

NOTE AU GOUVERNEMENT FÉDÉRAL

GESTION DES RETOMBÉES DE LA CRISE FINANCIÈRE SUR L'ACTIVITÉ ÉCONOMIQUE EN BELGIQUE

La tourmente dans laquelle est plongé le système financier de la plupart des pays avancés est d'une gravité exceptionnelle, que ce soit par l'ampleur, la durée, la couverture géographique et la diversité et l'importance des acteurs financiers impliqués. Cette crise systémique n'a pas épargné l'économie belge, ébranlant la stabilité d'un système financier pourtant réputé solide. Les mesures prises par le gouvernement, l'Eurosystème et les instances internationales ont permis d'en limiter les conséquences, mais il est clair que l'activité économique en Belgique comme ailleurs devrait subir le contrecoup des perturbations enregistrées dans la sphère financière.

La transmission de ce choc devrait s'exercer par différents canaux dont les principaux sont (cf. annexe 1 pour une analyse plus fouillée):

- l'effet de confiance: la confiance des ménages et des entreprises dans le système financier et dans l'état général de l'économie est affectée, compte tenu notamment de perspectives moins favorables en matière de revenu et d'emploi et de l'exacerbation des incertitudes;
- l'effet de restriction de l'offre de fonds: confrontés à des difficultés de financement et de reconstitution de leurs fonds propres, les établissements financiers sont susceptibles de réduire le crédit aux ménages et entreprises, au-delà des restrictions habituellement observées en période de mauvaise conjoncture, d'autant plus que le climat de confiance est dégradé. L'accès direct des entreprises aux marchés financiers est aussi rendu plus difficile. L'aversion accrue au risque dans le chef des détenteurs de capitaux peut se traduire enfin par un accès plus difficile au capital à risque, et en particulier au venture capital;
- l'effet du coût de financement: la chute des cours boursiers et l'élévation des primes de risque sur les autres instruments de financement impliquent un coût plus élevé du financement pour les entreprises;

- l'effet de patrimoine: la chute des cours boursiers a impliqué une baisse substantielle de la richesse financière nette des ménages, ce qui pourrait induire un relèvement de leur épargne;
- l'effet de contagion internationale: le ralentissement de l'activité dans les autres économies consécutif à la crise financière affecte le volume du commerce international.

* *
*

Ces différents canaux pèseront sur l'évolution de l'activité et, partant, de l'emploi. Outre l'effet du ralentissement économique mondial sur les exportations, ils affecteront directement ou indirectement les dépenses des ménages et les investissements des entreprises. De là, une détérioration des finances publiques sous l'effet des dits "stabilisateurs automatiques", c'est-à-dire la diminution des recettes budgétaires sous forme d'impôts et de cotisations sociales et l'augmentation des dépenses de l'assurance chômage provoquées par la détérioration de la conjoncture.

C'est essentiellement par le biais des deux premiers canaux que l'action des autorités peut contribuer à adoucir l'incidence de la crise financière pour l'économie réelle, en particulier celui de la confiance.

En vue de son rétablissement, les orientations suivantes semblent à recommander:

- **restaurer la confiance dans le système financier** doit être la principale priorité pour permettre aux établissements financiers de continuer à assurer leur fonction essentielle d'intermédiation (collecte de l'épargne et financement de l'activité économique). Les mesures déjà prises par le gouvernement et la communauté internationale pour stabiliser le système financier doivent d'une part, être bien communiquées par une **campagne d'information grand public** et, d'autre part, être relayées par des initiatives visant à garantir qu'un tel désastre financier ne puisse plus survenir.

1. Dans l'immédiat, il convient avant tout de lever les incertitudes pesant sur la santé des institutions financières par une double action:

- **amélioration des conditions de collecte des moyens de financement.** Les modalités d'application du système de garantie de l'État aux engagements contractés par des banques belges importantes envers les investisseurs institutionnels doivent être rapidement définies. Ce système doit inciter à un allongement de la durée des prêts. Les conditions d'octroi de cette garantie (commissions à payer par les banques bénéficiaires) doivent être calibrées de manière à assurer un recours effectif à la garantie sans procurer aux banques un avantage de nature à fausser les règles de concurrence ou encore à rendre plus

difficile ultérieurement le démantèlement de cette mesure temporaire (cf. annexe 2 pour un inventaire des schémas de garantie mis en place dans d'autres pays).

- **renforcement de la solvabilité des banques.** Cette seconde action est essentielle pour consolider les banques et ainsi leur permettre de continuer à assumer les risques liés aux octrois de crédit aux particuliers et entreprises. En effet, suite à la crise, les marchés financiers ont fortement relevé leurs attentes en matière de capitalisation des banques. Ceci a amené les pouvoirs publics de divers pays, pas seulement en Belgique, à intervenir dans le capital de nombre de grandes banques systémiques. D'autres pays européens n'excluent pas de procéder à de telles interventions.
2. Dans une perspective à plus long terme il faudra mettre en œuvre des réformes plus structurelles afin de restaurer un système financier fonctionnant au bénéfice de l'ensemble de ses participants. S'il convient d'éviter un retour à des régulations excessives qui risqueraient de paralyser toute innovation financière, il importe de redresser les nombreuses déficiences que la crise actuelle a mises à jour dans le système financier. Comme ces actions s'inscrivent essentiellement dans un cadre international, une bonne communication mettant en lumière et appuyant les initiatives déjà en cours au niveau européen, mais aussi mondial (avec notamment les travaux du Financial Stability Forum), contribuera grandement à rétablir la confiance. Les principaux points d'attention devront porter sur les domaines suivants:
- **plus grande transparence sur les marchés financiers.** En réaction à la complexité croissante des opérations financières, les risques pris en charge par les différents intermédiaires financiers, tant au bilan qu'au travers d'opérations ou de véhicules hors bilan, doivent être valorisés de manière plus adéquate et mieux divulgués. Ceci doit s'appliquer non seulement aux banques et autres organismes déjà soumis à réglementation, mais aussi aux *hedge funds* ou *private equity funds* afin de permettre aux superviseurs et aux marchés de bien cerner sous quelles formes s'opèrent les transferts de risques. Ces efforts doivent être relayés par une meilleure éducation et information des investisseurs particuliers.
 - **gestion plus rigoureuse des risques.** De nombreux opérateurs financiers ont eu recours, de manière excessive, à l'effet de levier et à des structures de financement fragiles pour acquérir des actifs complexes et peu liquides. Il convient de renforcer les modalités de gestion des risques par les institutions et leur contrôle par les autorités prudentielles. Le Comité de Bâle est actuellement en train d'adapter certaines de ses exigences réglementaires en matière de capital et de liquidité et ces efforts devront être étayés par un recours au pilier 2 de l'accord de Bâle II qui prévoit que les superviseurs peuvent renforcer ces exigences de base pour tenir compte des risques spécifiques encourus par des institutions individuelles. Par ailleurs, la contribution importante apportée par les infrastructures financières dans

la gestion du risque de contrepartie sur les opérations de paiement et de règlement titres devrait être généralisée à des opérations qui s'effectuent actuellement sur des marchés non centralisés, en particulier les dérivés de crédit.

- **adapter la structure de gouvernance des institutions financières de manière à encourager des créations de valeur durables.** Nombre de mécanismes d'incitations en place ont favorisé la poursuite de résultats immédiats, bénéficiant plus spécifiquement à certaines catégories d'intervenants au détriment des investisseurs à long terme ou de la plus grande partie du personnel des institutions concernées. Les schémas de rémunération et d'intéressement doivent être revus et cet équilibre est d'autant plus délicat que les opérations financières ont souvent été fractionnées en de multiples composantes où interviennent entre prêteurs et emprunteurs finals une multitude d'opérateurs tels des courtiers, assureurs ou agences de notation qui doivent, chacun, mettre en place une structure de gouvernance appropriée.
 - **renforcer les mécanismes institutionnels permettant aux autorités de réagir adéquatement aux crises financières.** Il faudra non seulement améliorer la coordination entre les approches micro-prudentielles et macro-prudentielles (voir aussi point 3 ci-après), mais aussi revoir les arrangements institutionnels et juridiques en place pour remédier aux cas de défaillances bancaires. Les initiatives législatives sur le cadre de résolution des crises devront s'inscrire dans une perspective internationale, car la crise récente a mis en relief l'échelle des phénomènes de contagion et l'impératif d'une bonne coopération transfrontalière.
3. Il faudra enfin **réexaminer la structure institutionnelle de la supervision.** La première priorité étant aujourd'hui de surmonter la crise, il est trop tôt pour faire des propositions de réforme concrètes. Néanmoins, le système de coopération entre la Banque nationale de Belgique et la CBFA devra être reconsidéré. Il faut en particulier assurer une meilleure articulation entre les dimensions micro- et macro-prudentielles. Le contrôle micro-prudentiel des banques individuelles doit davantage prendre en compte les analyses des risques systémiques menaçant l'ensemble du système financier. Les autorités en charge de la surveillance macro-prudentielle et du financement en dernier ressort des banques doivent, quant à elles, être informées immédiatement et complètement des développements affectant des institutions individuelles qui sont de nature à mettre en danger la stabilité financière.

C'est au gouvernement et au parlement qu'il appartiendra, le moment venu, de tirer les enseignements de la crise concernant l'architecture du système de supervision en Belgique. Ce système devra s'insérer dans la nouvelle structure d'organisation de la surveillance des banques opérant sur une base transfrontalière qu'il est souhaitable de mettre sur pied au niveau européen.

- **consolider les bases de l'économie contribuera au redressement du sentiment plus général de confiance.** Ne pas répéter les erreurs du passé est essentiel: si des mesures s'imposent pour le court terme, il s'indique de garder dans l'orientation des politiques économiques une vision de long terme. Celles-ci doivent continuer à s'inscrire dans les objectifs de stabilité macroéconomique, de soutenabilité à long terme, d'accroissement de la capacité de l'économie à absorber les chocs sans conséquences persistantes et de développement durable. C'est en consolidant les fondamentaux de l'économie que l'on crée les conditions d'un redressement solide et rapide:

1. le **maintien de finances publiques saines dans une optique structurelle** doit rester une priorité. Le gouvernement vient d'adopter le budget de l'État pour l'année 2009 avec pour objectif la réalisation d'un équilibre budgétaire: ce budget repose sur l'hypothèse d'une croissance économique de 1,2 pour cent, mais compte tenu du ralentissement plus brutal que prévu de l'activité, les institutions spécialisées dans la prévision macroéconomique révisent à tour de rôle sensiblement à la baisse ce pronostic (cf. annexe 3 - dernières prévisions du FMI (Table 2.1)).

Dans la plupart des pays, on s'attend, pour l'année prochaine, à un net affaiblissement de la croissance économique et, corrélativement, à une détérioration des finances publiques. La croissance du PIB en 2009 sera vraisemblablement en Belgique plus proche de zéro que de 1 pour cent de sorte que, toutes autres choses restant égales, sous l'effet des stabilisateurs automatiques, le solde budgétaire devrait présenter un déficit de l'ordre d'un demi pour cent, voire plus.

Eu égard à la gravité du ralentissement conjoncturel, accepter cet impact budgétaire automatique du ralentissement économique est un choix raisonnable d'un point de vue contra-cyclique. Ce choix ne peut toutefois devenir le prétexte à un dérapage structurel, sous peine de laisser craindre qu'il soit annonciateur de développements comparables à d'autres épisodes du passé. Pour qu'il soit crédible, il doit être assorti d'un engagement ferme de la part des autorités à replacer le budget des administrations publiques sur la trajectoire qui avait été adoptée (nécessaire en vue d'assurer le financement des conséquences du vieillissement de la population pour la sécurité sociale) dès le retour à un rythme plus normal d'expansion de l'activité économique. La stratégie consistant à dégager des surplus budgétaires structurels est incontournable et ne peut en effet être postposée indéfiniment.

2. **restaurer la compétitivité des entreprises** est un défi auquel on ne peut se soustraire. Le Conseil Central de l'Économie publiera dans les prochains jours son rapport technique sur les marges disponibles pour l'évolution des coûts salariaux, mais tout donne à penser que, de 2006 à 2008, les hausses de ces coûts ont été plus importantes que dans les trois principales économies voisines et que, donc, le handicap de compétitivité-coût de la Belgique s'est creusé.

Pour la première fois depuis le milieu des années 1980, le solde courant de la balance des paiements s'est mué d'un surplus en un déficit et, si le nouveau choc pétrolier y a contribué, force est de constater que les performances à l'exportation de la Belgique se sont fortement détériorées les dernières années, l'industrie belge accusant des pertes relativement plus importantes de parts de marchés que celle de nos principaux partenaires européens. Le handicap de coûts salariaux, conjugué à l'élévation importante des coûts de financement occasionnée par la crise financière, pèse sur la compétitivité des entreprises, en particulier dans l'industrie où celles-ci seront d'autant plus fragilisées que les débouchés extérieurs seront peu porteurs.

Pour surmonter les effets de la crise et restaurer la confiance, les partenaires sociaux doivent être encouragés à conclure un accord interprofessionnel pour la période 2009-2010 qui assure une évolution responsable des salaires et permette, là où c'est nécessaire, de tenir compte des conditions particulières auxquelles les entreprises peuvent être confrontées. Il est aussi souhaitable que la réduction des charges envisagée contribue à alléger les coûts industriels.

La compétitivité ne dépend cependant pas uniquement de la position en termes de coûts; pour être compétitives nos entreprises doivent également innover, aussi bien pour améliorer leur processus de production que pour développer une offre de biens et services plus adaptés ou novateurs. Tant les entreprises que les pouvoirs publics doivent de ce point de vue veiller à l'investissement dans la recherche et l'innovation.

3. pour préserver le pouvoir d'achat, il est clair qu'au niveau national les autorités doivent **contribuer à rétablir la stabilité des prix**, ce qui du reste peut aussi de manière indirecte aider à redresser la compétitivité des entreprises.

Sous l'effet du renchérissement des matières premières et du rythme soutenu de l'activité dans le monde les dernières années, l'inflation s'est accélérée dans l'ensemble des pays avancés, mais cet emballement a été nettement plus marqué en Belgique que dans les autres pays de la zone euro (à l'exception de la Slovaquie). Cette évolution a conduit les instances internationales, en particulier la BCE, à pointer du doigt le système de formation des salaires en Belgique.

Certes, l'accélération de l'inflation trouve son origine dans les hausses récentes des prix de l'énergie (essences, électricité, gaz) et, subsidiairement, des biens alimentaires, et son rythme plus élevé en Belgique s'explique par certains facteurs spécifiques - poids de l'énergie dans l'indice des prix, travaux d'entretien dans une centrale nucléaire, formules de tarification dans le secteur de l'électricité et du gaz, etc. On ne peut néanmoins sous-estimer le risque que cette évolution n'en vienne à s'autoalimenter compte tenu des mécanismes d'indexation propres à la Belgique, qui ne se limitent d'ailleurs pas aux

salaires mais concernent aussi par exemple les loyers d'habitation ou les primes de certains contrats d'assurance.

Dès lors, maintenant qu'une baisse des prix des matières premières s'est enclenchée sous l'effet du ralentissement de l'économie mondiale, il importe que la hausse des prix en Belgique revienne au plus vite sur un sentier plus compatible avec la stabilité des prix et s'établisse ainsi à un niveau proche et même inférieur à celui observé en moyenne dans la zone euro.

Dans cette perspective, il faut veiller à rendre plus concurrentiel le fonctionnement de certains secteurs: des mesures dans ce sens seraient bienvenues notamment dans les secteurs du commerce, de l'électricité, du gaz et des télécommunications. D'une manière générale, un examen systématique des conditions de concurrence dans les différentes filières - des diverses phases de production jusqu'à la distribution - peut permettre la détection d'abus de position dominante et une réduction des coûts et prix; l'Observatoire des prix peut jouer un rôle très utile à cet égard.

Pour ne pas compliquer la conduite de la politique monétaire et favoriser le retour à la stabilité des prix, il est souhaitable de ne pas procéder à des hausses de la fiscalité indirecte et des prix réglementés. Enfin, comme déjà indiqué, une évolution maîtrisée des salaires est nécessaire pour éviter qu'une spirale salaires - prix ne s'amorce.

4. **améliorer la résilience du marché du travail** requiert une attention toute particulière. Le marché de l'emploi s'est considérablement amélioré les dernières années: le rythme de la création d'emplois à été soutenu et le taux de chômage s'est abaissé significativement, revenant à un niveau historiquement bas.

Si cette amélioration est pour part de nature conjoncturelle, il est incontestable que les réformes mises en œuvre y ont aussi contribué. Malheureusement la situation économique présente devrait se traduire par un coup de frein important aux créations d'emplois dans le futur proche, ainsi que par une interruption de la baisse du taux de chômage. Renforcer la résistance du marché travail est donc une priorité urgente. Si la maîtrise des coûts salariaux est nécessaire pour limiter l'impact négatif de la crise sur le marché du travail, il est aussi important que les transitions entre sortie des études et emploi et entre chômage et emploi puissent être les plus courtes possibles et d'éviter que celles-ci ne conduisent comme par le passé à un enlèvement dans le chômage de longue durée ou, pire, à l'inactivité par un retrait définitif et prématuré du marché du travail, sous peine d'affecter durablement le potentiel de l'économie.

Dans un contexte où les restructurations d'entreprises risquent de se multiplier, le bon fonctionnement du système de suivi et d'accompagnement, tout particulièrement en matière de formation, des chômeurs est capital: en coordination avec les autorités régionales, les efforts en la matière devraient même être renforcés, notamment - comme

déjà annoncé par le gouvernement - par une accélération de la procédure pour les nouveaux demandeurs d'emploi, et leur élargissement aux nouveaux demandeurs d'emploi de cinquante ans et plus devrait pouvoir être envisagé en veillant à ce que les modalités soient adaptées à cette catégorie d'âge. Ces travailleurs sont en effet susceptibles d'être, plus que d'autres, exposés aux conséquences du ralentissement conjoncturel, en particulier des restructurations: le bon fonctionnement des procédures spécifiques d'accompagnement dans le cas de restructurations, en particulier des Cellules d'emplois, constitue à cet égard une nécessité. D'une manière générale, un renforcement des incitants à la reprise d'un travail serait aussi bienvenu, comme prévu dans l'accord de gouvernement.

Les partenaires sociaux devraient enfin veiller à ce que les engagements pris en termes de formation soient bien respectés en dépit du ralentissement conjoncturel.

* *
*

Les dispositions déjà prises par les gouvernements fédéral et régionaux et l'Eurosystème en termes d'injections de capital et de liquidités dans le système financier, d'octrois de garanties et d'amélioration des conditions de financement des entreprises devraient contribuer à réduire le risque de contraction de l'offre de fonds, au même titre que les orientations préconisées ci-avant pour restaurer la confiance dans le système financier et l'économie en général (cf. annexe 4 pour un descriptif de l'action de l'Eurosystème pour gérer la crise de liquidités bancaires). Des instruments mis en place de plus longue date, les Centrales de crédit aux particuliers et aux entreprises, sont de nature à faciliter l'offre de crédit dans la mesure où les établissements financiers peuvent évaluer plus sereinement la nature des risques en jeu. Outre le fait qu'elles facilitent un suivi des problèmes de surendettement, ces Centrales offrent l'avantage de permettre à la Banque nationale une détection assez rapide de phénomènes éventuels de rationnement du crédit. Peuvent également favoriser la réduction de ce risque:

- une politique proactive des autorités et des institutions publiques de financement et d'investissement pour **mieux mobiliser les instruments existants de financement des entreprises** et pour en assurer, éventuellement en collaboration avec les fédérations professionnelles, la publicité, voire en envisager l'extension des modalités;
- un **suivi étroit des résultats du Point de contact** mis en place par Febelfin afin d'identifier et de pallier les difficultés d'entreprises à trouver du crédit, en vue si nécessaire, et en concertation avec cette fédération, de prendre les dispositions qui s'indiqueraient pour en améliorer la visibilité et le fonctionnement. L'opportunité d'un mécanisme équivalent pour le crédit hypothécaire aux ménages pourrait être examinée;
- la **mise en œuvre rapide des mesures prévues en matière de renforcement du financement dans le Plan d'action pour les PME** adopté par le gouvernement à la mi-

octobre, notamment les mesures relatives à l'amélioration de l'accès des PME au capital-risque. Les nouvelles dispositions adoptées le 24 octobre pour le Fonds de participation sont à cet égard bienvenues;

- la **stabilité des dispositions budgétaires et fiscales existantes en vue de réduire le coût du financement des entreprises et des ménages**. La déduction pour capital à risque, qui était destinée à renforcer la structure financière des entreprises, devrait avoir réduit leur vulnérabilité à la crise. Il est cependant souhaitable de continuer à suivre l'impact de la mesure, et notamment son incidence réelle pour le budget de l'État, compte tenu notamment du recours possible à des techniques d'optimisation fiscale comme indiqué dans l'avis que la Banque a remis au gouvernement au mois de juillet sur l'incidence de cette mesure.

* *
*

La Belgique est un petit pays et l'ampleur de l'incidence pour l'économie réelle des perturbations dans le système financier dépendra largement des mesures prises dans les autres pays. **Le bénéfice des actions des autorités belges ne pourra toutefois être optimal que si elles s'inscrivent dans une stratégie d'ensemble coordonnée**, tant au niveau de l'Union européenne et de la zone euro qu'au plan mondial. Dans une mesure importante, l'euro a abrité l'économie de conséquences négatives plus importantes encore, si à l'instabilité financière étaient venues s'ajouter les tensions sur les marchés des changes des pays membres. Ceci souligne tout l'intérêt d'actions coordonnées. Dans les jours et semaines à venir, un certain nombre d'initiatives seront certainement prises au plan européen et international. Il importera de veiller ce que les actions nationales soient cohérentes avec ces impulsions, tout comme de concrétiser dans les meilleurs délais au plan national les engagements pris dans ce cadre.

* *
*

Du point de vue de la communication, la gestion politique de la crise financière est délicate dans un environnement où l'incertitude est très importante et la confiance fortement dégradée. Il importe à la fois de garder la mesure et de continuer à faire preuve de détermination. Il n'y a d'ailleurs pas que des mauvaises nouvelles. La détérioration des perspectives conjoncturelles dans le monde, et en Europe plus particulièrement, a contribué à une forte baisse des cours du pétrole brut et des autres matières premières, ainsi qu'à la dépréciation favorable aux entreprises exportatrices de l'euro - longtemps surévalué - par rapport au dollar US. En outre, les banques centrales ont mis tout en œuvre, notamment par le biais d'actions coordonnées, pour limiter l'impact de la crise financière, que ce soit par l'injection massive de liquidités en vue de suppléer au fonctionnement déficient des marchés interbancaires ou par la baisse de leurs taux d'intérêt directeurs. Elles demeurent de surcroît vigilantes en vue de faire face à des risques éventuels d'aggravation.