politique monétaire de l'Eurosystème doit rester guidée par l'objectif de stabilité des prix. D'août 2007 à juillet 2008, la politique de taux d'intérêt visait à contrer des risques d'inflation, tandis que la gestion de la liquidité palliait les dysfonctionnements du marché monétaire. L'aggravation brutale de la crise financière et les pressions déflationnistes qui en résultaient ont ensuite conduit le Conseil des gouverneurs de la BCE à mobiliser tous les instruments dont il disposait dans la même direction et à emprunter des voies non conventionnelles pour soutenir le crédit bancaire, principale source de financement de l'économie de la zone euro. Le taux d'intérêt directeur de l'Eurosystème a été abaissé en sept étapes de 4,25 p.c. en octobre 2008 au niveau sans précédent de 1 p.c. en mai 2009. En outre, une ample fourniture de liquidités a poussé vers le bas les taux d'intérêt du marché monétaire, le taux au jour le jour se rapprochant de celui de la facilité de dépôt de l'Eurosystème – soit 0,25 p.c. à partir d'avril 2009. Le soutien renforcé du crédit a consisté à satisfaire toutes les demandes de liquidité des banques au taux directeur, à procéder à des opérations de refinancement pour des durées plus longues – jusqu'à un an –, à élargir la liste des actifs acceptés en garantie, à fournir des liquidités en monnaies étrangères aux établissements de crédit de la zone euro et à acheter des obligations bancaires sécurisées afin de rendre vie à ce marché.
14. Cette politique énergique a contribué à résorber les tensions sur les marchés financiers et à écarter le risque de déflation. Une nouvelle phase s'est ouverte à la fin de l'année, lorsque le Conseil des gouverneurs a annoncé que les opérations de refinancement à douze mois de décembre 2009 et à six mois de mars 2010 devaient être les dernières de ces durées. Motivé par l'amélioration des conditions financières, cet ajustement de certaines modalités de la gestion de la liquidité avait pour but d'inciter les banques à restructurer leurs portefeuilles et à se tourner davantage vers le marché pour se financer. Il ne s'agissait pas de provoquer une hausse des taux d'intérêt. En effet, la sous-utilisation des capacités de production continuait à peser sur l'évolution des prix et à justifier des conditions monétaires exceptionnellement accommodantes, d'autant plus que l'octroi de crédits demeurait faible.
15. Puisqu'il s'inscrit dans une perspective de moyen terme, l'objectif de stabilité des prix permet aussi à la politique monétaire d'agir contre l'accumulation de déséquilibres financiers ne se traduisant pas par des pressions immédiates sur les prix à la consommation. L'analyse monétaire, qui est l'une des composantes de l'évaluation des risques pesant sur la stabilité des prix à laquelle procède le Conseil des gouverneurs de la BCE, est utile à cet égard. Certes, le lien entre l'évolution de la masse monétaire M3 et celle des prix semble s'être distendu. Mais l'expansion des agrégats de monnaie et de crédit, si elle va de pair avec une vive progression des prix des actifs, peut signaler l'émergence de bulles financières dont l'éclatement mettrait la stabilité des prix à la consommation en danger; tel est en particulier le cas de booms immobiliers nourris par l'endettement. Ces considérations gagneront sans doute en importance dans les délibérations

sur l'orientation de la politique monétaire. Toutefois, l'instrument des taux d'intérêt ne pourra à lui seul garantir à la fois la stabilité des prix et la stabilité financière. La politique monétaire doit donc être soutenue par des politiques prudentielles.

16. En matière budgétaire, le retrait des mesures exceptionnelles prises au cours de la crise ne suffira pas car, dans la plupart des pays du monde, celle-ci aura augmenté la dette publique et réduit pour longtemps le PIB à un niveau inférieur à ce qui était prévu antérieurement. Des stratégies d'ajustement budgétaire crédibles sont nécessaires pour jeter les bases d'une croissance durable. Elles pourraient d'ailleurs permettre à la politique monétaire de demeurer plus longtemps accommodante. Conjugués aux mesures visant à sauver les établissements financiers dont la survie était nécessaire à la sauvegarde du système, le jeu des stabilisateurs automatiques et les plans de relance ont gonflé la dette publique, qui s'est en outre accrue en pourcentage du PIB à cause de la contraction de celui-ci. L'ensemble de ces interventions a été efficace pour enrayer une spirale négative, soutenir l'octroi de crédit et limiter le recul du potentiel de croissance. Leur effet s'étiolerait cependant d'autant plus vite que des doutes apparaîtraient quant à la maîtrise de l'endettement public, ce qui entraînerait des hausses de taux d'intérêt et une épargne accrue des particuliers, voire un risque de crise de la dette publique. En outre, le poids de l'ajustement ne doit pas être reporté sur les générations futures.
17. Dans l'UE, le traité et le pacte de stabilité et de croissance servent de cadre aux programmes de consolidation. Les nombreux États en situation de déficit excessif – dans la zone euro, les seuls à ne pas l'être à la fin de 2009 étaient Chypre, la Finlande et le Luxembourg – doivent établir des plans crédibles et prendre des mesures correctrices au fil de l'amélioration conjoncturelle, pour mettre fin à cette situation et atteindre ensuite les objectifs de moyen terme qui assurent la soutenabilité des finances publiques. Le Conseil Ecofin a précisé, le 2 décembre 2009, le trajet de consolidation requis pour la plupart de ces pays.
18. La Belgique a affronté la crise avec un taux d'endettement public élevé, quoiqu'en nette diminution depuis le sommet de 134,1 p.c. du PIB atteint en 1993. De plus, la situation proche de l'équilibre budgétaire qui a prévalu au cours de la période 2000-2007 cachait un amenuisement du surplus primaire – c'est-à-dire hors charges d'intérêts –, et l'intention, exprimée dès 2000, de dégager progressivement un excédent structurel pour assurer le préfinancement des coûts du vieillissement de la population ne s'est pas traduite en actes. Dans ces conditions, la crise n'a pas seulement mis plus à mal encore les plans visant à préparer les finances publiques aux lourdes conséquences de l'évolution démographique ; elle a aussi fait resurgir l'effet « boule de neige » – l'augmentation endogène de la dette alimentée par les charges d'intérêts – qui ne s'exerçait plus depuis 1997. Le taux d'endettement public, qui était déjà remonté de 84,2 à 89,8 p.c. du PIB en 2008 en raison des interventions de l'État dans certains établissements financiers en difficulté, a bondi à 97,8 p.c. en 2009. Cette augmentation s'explique par le recul du PIB nominal, mais aussi et surtout par un déficit considérable de l'ensemble des administrations publiques, de 6 p.c. du PIB. L'aggravation du déficit par rapport à l'année précédente, de près de 5 points de pourcentage, est entièrement attribuable au solde primaire, passé d'un excédent de 2,6 p.c. du PIB en 2008 à un déficit de 2,3 p.c. À politique inchangée et selon les scénarios macroéconomiques les plus probables, le retour à la croissance du PIB nominal n'empêchera pas l'augmentation endogène de la dette enclenchée en 2009 de se prolonger au cours des prochaines années.
19. Il est évident que le niveau de déficit public atteint par la Belgique n'est pas soutenable. Restaurer la soutenabilité des finances publiques est indispensable pour conserver la confiance des investisseurs, des consommateurs et des entrepreneurs, et s'assurer que les pouvoirs publics pourront faire face aux effets du vieillissement de la population. Il faut donc ramener le budget consolidé des administrations publiques à l'équilibre dans un délai raisonnable, afin non seulement d'enrayer l'effet « boule de neige » mais aussi de remettre le taux d'endettement sur un sentier de décroissance. C'est pourquoi le gouvernement a confirmé, dans le programme de

stabilité de la Belgique de septembre, l'objectif d'un retour à l'équilibre budgétaire en 2015 au plus tard qu'il avait déjà fixé en avril. Le budget fédéral qui couvre les années 2010 et 2011 est une première étape utile dans ce processus de consolidation. La réduction du déficit de l'ensemble des administrations publiques programmée dès 2010 tranche avec l'accroissement prévu dans la zone euro. Il faut cependant souligner que la détérioration a été plus nette en Belgique au cours de l'année sous revue. Le produit éventuel de bonnes surprises conjoncturelles devrait être affecté à une compression plus rapide du déficit. Si l'environnement macroéconomique s'améliore conformément aux attentes les plus récentes, l'objectif intermédiaire de ramener le déficit sous le seuil des 3 p.c. du PIB en 2012, recommandé par le Conseil Ecofin, devrait pouvoir être respecté.

20. La tâche ne sera pas aisée car elle ne sera probablement plus facilitée par la baisse quasiment ininterrompue du taux d'intérêt moyen de la dette publique dont on a bénéficié ces vingt dernières années. Des mesures structurelles, inspirées par un souci d'efficacité et de sélectivité et portant tant sur les recettes que sur les dépenses, seront nécessaires. Les recettes pourraient être augmentées par une meilleure perception de l'impôt et des cotisations sociales et par un élargissement de l'assiette fiscale, tandis que la lutte contre la fraude fiscale et sociale doit être poursuivie avec vigueur. Quant aux dépenses, elles pourraient être freinées entre autres par la recherche de gains d'efficacité. Il faut rompre avec la tendance de la dernière décennie : dans la période 1998-2009, l'accroissement structurel des dépenses primaires en termes réels a été de 2,7 p.c. par an – il a même atteint 3,5 p.c. en 2009 –, soit un rythme sensiblement supérieur à la hausse tendancielle du PIB, qui a elle-même fléchi à la suite de la crise. L'expérience des années 1984-1990 et 1994-2000 montre que, dans une petite économie ouverte et grevée d'une dette publique élevée comme la Belgique, un programme d'assainissement budgétaire n'anémie pas nécessairement la croissance. Un tel projet requiert cependant des choix difficiles, et la coopération de tous les niveaux de pouvoir, qui partagent la responsabilité du retour à un état soutenable des finances publiques.

Réformer en profondeur le secteur financier afin qu'il serve l'économie sans heurts

21. La crise financière a entraîné de profonds changements au sein du système financier belge et modifié la structure des grands établissements systémiques. Ceux-ci n'ont pas seulement réduit leurs opérations de négoce en diminuant leurs portefeuilles de titres et leurs transactions interbancaires ; ils mettent aussi en œuvre des plans de restructuration de grande envergure qui les amènent à se retirer de certains marchés et à procéder à d'importantes cessions d'activités. Ces mesures devraient contribuer à restaurer durablement la liquidité et la solvabilité du système bancaire. Elles devraient aussi permettre aux institutions qui bénéficient d'aides des pouvoirs publics de s'en passer, conformément aux règles européennes de maintien des conditions de concurrence. Par ailleurs, il faut que les banques continuent à jouer pleinement leur rôle dans le financement de l'économie. L'assouplissement de la politique monétaire de l'Eurosystème doit se refléter dans l'octroi de crédit aux ménages et aux entreprises, en particulier petites et moyennes.
22. Sur le plan structurel, le démantèlement graduel des mesures de soutien aux établissements financiers devra être combiné avec la mise en œuvre progressive, mais déterminée, des réformes en profondeur qui sont requises pour remédier aux dysfonctionnements du système financier et, en particulier, pour réduire l'aléa moral qu'entraîne l'intervention systématique des autorités en cas de risque d'insolvabilité d'établissements dépassant une taille critique. On ne peut pas se permettre de revenir aux modèles de gestion d'avant la crise. Celle-ci a montré que le secteur privé n'était pas incité à prendre en compte les risques systémiques extrêmes. Elle a révélé à quel point certaines actions individuelles pouvaient exercer des effets collectifs du fait de phénomènes de contagion et de l'interconnexion entre les grands opérateurs de marché. Elle a aussi mis en

évidence une tension entre le cadre national dans lequel les autorités de contrôle exercent leurs compétences et l'approche adoptée par les établissements transfrontaliers, ainsi qu'un manque de coordination entre le contrôle microprudentiel et la recherche de la stabilité macrofinancière. Les difficultés de mise en place d'une nouvelle structure d'encadrement du secteur financier sont à la fois de nature opérationnelle et conceptuelle. Cela justifie une réflexion approfondie et une préparation minutieuse, mais ne peut servir de prétexte pour tergiverser ou gaspiller la force d'impulsion et le sentiment d'urgence créés par la crise elle-même.

23. Les lacunes apparues dans les procédures de gestion de la crise ont remis en avant les interactions entre les trois grands piliers du contrôle définis dans le dispositif du Comité de Bâle, à savoir la réglementation, la surveillance prudentielle et la discipline de marché. En matière législative, des régimes spéciaux de redressement applicables aux entreprises du secteur financier viennent d'être introduits ou le seront prochainement dans de nombreux pays, dont la Belgique, pour permettre aux pouvoirs publics de procéder, en cas de situation extrême, à des cessions d'éléments du patrimoine d'établissements de crédit ou de titres émis par ces établissements. Dans le domaine de la surveillance, tant le Conseil de stabilité financière à l'échelon mondial que les autorités européennes insistent sur la mise en place, pour chaque grande institution financière transfrontalière, de groupes spéciaux de coordination comprenant les représentants des ministères des finances, des banques centrales et des autorités de supervision des pays concernés. Enfin, les institutions financières elles-mêmes seraient astreintes à mettre en place des structures et des modalités d'organisation facilitant, en cas d'urgence, leur démantèlement ou une scission en entités plus homogènes.
24. En matière de prévention des crises, les trois piliers du contrôle prudentiel doivent être maintenus, mais un rééquilibrage s'impose. Les événements récents ont en particulier fait naître de sérieux doutes sur l'apport des marchés au maintien de la discipline. Certes, une supervision et une réglementation efficaces ne peuvent se concevoir sans la contribution active des établissements financiers. Toutefois, failles et manquements ont sapé la confiance dans les capacités autorégulatrices du système financier. Ainsi, les mécanismes d'incitation et les structures de rémunération ont dans de nombreux cas été biaisés en faveur de résultats immédiats au détriment d'une création de valeur à plus long terme, tandis que la publication d'informations claires et appropriées a souvent fait défaut, alors qu'elle constituait l'élément essentiel du troisième pilier du dispositif de Bâle.
25. Sans vouloir se substituer aux marchés financiers, les autorités doivent réviser la réglementation afin de permettre au système de mieux fonctionner au profit de l'économie. Les règles doivent avoir une portée plus large et s'étendre à des institutions, des instruments ou des marchés jusqu'ici non couverts, lorsque ceux-ci acquièrent une importance systémique. En vue d'affermir la solvabilité et la liquidité des établissements de crédit, le Comité de Bâle veut accroître les exigences réglementaires. Le nouveau système en cours d'examen combinerait un relèvement des fonds propres, un mécanisme renforcé de constitution des provisions, et des contraintes spécifiques de liquidité. Le calcul des exigences en capital pondérées en fonction des risques, qui avait représenté une des grandes innovations de ces dernières années, serait révisé à la fois pour encourager, en période de haute conjoncture, la constitution de fonds propres mobilisables lors d'une récession, et pour tenir compte des risques systémiques que font courir des établissements de très grande taille ou détenant une part de marché importante dans certains segments d'activité. Une exigence complémentaire serait introduite sous la forme d'un ratio, dit de *leverage*, qui rapporte le capital de base au total des actifs détenus par les banques et vise, en particulier, à contenir le recours excessif à l'effet de levier. Par ailleurs, des règles doivent aussi encadrer les systèmes de rémunération des établissements financiers, afin d'éviter que des bonus basés sur les résultats à court terme n'incitent de nouveau à prendre des risques excessifs.

26. La mise en œuvre de ce projet ambitieux devra être rigoureusement planifiée. Il conviendra d'éviter que les nombreuses questions techniques à résoudre n'aboutissent au résultat paradoxal d'introduire une réglementation trop compliquée alors qu'elle a pour but d'accroître la transparence du système financier. Par ailleurs, il faudra veiller à ce que les changements structurels recherchés par la réforme, en particulier une réduction de la taille et de la complexité des institutions financières, n'entraînent pas une restriction du crédit, une fragmentation des marchés – en particulier du marché européen des services financiers – dommageable à leur efficacité, ou encore l'exploitation par les établissements financiers de différences réglementaires et des affaiblissements de positions concurrentielles.

27. L'introduction d'un cadre réglementaire révisé devra donc être relayée par une action résolue des superviseurs pour renforcer les normes de gestion des risques applicables aux institutions financières. Il faudra tenir compte des enseignements de la crise, qui a résulté bien davantage de la propagation et de la généralisation de comportements identiques dans l'ensemble du système financier que de l'affaiblissement d'un petit nombre d'établissements. La nécessité de sauvegarder la stabilité de l'ensemble du système devra être conciliée avec l'exigence d'efficacité, mais aussi avec une protection renforcée des consommateurs de produits et services financiers. Si aucun modèle de contrôle ne peut offrir une garantie absolue contre les accidents financiers, un nombre croissant de pays privilégient le système dit des « twin peaks », où la supervision des intermédiaires financiers pris séparément et celle de la stabilité d'ensemble du système sont toutes deux confiées à la banque centrale, tandis qu'un organisme distinct est chargé de veiller au bon fonctionnement des marchés, à la conformité des services et des produits financiers ainsi qu'à l'information correcte et à la protection des consommateurs. Une telle structure présente de nombreux avantages. Elle facilite l'exercice indépendant des deux grandes missions que sont le maintien de la solidité des institutions individuelles et la préservation de l'intégrité des marchés. Elle permet d'exploiter au mieux les atouts dont disposent les banques centrales pour surveiller les risques systémiques: leurs relations quotidiennes avec le marché monétaire, leur activité au cœur des systèmes de paiement et de règlement, leurs analyses macroéconomiques et, pour les banques centrales de l'UE, leur participation à un système qui organise leur coopération. Les autorités publiques belges ont récemment opté pour une telle structure duale qui devra être mise en place à bref délai pour assurer une pratique plus efficace du contrôle prudentiel et de la surveillance des marchés.

28. Ce nouveau modèle s'intégrera dans une architecture institutionnelle internationale qui est elle-même en pleine évolution. À la suite des recommandations du rapport de Larosière, un Comité européen du risque systémique et un Système européen de surveillance financière seront créés dans l'UE. Au niveau mondial, l'importance du rôle du FMI et du Conseil de stabilité financière dans le maintien du bon fonctionnement du système financier a été solennellement réaffirmée. La coopération, tant au plan national qu'au plan international, entre les diverses parties responsables du maintien de la stabilité financière suppose que soient satisfaites certaines conditions essentielles. Il faut d'abord assurer une communication rapide et complète des informations et des données financières sur lesquelles se fonde le contrôle prudentiel. Il faut ensuite accorder le point de vue des superviseurs, qui mettent l'accent sur le respect de règles et la mise en place de procédures et d'outils de gestion des risques, avec celui des banques centrales, qui privilégient une approche centrée sur l'examen des tendances structurelles et des évolutions cycliques dans l'ensemble du système. Enfin, l'analyse des conditions de la stabilité financière doit déboucher sur des recommandations ciblées et des mesures spécifiques de politique macroprudentielle.

Accentuer les réformes pour favoriser une croissance durable

29. La crise ne doit pas reléguer les réformes structurelles à l'arrière-plan. Elle les rend au contraire d'autant plus indispensables qu'elle attise les menaces que faisaient déjà peser le vieillissement de la population, la mondialisation et le changement climatique sur la croissance et les finances publiques. En effet, elle a dès à présent grevé les budgets publics et, en l'absence de réponses adéquates, elle pourrait ralentir la croissance potentielle pendant plusieurs années en raison d'un tassement du stock de capital, d'une éventuelle hausse du chômage structurel, ainsi que d'un financement moins facile de l'investissement et des dépenses de recherche et développement. Une stratégie de long terme ne peut donc pas s'appuyer exclusivement sur la consolidation budgétaire, mais doit aussi comprendre une politique de l'innovation, de l'emploi et de la compétitivité qui soutienne durablement la croissance. Les choix budgétaires peuvent y contribuer en réorientant les recettes et les dépenses de façon à promouvoir l'investissement et l'emploi; il convient par exemple de favoriser la création d'emplois par une politique active, notamment vis-à-vis des groupes vulnérables – et, dans les circonstances actuelles, en particulier au profit des jeunes –, de mieux accompagner et préparer l'offre de travail en vue de l'emploi, d'améliorer les infrastructures utiles au déploiement économique, et d'augmenter les investissements en éducation, en formation et en recherche et développement.
30. La réallocation de l'offre exigera des efforts considérables: il s'agira de mettre en œuvre un glissement de ressources en provenance d'activités plus traditionnelles vers les branches d'avenir, notamment celles qui répondront aux besoins d'une économie plus respectueuse de l'environnement. Comme d'autres, l'économie belge doit faire preuve de flexibilité et de dynamisme pour développer de nouvelles activités, ce qui requiert la participation de tous, entrepreneurs, travailleurs et pouvoirs publics.
31. Le passage à une économie de l'innovation nécessite un relèvement des dépenses de recherche et développement – elles sont nettement inférieures à celles de l'Allemagne ou des pays nordiques et trop concentrées dans certaines grandes sociétés –, mais aussi une meilleure exploitation des retombées technologiques de la recherche, la promotion de liens plus étroits entre entreprises et centres universitaires, la participation à des réseaux internationaux et le renforcement de l'attrait de la Belgique pour les chercheurs. L'innovation doit permettre d'augmenter la productivité et de lancer de nouveaux produits et services bien valorisés sur les marchés étrangers. La nécessité de produire et de consommer de façon moins dommageable à l'environnement peut être saisie comme une opportunité de redéploiement.
32. Plus généralement, le renouvellement des processus, des produits et des débouchés doit être une préoccupation constante des chefs d'entreprise. La Belgique reste trop spécialisée dans les productions à forte intensité capitaliste pour lesquelles elle subit la concurrence des pays émergents, et insuffisamment dans de nouvelles productions sophistiquées. Les entreprises exportatrices, dont le nombre devrait croître, demeurent principalement orientées vers des marchés à faible expansion. Il faut en outre que les conditions soient propices à la création de nouvelles firmes, qui est un vecteur puissant d'innovation. Or le désir d'entreprendre est insuffisant, les charges administratives restent lourdes et le financement approprié aux différents stades du développement de jeunes entreprises fait parfois défaut. Enfin, l'existence d'obstacles juridiques ou administratifs et la complexité institutionnelle limitent l'entrée de nouveaux acteurs sur certains marchés.
33. Il faut veiller à ce que le processus de transformation des structures productives soit efficacement épaulé par le marché du travail. Il importe dès lors d'éviter les pertes de qualification et d'aptitudes que pourrait engendrer la hausse actuelle du chômage, en renforçant l'accompagnement et la formation des personnes que la crise a privées d'emploi. Les mesures défensives, comme le système de chômage temporaire, qui ont efficacement atténué les conséquences sociales de la récession, doivent être assorties d'efforts de formation préparant à la sortie de crise. C'est

une politique active de l'emploi, mettant tous les talents en valeur par des efforts d'activation, de formation et de mobilité, qui pourra prévenir la transformation du chômage conjoncturel en chômage structurel, et assurer une mobilisation suffisante de la main-d'œuvre dans le contexte d'une population vieillissante. Alors que la proportion de jeunes titulaires d'un diplôme de l'enseignement supérieur est relativement élevée, le nombre de ceux qui sortent de l'enseignement avec de faibles qualifications diminue trop peu et la formation tout au long de la vie reste insuffisante. Il s'agit notamment de développer les capacités de chacun sur l'ensemble de sa carrière. La hausse du taux d'emploi – pour certains groupes, ce taux reste particulièrement bas comparé à la moyenne européenne – demeure essentielle en vue de soutenir le potentiel de croissance et le système de sécurité sociale. La participation des femmes au marché du travail, qui s'est déjà fortement accrue, doit encore être encouragée et l'égalité de traitement par rapport aux hommes doit être respectée. Enfin, comme ailleurs en Europe, il faut faire en sorte que l'augmentation de l'espérance de vie aille de pair avec un allongement de la vie professionnelle, tout en tenant compte des caractéristiques de celle-ci, ainsi que de la nécessité d'offrir des chances égales aux personnes plus âgées et de leur permettre de rester plus longtemps au travail. Les délais de mise en œuvre des mesures nécessaires à cet effet peuvent être importants, comme l'a montré le relèvement progressif de l'âge de la retraite des femmes qui a déjà été mené à bien.

34. La compétitivité de l'économie belge et sa capacité à créer des emplois dépendent aussi de la formation des prix et des salaires. Par rapport à la zone euro, l'écart d'inflation négatif enregistré en 2009 a été moindre que l'écart positif de l'année précédente. Cette évolution résulte notamment de hausses à caractère permanent dans le secteur du gaz et de l'électricité, et d'une réaction, encore plus asymétrique que dans la zone euro, des prix d'un certain nombre de produits alimentaires transformés à l'évolution des prix des matières premières. L'Observatoire des prix installé en 2009 devrait fournir des analyses approfondies au Conseil de la concurrence et aux instances de contrôle des industries de réseau, dont le rôle est crucial pour combattre les rentes de position dominante. En outre, l'influence de la mauvaise conjoncture économique sur les prix des services et des biens industriels non énergétiques semble avoir été plus faible en Belgique que dans la zone euro, phénomène sans doute en partie dû à l'existence de nombreux mécanismes formels et informels d'indexation. Comme ils incorporent des délais d'adaptation aux mouvements de l'indice de référence, ces mécanismes pourraient en revanche exercer un impact modérateur sur l'inflation moyenne en 2010.
35. Mesuré par l'évolution relative des coûts salariaux horaires depuis 1996 au sens de la loi relative à la promotion de l'emploi et à la sauvegarde préventive de la compétitivité, le handicap salarial des entreprises se serait stabilisé à quelque 3,5 p.c. en 2009. Ce chiffre ne tient pas compte d'éléments pour lesquels les données nécessaires à une comparaison internationale font défaut, comme les subventions salariales sous la forme de réductions de précompte professionnel qui ont été accordées en Belgique. Toutefois, vu l'évolution plus défavorable de la productivité en Belgique, les coûts salariaux par unité produite y ont progressé nettement plus qu'en moyenne dans les trois principaux pays voisins au cours de la même période. Il faudra donc veiller à ce que le ralentissement attendu de ces coûts – lié à des indexations moindres, à la pression du chômage sur les formes variables de salaire et au regain cyclique de la productivité – soit suffisant pour améliorer la compétitivité et développer l'emploi. Jointe aux efforts d'innovation dont il a été question ci-dessus, une telle modération des coûts aiderait les exportateurs à tirer pleinement parti de la reprise de la demande mondiale.

Conclusion

36. Dans les diverses régions du monde, la réaction des autorités en charge des politiques monétaire et budgétaire à la crise financière et économique la plus grave de l'après-guerre a été globalement appropriée et a permis d'éviter le pire. Il faudra encore naviguer entre les écueils que constituent un marasme conjoncturel prolongé et la contraction du crédit d'une part, de nouvelles bulles financières et le gonflement explosif des dettes publiques d'autre part. Si la manœuvre est délicate, il est clair que le cap doit être maintenu sur des objectifs de long terme. Loin de céder à un pessimisme auto-réalisateur, il s'agit d'affronter les nouvelles réalités avec courage et lucidité. Pour consolider la reprise économique, il faut renforcer la coopération internationale et européenne, poursuivre des politiques de stabilité monétaire, assainir graduellement mais résolument les finances publiques, réformer en profondeur le secteur financier, et encourager l'innovation et l'emploi. C'est dans cette même direction que doivent être orientées les politiques économiques en Belgique, tout en tenant compte des spécificités que sont le niveau élevé de la dette publique et le haut degré d'ouverture de l'économie. Une stratégie cohérente permettra au pays de faire valoir ses nombreux atouts, dont sa position au cœur de l'Europe et un bon niveau d'éducation, et de progresser sur la voie d'un développement durable.

Bruxelles, le 3 février 2010

Comité de direction

- 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



1

2

3

4

5

6

7

8

Conseil de régence

- ¹⁹ **Guy Quaden**, GOUVERNEUR
- ¹⁷ **Luc Coene**, VICE-GOUVERNEUR
- ¹³ **Marcia De Wachter**, DIRECTEUR
- ¹⁰ **Jan Smets**, DIRECTEUR
- ⁹ **Françoise Masai**, DIRECTEUR
- ⁷ **Jean Hilgers**, DIRECTEUR
- ⁶ **Peter Praet**, DIRECTEUR
- ¹² **Norbert De Batselier**, DIRECTEUR
- ¹⁵ **Gérald Frère**, RÉGENT
- ¹⁸ **Jacques Forest**, RÉGENT
- ¹⁶ **Luc Cortebeek**, RÉGENT
- ⁸ **Michèle Detaille**, RÉGENT
- ¹⁴ **Martine Durez**, RÉGENT
- ¹¹ **Didier Matray**, RÉGENT
- ⁴ **Rudi Thomaes**, RÉGENT
- ³ **Rudy De Leeuw**, RÉGENT
- ² **Karel Van Eetvelt**, RÉGENT
- ¹ **Piet Vanthemsche**, RÉGENT
- ⁵ **Jean-Pierre Arnoldi**, REPRÉSENTANT DU MINISTRE DES FINANCES



