

# Rapport présenté par le Gouverneur au nom du Conseil de régence \*

## 1. L'économie mondiale entre héritage du passé et défis à venir

1. Plus de cinq ans après l'émergence de la crise financière en 2007, l'économie mondiale continue d'en subir les retombées. L'expansion de l'activité dans le monde s'est ralentie, revenant de 3,9 % en 2011 à 3,2 % en 2012. La reprise qui s'était esquissée en 2009 et en 2010 au terme de la grande récession a donc montré de nouveaux signes d'hésitation en 2012, même si des indices d'un retournement se sont fait jour à la fin de l'année.
2. Tout comme lors de crises financières précédentes, sortir d'une période d'endettement excessif s'est, dans la plupart des économies avancées, avéré être un processus ardu, doublé d'une assez longue phase de faible croissance économique: non seulement il pèse sur la demande, mais il requiert également, pour remédier aux distorsions apparues préalablement à la crise, une réallocation substantielle des ressources du côté de l'offre. Le taux d'endettement des administrations publiques s'en trouve lui aussi considérablement gonflé, alors qu'avant la crise, c'était essentiellement au sein du secteur privé que le levier de la dette avait pris de l'ampleur. Cela tient en partie aux interventions visant à soutenir le système financier, mais surtout aux répercussions négatives de la contraction de l'activité économique sur les finances publiques. Dans des situations où le secteur privé réduit sensiblement son taux d'endettement, le financement des administrations publiques par la dette peut, jusqu'à un certain point, faire office de contrepoids. Comme la dette publique de nombreuses économies avancées était déjà relativement élevée avant la crise, un tel financement risquait toutefois de mettre en péril la soutenabilité des finances publiques.
3. Les pays de la zone euro où les déséquilibres les plus marqués s'étaient accumulés ont été les premiers à atteindre cette limite, notamment parce qu'une forte interaction négative s'y était développée entre les problèmes des banques et ceux des administrations publiques. Ce mécanisme fonctionne dans deux directions qui se renforcent mutuellement et est alimenté par le fait que le contrôle bancaire, la résolution des banques en proie à des difficultés et les filets de sécurité budgétaires y afférents sont restés des compétences nationales, même si l'union monétaire a permis une intégration financière poussée. Pour la troisième année consécutive où la zone euro a été confrontée à une véritable crise de la dette publique, ce mécanisme pervers a conduit à une nette fragmentation financière suivant les frontières nationales, si

\* Deux régents se sont abstenus sur certains paragraphes.

bien que les coûts du financement et même l'accès à celui-ci ont notablement varié d'un pays à l'autre.

4. Dans ce contexte, le PIB en volume s'est tassé de 0,4 % en 2012 dans la zone euro, sous l'effet de la réduction du levier d'endettement par le secteur privé, des efforts d'assainissement budgétaire, de la diminution du revenu disponible des particuliers et de l'érosion de la confiance des consommateurs et des chefs d'entreprise, faute de perspective de réaction prompte et globale à la crise. Initialement, l'activité s'est surtout essouffée dans les pays où, avant la crise, les déséquilibres étaient les plus importants et le besoin d'ajustement dès lors le plus élevé. Ces pays ont également le plus pâti des conséquences de la fragmentation financière. Dès le deuxième trimestre de 2012, le repli a revêtu un caractère plus général, touchant aussi le cœur de la zone euro.
5. Compte tenu de la dégradation des prévisions de croissance et du recul des risques haussiers liés à l'inflation, l'Eurosystème a abaissé en juillet son taux directeur central à 0,75 % et a ramené à zéro le taux de la facilité de dépôt – pôle d'attraction pour les taux du marché monétaire en situation d'abondance de liquidités –, après deux baisses successives de 25 points de base des taux d'intérêt directeurs à la fin de 2011. En outre, comme expliqué ci-après, des mesures énergiques ont été adoptées pour que cet assouplissement influe effectivement sur l'économie réelle dans tous les pays de la zone euro. De fait, la fragmentation financière menaçait le bon fonctionnement de la transmission de la politique monétaire.
6. Par ailleurs, lors de leur réunion de juin, les chefs d'État ou de gouvernement de la zone euro ont fait part d'avancées majeures sur la voie d'une union financière, réponse fondamentale au trilemme selon lequel l'intégration financière, la stabilité financière et un contrôle prudentiel demeuré national ne sont pas compatibles. C'est en procédant de la sorte que l'interaction négative entre banques et administrations publiques nationales pourra être affaiblie.
7. Le désendettement du secteur privé a aussi freiné la croissance dans les autres économies avancées, même si des signes d'embellie ont été observés sur le marché américain de l'immobilier résidentiel. Au Royaume-Uni, la croissance a également été bridée par la poursuite de la consolidation budgétaire démarrée en 2010, alors qu'aux États-Unis et au Japon, c'est l'incertitude entachant l'avenir de la politique budgétaire qui a grevé l'économie. Les deux pays ne disposent en effet pas d'une trajectoire budgétaire à moyen terme crédible, et l'économie américaine a de plus dû affronter la menace d'un resserrement budgétaire aussi soudain que sévère (*fiscal cliff*) annoncé pour 2013. Cette source d'incertitude ne s'est atténuée qu'au début de 2013, bien que la réduction de certaines dépenses publiques ait été repoussée à mars 2013, dans l'attente de nouvelles négociations. Ces économies ont de surcroît subi le contrecoup de la crise dans la zone euro, où les importations ont fléchi. Au total, en 2012, la croissance est ressortie à 2,3 % aux États-Unis et à 2 % au Japon. À l'instar de la zone euro, le Royaume-Uni a été en récession en 2012.
8. Dans ces pays également, la politique monétaire, déjà particulièrement accommodante, a été encore assouplie. Aux États-Unis, la Réserve fédérale a mis sur pied deux nouveaux programmes d'achat de titres. Elle a indiqué en décembre que, selon elle, le maintien du taux directeur à un bas niveau se justifierait aussi longtemps que le taux de chômage resterait supérieur à 6,5 % et que les anticipations d'inflation demeureraient bien ancrées, alors qu'auparavant, elle citait un horizon bien défini. La Banque d'Angleterre et la Banque du Japon ont elles aussi élargi leurs programmes d'achat de titres et ont toutes deux lancé des opérations de refinancement spécifiques afin de stimuler l'octroi de crédits aux ménages et aux sociétés non financières.
9. La faible croissance dans les économies avancées y contribue à la persistance d'un chômage élevé. Dans la zone euro, il a augmenté, atteignant pratiquement 12 % de la population active

à la fin de 2012, avec des extrêmes proches de 15 % au Portugal et en Irlande et de plus de 25 % en Grèce et en Espagne. Aux États-Unis aussi, en dépit d'un léger tassement, le taux de chômage s'établissait encore à près de 8 % à la fin de 2012, soit un niveau historiquement très haut. L'inégalité des revenus s'est ainsi accrue de part et d'autre de l'Atlantique, ce qui pèse sur la croissance économique et met à l'épreuve la cohésion sociale.

10. L'essoufflement de la croissance dans les économies avancées, et plus spécialement dans la zone euro, n'est pas dénué de conséquences pour le rythme d'expansion économique des pays émergents. Les relations commerciales avec la zone euro sont importantes pour l'Europe centrale et orientale, ainsi que pour nombre de pays asiatiques, dont la Chine. Cela étant, le repli de la croissance, de 6,3 % en 2011 à 5,1 % en 2012, y est aussi imputable au resserrement des politiques opéré précédemment dans plusieurs pays émergents. Ainsi, la Chine a durci sa politique monétaire en 2010 et en 2011, en raison des risques de surchauffe, d'accélération de l'inflation et d'envol des prix de l'immobilier résidentiel. Face au ralentissement de la croissance, le pays a une nouvelle fois décidé de conduire une politique macroéconomique expansionniste en 2012.

## 2. Les choix quant aux politiques à mener revêtent une importance cruciale pour le futur de l'économie mondiale

11. La fragilité de la reprise rappelle que tous les risques à court terme n'ont pas encore été écartés. Les négliger pourrait obérer la croissance et compliquer le processus de désendettement. À l'inverse, se concentrer exclusivement sur des considérations de court terme implique aussi le risque de ne pas stimuler suffisamment les nécessaires ajustements du côté de l'offre de l'économie et d'empêcher la réduction d'un endettement devenu insoutenable. L'ensemble du processus d'ajustement est de toute évidence un exercice d'équilibre complexe et délicat dans lequel les responsables se doivent d'être attentifs tant aux risques à court terme qu'aux défis à long terme.
12. Tous les domaines de la politique économique sont contraints à un tel arbitrage entre court et long termes.
13. La politique monétaire peut offrir le temps nécessaire à la mise en œuvre progressive du processus d'ajustement et écarter ainsi le scénario déflationniste particulièrement dévastateur. Encore faut-il que ce temps soit effectivement utilisé par les autres acteurs, sans quoi le caractère accommodant de la politique d'aujourd'hui sera demain la cause de problèmes. La politique monétaire ne peut en effet à elle seule réaliser les adaptations fondamentales requises, étant donné que celles-ci se situent en grande partie dans la sphère réelle.
14. Sur le plan budgétaire, la consolidation sera tôt ou tard inéluctable dans toutes les économies avancées, bien qu'un certain phasage puisse être envisagé, en fonction de la crédibilité budgétaire dont peuvent se prévaloir les différents pays. Sous la pression des marchés financiers, elle a déjà commencé dans la zone euro. Alors que le taux d'endettement y a encore progressé en 2012, pour approcher 93 % du PIB, le déficit primaire y a été pratiquement gommé. Regagner la confiance dans les finances publiques est crucial pour ramener la zone euro sur la voie de la stabilité financière et de la croissance durable. Dans d'autres grandes économies avancées, telles que les États-Unis, le Japon et le Royaume-Uni, non seulement le taux d'endettement est généralement plus élevé, mais de larges déficits primaires ont persisté en 2012. De plus, des trajectoires claires et crédibles d'assainissement à moyen terme font, pour l'heure, toujours défaut aux États-Unis et au Japon. En restant dans le flou en cette matière, on expose la stabilité financière et, plus globalement, la stabilité macroéconomique à un risque majeur.

15. La politique structurelle est, par excellence, celle qui permet de relever les défis à long terme. C'est à travers elle que le potentiel de croissance de l'économie peut être rehaussé et sa capacité d'adaptation accrue, notamment en créant les conditions qui facilitent la nécessaire réallocation des ressources. Les réformes structurelles ont également été mises en avant par les pays du G20 afin de rééquilibrer la demande à l'échelle mondiale, de sorte que la correction des déséquilibres mondiaux puisse se poursuivre sans impliquer de contraction de la demande.
16. Les réformes structurelles dans le secteur financier doivent également s'inscrire dans une vision à long terme, tout en tenant compte des contraintes et risques plus immédiats. Apporter une réponse vigoureuse mais graduelle aux nombreuses lacunes et déficiences révélées par la crise implique de concilier la pression des marchés avec le besoin de périodes de transition pour éviter que des adaptations trop rapides ne s'effectuent au détriment de l'activité économique, et de contenir des glissements d'activité vers des institutions non soumises à la réglementation. Il ne suffit pas d'imposer des normes quantitatives de solvabilité et de liquidité plus strictes. Celles-ci doivent être complétées par des mesures visant à assurer une meilleure harmonisation, entre institutions, des évaluations des risques et de la qualité des actifs, et aussi à empêcher que les intermédiaires financiers n'accroissent les risques de contagion par des combinaisons d'activités trop disparates ou ne fassent la promotion d'instruments complexes qui exposent leurs utilisateurs à des risques disproportionnés.
17. La zone euro doit en outre bâtir une architecture institutionnelle à la mesure de l'intégration réalisée par l'union monétaire. Ainsi seront posées, pour l'avenir, les fondations d'un fonctionnement plus efficace de l'union monétaire.

### 3. La zone euro : d'une architecture institutionnelle imparfaite à des avancées décisives vers une véritable union économique et monétaire

18. Nulle part ailleurs dans le monde, le processus de désendettement n'a été un exercice d'équilibre aussi délicat que dans la zone euro. Le caractère imparfait de l'architecture institutionnelle lors du lancement de la troisième phase de l'union économique et monétaire (UEM) en 1999 en est la cause. Cette architecture défectueuse a en effet non seulement conduit à l'émergence de grands déséquilibres, mais elle en a également compliqué la correction. Il convient par conséquent d'adapter cette architecture afin d'en améliorer le fonctionnement futur. En 2012, pour la troisième année consécutive, la gestion de crise s'est doublée d'un renforcement de l'UEM.
19. Cette dernière était initialement perçue comme une construction dotée d'une politique monétaire commune, mais dans laquelle les politiques budgétaire, économique et prudentielle étaient largement décentralisées. Il n'existait, en vertu du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne et du pacte de stabilité et de croissance, de restrictions contraignantes que pour la politique budgétaire. Des finances publiques saines avaient d'emblée été considérées comme une condition indispensable à une union monétaire viable. Cela devait en outre permettre, à l'échelon national, de disposer d'une marge de manœuvre pour absorber, le cas échéant, des chocs asymétriques par le jeu des stabilisateurs automatiques.
20. La crise a souligné le caractère minimaliste de cette architecture institutionnelle. Plusieurs faiblesses fondamentales ont été mises au jour.
21. Tout d'abord, les règles budgétaires n'ont pas été correctement suivies à partir de 2003, et ont même été assouplies en 2005, lorsque de grands pays ont éprouvé des difficultés à s'y conformer ; la crédibilité de la politique budgétaire en Europe s'en trouve, aujourd'hui encore, écornée. Ce faisant, la conjoncture favorable qui a précédé la crise a été insuffisamment mise à profit afin d'accumuler des réserves pour l'avenir.

22. De plus, de profonds déséquilibres du compte courant se sont constitués au cours des années antérieures à la crise. En Grèce et au Portugal, ceux-ci ont, dans une large mesure, coïncidé avec les déficits des administrations publiques. Mais, en Espagne et en Irlande, ils ont découlé d'un endettement excessif du secteur privé. L'intégration financière permise par l'union monétaire a, pour sa part, facilité le financement de ces déficits, certainement parce que les marchés financiers, faisant montre d'un optimisme exagéré, n'ont pas rempli le rôle disciplinaire qu'on attendait pourtant d'eux au lancement de l'union monétaire. Le développement excessif de la demande intérieure observé dans les pays en butte à des déficits courants a en outre entraîné de vives hausses des salaires et des prix, plombant ainsi la compétitivité. Il en a résulté une déformation accrue de la structure de production au bénéfice des secteurs orientés vers le marché intérieur, un facteur qui, par la suite, complique le processus d'ajustement. Non seulement les marchés financiers n'ont pas instauré la discipline nécessaire, mais la politique économique et le contrôle financier, qui étaient restés des compétences nationales, n'ont pas suffisamment pris la mesure de cette perspective élargie.
23. Très rapidement, il est aussi apparu que les finances publiques des pays où les déséquilibres s'étaient accumulés dans le secteur privé ont été soumises à une forte pression durant la phase de repli. De surcroît, lorsque le sentiment de marché s'est brutalement inversé, l'intégration financière est devenue synonyme de contagion entre pays et de retournement soudain de flux de capitaux.
24. S'en est suivi un processus de consolidation budgétaire et de correction des autres déséquilibres macroéconomiques, qui a perduré en 2012. Le déficit budgétaire a de nouveau diminué dans la zone euro, revenant de 4,1 % du PIB en 2011 à 3,3 % en 2012. Les efforts d'assainissement ont généralement été plus intenses dans les pays où le besoin d'ajustement était le plus criant. En Espagne, au Portugal, en Grèce et en Irlande, le solde du compte courant et la compétitivité se sont eux aussi considérablement améliorés par rapport à 2008. Dans nombre de pays, ces progrès sont allés de pair avec la réalisation de réformes structurelles destinées à soutenir le potentiel de croissance. Il est en effet vite devenu évident que l'ajustement ne pouvait uniquement reposer sur la consolidation budgétaire. Ce processus établit les bases d'un retour à une croissance durable, même si, à court terme, il exerce un effet négatif sur le plan socio-économique. C'est notamment pour cette raison que le Conseil Ecofin a revu en 2012 les objectifs budgétaires initialement imposés à l'Espagne et au Portugal. Dans le cas de la Grèce, il a même fallu s'écarter à la fin de 2012 de la trajectoire définie dans le deuxième programme, alors que le secteur privé avait à cet égard déjà consenti à un échange d'obligations, lequel s'était achevé au début de l'année. En revanche, l'Irlande poursuit la mise en œuvre du programme d'ajustement élaboré en novembre 2010 conformément au calendrier qui avait alors été adopté, et le pays a à nouveau pu accéder au marché dès l'été de 2012.
25. Pour éviter de tels dérapages à l'avenir, mais aussi pour regagner en crédibilité de manière à limiter les coûts à court terme de l'ajustement, il est impératif de renforcer la gouvernance économique, un processus au cours duquel une coordination plus poussée des politiques devra donner corps aux piliers économique et budgétaire de l'UEM.
26. À cet effet, l'Union européenne avait déjà approuvé en novembre 2011 un ensemble de six règles, le « Six-Pack », assorties d'un double objectif. D'une part, elles exhortent à accroître la discipline budgétaire en complétant le pacte de stabilité et de croissance, notamment en rendant plus automatique l'imposition de sanctions financières. D'autre part, une nouvelle procédure est mise en place afin d'identifier à temps les déséquilibres macroéconomiques, tels que les dérapages de la compétitivité ou la constitution d'endettements excessifs. La crise a en effet montré que les évolutions budgétaires pouvaient ne pas être les seules sources d'instabilité. Cette procédure a été appliquée pour la première fois en 2012. Par ailleurs, tous les États membres de l'UE, à l'exception du Royaume-Uni et de la République tchèque, ont conclu à la fin de 2011 le traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance au sein de l'union économique et monétaire.

Ce traité comporte aussi un important volet budgétaire, souvent appelé « pacte budgétaire ». Sa principale disposition prévoit que chaque État membre doit inscrire dans la législation nationale, de préférence dans la constitution, le principe d'un budget qui soit structurellement en équilibre ou en excédent. Ainsi, le cœur du cadre budgétaire européen est également ancré dans la législation nationale. Enfin, deux nouveaux règlements, le « Two-Pack », font actuellement l'objet de négociations. Le premier vise à améliorer le suivi des projets de budget et, partant, à consolider le volet préventif du pacte de stabilité et de croissance. Le second entend renforcer la surveillance des États membres connaissant ou risquant de connaître de sérieuses difficultés financières. Si ce nouveau cadre de gouvernance économique est bien sur les rails, sa crédibilité dépendra de sa mise en œuvre cohérente et équilibrée.

27. Autre constat marquant: l'UEM n'était pas du tout armée pour faire face à des situations de crise, et des mécanismes de gestion de crise ont donc dû être créés en cours de route. Ainsi, le mécanisme européen de stabilité (MES) a pu voir le jour le 8 octobre 2012 en tant que mécanisme permanent de stabilisation. Il a succédé au mécanisme européen de stabilisation financière (MESF) et au fonds européen de stabilité financière (FESF), mécanismes temporaires institués précédemment. Le MES dispose d'une capacité maximale d'octroi de crédits de 500 milliards d'euros, en sus des montants – quelque 200 milliards d'euros – déjà alloués par le FESF au titre des programmes dont bénéficient la Grèce, l'Irlande et le Portugal.
28. Pour autant que les États membres satisfassent à la conditionnalité requise, le MES peut leur accorder des prêts ou une ligne de crédit préventive, acheter des titres de créance sur les marchés primaire et secondaire et financer la recapitalisation d'établissements financiers. Pour l'heure, cette dernière faculté passe nécessairement par un prêt aux pouvoirs publics du pays concerné. Au début de décembre 2012, l'Espagne a ainsi reçu du MES un prêt de 39,5 milliards d'euros dans le but de recapitaliser son secteur bancaire, durement éprouvé par la crise.
29. Le 29 juin 2012, les chefs d'État ou de gouvernement de la zone euro ont décidé de la mise sur pied d'un mécanisme de surveillance unique pour les banques. Une fois ce mécanisme opérationnel, le MES pourra aussi recapitaliser directement les banques soumises au contrôle européen. Il s'agit d'une avancée importante devant concourir à briser le cercle vicieux qui existe entre les banques et les pouvoirs publics nationaux.
30. À mesure qu'elle se propageait, la crise a effectivement mis en exergue à quel point la capacité d'absorption des chocs par les États membres individuels était limitée, d'autant que certains d'entre eux avaient déjà une dette publique élevée avant la crise. L'absence de filet de sécurité commun pour les banques est à cet égard un facteur déterminant. Dans certains États membres, une spirale négative s'est de fait enclenchée sous l'effet des interactions entre les difficultés rencontrées par leur secteur financier, la situation critique de leurs finances publiques et la contraction de leur activité économique. Les banques de ces pays ont ainsi vu leur financement se tarir.
31. Ce problème se posait déjà de manière particulièrement aiguë à la fin de 2011. Pour y répondre, l'Eurosystème a mené deux opérations de refinancement d'une durée de trois ans, l'une en décembre 2011 et l'autre en février 2012. Ensemble, elles ont permis d'injecter des liquidités pour un montant net de 520 milliards d'euros. Les banques en proie à des difficultés de financement – souvent établies dans les pays les plus vulnérables – étaient par conséquent assurées de disposer de liquidités pour une période de trois ans, ce qui a contribué à prévenir une réduction désordonnée de leurs bilans et à préserver l'économie réelle.
32. L'intermédiation par la voie du bilan de l'Eurosystème s'est donc substituée à l'intégration financière, tout en ne pouvant pas enrayer le processus de fragmentation en lui-même, a fortiori lorsque l'irréversibilité de l'euro a de plus en plus été remise en question durant l'été. Dans le cas de certains pays, les investisseurs craignaient de ne plus être remboursés en euros. La prise en

compte de ce risque – infondé – de redénomination a poussé encore plus à la hausse les taux d'intérêt des titres publics des pays les plus fragiles. L'abaissement du taux directeur central n'a plus été répercuté dans ces pays, ce qui a gravement perturbé la transmission de la politique monétaire.

33. C'est pourquoi le Conseil des gouverneurs de la BCE a dévoilé au début du mois d'août son intention de conduire des opérations monétaires sur titres (OMT). Celles-ci permettent l'achat, sur le marché secondaire, d'obligations souveraines de pays remplissant les conditions énoncées dans un programme FESF/MES. Elles ne connaissent pas de limites ex ante, mais les achats ne seront réalisés que moyennant le respect strict de la conditionnalité, pour éviter que les États membres ne relâchent leurs efforts de consolidation du fait des OMT. L'annonce de ces opérations a rapidement entraîné un retournement sur les marchés financiers et une certaine amélioration du mécanisme de transmission.
34. Ces mesures exceptionnelles adoptées par l'Eurosystème ont pour objectif intermédiaire de restaurer la transmission de la politique monétaire commune, et non de mener une politique monétaire différente dans les diverses juridictions. Leur but ultime est d'empêcher que des scénarios destructeurs n'engendrent des risques baissiers qui pèseraient sur la stabilité des prix dans la zone euro, cette finalité étant en parfaite conformité avec la mission dévolue à l'Eurosystème. En 2012, non seulement l'inflation est revenue à 2,2 % à la fin de l'année, mais les anticipations d'inflation sont elles aussi demeurées solidement ancrées.
35. Par delà la résorption des déséquilibres macroéconomiques, un élément-clé d'une solution fondamentale consiste en la création d'une union bancaire qui doit contribuer à rétablir durablement l'intégration financière et le mécanisme de transmission de la politique monétaire.
36. Une structure unifiée va dès lors être mise en place pour l'exercice du contrôle des banques. Celle-ci sera confiée à la BCE, mais en étroite association avec les autorités nationales et en tenant compte du rôle spécifique de l'Autorité bancaire européenne (ABE) en matière de réglementation prudentielle. Cette nouvelle architecture permettra d'harmoniser le cadre et les méthodes de supervision dans l'UE et conditionnera une éventuelle mobilisation du MES en vue de recapitaliser directement les banques de la zone euro.
37. L'accord conclu lors du Conseil Ecofin du 12 décembre prévoit que la BCE prendra en charge, en 2014, la supervision de quelque 200 grands groupes bancaires et assurera le suivi du contrôle des autres institutions, plus petites, de la zone euro, tout en étant habilitée à l'assumer directement si cela se justifie pour des raisons de stabilité financière. Même si une large décentralisation sera de mise, la BCE va devoir articuler des compétences et expertises qui sont, à ce jour, exercées dans les États membres et qui, en outre, sont empreintes d'une culture et de particularités nationales. Ce projet devra couvrir des tâches aussi diverses que l'octroi des licences bancaires, la collecte des données financières, la surveillance in situ et sur dossier, l'évaluation des profils de risque, la vérification du respect des règles prudentielles et des exigences de solvabilité et de liquidité, la réalisation régulière de tests de résistance auprès des banques systémiques, ou encore l'imposition de sanctions.
38. La BCE mènera simultanément les politiques monétaire et prudentielle, toutes deux essentielles au bon fonctionnement de l'économie. Elle devra veiller à maintenir l'indépendance de chacune d'entre elles, tout en prenant en considération les interactions et synergies ainsi que les différences de sphères géographiques au cas où des pays européens non membres de la zone euro décideraient de rejoindre l'union bancaire.
39. Les caractéristiques de la récente crise financière ont mis en exergue le besoin d'instruments qui vont au-delà d'une approche des risques par institution, mais qui peuvent être mis en œuvre pour éviter des évolutions menaçant la stabilité d'ensemble du système financier d'un pays.

En ce domaine, les autorités nationales sont en première ligne, et le Comité européen des risques systémiques (CERS) a demandé à chaque pays de confier à une instance spécifique le mandat de conduire une politique visant à prévenir de tels risques systémiques, recommandation que la Belgique devrait appliquer en constituant, dans le courant de l'année 2013, un Comité de surveillance macroprudentielle. Le rôle spécifique des autorités nationales ainsi reconnu par le CERS requiert une étroite coordination avec les autorités européennes. Il va devoir, en particulier, être concilié tant avec l'intégration, par la BCE, de la dimension macroprudentielle dans l'exercice de ses responsabilités exclusives en matières monétaire et microprudentielle, qu'avec le souci légitime de la Commission européenne d'assurer l'unicité de la réglementation bancaire afin de préserver le marché unique.

40. L'union bancaire ne pourra fonctionner de façon optimale si elle se borne à un mécanisme de surveillance unique. Elle doit aussi pouvoir s'appuyer sur une autorité commune de résolution et sur un système commun de garantie des dépôts, ce qui présuppose des arrangements budgétaires.
41. La création du mécanisme de surveillance unique qui, comme le recommande le Conseil européen, doit rapidement être complété par un mécanisme de résolution unique, a marqué en 2012 une nouvelle étape cruciale dans le développement de l'UEM. Pour autant, la construction demeurera incomplète; d'autres avancées seront nécessaires pour donner naissance à une véritable union économique et monétaire. Selon le rapport final rédigé par le président du Conseil européen, Herman Van Rompuy, il importe non seulement de renforcer l'intégration dans les piliers financier, économique et budgétaire de l'union, mais aussi d'en asseoir la légitimité démocratique.

#### 4. La Belgique au cœur de l'UEM: trois grands chantiers pour plus de prospérité

42. L'économie belge, qui a affiché une croissance légèrement négative de 0,2 %, n'a pu échapper aux soubresauts de la reprise de l'économie mondiale, ni à la crise de la zone euro en particulier. L'activité s'est fortement contractée au deuxième trimestre de 2012 et s'est inscrite en léger recul au cours des deux derniers trimestres de l'année.
43. Le repli de l'activité s'est reflété plus rapidement dans l'emploi que lors de la grande récession. Le nombre de travailleurs a reflué de 17 000 unités pendant l'année, et le taux de chômage harmonisé s'est établi à 7,4 % à la fin de 2012, contre 7,2 % un an plus tôt. La stagnation du revenu disponible des particuliers et l'augmentation du taux d'épargne, alimentée par l'incertitude entourant les perspectives d'emploi, ont occasionné une diminution de la consommation privée de 0,7 % en volume. Ces facteurs ont également freiné les investissements en logements, tandis que les entreprises ont réduit leurs investissements en cours d'année, sous l'effet conjugué de la détérioration des perspectives de la demande et de la baisse du degré d'utilisation des capacités de production. Le resserrement des conditions d'octroi de crédits par les banques – davantage dû à une perception accrue du risque qu'à la hausse des coûts de financement ou à des restrictions bilancielle – peut aussi avoir pesé sur les dépenses intérieures, même si le tassement de l'octroi de crédits aux sociétés non financières et aux ménages s'explique également par un fléchissement de la demande. La contribution positive des exportations nettes à la croissance est attribuable au fort ralentissement du rythme de croissance des importations et ne peut faire oublier que les exportations se sont, elles aussi, essouffées.
44. Pour l'heure, la Belgique a payé un moins lourd tribut à la crise que les pays de la zone euro les plus durement touchés. En dépit d'une reprise hésitante, le PIB se situait toujours en 2012 à un niveau supérieur à celui de 2008, ce qui est loin d'être le cas pour tous les États membres de la zone euro. Abstraction faite du secteur financier, la Belgique n'avait en effet pas accumulé



d'importants déséquilibres macroéconomiques au cours de la période précédant la crise. Elle continue ainsi de faire partie du cercle restreint des pays européens dont l'économie dans son ensemble détient des créances financières nettes sur l'étranger. La crise n'en a pas moins laissé des traces sur le potentiel de production, le secteur financier et les finances publiques; de surcroît, elle met à mal la cohésion sociale.

45. Alors qu'on a immédiatement paré aux conséquences de la crise sur le secteur financier afin d'éviter une aggravation de celle-ci et d'endiguer son incidence sur l'économie réelle, on a également procédé en 2012, après une longue période de blocage politique, à des réformes des pensions et du marché du travail, et des mesures ont été prises pour réduire le déficit public. Pour pérenniser la prospérité du pays et le degré élevé de protection sociale, de nouvelles avancées fondamentales en ce sens restent toutefois nécessaires.
46. À cet égard, la politique belge doit s'insérer dans le nouveau cadre de gouvernance économique renforcée à l'échelon européen. S'il est erroné de croire que cette obligation va restreindre considérablement les marges politiques, il n'en demeure pas moins que des actions restent absolument nécessaires. Le nouveau cadre met en effet l'accent sur les mêmes défis que ceux qui se posent sous un angle exclusivement national, à savoir relever le potentiel de croissance et prévenir tout endettement insoutenable, dans les secteurs tant privé que public. En enjoignant aux États membres d'agir à temps, il les protégera contre les ajustements soudains que les marchés financiers finiraient tôt ou tard par leur imposer. En outre, de par sa position centrale dans la zone euro et son caractère ouvert, l'économie belge a tout à gagner du fonctionnement plus harmonieux de l'UEM auquel mènera la coordination plus poussée des politiques.

## Rehausser le potentiel de croissance de l'économie belge

47. Le potentiel de production est aujourd'hui nettement inférieur à ce qu'on pouvait espérer sur la base des tendances observées avant la crise. En effet, pour les économies avancées dans leur ensemble, celles-ci reposaient en partie sur un endettement excessif. Bien que cela ait été moins le cas en Belgique, le potentiel y a tout de même été détérioré du fait de la forte dépendance à l'égard des évolutions mondiales. De plus, le risque est réel de voir la crise comprimer également la croissance potentielle en raison d'une perception accrue du risque ou de l'éventuelle transformation du chômage conjoncturel en un chômage structurel, tandis qu'à politique inchangée, le vieillissement de la population pèsera en tout état de cause sur l'offre de travail. Malgré la difficulté de mesurer correctement la croissance potentielle, il est à ce titre illustratif que la Commission européenne l'estime actuellement à environ 1 % en Belgique, alors qu'elle avoisinait encore 2 % avant la crise.
48. En revanche, une série de tendances marquantes qui s'étaient déjà esquissées préalablement à la crise continuent de présenter des défis de taille pour l'avenir: les progrès technologiques, la mondialisation grandissante de l'économie, les changements climatiques et l'émergence des coûts du vieillissement. Ces derniers sont très sensibles aux variations de la situation macroéconomique sous-jacente, comme l'a encore montré le dernier rapport du Comité d'étude sur le vieillissement. Cela vaut tant pour le niveau de l'activité au début de la projection – lequel a baissé du fait de la crise – que pour les gains de productivité futurs qui, avec la mise en œuvre du travail et du capital, constituent une importante source de croissance potentielle. Il est donc primordial de renforcer le potentiel de croissance: l'offre de travail, la compétitivité, ainsi que l'innovation et la productivité sont à cet égard des points d'attention cruciaux dans une économie ouverte.
49. En 2012, le gouvernement fédéral a mené des réformes structurelles essentielles sur le marché du travail afin d'élargir l'offre de travail. Dans le cadre de la stratégie Europe 2020, la Belgique s'est en effet fixé pour objectif de porter le taux d'emploi, qui était de 67,3 % en 2011, à 73,2 %

en 2020, soit une progression de 6 points de pourcentage. La réforme des pensions vise à terme à relever substantiellement le taux d'emploi des personnes âgées de 55 à 64 ans. Son incidence sur le taux d'emploi total reste toutefois relativement limitée et ne réduit que modérément les coûts du vieillissement, l'impact de la baisse du nombre de pensionnés étant compensé par une augmentation de la pension moyenne induite par l'allongement de la durée de la carrière. Dès lors, des mesures additionnelles vigoureuses, qui tiendraient compte de l'accroissement de l'espérance de vie, s'imposent. La réforme des allocations de chômage entend responsabiliser davantage les demandeurs d'emploi, ce qui, combiné à l'accompagnement et à l'activation nécessaires, accroîtra leurs chances sur le marché du travail. Ce faisant, on atténue le risque de voir la hausse du chômage devenir structurelle après un certain temps, surtout dans le cas des jeunes, qui sont le plus lourdement touchés par la crise. Il est d'ailleurs frappant de constater qu'une pénurie de main-d'œuvre subsiste aujourd'hui encore sur certains segments.

50. En outre, la qualité de l'offre de travail doit aussi être améliorée, en faisant en sorte que l'enseignement réponde mieux aux besoins des entreprises et en veillant à diminuer le nombre de jeunes quittant l'école sans bagage suffisant. La formation continue systématique durant la carrière professionnelle doit devenir la règle, sous peine que les compétences ne soient vite dépassées, dans un monde caractérisé par une évolution technologique rapide et un ajustement permanent de l'organisation du travail. Enfin, il faut absolument œuvrer à l'insertion des personnes d'origine étrangère dans le circuit du travail. La non-mobilisation de ce vaste groupe de concitoyens bride le potentiel de croissance de l'économie et constitue également une source d'exclusion sociale à ne pas sous-estimer.
51. Pour que l'économie puisse créer durablement des emplois, l'évolution des coûts salariaux doit aussi correspondre à celle de la productivité. De plus, la pleine intégration de la Belgique dans l'économie mondiale dépend de manière décisive de sa compétitivité. Nombre de facteurs jouent un rôle à cet égard. Ils concernent tant la compétitivité en termes de prix et de coûts que des aspects moins tangibles qui favorisent l'innovation et sont, par la qualité et la diversité des produits offerts ainsi que par l'organisation des processus de production, déterminants pour l'efficacité générale d'une économie. Celle-ci est généralement mesurée au moyen de la productivité totale des facteurs.
52. Dans ce domaine, la Belgique est assez vulnérable sur un certain nombre de points. Tout d'abord, l'inflation réagit fortement aux fluctuations des prix des matières premières, fluctuations elles-mêmes plus prononcées qu'auparavant, en raison de la mondialisation. Par conséquent, en 2012, l'inflation a de nouveau été plus élevée que dans les trois principaux pays voisins. En dépit d'un ralentissement substantiel amorcé au deuxième trimestre, l'inflation est encore ressortie à 2,6 % sur l'ensemble de l'année. Ces variations plus vives de l'inflation se répercutent rapidement sur la formation des salaires par le jeu de l'indexation automatique. Les salaires horaires bruts dans le secteur privé ont ainsi progressé de 3 % en 2012, contre 2,6 % en 2011. Pour l'ensemble de ces deux années, l'augmentation des salaires est presque exclusivement attribuable à l'effet de l'indexation, qui s'est établi à 5,5 %. À 0,2 %, les adaptations conventionnelles réelles sont, pour leur part, demeurées très limitées. Il n'en reste pas moins que l'écart des coûts salariaux horaires constitué depuis 1996 par rapport à la moyenne des trois principaux pays voisins ne s'est pas resserré durant la période 2011-2012. Il était de quelque 5 % à la fin de 2012, abstraction faite des subventions salariales dont l'incidence ne peut pour l'instant être mesurée, faute de données comparables pour les pays voisins. Par ailleurs, du fait notamment d'une faible productivité totale des facteurs, l'évolution de la productivité est toujours en retrait de celle observée dans les pays voisins. Dès lors, l'écart salarial en termes de coûts salariaux par unité produite est plus large encore et atteint près de 13 %. Cette situation est imputable à un handicap vis-à-vis de l'Allemagne, qui pèse plus que l'avantage concurrentiel accumulé entre 1996 et 2012 par rapport aux Pays-Bas et à la France. Si on considère une plus longue période, la Belgique a aussi perdu plus de parts de marché à l'exportation que les trois pays voisins en moyenne. Le fait que la perte de parts de marché en

Belgique soit plus marquée qu'en Allemagne et moindre qu'en France est conforme à l'évolution relative des coûts salariaux par unité produite. Les Pays-Bas ont néanmoins gagné des parts de marché, malgré une évolution moins favorable des coûts salariaux. Enfin, la pression fiscale et parafiscale sur le travail en Belgique compte parmi les plus élevées des économies avancées, ce qui pousse les coûts du travail à la hausse et exerce une pression sur l'offre de travail.

53. La grande sensibilité de l'inflation aux fluctuations des prix de l'énergie tient en partie au modèle de consommation des ménages belges et au niveau relativement bas des accises sur les produits énergétiques. Toutefois, pour le gaz et l'électricité, elle s'expliquait aussi par le fait que, jusqu'il y a peu, les fournisseurs adaptaient mensuellement leurs tarifs selon des formules d'indexation qui ne reflétaient plus fidèlement l'évolution des coûts. C'est pourquoi le gouvernement fédéral a décidé que le nombre d'adaptations des prix se limiterait à un maximum de quatre par an et qu'à partir d'avril 2013, ces ajustements ne pourraient plus se baser que sur les cotations des produits eux-mêmes, et non plus sur le cours du pétrole brut. Dans l'attente de cette dernière mesure, les prix ont été gelés d'avril à décembre 2012, ce qui a permis de rapprocher l'évolution du prix du gaz et de l'électricité de celle relevée dans les pays voisins. L'impact mécanique de ce gel sur l'inflation est demeuré faible, à  $-0,1$  point de pourcentage, mais le débat de société qui s'est engagé sur la formation des prix a incité le consommateur à changer plus fréquemment que par le passé de fournisseur et à rechercher le prix le plus bas. Cet accroissement du degré effectif de concurrence pourra, à l'avenir, introduire durablement plus de discipline. Il importe par ailleurs de maîtriser les tarifs de distribution, y compris les éléments liés aux obligations de service public. Soucieux, plus généralement, d'accentuer la concurrence, le gouvernement fédéral a convenu pendant l'été de renforcer l'Autorité de la concurrence et de multiplier les interactions avec l'Observatoire des prix. De plus, il est encore possible de simplifier la réglementation dans une série de secteurs, ce qui pourrait stimuler la concurrence et la création de nouvelles entreprises.
54. Dans sa déclaration de politique générale de novembre, le gouvernement a également annoncé des mesures visant à réduire l'écart des coûts salariaux horaires entre la Belgique et ses trois principaux pays voisins. À cet effet, les cotisations de sécurité sociale seront abaissées de 400 millions sur une base annuelle à partir d'avril 2013. Par ailleurs, le calcul de l'indice des prix à la consommation national sera revu de manière à mieux refléter la structure effective de la consommation, et les partenaires sociaux ont été invités, dans le cadre de la concertation interprofessionnelle couvrant la période 2013-2014, à ne pas accorder d'augmentation salariale conventionnelle réelle. De plus, un groupe d'experts sera chargé de voir dans quelle mesure les subventions salariales influent sur l'amplitude de l'écart des coûts salariaux, et il est en outre envisagé de réformer la loi de 1996 relative à la promotion de l'emploi et à la sauvegarde préventive de la compétitivité. Du reste, il s'agit de poursuivre, pour la mi-2013, l'harmonisation des statuts des ouvriers et des employés.
55. L'ampleur de ce train de mesures illustre l'importance accordée au rétablissement de la compétitivité. Mais, dans le même temps, le fait que le gouvernement estime que la résorption complète de l'écart des coûts salariaux pourrait prendre six ans, montre à quel point il est difficile de corriger un handicap concurrentiel en termes de prix et de coûts dans un environnement où, dans les faits, seules les augmentations salariales conventionnelles réelles – qui auraient de toute manière été limitées en raison de la crise – offrent une marge pour ce faire. C'est précisément pourquoi la Banque a, à l'occasion de la publication de son étude sur l'indexation à la fin de juin 2012, examiné diverses possibilités d'adaptation, montré leurs avantages et inconvénients, et invité les partenaires sociaux et le gouvernement à en tirer les conséquences appropriées, en ce qui concerne tant la formation des salaires que la fixation des prix, sans remettre en cause le principe même d'une compensation de l'inflation. On entend ainsi prévenir plutôt que guérir, tout en laissant aux partenaires sociaux la possibilité d'exprimer, au travers de la concertation, leurs propres priorités.

56. Compte tenu du poids des prélèvements fiscaux et parafiscaux sur les revenus du travail, il serait souhaitable de les diminuer, sans toutefois compromettre la soutenabilité des finances publiques – qui représente déjà en soi un défi majeur. À cette fin, d'autres sources d'impôt pourraient éventuellement être explorées, et une harmonisation fiscale accrue au niveau européen serait susceptible de faciliter ce processus. De plus, la fiscalité belge est extrêmement complexe. Non seulement les taux d'imposition sont élevés, mais il existe aussi de nombreuses déductions et exonérations fiscales. Un examen de l'incidence des différents types de prélèvements et exonérations sur la croissance économique, la compétitivité et l'emploi doit dès lors constituer le fil conducteur d'une réforme et d'une simplification en profondeur de la fiscalité.
57. Pour générer de la croissance, soutenir l'accroissement de la productivité totale des facteurs et alléger la contrainte en matière de compétitivité qui pèse sur l'évolution des revenus, il faut aussi promouvoir l'entrepreneuriat et l'innovation, et éliminer les facteurs entravant la création d'entreprises ou l'accès au marché. L'économie est en effet dynamique de nature. À court terme, son évolution est principalement déterminée par la mesure dans laquelle les entreprises en activité parviennent à proposer leurs produits traditionnels. À plus long terme, la rotation, selon laquelle de nouveaux produits ou processus de production viennent remplacer les anciens, prend nettement le dessus. Le bon fonctionnement de cette rotation facilite également la réallocation des ressources qui s'impose après la crise. Les produits nouveaux peuvent avoir du succès parce qu'ils répondent adéquatement à de nouveaux besoins, comme ceux liés au vieillissement de la population ou à la recherche d'une consommation d'énergie plus économe et d'une plus grande durabilité écologique, ou en raison de leur qualité intrinsèque, de leur conception spécifique ou de la force de persuasion avec laquelle ils sont mis sur le marché. La demande de ce type de produits sera généralement moins sensible aux prix, alors qu'aujourd'hui, l'économie belge et ses exportations reposent encore trop sur des produits facilement imitables.
58. Il est crucial d'encourager la R&D et de créer des réseaux de producteurs et de centres de recherche, pour que la connaissance débouche sur une économie plus performante. L'apprentissage tout au long de la vie et une mobilité professionnelle appropriée sont des aspects du marché du travail qui vont de pair avec une économie de la connaissance dynamique. Une administration publique moderne et efficace doit quant à elle apporter un soutien idoine, notamment au travers d'une politique d'autorisation simplifiée. De plus, les entrepreneurs doivent pouvoir trouver le financement nécessaire à leurs nouveaux projets, ce qui souligne la nécessité d'un système d'intermédiation financière performant et stable.

## Un système financier stable au service de l'économie

59. Les intermédiaires financiers ont un rôle majeur à jouer dans la promotion du potentiel de croissance de l'économie belge, car ils sont la principale source de financement et de couverture des risques des petites et moyennes entreprises, qui représentent la base de la capacité productrice du pays. Les craintes que l'indispensable restructuration du secteur financier en Belgique ne se traduise par de fortes restrictions dans l'octroi de prêts se sont jusqu'ici révélées largement infondées. Les banques restent actives sur le marché des crédits aux particuliers et aux entreprises belges et continuent d'asseoir leur présence dans plusieurs pays étrangers d'importance stratégique pour certaines d'entre elles, en particulier en Europe centrale et orientale.
60. Ce constat plutôt réconfortant ne peut faire perdre de vue que quelques grandes institutions systémiques doivent toujours se défaire d'un résidu important d'actifs dépréciés, ce qui constitue une lourde contrainte pour leur gestion, avec un risque éventuel pour les finances publiques, au regard des garanties qui ont été octroyées.

61. Dans le cas de Dexia, les problèmes récurrents de refinancement d'un vaste portefeuille de titres et de prêts illiquides à très long terme ont contraint les autorités à accélérer le démantèlement du groupe. Un plan révisé, approuvé par la Commission européenne, prévoit la vente des entités opérationnelles restantes du groupe et la cession de Dexia Municipal Agency (DMA) à un nouvel établissement de crédit dont l'État français est l'actionnaire majoritaire. Il inclut aussi une augmentation du capital de 5,5 milliards d'euros de Dexia SA par les États belge et français. Enfin, il réajuste la garantie tripartite des États belge, français et luxembourgeois à un maximum de 85 milliards d'euros, tout en réduisant d'environ 11 milliards la partie incombant à l'État belge.
62. Le groupe KBC avait lui aussi bénéficié, en 2008 et en 2009, d'aides publiques du gouvernement fédéral belge et du gouvernement régional flamand pour un montant total de 7 milliards d'euros. En décembre 2012, il a procédé au remboursement du solde dû au gouvernement fédéral, soit 3 milliards, majoré d'une prime de 15%. Conformément à son engagement de respecter dès 2013 les nouvelles règles de Bâle III, KBC a renforcé ses fonds propres en procédant à une émission d'actions pour un montant de 1,25 milliard d'euros et en annonçant une émission complémentaire, au premier semestre de 2013, de titres de capital exempts d'effet dilutif à concurrence de 0,75 milliard.
63. Au vu de l'ampleur des interventions publiques rendues nécessaires par la crise financière, il est normal que la collectivité ait des attentes considérables envers les intermédiaires financiers, en matière tant de soutien à la reprise économique que de rigueur dans la gestion des activités et des risques. Cela requiert, en particulier, que les autorités accordent une grande attention aux modèles d'organisation et de gouvernance des institutions individuelles. Dans ce contexte, la Banque, qui est chargée du contrôle prudentiel depuis avril 2011, a préparé un projet de circulaire, actuellement soumis au secteur pour consultation, dans lequel elle clarifie ses critères d'appréciation de l'expertise et de l'honorabilité professionnelle des dirigeants d'entreprises financières, tout en précisant ses attentes concernant les évaluations à effectuer par les établissements eux-mêmes. La Banque a par ailleurs poursuivi ses analyses horizontales des politiques de rémunération des grands établissements financiers. Il s'agit de mieux aligner les critères d'identification des collaborateurs les plus susceptibles d'exercer une influence significative sur le profil de risque de l'entreprise, ainsi que la proportion de la part variable des rémunérations accordées à ces collaborateurs.
64. Pour simplifier les structures des entreprises financières et mieux circonscrire les risques, plusieurs pays envisagent de lancer une réforme plus fondamentale visant à séparer les opérations traditionnelles de banque de dépôt de celles, plus volatiles, de banque d'investissement. Si une segmentation accrue contribuera à contenir les phénomènes de contagion, une scission totale ne serait pas sans inconvénient. Elle pourrait, en empêchant toute transaction des banques en certains produits, se faire au détriment des clients, voire fragiliser certaines institutions en les incitant à adopter des positions trop concentrées sur les marchés qui leur restent accessibles.
65. Par ailleurs, une telle réforme ne peut guère être mise en œuvre en Europe sur une base nationale, car elle ne s'appliquerait pas aux succursales de banques d'autres pays de l'UE. La Commission a donc chargé un groupe d'experts présidé par le gouverneur de la Banque de Finlande, M. Liikanen, d'examiner l'opportunité d'une telle approche à l'échelle communautaire. Les suites qui seront données par la Commission européenne aux conclusions de ce groupe, qui préconise d'isoler les activités de teneur de marché ainsi que celles de négoce pour compte propre lorsque celles-ci dépassent un seuil donné, seront prises en compte dans le rapport final que la Banque est chargée de rédiger pour le gouvernement sur la faisabilité de ce type de réforme structurelle en Belgique.
66. Par delà ces projets et initiatives publics, les établissements financiers eux-mêmes ne peuvent faire l'économie d'une révision de leur modèle d'activité. Des modes d'organisation mis en place dans le passé sont souvent devenus inadaptés ou surdimensionnés pour des institutions dont

le périmètre s'est rétréci. Des ajustements sont nécessaires pour réduire les coûts, préserver la rentabilité et s'assurer des sources de financement stables. En Belgique, les banques doivent à nouveau tirer l'essentiel de leurs revenus de leur activité traditionnelle d'intermédiation avec une clientèle concentrée sur un marché domestique très concurrentiel. Les compagnies d'assurances sont confrontées à la perte d'attractivité des produits d'assurance-vie dans un environnement marqué par une nette préférence des ménages pour la liquidité et par un niveau historiquement bas des taux d'intérêt à long terme.

67. Si les intermédiaires financiers belges bénéficient, pour développer leurs activités, du large surplus d'épargne des ménages, ce potentiel attire aussi nombre d'institutions étrangères. À l'heure actuelle, des incitants fiscaux canalisent surtout cet excédent vers les dépôts d'épargne. Cela pourrait justifier de reconsidérer, après une analyse fouillée, l'incidence du système de taxation sur les circuits financiers en Belgique, actuellement fortement concentrés sur le secteur bancaire au détriment des prises directes de participation ainsi que des financements par émission de titres ou par l'intermédiaire d'investisseurs institutionnels. Pour les banques elles-mêmes, cette structure « monoproduit » n'est pas dénuée de risques, car elle les rend très sensibles aux paramètres qui dictent l'évolution de ces dépôts. La nouvelle législation autorisant l'émission, en Belgique, d'obligations bancaires garanties par des crédits ouvre d'intéressantes possibilités de diversification, à utiliser toutefois dans des proportions mesurées, sous peine de vider les bilans des banques d'actifs pouvant servir de couverture aux créanciers non privilégiés.
68. La Banque suit de près les restructurations et réorganisations en cours au sein du secteur financier belge en étant très attentive aux implications en matière de risques. Même si les difficultés récentes des banques belges ont découlé, pour l'essentiel, d'opérations avec des contreparties étrangères, il y a lieu de ne pas sous-estimer les sources potentielles de fragilisation qui pourraient résulter du recentrage sur la clientèle domestique et, singulièrement, sur le marché hypothécaire, lequel constitue un important domaine d'activité pour les banques belges. Si, globalement, les critères d'octroi de prêts au logement restent assez conservateurs, un allongement de la durée moyenne des opérations a été récemment enregistré, tandis que, pour une fraction élevée des contrats, l'apport personnel de l'emprunteur est très limité, le crédit couvrant la quasi-totalité de la valeur du bien à financer. Au vu de la hausse sensible des prix de l'immobilier ces dernières années, et de l'incidence négative du ralentissement économique sur l'emploi, la Banque a recommandé aux établissements de crédit de maintenir une politique prudente et saine. Un certain resserrement des critères d'octroi des prêts hypothécaires a pu être observé au cours des derniers mois.
69. D'une manière générale, les crédits bancaires à la clientèle privée en Belgique, tant de particuliers que de sociétés, se caractérisent actuellement par des taux de défaut modérés, mais, de ce fait, ne donnent lieu qu'à des constitutions de provisions assez faibles. Dans ce contexte, une détérioration, même limitée, de la solidité financière de ces catégories d'emprunteurs pourrait vite se traduire par une augmentation significative des réductions de valeur, qui éroderait rapidement la rentabilité. La Banque procède à des évaluations régulières de la qualité des prêts et pourra, à partir de 2013, s'appuyer sur l'extension des informations tant quantitatives que qualitatives qui lui seront fournies par les établissements de crédit par le biais de la Centrale des crédits aux entreprises.
70. Les charges financières supportées par les emprunteurs ont récemment été atténuées par la baisse des taux sur le marché des capitaux. Cet allègement est a priori favorable à la stabilité financière, tandis que les intermédiaires financiers ont également pu dégager de larges plus-values sur leurs portefeuilles de titres. Cet environnement de faibles taux d'intérêt complique cependant la gestion des bilans des intermédiaires financiers.
71. Pour les banques, les incidences ne se feront sentir qu'à terme, en cas de réajustements rapides des conditions respectives de taux sur les actifs et passifs. Cela risque de peser d'autant plus sur la rentabilité que les institutions auront antérieurement cherché à gonfler leurs profits en

affectant une proportion importante de leurs passifs à faibles taux variables à l'acquisition d'actifs à taux fixe plus élevés. La Banque a récemment intensifié ses examens des modalités de gestion du risque de taux par les principaux établissements de crédit.

72. Les compagnies d'assurances peinent à dégager des revenus suffisants pour assurer les rendements garantis à leurs clients. Afin de compenser cette vulnérabilité, il se justifierait, d'un point de vue prudentiel, d'adapter régulièrement les règles plafonnant les taux garantis susceptibles d'être octroyés aux contrats d'assurance-vie. À défaut, la Banque va s'assurer, par ses contrôles des situations individuelles, que chaque institution fixe les taux garantis de ses contrats d'assurance-vie à des niveaux compatibles avec les rendements et risques de ses actifs ainsi qu'avec la structure de ses coûts.
73. Les normes réglementaires en matière de solvabilité et de liquidité constituent un paramètre essentiel pour la gestion des risques des intermédiaires financiers. Ceux-ci vont devoir s'adapter aux profondes modifications dont ces règles feront l'objet au cours des années à venir.
74. Dans le secteur bancaire, la mise en œuvre des nouvelles exigences de solvabilité dites de Bâle III va se traduire, au terme d'une période de transition s'étendant de 2013 à 2018, par une hausse significative des besoins en fonds propres. La Banque procède à un suivi régulier des plans de passage des principaux établissements de crédit vers ces nouvelles normes en prenant en compte les adaptations des modèles d'activité, les prévisions de rentabilité, l'évolution possible des risques et, le cas échéant, les actions envisagées, y compris l'émission d'instruments de fonds propres. Pour la liquidité, l'application en Belgique de ratios spécifiques depuis 2011 et le suivi très régulier, par la Banque, des positions de trésorerie des établissements de crédit, devraient permettre à ceux-ci de satisfaire dès à présent aux nouvelles normes sans recourir aux phases intermédiaires prévues par le Comité de Bâle.
75. Dans le secteur des assurances, une refonte des règles de solvabilité a aussi été mise en chantier dans le cadre de la directive européenne Solvabilité II. L'entrée en application de ces nouvelles normes, initialement prévue en 2012, a toutefois été repoussée, au vu des fortes fluctuations dans la valorisation des fonds propres des compagnies d'assurances entraînées par l'application des méthodes d'évaluation proposées par la directive aux engagements financiers assortis de garanties à long terme. La Banque est étroitement associée aux travaux d'adaptation en cours au niveau européen et a, dans l'intervalle, déjà entamé les travaux de transposition en droit belge de certaines des dispositions de la directive Solvabilité II. Elle a également demandé à plusieurs grandes compagnies d'assurances belges de participer à l'étude d'incidence des nouvelles règles lancée par l'UE en juillet 2012.
76. Pour la conduite de sa politique prudentielle, la Banque a privilégié une approche multidisciplinaire, en mettant sur pied des comités internes de coordination afin de mobiliser au mieux les synergies avec ses autres activités. Ce cadre doit assurer une circulation fluide et rapide des informations entre les services de supervision et les entités amenées à intervenir sur les marchés financiers ou exerçant des fonctions d'étude et de collecte de statistiques susceptibles d'éclairer et d'enrichir le contrôle prudentiel. Les analyses de risques sont réalisées en veillant à combiner les dimensions microprudentielle et macroprudentielle.
77. Afin de mieux baliser les travaux de ces comités de coordination, la Banque a défini des axes prioritaires. Un plan d'action pluriannuel met l'accent, pour 2013, sur une analyse fouillée des modèles d'activité et de la rentabilité des grands établissements financiers belges, sur les risques de crédit, de liquidité et de taux, ainsi que sur des composantes spécifiques des processus et méthodes de supervision, tant pour les banques que pour les compagnies d'assurances.
78. Pour apprécier l'adéquation de sa politique prudentielle, la Banque bénéficie du regard extérieur du FMI, dans le cadre du programme d'évaluation du secteur financier (PESF) auquel cette

institution soumet régulièrement les pays d'importance systémique pour la stabilité financière, parmi lesquels la Belgique. Cette mission d'expertise, actuellement en cours, examine si les méthodes de contrôle des banques et compagnies d'assurances, ainsi que les procédures de gestion de crise et de conduite de la politique macroprudentielle, sont conformes aux meilleures pratiques internationales en la matière. Elle analyse également la stabilité d'ensemble du système financier belge et jauge, au travers de tests de résistance, la capacité des grandes institutions de faire face à des chocs. Ce programme d'évaluation du FMI doit aboutir à des recommandations visant à renforcer la stabilité du système financier belge et, ainsi, à mieux armer le secteur pour relever les nombreux défis qui l'attendent.

79. Les changements fondamentaux dans la réglementation et l'architecture du contrôle prudentiel comporteront en effet de profondes implications tant pour les institutions que pour les autorités financières. Ces vastes chantiers vont concentrer l'attention, tout en exigeant de mobiliser d'importantes ressources, nécessaires pour mener à bonne fin des projets qui s'étaleront sur plusieurs années. Cet effort à long terme ne peut toutefois être accompli au prix d'un relâchement de la vigilance dont il faut continuer à faire preuve dans la surveillance des institutions individuelles.

## Préserver la soutenabilité des finances publiques

80. L'assainissement des finances publiques constitue un troisième défi politique majeur. La période où le budget était la plupart du temps en équilibre et où la dette publique ne cessait de se réduire a subitement pris fin en 2008. Depuis 2009, année de récession durant laquelle le déficit budgétaire s'était creusé à 5,5 % du PIB, la Belgique figure parmi les pays en situation de déficit public excessif. Pour y remédier, celui-ci devait être ramené sous le seuil des 3 % du PIB en 2012, comme prescrit par le Conseil Ecofin, et le programme de stabilité a fixé une trajectoire de retour à l'équilibre budgétaire en 2015.
81. Grâce aux efforts consentis par les communautés et les régions, et surtout par le pouvoir fédéral, le solde primaire structurel s'est amélioré d'environ 1 % du PIB en 2012. En dépit du recul de l'activité, le déficit public est donc ressorti à 3 % du PIB, contre 3,7 % en 2011. À cet égard, on est parti du principe que l'injection de capital à hauteur de 0,8 % du PIB dont a bénéficié Dexia ne devait pas être comptabilisée dans le déficit, même s'il n'existe encore aucune certitude à ce sujet. La dette publique, qui, quoi qu'il en soit, en a subi l'incidence, a augmenté, pour atteindre 99,6 % du PIB à la fin de 2012, contre 97,8 % un an plus tôt. Cette hausse tient également à la détérioration conjoncturelle et à la contribution de la Belgique aux efforts visant à limiter les conséquences de la crise de la dette dans la zone euro, alors que le remboursement de l'aide apportée à KBC a exercé un effet baissier de 1,1 % du PIB. Bien que le taux d'endettement soit de ce fait demeuré supérieur à celui de la zone euro, l'écart s'est resserré, retombant de près de 40 points de pourcentage à la fin de 2000 à 7 points à la fin de 2012.
82. Compte tenu de ce haut niveau d'endettement et des coûts considérables liés au vieillissement, il importe de poursuivre les efforts et de respecter la trajectoire définie dans le programme de stabilité. Ces deux facteurs expliquent également pourquoi la Belgique a un objectif à moyen terme relativement élevé, dont l'exigence minimale, revue à la hausse en 2012, est un excédent structurel de 0,75 % du PIB. L'entrée en fonction du gouvernement fédéral à la fin de 2011, et son programme de réformes structurelles et de consolidation budgétaire, ont indéniablement contribué au repli sensible du taux d'intérêt sur les titres publics belges en 2012. Cela a déjà conduit sur cette seule année à un gain en charges d'intérêts de 0,3 % du PIB, et les économies qui en découlent continueront de croître au cours des années à venir. Ce n'est qu'en poursuivant sur la voie de la consolidation budgétaire qu'on pourra ancrer la crédibilité retrouvée, alors que tout attermoiement ne ferait que rendre l'inévitable ajustement plus coûteux, en raison de la progression des charges d'intérêts, surtout si l'aversion pour le risque vis-à-vis de la dette



publique belge venait à nouveau à augmenter sur les marchés financiers. De plus, l'évolution de la crise dans la zone euro montre qu'un accroissement du taux d'intérêt des emprunts publics a des répercussions négatives non négligeables sur le secteur bancaire ainsi que sur les coûts de financement des ménages et des entreprises.

83. À cet égard, il convient en premier lieu de suivre attentivement l'exécution du budget confectionné pour 2013 et de l'ajuster au besoin. Ce contrôle est nécessaire dans la mesure où le budget a été établi sur la base de l'hypothèse de croissance du Budget économique de septembre 2012, qui ne tenait pas encore compte de la nouvelle détérioration conjoncturelle enregistrée au quatrième trimestre de 2012. En outre, l'effort d'assainissement annoncé pour l'ensemble des administrations publiques est moindre que l'estimation initiale qui tablait en effet sur un effort supplémentaire substantiel des communautés, des régions et des pouvoirs locaux, en sus des mesures budgétaires déjà dévoilées. Cela étant, pour la période suivante, il importe encore davantage d'élaborer un plan clair et crédible afin de parvenir à un équilibre structurel en 2015. Pour la confiance, une telle approche est effectivement préférable à un assainissement hésitant des finances publiques.
84. Les dépenses primaires des administrations publiques s'établissent entre-temps à plus de 50 % du PIB, alors qu'elles ne dépassaient pas 42,5 % en 2000. Ce gonflement est observé pour le pouvoir fédéral, la sécurité sociale, les communautés et les régions, ainsi que les pouvoirs locaux. Non seulement le rythme d'expansion des dépenses publiques n'a pas été ajusté à l'affaiblissement du potentiel de croissance, mais il est même demeuré important par rapport au taux de croissance de l'économie belge avant la crise. L'assainissement des finances publiques doit dès lors reposer en premier lieu sur le ralentissement de la croissance des dépenses primaires, surtout celles contribuant le moins à la progression du potentiel de croissance et de l'emploi et à l'atténuation des inégalités sociales, tandis que les coûts du vieillissement doivent être allégés en relevant encore l'âge effectif de départ à la retraite. Compte tenu de l'ampleur de la tâche, on ne pourra éviter la recherche de recettes additionnelles. Une augmentation des prélèvements sur les revenus du travail n'est toutefois pas à l'ordre du jour. Ils sont en effet déjà particulièrement élevés, et une nouvelle hausse obérerait le potentiel de croissance. De surcroît, il s'agit d'œuvrer à la perception correcte des impôts et à la lutte contre la fraude, tandis qu'une simplification de la fiscalité pourrait réduire l'évasion fiscale.
85. La consolidation budgétaire doit être supportée par tous les niveaux de pouvoir. Il convient donc de préciser clairement leurs contributions respectives ainsi que, comme le prévoit l'accord sur la réforme de l'État, d'ajuster définitivement certaines variables de la loi de financement des communautés et régions. Une étroite coordination budgétaire est en outre requise entre les entités fédérées et le pouvoir fédéral, chaque niveau s'engageant à atteindre des objectifs budgétaires clairs à moyen terme. De plus, la Belgique fait partie des pays qui doivent encore ratifier le pacte budgétaire et en inscrire la règle budgétaire dans leur législation nationale.
86. L'économie belge dispose de nombreux atouts qui lui ont permis de bâtir un haut niveau de vie. Si elle veut le maintenir à l'avenir et sauvegarder son modèle social, dans le contexte d'une mondialisation grandissante et du vieillissement de la population, elle doit néanmoins affronter une série de défis majeurs, mis plus manifestement encore en lumière par la crise. Un plan d'action cohérent doit être élaboré pour soutenir le potentiel de croissance et la transition vers une économie de la connaissance, garantir la stabilité financière et préserver la soutenabilité des finances publiques. C'est la seule manière de restaurer la confiance des ménages et des entreprises et de renouer avec une croissance durable. Attendre n'est pas une option. L'expérience dans d'autres pays de la zone euro a d'ailleurs montré combien les ajustements découlant d'une réaction tardive pouvaient être douloureux. Les différentes autorités politiques et les partenaires sociaux ont chacun une responsabilité cruciale à assumer à cet égard.

Bruxelles, le 30 janvier 2013