

Rapport au Parlement

***Commission du secteur privé, de la politique scientifique,
de l'enseignement, des institutions scientifiques et culturelles nationales,
des commerçants et de l'agriculture de la Chambre des Représentants***

La crise financière et ses effets sur l'économie belge : premiers constats et perspectives

Audition de Henri Bogaert, Commissaire au Plan

7 janvier 2009

Table des matières

1. Les causes de la crise.....	1
a. La politique monétaire	2
b. La globalisation des marchés financiers	4
c. La dérégulation du système bancaire	5
d. L'asymétrie d'information	5
2. Quelles sont les conséquences de la crise?	8
a. Le financement des entreprises	10
b. L'effet richesse sur les dépenses de consommation	12
c. Les exportations	12
3. Etat des prévisions pour 2009 et 2010.....	14
4. Considérations sur la politique à mener	17
a. Ne pas se tromper de réponse de politique économique	17
b. Des réformes structurelles sont nécessaires et urgentes	17
5. Conclusion.....	19
6. Références	20

RAPPORT

Mesdames, Messieurs, les membres de la Commission,

Je suis très heureux de faire rapport à cette commission des premiers constats et perspectives concernant l'économie réelle après la crise financière qui a atteint son paroxysme le 15 septembre de l'an dernier avec la faillite de Lehman Brothers. Presque 4 mois après cet événement, il est toujours difficile de bien discerner quels seront les effets sur la croissance et l'emploi de la crise et par quels canaux de transmission la crise, qui est avant tout financière, influence ou influencera la sphère réelle. Dès le mois d'octobre, le gouvernement a demandé au BFP, ainsi qu'à la BNB, une opinion sur les effets de la crise et sur les mesures à prendre. Le rapport a été présenté aux gouvernements fédéral et régionaux le 5 novembre. Vous trouverez copie de cette note dans le dossier qui a été transmis à la Commission. Aujourd'hui, cette audition me permet de faire le point sur ce que nous avons appris depuis ce moment. Je voudrais passer en revue 4 questions qui restent encore largement ouvertes, et sur lesquelles je ne doute pas que la recherche universitaire se penchera pendant longtemps encore. Il s'agit, successivement, des causes de la crise financière et de ses conséquences directes, je donnerai ensuite brièvement l'état des prévisions macro-économiques pour la Belgique et je terminerai par quelques considérations de politique économique. Je ne développerai pas les considérations de politique macro-économiques, celles-ci l'ont été amplement dans la note du mois d'octobre.

1. Les causes de la crise

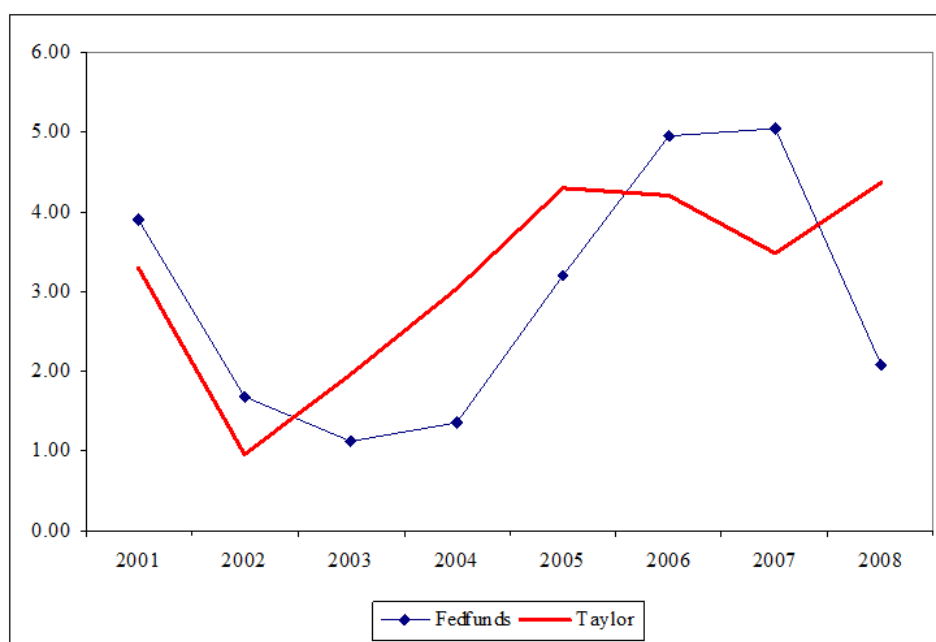
Plusieurs mois après son déclenchement, un consensus semble émerger sur les origines de la crise financière. Celle-ci serait le résultat de la conjonction de 4 phénomènes. Aucun de ces phénomènes n'est à lui seul le responsable de la crise, chacun a son importance pour faire de celle-ci une crise profonde et mondiale. Ces 4 phénomènes sont : une politique monétaire américaine trop longtemps fortement expansionniste de 2002 à 2005 qui a encouragé l'endettement ; la globalisation des marchés financiers qui a rendu possible cet endettement en permettant le financement des déséquilibres internationaux ; la dérégulation du système bancaire et l'asymétrie d'information concernant les risques de défaut de remboursement qui s'est fortement étendue et approfondie dans les marchés financiers.

Je passerai ces phénomènes très brièvement en revue, car ils sont, à présent, assez bien connus.

a. La politique monétaire

En raison de la crainte de ralentissement prolongé de l'activité consécutif à la récession de 2001 aux Etats-Unis, la Federal Reserve, ainsi que d'autres banques centrales, a mené une politique de faibles taux d'intérêt pendant une très longue période. Ainsi, le taux d'intervention de la Fed est resté largement inférieur à la règle de Taylor¹ de 2002 à 2005 inclus (graphique 1). Cette politique a provoqué le développement d'une série de bulles spéculatives dans les marchés d'actifs : le marché immobilier, le marché des actions et le marché des matières premières (graphiques 2 et 3). La hausse continue du prix des actifs a conduit à une surévaluation des rendements réels de ces actifs qui comparés au coût assez faible du crédit, a encouragé l'endettement jusqu'au surendettement, en particulier des ménages américains². La baisse du taux d'épargne qui en a résulté a entraîné des déséquilibres persistants et entretenus de la balance courante des Etats-Unis vis-à-vis du reste du monde.

Graphique 1 : Taux d'intérêt de la Fed de 2001 à 2008 et règle de Taylor



Source : calculs propres. Thomson datastream.

¹ La règle de Taylor est une règle empirique qui établit que l'évolution du taux d'intérêt d'intervention de la banque centrale est, en moyenne, déterminée par une combinaison linéaire de l'output gap (écart entre l'output courant et l'output potentiel) et de la différence entre l'inflation courante et l'objectif d'inflation. Cette règle a été avancée par Taylor pour expliquer le comportement des autorités monétaires américaines.

² Le ratio consommation – PIB a atteint 72 pour cent aux Etats-Unis, alors qu'il est en moyenne de 67 pour cent. Un retour à un taux d'épargne plus en ligne avec la moyenne historique demanderait un ajustement de la croissance économique long ou important à court terme.

Graphique 1 bis : Taux d'intérêt réels d'intervention des banques centrales



Source : Thomson datastream.

Graphique 2 : Prix des matières premières, 2001-2008



Source : Thomson datastream.

Graphique 3 : Prix des actions, 2001-2008

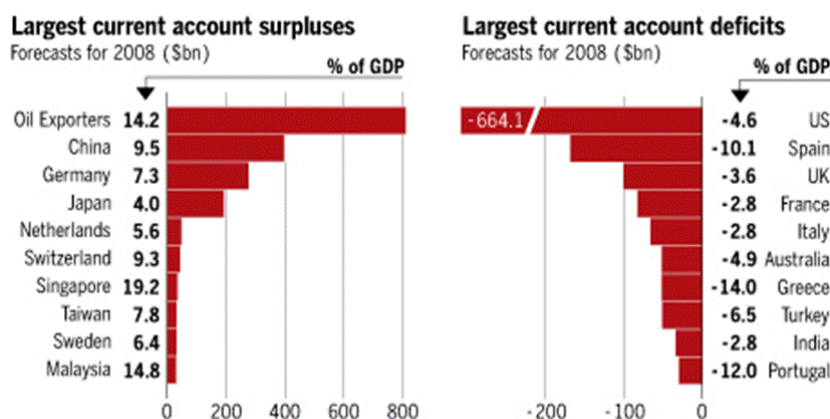


Source : Thomson datastream.

b. La globalisation des marchés financiers

La globalisation des marchés financiers, conjuguée aux déséquilibres des balances courantes, a permis à ces bulles spéculatives de se disséminer dans le monde, les marchés financiers jouant pleinement et efficacement leur rôle de financement des pays en déficit par les pays en surplus. De plus, le rôle de certains pays émergents a contribué à amplifier ces bulles spéculatives. La faiblesse des taux d'intérêt a, en effet, été entretenue par la croissance de l'épargne, notamment les bénéfices réservés des entreprises chinoises, qui ne trouvaient pas de débouchés locaux en raison du sous-développement des marchés financiers domestiques. Enfin, la relative fixité du taux de change de la devise chinoise - et d'autres pays émergents en forte croissance - vis-à-vis du dollar à un niveau manifestement sous-évalué, a contribué à maintenir la stabilité des prix, aux Etats-Unis en particulier, ralentissant la transformation des bulles spéculatives en processus d'inflation et n'incitant donc pas les banques centrales à resserrer les conditions monétaires lorsqu'il était devenu évident que l'on était en présence de bulles spéculatives. Ce n'est que la hausse du prix du pétrole qui a entraîné la reprise de l'inflation et a provoqué un resserrement de la politique monétaire en 2007. Début 2008, le relâchement de la politique monétaire américaine, suite à l'éclatement de la bulle spéculative immobilière, a, à nouveau, créé une bulle spéculative, sur le pétrole cette fois, qui n'a elle-même éclaté que lors de la crise financière de septembre (Taylor, 2008).

Tableau 1 : Solde de balances courantes, en milliards de dollars et en pourcentage du PIB, 2007



Source : Financial Times.

c. La dérégulation du système bancaire

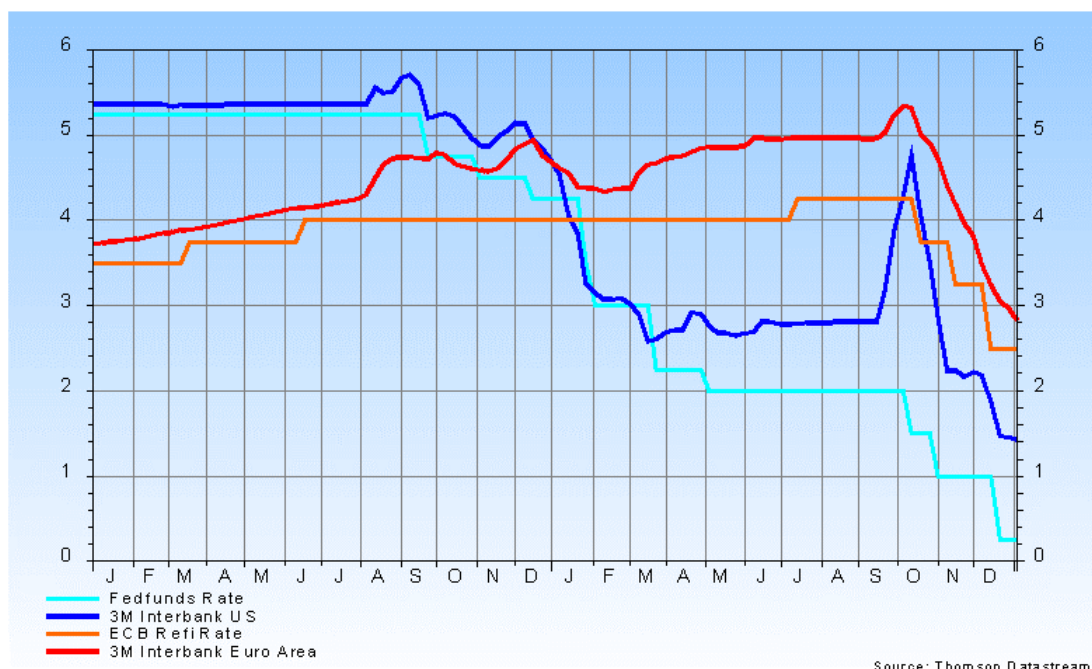
La dérégulation des marchés financiers a permis aux banques d'accroître leur bilan avec des effets de levier très importants. A la recherche de placements rémunérateurs pour cette surabondance de moyens - recherche nécessairement internationale dans le cas d'établissements résidant dans des pays, comme la Belgique, en surplus de balance courante - les investissements se sont portés sur des produits de plus en plus risqués, (ou plutôt dont le risque était mal évalué car dilué que ce soit par les banques elles-mêmes ou par les agences de notation). De plus, les banques ont pu prendre ces risques parce qu'elles étaient doublement assurées : d'une part, par la possibilité de refinancement auprès de la banque centrale et, d'autre part, grâce à la mutualisation des risques qu'assuraient les nouveaux produits financiers. Les déposants bénéficiant d'une assurance sur leurs dépôts, étaient, quant à eux, peu enclins à prendre en considération les risques réellement supportés par les banques. Les produits financiers nouveaux ont, par ailleurs, permis, grâce à la titrisation de crédits et la mise hors bilan ou la vente à des fonds d'investissements, de créer des crédits en dehors de la zone de contrôle prudentiel des autorités de régulation.

d. L'asymétrie d'information

Dès le moment où les bulles spéculatives se sont dégonflées, dès mi-2007, puis ont éclaté, les risques de défaut de remboursement se sont accrus et le problème de l'asymétrie d'information, créé notamment par les innovations financières, est apparu dans toute son ampleur. L'incertitude quant à la qualité des produits, comme les produits hypothécaires titrisés, a entraîné, dans une première phase, leur décote et, dans une seconde phase, la disparition du marché lui-même (phénomène bien connu, mais mal anticipé, depuis le papier du Prix Nobel Akerloff en 1970). Ces pertes de valeur dans le bilan des banques détentrices de ces produits ont provoqué des réactions en chaîne. Afin de ne pas être déclarées insolvables, les banques n'avaient d'autres moyens que de procéder à des opérations de sauvetage : absorption par d'autres banques moins exposées, réduction d'actif (crédits ou titres) ou recapitalisation. L'excès

d'offre de titres a entraîné la chute de leurs prix et, donc, de nouvelles pertes de valeur. Dès lors, les craintes et l'incertitude sur la solvabilité des banques elles-mêmes ont propagé le problème de l'asymétrie d'information au marché interbancaire, ceci a provoqué l'augmentation des taux d'intérêt des prêts interbancaires (graphique 4) et de l'ensemble des taux qui y font référence, puis le quasi assèchement du marché. La première réaction a été de grande ampleur : elle a consisté dans l'absorption des banques d'investissement par les banques de dépôts, l'approvisionnement en fonds des unes par les autres ne pouvant plus se faire par le marché. De plus, les banques de dépôts, n'ayant plus la faculté de se financer auprès d'autres banques, se sont tournées vers la banque centrale pour se procurer des liquidités. De peur que le problème de liquidité ne se transforme en problème d'insolvabilité, les banques centrales se sont, en quelque sorte, substituées au marché interbancaire en créant toutes les liquidités nécessaires et en baissant spectaculairement les taux d'intervention. Ce qui apparaît, dès lors, comme une crise de liquidité, n'est, en fait que la stigmatisation du symptôme et non de la cause de la crise. En fait, le problème fondamental est que les pertes de valeur à l'actif du bilan des banques imposent à celles-ci soit de réduire leurs crédits, soit d'être recapitalisées. Pour l'économie dans son ensemble, il est évident que le type d'opération le moins dommageable est celui qui n'entraîne pas une réduction des crédits c'est-à-dire la recapitalisation. C'est ce type d'opération que les Etats ont fini par mettre en œuvre avec succès.

Graphique 4 : Ecart de taux sur le marché interbancaire : dollar et euro



Source : Thomson datastream.

Il faut bien se rendre compte que c'est la *conjonction* de ces quatre phénomènes qui a engendré la crise que nous vivons³. Pour combattre efficacement celle-ci, il faut s'attaquer à ses causes premières, à savoir le risque de défaut et l'asymétrie d'information accrus. Comment réduire ce risque de contrepartie ? Les solutions ne sont ni simples, ni rapides, mais l'expérience des crises résolues efficacement, en particulier en Suède dans les années 90', montre le chemin (Ingves and Lind, Décembre 2008). C'est la raison pour laquelle les banquiers centraux (voir par exemple : Bini Smaghi, 1 December 2008 ou Trichet, 23 décembre 2008) recommandent aux Etats et aux institutions de crédit de : (1) faire la transparence sur la situation réelle des banques, même si cela fait apparaître des pertes, (2) recapitaliser bien au-delà du minimum requis par les ratios de Bâle, (3) pour cela, avoir un canevas très transparent d'intervention des Etats, si la recapitalisation ne peut se faire par le marché. Au vu des péripéties de l'intervention des pouvoirs publics dans le financement des principales banques belges, il y a lieu de s'interroger s'il ne serait pas nécessaire de légiférer dans ce domaine afin de donner aux autorités publiques les moyens d'intervenir, en toute transparence et en toute sécurité juridique, dans l'intérêt général, y compris en se substituant aux organes de gestion et de décision des établissements financiers.

Selon différents analystes, il est probable que nous ne soyons pas au bout des nécessités de recapitalisation : un second tour dans les défauts de paiements, qui semble devoir arriver dans le marché immobilier américain, et les effets de la crise sur les faillites d'entreprises non financières sont deux facteurs qui pourraient accroître les besoins de recapitalisation. Ainsi, selon un récent article dû à Alan Greenspan (The Economist), aux Etats-Unis, un effort public de 250 milliards de dollar complémentaire doublerait l'effort fait jusqu'ici et porterait le seuil de capital à 14 pour cent au lieu des 8 prévus dans les accords de Bâle.

Par ailleurs, afin de ne pas amplifier la crise financière par les faillites d'entreprises non financières, des actions macroéconomiques sont plus que nécessaires : pour les banques centrales, il s'agira de procurer les liquidités nécessaires en abondance et à des conditions avantageuses de telle sorte que les taux d'intérêt diminuent et contribuent à soutenir l'activité économique ; pour les Etats, il s'agira de relancer l'activité en collectant l'épargne qui ne trouve plus à s'investir à des conditions de risque jugées acceptables, et en investissant cette épargne dans des dépenses d'avenir. C'est l'essence des politiques keynésiennes appelées ardemment de leurs vœux par les organisations internationales comme le FMI, l'OCDE ou la Commission européenne (voir par exemple : Olivier Blanchard, décembre 2008, ou la Communication de la Commission européenne sur le Plan de relance).

³ Pour certains analystes, c'est la politique monétaire qui endosse la principale responsabilité de la crise (Taylor,2008), pour d'autres (De Grauwe,2008, par exemple), c'est la dérégulation du système bancaire qui, de toutes façons, aurait conduit un jour ou l'autre à la crise.

2. Quelles sont les conséquences de la crise?

Ces différentes évolutions conduisent à une très forte et rapide détérioration du climat de confiance dans un contexte où l'asymétrie d'information règne sur les marchés financiers. En principe, les banques ont un rôle central à jouer pour servir d'intermédiaire entre épargnants et investisseurs en réduisant l'asymétrie d'information grâce à leur spécialisation dans la sélection des débiteurs. Mais dans la situation présente, les banques sont incapables de remplir pleinement ce rôle. Comme on vient de le montrer, elles sont confrontées à : (1) des pertes importantes sur des actifs toxiques, (2) des problèmes pour augmenter leur capital pour faire face à ces pertes, (3) une difficulté d'assurer leur liquidité par le principal moyen qu'elles utilisaient jusqu'à maintenant, c'est-à-dire : l'interbancaire où les banques sont elles-mêmes sujettes à l'asymétrie d'information, et, enfin, (4) une difficulté accrue à assurer une sélection correcte des débiteurs au fur et à mesure que la crise s'étend aux différentes branches de l'économie.

Dès lors, pour les secteurs non financiers, la crise actuelle se caractérise par :

- La réduction de la capacité de prêter des banques donnant lieu à une hausse des primes de risque sur les crédits et/ou une restriction des conditions d'attribution des crédits ;
- L'effondrement du marché des valeurs mobilières, d'abord causé par l'effondrement du prix des actions des institutions financières, puis entretenu par l'effondrement du prix des actions des autres entreprises cotées ;
- L'augmentation rapide et importante de la prime de risque, à catégorie de risque inchangé, sur les marchés obligataires pour les débiteurs autres que l'Etat⁴, mais aussi dégradation générale des entreprises dans les catégories de risque (graphique 5) ;
- Pour certains pays, l'effondrement du marché immobilier qui corrige la bulle spéculative pèse sur l'investissement en constructions nouvelles. Cet ajustement semble, pour l'instant, très limité sur le marché belge. On assistera néanmoins à une forte réduction de la croissance de l'investissement résidentiel (graphique 8), en partie justifiée par la hausse modérée du coût (graphique 6).

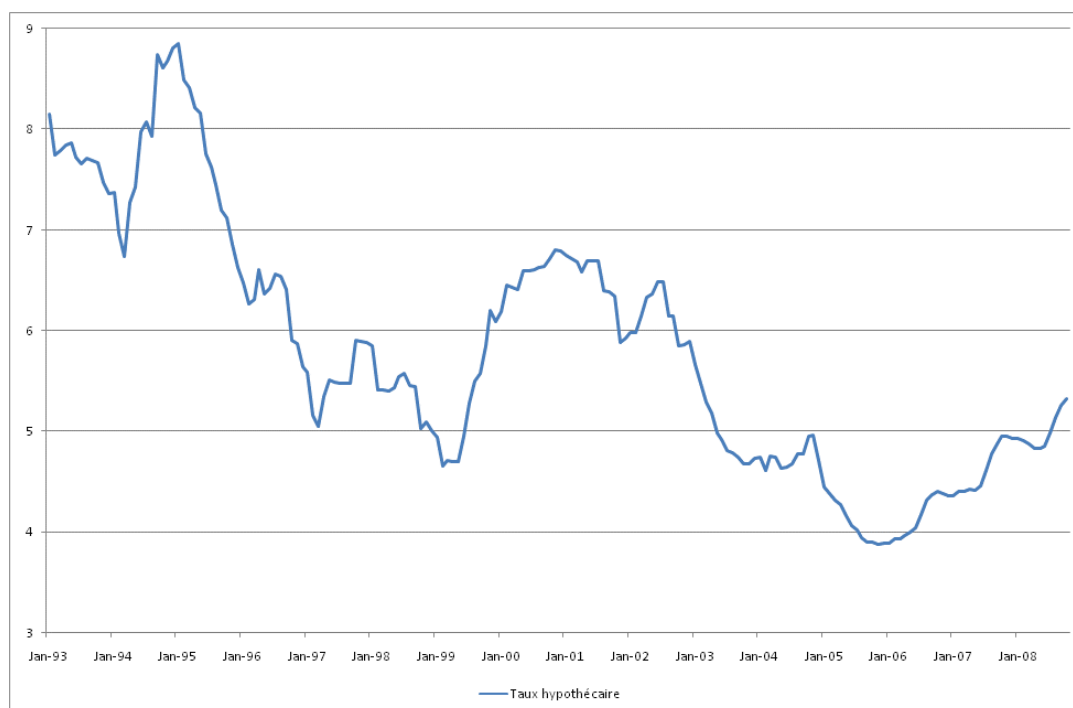
⁴ Certains Etats européens, dont la Belgique, voient les écarts de taux avec l'Allemagne augmenter.

Graphique 5 : Taux d'intérêt sur les obligations d'entreprises



Source : Thomson datastream.

Graphique 6 : Taux d'intérêt hypothécaire



Ces différents chocs ont des effets sur les secteurs non financiers de l'économie à travers une série de canaux de transmission qui finalement influencent négativement la demande effective globale et créent un écart entre la production effective et la production potentielle : le financement des entreprises, l'effet richesse sur la consommation et les exportations. Par contre, certains effets de la crise ont des impacts positifs sur la demande effective globale : la diminution de l'inflation et, en particulier, du prix des matières premières et les plans de relance.

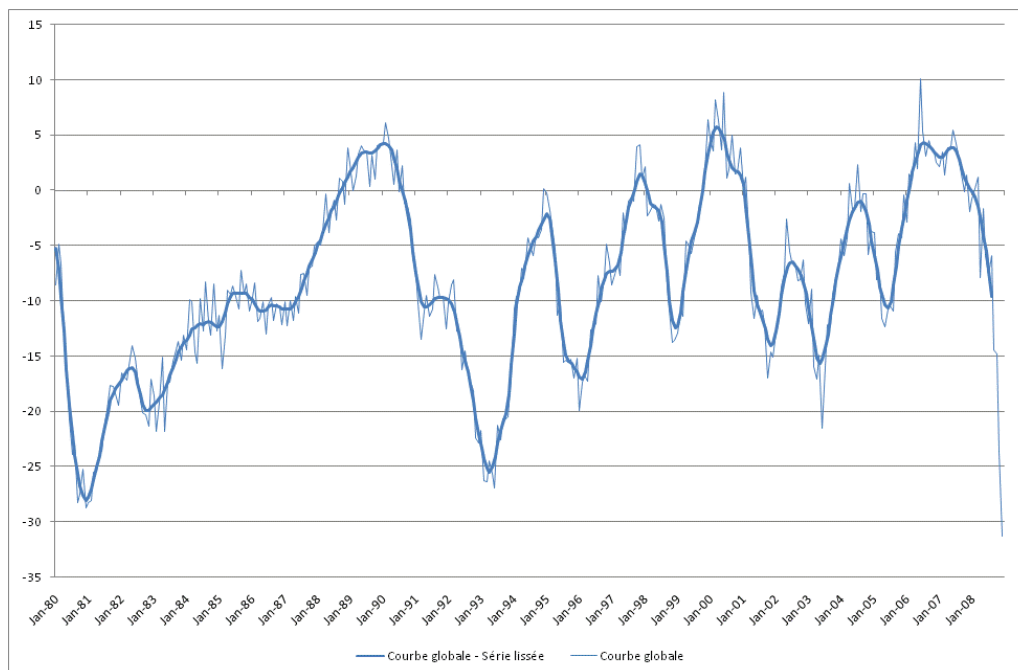
a. Le financement des entreprises

Les difficultés de financement des entreprises peuvent induire une réduction très importante de leurs investissements. Cinq canaux peuvent être identifiés :

- Le canal du crédit : les PME n'ont généralement accès qu'à une seule source de financement extérieur, à savoir les prêts bancaires. Or, ceux-ci se tarissent ; donc de nombreuses PME sont en difficulté et, celles qui ne le sont pas, sont bloquées dans l'extension de leurs activités. En Belgique, les statistiques ne montrent pas encore de réduction du crédit aux entreprises, mais une réduction de leur croissance liée notamment au resserrement des conditions d'attribution. A ce sujet, il convient de prendre en compte le fait que les banques, même en difficulté, sont liées par les accords précédemment signés, notamment via les lignes de crédits aux entreprises non financières.
- Le canal du bilan : la valeur nette des entreprises leur sert de garantie implicite pour obtenir des prêts bancaires. Or, la chute du prix des actions diminue la valeur nette des entreprises et donc leur capacité à emprunter.
- Le canal du cash flow : la crise économique s'accompagne d'une détérioration du cash flow des entreprises. Or, ce dernier joue le même rôle de collatéral auprès des banques que la valeur nette. Heureusement, une source de résilience est que la profitabilité des entreprises était, avant la crise, généralement élevée, que ce soit en Belgique ou dans le monde.
- Le canal de la désinflation inattendue : la croissance des prix a tendance à diminuer rapidement, alors que les taux d'intérêt nominaux des dettes des entreprises sont fixes. Cela devrait contribuer à détériorer encore davantage leur cash flow et donc leur capacité de remboursement et d'emprunt futur.
- Etant donné l'évolution des primes de risques et malgré la baisse des taux directeurs, le coût du capital des entreprises augmente, réduisant les incitants à investir. Le canal du Q de Tobin est aussi actif. Tobin définit le ratio Q comme le rapport entre la valeur de marché des entreprises et le coût de remplacement du capital. Si Q est faible, le prix de marché des actions est bas relativement au coût de remplacement du capital et le nouvel équipement est donc onéreux relativement à la valeur de marché des entreprises. Les entreprises ne peuvent donc émettre des actions pour financer leur investissement et cela déprime l'activité économique. Ce canal devrait se matérialiser par des mouvements de consolidation dans différentes branches d'activités.
- Les difficultés de financement des entreprises et leurs impacts sur l'investissement et sur la demande globale, se reflètent dans la courbe de conjoncture de la BNB au point que le ni-

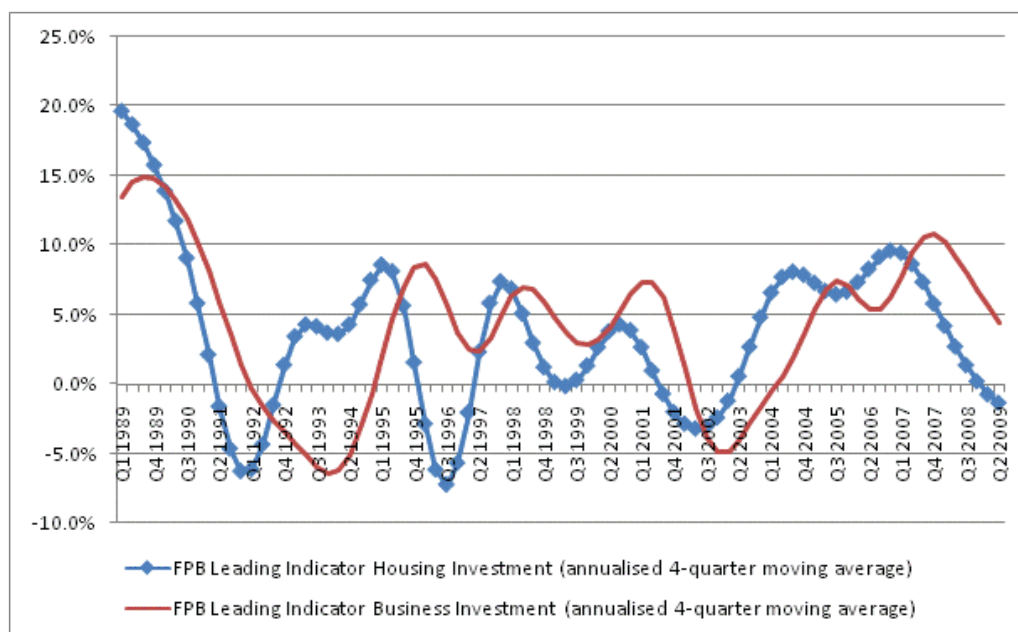
veau atteint par cette courbe est aujourd'hui plus faible que celui des deux récessions de 1980-81 ou de 1993 (graphique 7).

Graphique 7 : Enquête mensuelle sur la conjoncture



Source : BNB.

Graphique 8 : Indicateurs avancés de l'investissement en logements et de l'investissement industriel

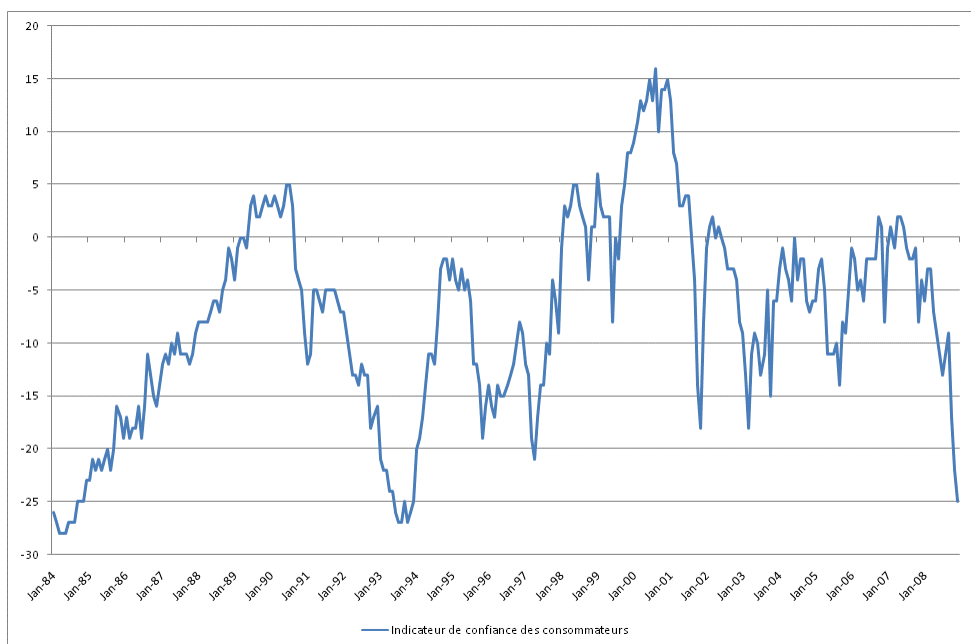


Source : SPF Economie.

b. L'effet richesse sur les dépenses de consommation

Le canal des effets richesse négatifs opère lui aussi, car la chute des cours boursiers, doublée de la chute des prix immobiliers dans certains pays, entraînent une diminution de la valeur du patrimoine des ménages et les poussent à réduire leur consommation. De plus, cette diminution du patrimoine des ménages réduit d'autant leur capacité d'emprunt auprès des banques. L'indice de confiance des ménages en Belgique a atteint, lui aussi, un niveau proche de celui des deux récessions de 1981 et de 1993.

Graphique 9 : Indicateur de confiance des ménages

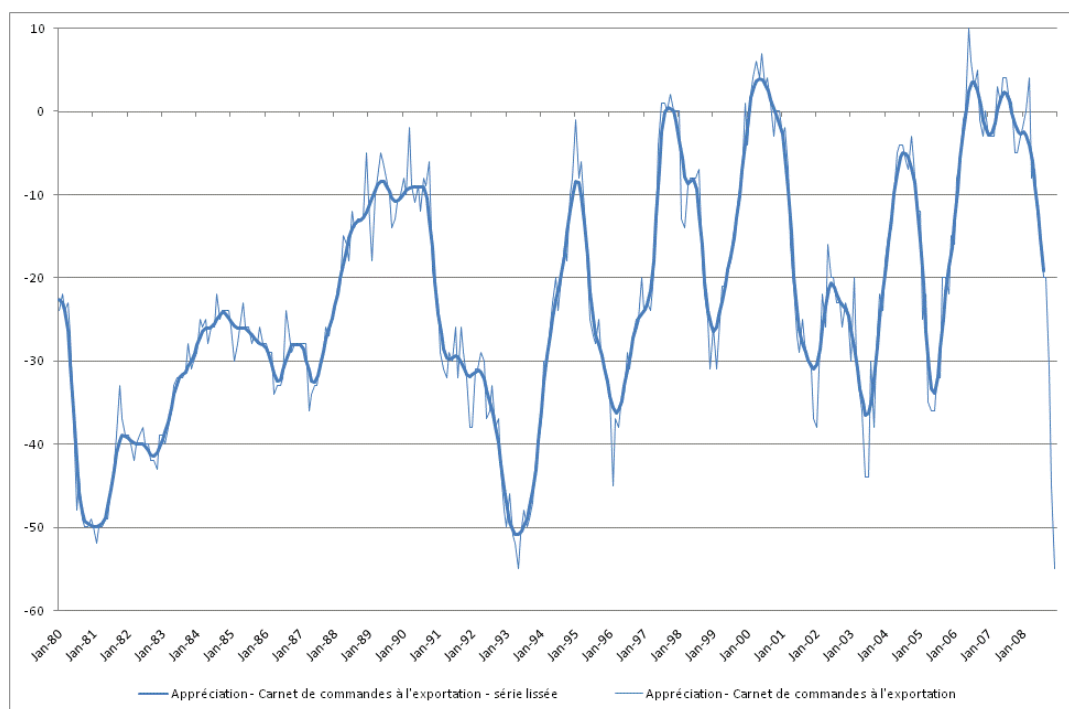


Source : BNB.

c. Les exportations

Le canal des exportations nettes peut aussi agir dans les pays dont la monnaie s'apprécie (le Japon et l'Europe, par exemple). Dans une petite économie largement ouverte comme celle de la Belgique, le commerce extérieur est le principal canal de transmission de la récession qui trouve son origine au plan international.

Graphique 10 : Appréciation du carnet de commandes à l'exportation



Source : BNB.

Le nœud du problème est que l'économie mondiale est entrée dans un cercle vicieux : les premiers signes du ralentissement économique attendu en début 2008 ont alimenté une crise bancaire et financière inattendue qui amplifie le retournement économique et le transforme en récession qui elle-même renforce la crise financière qui, elle-même, risque de déboucher sur une déflation.

Les interventions publiques ont pour l'instant évité le pire et ralentit le cercle vicieux mais ne semblent pas l'avoir enrayé. Pour l'enrayer, il faut absolument que la récession ne s'accompagne pas de la disparition de capacités de production rentables, ce qui réduirait d'autant l'output potentiel. Un retournement économique s'accompagne de l'assainissement de l'activité dans la mesure où toute une série d'acteurs qui n'étaient pas suffisamment productifs (au sens large) disparaissent. Mais une dépression va s'accompagner de la destruction d'entreprises tout-à-fait productives et rentables et d'une réallocation très rapide des processus de production à l'échelle de la planète. Une espèce d'overshooting de l'ajustement économique qui sera socialement inacceptable. La situation est encore compliquée dans le cas de la zone euro par le fait que, si tous les pays ont à gagner au plan de relance commun, tous ont intérêt à laisser leurs voisins le financer. En particulier, les situations des pays avant la crise ne sont pas les mêmes, tant en termes d'état des finances publiques qu'en termes de compétitivité. Cette situation pèse sur la confiance du public qui a très bien senti la difficulté de l'Europe à parler d'une seule voix et à envisager des solutions concrètes. Or le retour de la confiance est crucial dans la résolution de cette crise.

3. Etat des prévisions pour 2009 et 2010

Comme vous le savez, le BFP est chargé par la loi de faire les prévisions macro-économiques sur lesquelles repose le budget. A ce titre, nous réalisons une prévision début septembre pour le budget, et en février pour le contrôle budgétaire. Cette année a été particulière puisque nous avons remis ces prévisions macro-économiques, appelées budget économique, le 11 septembre, et qu'à cette date, nos prévisions étaient parmi les plus pessimistes avec une croissance de 1,2 pour cent pour l'année 2009. Le 15 septembre, arrive la crise bancaire. En quelques jours, de grandes banques, aux Etats-Unis et en Europe, deviennent insolubles. Pour éviter le « bank run », les banques centrales injectent massivement des liquidités dans le système bancaire, allant même aux Etats-Unis jusqu'à financer des « Commercial papers » d'entreprises. Les Etats interviennent tout aussi massivement pour recapitaliser les banques et garantir les dépôts et les crédits interbancaires.

A ce moment et pour les mois qui vont suivre, faire des prévisions n'est plus possible, ni même souhaitable⁵. Allons-nous vers un ralentissement plus prononcé, vers une récession ou vers une dépression ? Et, en effet, cette crise ressemble furieusement à celle de 1929, si ce n'est la réaction rapide et agressive tant des autorités politiques que monétaires. Depuis lors, nous avons établi une règle entre nous : les prévisions de croissance du PIB de 2009, rendues publiques par divers organismes, diminuent de 0,2 pour cent par semaine ! Un aperçu de cette évolution est donné au tableau 2. Depuis 3 mois, cette évolution se confirme assez bien. Au tableau 3 qui suit, j'ai repris l'estimation du BFP des principaux indicateurs macro-économiques, faite à l'occasion de la publication par l'OCDE de sa prévision de novembre. Comme on le voit, la croissance du PIB est négative en 2009 (-0,3 pour cent), mais une reprise s'engage à partir de mi-2009 et la croissance de 2010 remonte à 1,5 pour cent. L'inflation se réduit fortement, grâce notamment à la diminution du prix du pétrole et des autres matières premières. Cette récession conduit cependant à prévoir une augmentation du chômage de 60.000 personnes sur ces deux années. Le solde budgétaire, avant plan de relance, serait déficitaire de -1,6 pour cent du PIB en 2009 et -2,4 pour cent du PIB en 2010.

⁵ Le BFP a néanmoins élaboré des projections qui évaluent les conséquences pour l'économie belge des scénarios successifs élaborés par les organisations internationales.

Tableau 2 : Evolution du consensus des prévisions de croissance en 2009 du PIB américain et de celui de la zone euro, The Economist

	US	Euro Area
June	1.5	1.5
July	1.3	1.3
August	1.2	1.2
September	1.3	0.9
October	0.6	0.6
November	-0.2	-0.1
December	-1	-0.9

Source : calculs propres. The Economist.

Tableau 3 : Projection réalisée par le BFP en Novembre sur base des « Perspectives Economiques » de l'OCDE

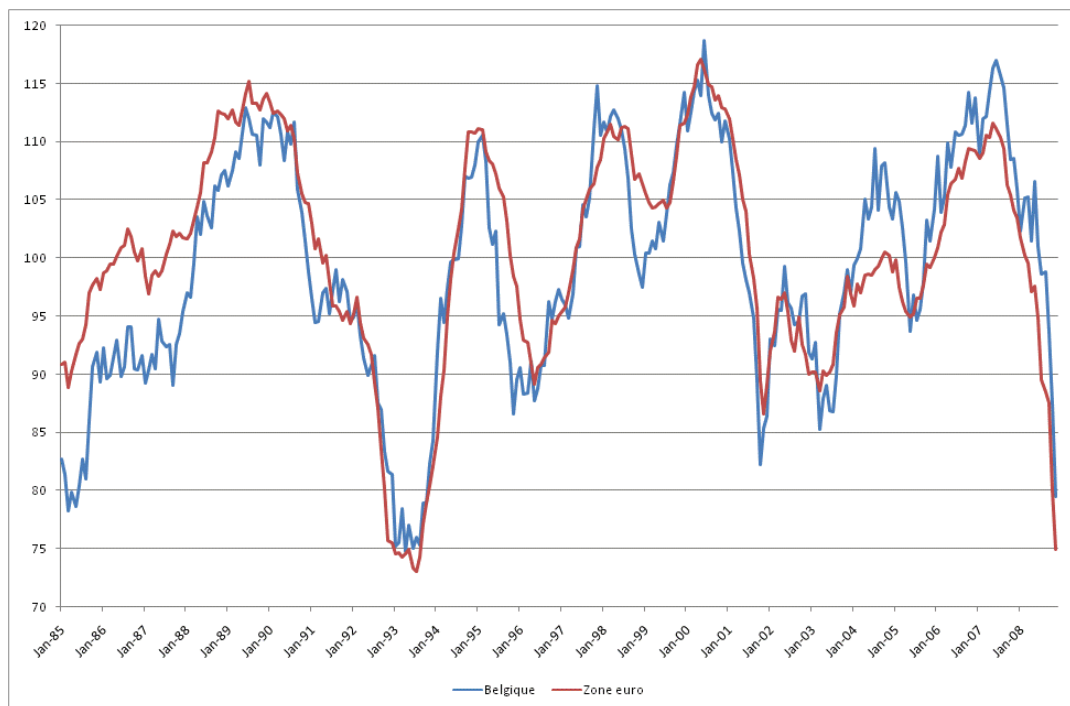
	2007	2008	2009	2010	2011-2013
Croissance du PIB	2.8	1.4	-0.3	1.5	2.2
Taux d'inflation	1.8	4.6	1.6	1.4	1.5
Emploi intérieur (variations en milliers)	72.8	60.8	-2.7	12.7	29.3
Taux de chômage (définition BFP)	12.6	11.9	12.4	12.9	13.2
Variations du chômage (milliers)	-62.1	-31.7	31.4	29.6	11.8
Solde budgétaire (% du PIB)	-0.3	-0.8	-1.6	-2.4	-2.7
Dette publique (% du PIB)	83.9	87.1	86.4	86.1	85.7
Balance extérieure courante	2.4	0.5	1.4	1.5	1.5

Source : BFP.

Depuis le mois de novembre, les attentes des prévisionnistes se sont encore détériorées. Le consensus de The Economist est en décembre de -0,9 pour cent pour 2009 dans la zone euro et -0,4 pour la Belgique. Les indicateurs conjoncturels (graphique 11) sur la confiance des entreprises et des consommateurs ont connu, fin de l'année passée, une chute impressionnante, que ce soit dans la zone euro ou en Belgique. Ces indicateurs sont à présent à un niveau légèrement inférieur à celui qu'ils avaient atteint en 1993 ou en 1981 : les deux années de forte récession en Belgique depuis la seconde guerre mondiale. En 1981, la récession a atteint -1,07 pour cent, mais la croissance cumulée sur trois ans de 1980 à 1983 a été négative de -0,13 pour cent. L'emploi s'est détérioré progressivement durant les années 81 à 83. Pour ces trois années cumulées, l'emploi a diminué de 157.000 unités et le chômage a augmenté de 216.000 unités. Par comparaison, la récession de 1993 a été moins dramatique. La diminution du PIB a, certes, atteint 2 pour cent, mais sur les trois années cumulées de 1991 à 1994, la croissance du PIB a été de 1,15 pour cent. Les pertes d'emploi sur les années 92 à 94 ont été de 38.000 unités et le chômage a

augmenté de 154.000 unités. Au cours de ces deux récessions, le déficit des administrations publiques a connu un accroissement important, et même considérable, pour ce qui est de la récession de 1981.

Graphique 11 : Economic sentiment dans la zone euro et en Belgique



Source : Thomson datastream.

Tableau 4 : Croissance et emploi durant les deux dernières récessions importantes

	1981	1982	1983	1980-1983	1992	1993	1994	1991-1994
Croissance de la valeur ajoutée (%)	-1,07	0,66	0,28	-0,13	0,34	-2,08	2,89	1,15
Emploi (*)	-62	-48	-47	-157	-5	-21	-12	-38
Chômage (*)	84	79	53	216	42	75	38	154
Déficit public (en % du PIB)	-15.4	-12.3	-14.5	-	-8.1	-7.4	-5.1	-
Déficit public (variations en % du PIB)	-6.0	3.1	-2.2	-5.1	-0.7	0.7	2.3	2.3

(%) Variations en pour cent et cumul des variations sur trois ans en pour cent

(*) Variations en milliers de personnes et cumul des variations sur trois ans

Source : BFP, base de données EUKLEMS

Un rapide calcul fait avec nos modèles montre qu'une détérioration du contexte global tournant autour d'une réduction du PIB de -1,3 pour cent en 2009 et une croissance de seulement 1 pour cent en 2010, ferait augmenter le chômage de près de 100.000 unités sur les deux années. Il faut noter que cette augmentation du chômage ne serait due qu'à concurrence de 23.000 à des destructions nettes d'emplois, le reste étant le résultat de la progression de l'offre de travail. Dans cette hypothèse, le déficit budgétaire (avant plan de relance) serait de 2 pour cent du PIB en

2009 et de 3 pour cent du PIB en 2010. Il est donc très probable que la limite de 3 pour cent du Traité de Maastricht soit atteinte et même dépassée en 2010.

Toutes ces prévisions restent très incertaines. L'incertitude trouve son origine, d'une part, dans la difficulté de bien comprendre les causes de la crise et, d'autre part, dans les hésitations concernant les politiques à suivre et l'ampleur des plans de relance qui seront finalement mis en œuvre. Il en résulte une extrême volatilité des prévisions sur les marchés et une perte de confiance qui progressivement se généralise à l'ensemble de l'économie.

4. Considérations sur la politique à mener

a. Ne pas se tromper de réponse de politique économique

Comme nous l'avons indiqué au Gouvernement en Octobre (Bureau fédéral du Plan, Octobre 2008), la crise que nous connaissons est avant tout une crise financière et les principales actions correctrices urgentes doivent viser en priorité à réparer le fonctionnement du système financier. Les plans de relance budgétaires recommandés au niveau international sont, certes, nécessaires pour éviter que les risques de défaut ne se généralisent à l'ensemble de l'économie et limiter le cercle vicieux évoqué plus haut, mais ils doivent compléter de manière ciblée et temporaire les actions menées dans la sphère monétaire et financière. Le risque est de se retrouver dans un scénario « à la japonaise » où les risques de défaut importants et l'asymétrie d'informations persistent, malgré des actions gouvernementales sans doute insuffisantes. Le credit crunch et le coût réel de financement élevé des entreprises et des ménages qui en résulte réduisent la demande finale. En conséquence, l'output gap devient fortement négatif et induit un processus de désinflation d'autant plus dangereux qu'il est mondial, dans le cas présent, et peut conduire à une dynamique de déflation. A partir de là, les taux directeurs de la banque centrale ne pouvant descendre en dessous de zéro, la politique monétaire devient impuissante. La politique budgétaire peut tenter de prendre le relais pour maîtriser la dynamique de la déflation, mais avec un taux d'intérêt nominal proche de zéro et une inflation négative, les taux d'intérêt réels restent élevés et continuent d'agir comme un frein à la reprise. Faute d'avoir pris des mesures structurelles d'envergure sur les marchés financiers et des mesures de soutien temporaires, elles-aussi, d'envergure, l'output gap reste négatif, le processus de déflation se poursuit et la dette publique, alimentée par les déficits destinés à soutenir la demande globale, prend une trajectoire explosive.

Il est encore trop tôt pour dire si nous sommes dans un tel scénario, mais manifestement tout est fait par les autorités politiques et monétaires pour l'éviter.

b. Des réformes structurelles sont nécessaires et urgentes

Sans vouloir entrer dans des débats qui se déroulent dans des commissions et forums appropriés, on peut imaginer que des questions se posent à propos des 4 phénomènes qui ont conduit à la crise.

- Ne faudrait-il pas revenir à une politique monétaire plus conforme à celle qui a été menée avec succès durant la période dite de la grande modération des années 90' et dont la règle de Taylor est une bonne description (Great moderation par opposition à Great depression). Ceci devrait limiter l'apparition de bulles spéculatives. Les banques centrales doivent-elles prendre en compte l'apparition de bulles spéculatives dans la définition de leur politique monétaire ? Cette question reste l'objet de débat, mais du côté de la Federal Reserve l'opinion est en train d'évoluer dans ce sens (exemple : Donald Kohn, 2008).
- La globalisation des marchés financiers est en principe une bonne chose si les marchés sont correctement régulés. Les Etats et banques centrales ne devraient-ils pas se préoccuper des déséquilibres des balances courantes dans la définition de leur politique macro-économique ? Les balances courante peuvent être, en effet, le miroir d'un déséquilibre « insoutenable » entre épargne et investissement, ou insoutenable en termes de compétitivité et de croissance potentielle. A ce sujet, les taux de change ne devraient-ils pas mieux refléter les conditions financières réelles des économies ? Une analyse systématique de cette soutenabilité, qui comporte des facteurs macro-économiques et structurels, ne devrait-elle pas être effectuée par l'OCDE (et le FMI) ? Le G20 pourrait ainsi être en mesure de préconiser des politiques tant monétaires que budgétaire ou de taux de change. Néanmoins, un désendettement général de l'économie américaine n'impliquera-t-il pas nécessairement un ajustement à la baisse de la demande globale et, en particulier de la consommation, qui aura des effets importants sur la croissance mondiale ?
- Les innovations financières sont, en principe, une bonne chose, lorsque ces innovations permettent de mieux gérer les risques à un niveau micro-économiques. Le problème vient des risques systémiques que la dérégulation et les innovations rendent possibles. Afin de limiter le risque systémique, faut-il revenir au Glass-Steagall Act (1933, remplacé par the *Gramm-Leach-Bliley Financial Services Modernization Act*, 1999), comme le plaide Paul De Grauwe⁶ ? Plus généralement, ne faudrait-il pas revoir assez fondamentalement les accords de Bâle en ce qui concerne les pratiques bancaires de gestion du risque, en particulier, en ce qui concerne les banques de dépôts ? Comment éviter que le cadre réglementaire en vigueur ne favorise le comportement procyclique des institutions financières (exigences de fonds propres, normes comptables, systèmes de rémunération (voir Trichet, Décembre 2008)) ?

⁶ Voir : Paul De Grauwe (Nov. 2008) : « The banking Crisis : Causes, Consequences and Remedies », University of Leuven and CESifo.

5. Conclusion

Je voudrais vous dire en conclusion, Mesdames et Messieurs, que nous suivons la situation au jour le jour. Nous produirons une nouvelle prévision macro-économique fin janvier 2009 : un nouveau budget économique sur base duquel le Gouvernement pourra élaborer son contrôle budgétaire.

Comme je l'ai indiqué, il apparaît clair aujourd'hui qu'une série de réformes sont nécessaires. Le Groupe de travail Lamfalusy se penche sur la question. Quoique nombre de réformes devront être organisées au plan international, l'une d'entre elles est dans les seules mains de ce Parlement et semble urgente : la constitution d'un cadre légal qui puisse fournir des règles pré-établies aux interventions des pouvoirs publics dans le refinancement (ou sauvetage) des établissements de crédits et des assurances. C'est d'ailleurs une des recommandations de la récente mission du FMI en Belgique.

Je vous remercie de votre attention.

6. Références

Bini Smaghi, L., "Restarting a Market: The Case of the Interbank Market", Speech to the ECB Conference on Global Financial Linkages, Transmission of Shocks and Asset Prices, Frankfurt, 1 December 2008.

Bini Smaghi, L., "The Financial Crisis and Global Imbalances: Two Sides of the Same Coin", Conference in Beijing, 9 December 2008.

Blanchard, Olivier, "Cracks in the System: Repairing the damaged global economy, IMF, FD December 2008, Vol. 45, N°4.

Bureau Fédéral du Plan, « Effets sur l'économie réelle de la crise financière et questions prioritaires relatives à la politique à mener en vue de limiter ces effets », Rapport au Premier ministre - Octobre 2008.

De Grauwe, Paul, « The banking Crisis : Causes, Consequences and Remedies », University of Leuven and CESifo, November 2008

FMI, "Belgium – 2008 Article IV Consultations Concluding Statement of the Mission", December 15, 2008

Greenspan, Alan, "Banks need for capital", The Economist, December 20th 2008.

Ingves, Stefan, and Göran Lind, "Stockholm solutions: A crucial lesson from the Nordic experience is the need for prominent state involvement in crisis solution", IMF, FD December 2008, Vol. 45, N°4.

Kohn, Donald L., « Monetary Policy and Asset Prices Revisited », Nov. 19, 2008, Board of Governors of the Federal Reserve System, Speech.

Stark, Jürgen, « Issues paper for the conference « The Financial Crisis and its Consequences for the World Economy », Conférence donnée à Tübingen le 10 décembre 2008.

Taylor, John B., "The Financial Crisis and the Policy Responses: An Empirical Analysis of What Went Wrong", November 2008.

Trichet, Jean-Claude, "Réflexions sur les turbulences financières", Intervention à l'Institut Montaigne le 23 décembre 2008.

