

Rapport 2016

Préambule

Développements économiques et financiers

Réglementation et contrôle prudentiels



© Banque nationale de Belgique

Tous droits réservés.
La reproduction de cette publication, en tout ou en partie, à des fins éducatives et non commerciales est autorisée avec mention de la source.



Table des matières

Table des matières

RAPPORT PRÉSENTÉ PAR LE GOUVERNEUR AU NOM DU CONSEIL DE RÉGENCE	11
I. DÉVELOPPEMENTS ÉCONOMIQUES ET FINANCIERS	41
1. Économie mondiale et zone euro	43
1.1 Croissance mondiale modérée, mais stable	45
1.2 Inflation basse sur fond de reprise modérée dans la zone euro	51
1.3 La politique de taux bas de l'Eurosystème vise à soutenir la reprise dans la zone euro	59
<i>ENCADRÉ 1 – Programmes d'achats d'actifs aux États-Unis et dans la zone euro : incidence sur les titres publics détenus par le secteur privé</i>	64
2. Activité, demande et emploi en Belgique	73
2.1 L'économie belge a progressé à un rythme modéré en 2016, mais a créé de nombreux emplois	75
<i>ENCADRÉ 2 – À l'heure actuelle, les conséquences du brexit sont limitées pour la Belgique</i>	77
2.2 La croissance de l'activité a été soutenue par les investissements et par les exportations nettes	80
2.3 La situation sur le marché du travail s'est nettement améliorée en 2016	89
3. Coûts salariaux et prix	97
3.1 La modération salariale et le tax shift portent leurs fruits	99
<i>ENCADRÉ 3 – Projet de loi modifiant la loi du 26 juillet 1996 relative à la promotion de l'emploi et à la sauvegarde préventive de la compétitivité</i>	103
3.2 Persistance de l'inflation élevée en Belgique	105
4. Épargne et financement de l'économie belge	111
4.1 Les conditions de financement soutiennent les opérations des sociétés non financières	113
<i>ENCADRÉ 4 – Opérations de fusion et d'acquisition : les multinationales et l'économie belge</i>	114
4.2 L'environnement de taux d'intérêt bas a des effets négatifs comme positifs sur les avoirs et engagements des particuliers	121
<i>ENCADRÉ 5 – Effets de répartition des taux bas et des valorisations des actifs</i>	123
4.3 Les banques belges ont à nouveau dégagé des bons résultats en 2016	127
4.4 La profitabilité du secteur des assurances s'est affaiblie en 2015 et en 2016	134

5. Finances publiques	139
5.1 La situation des finances publiques belges a décliné	141
5.2 Les recettes ont continué de se replier	145
5.3 La baisse des dépenses a marqué le pas	147
<i>ENCADRÉ 6 – Améliorer l’efficacité des administrations publiques</i>	149
5.4 La tendance haussière du taux d’endettement ne s’est pas encore infléchi	156
6. Une économie dynamique et inclusive	159
6.1 La Belgique, une économie en mutation	161
6.2 Accroître le potentiel de développement de l’économie en facilitant la réallocation des ressources	165
6.3 Faciliter et accélérer les transitions vers l’emploi, pour un marché du travail plus inclusif	174
<i>ENCADRÉ 7 – Indicateurs complémentaires au PIB pour la Belgique</i>	183
II. RÉGLEMENTATION ET CONTRÔLE PRUDENTIELS	187
A. Politique macroprudentielle	189
1. Immobilier résidentiel	189
<i>ENCADRÉ 8 – Incidence de l’augmentation forfaitaire de la pondération de risque applicable aux emprunts hypothécaires belges</i>	190
2. Coussin de fonds propres contracyclique	191
3. Banques d’importance systémique nationale	192
4. Reconnaissance des mesures de politique macroprudentielle	193
5. Suivi du secteur bancaire parallèle (shadowbanking) et de la gestion de fortune	193
B. Redressement et résolution	197
1. Banques et sociétés de bourse	197
1.1 Plans de redressement	197
1.2 Résolution	198
2. Entreprises d’assurance	201
2.1 Cadre réglementaire	201
2.2 Mise en œuvre	201
3. Infrastructures de marchés financiers	201
C. Banques et sociétés de bourse	203
1. Cartographie du secteur et aspects opérationnels	203
1.1 Population et classification des banques belges selon les critères du MSU	203
1.2 Aspects opérationnels	205
<i>ENCADRÉ 9 – Principaux points d’attention en matière de gouvernance au sein des établissements importants</i>	205
1.3 Faillite d’Optima Banque	207
2. Contrôle dans le cadre du mécanisme de surveillance unique	210
2.1 Priorités de contrôle pour 2017 et évaluation des risques	210
2.2 Orientations du MSU sur les crédits non performants	210
2.3 Méthodologie SREP et résultats	212
<i>ENCADRÉ 10 – Test de résistance des banques européennes en 2016</i>	215

3.	Aspects réglementaires	217
3.1	Réglementation internationale	217
	<i>ENCADRÉ 11 – Initiatives internationales relatives aux risques souverains</i>	219
3.2	Réglementation belge	220
	<i>ENCADRÉ 12 – Les trois catégories de sociétés de bourse dans la loi bancaire et les exigences en matière de gouvernance</i>	221
3.3	Reporting, comptabilité et gouvernance	222
D.	Assurances	225
1.	Cartographie du secteur	225
1.1	Entreprises d'assurance	225
1.2	Groupes d'assurance	225
2.	Finalisation du cadre légal	226
2.1	Arrêté royal Comptes annuels et provision clignotant	226
2.2	Arrêté royal Participations bénéficiaires	227
2.3	Circulaire système de gouvernance	228
2.4	Circulaire paramètres propres à l'entreprise	229
2.5	Communications modèles internes	229
3.	Mise en œuvre	229
3.1	<i>Dashboard</i>	229
3.2	Cadre pour la collaboration avec les commissaires agréés	229
3.3	Qualité des données	230
4.	Contrôle	230
4.1	Points d'attention concernant le contrôle en général	230
4.2	Points d'attention en matière d'inspections thématiques	231
4.3	Points d'attention concernant les modèles	232
	<i>ENCADRÉ 13 – Test de résistance 2016 de l'AEAPP pour les entreprises d'assurance</i>	232
5.	Risques prioritaires	234
5.1	Risque de taux d'intérêt	234
5.2	Risque de liquidité	235
5.3	Risque de <i>spread</i>	235
E.	Infrastructures de marchés financiers	237
1.	Cartographie du secteur	237
2.	Priorités en matière d'oversight et de contrôle	238
F.	Aspects de la réglementation et du contrôle pruden- tiels applicables à l'ensemble des secteurs	239
1.	Lutte contre le blanchiment de capitaux et le financement du terrorisme	239
1.1	Suivi de l'évaluation mutuelle de la Belgique par le GAFI : poursuite de la réorganisation du contrôle	239
1.2	Actions horizontales de contrôle relatives au gel des avoirs des terroristes et aux « <i>Panama Papers</i> »	240
	<i>ENCADRÉ 14 – L'action horizontale relative à la publication des « Panama Papers » et l'audition du Gouverneur devant la Commission spéciale au sein de la Chambre des représentants</i>	241
1.3	Devoirs de vigilance à l'égard des demandeurs d'asile	242
2.	Assurance qualité (<i>Quality assurance</i>)	242
3.	FinTech	243
4.	Cyber-risques	244
4.1	Poursuite de la hausse des cybermenaces	245
4.2	Recommandations en matière de cyber-résistance	245
4.3	Sélections choisies (<i>Capita selecta</i>)	246

ANNEXES	247
Annexe statistique	249
Notice méthodologique	265
Signes conventionnels	267
Abréviations	269
Liste de lois	275



Rapport présenté par le Gouverneur
au nom du Conseil de régence

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

1. L'incertitude quant à l'évolution des politiques économiques grandit de par le monde, alors qu'il faudrait tout mettre en œuvre pour renforcer la croissance et la rendre plus inclusive

1. La croissance de l'économie mondiale est une nouvelle fois restée modérée en 2016, à 3,1 %. Comme en 2015, l'évolution de l'activité a été grevée par les mutations profondes en cours dans les économies émergentes, catalysées par le rééquilibrage en Chine. Ce pays opère en effet une transition d'une économie axée sur les investissements et les exportations vers un modèle de croissance reposant davantage sur la consommation et les services. C'est pourtant dans les économies avancées qu'à la suite de développements politiques souvent inattendus, l'incertitude s'est faite la plus vive en matière d'options stratégiques pour l'avenir, et ce alors que ces pays sont encore aux prises avec l'héritage de la crise économique et financière. En dépit de l'incertitude accrue et des vagues de volatilité qu'elle a occasionnées sur les marchés financiers, l'activité s'est avérée robuste dans les économies avancées en 2016, et la croissance y a même progressé au second semestre. Toutefois, l'augmentation de l'incertitude renferme des risques pour l'avenir. Si ceux-ci devaient se concrétiser, les économies avancées pourraient se retrouver confrontées à un piège de croissance lente susceptible d'accentuer encore la pression sur la cohésion sociale. Il s'agit dès lors, pour l'avenir, de tout mettre en œuvre pour renforcer la croissance tout en la rendant plus inclusive.
2. La transition en Chine, nécessaire pour parvenir à un modèle de croissance plus durable, doit par ailleurs contribuer à réduire l'excédent du compte courant. Cela étant, elle induit le risque de ralentissement excessif de la croissance et menace d'exacerber les vulnérabilités associées à la forte expansion du crédit et à la hausse des prix de l'immobilier. Elle a en outre renforcé la baisse des cours des matières premières – le cours du baril de brut était tombé en janvier 2016 sous la barre des 30 dollars –, entraînant à son tour de profondes récessions dans les pays fortement tributaires des exportations de matières premières. Au cours de 2016, on a toutefois observé des signes de stabilisation, en particulier au Brésil et en Russie, ces pays ayant bénéficié de la dépréciation de leur monnaie et du rétablissement partiel des prix des produits de base. À la fin de l'année, les prix du pétrole ont continué à être soutenus, cette fois par la limitation de la production dans les pays de l'OPEP, tandis que les cours des matières premières industrielles s'inscrivaient eux aussi en hausse. En Chine même, le délicat processus de rééquilibrage s'est

* Deux régents ne peuvent souscrire au rapport dans son intégralité.

accompagné d'une politique de stimulation budgétaire destinée à prévenir un tassement trop important de la croissance. L'autorité monétaire a maintenu sa politique accommodante et a recouru à ses réserves de change pour soutenir le cours du renminbi. Les préoccupations relatives aux économies émergentes ont encore donné lieu au début de 2016 à un regain de nervosité sur les marchés financiers, mais cette agitation s'est ensuite amenuisée. Il n'en demeure pas moins qu'une série d'adaptations d'envergure s'imposent au sein de l'économie réelle et du secteur financier en Chine, et que les pays tributaires des exportations de matières premières, en manque d'un modèle de croissance plus diversifié, continuent de pâtir d'une capacité excédentaire importante.

3. Les vents contraires soufflant des économies émergentes ont contribué à ralentir d'un demi-point de pourcentage, à 1,6 %, la croissance des économies avancées. Ce ralentissement, particulièrement visible aux États-Unis, a surtout été sensible au premier semestre de l'année. Dans ce contexte, la Réserve fédérale n'a relevé son taux directeur qu'en décembre, un an exactement après l'avoir majoré pour la première fois depuis l'éclatement de la crise. Au Japon et dans la zone euro, où n'a été enregistrée qu'une croissance modérée et où une remontée durable de l'inflation s'est fait attendre, la politique monétaire a une nouvelle fois été assouplie. Cela a également été le cas au Royaume-Uni, où la Banque d'Angleterre a instauré en août une série d'incitants visant à alléger l'incidence économique du choix exprimé par les Britanniques lors du referendum du 23 juin de quitter l'UE, ce qu'il est convenu d'appeler le brexit.
4. Cette issue inattendue du referendum a provoqué sur les marchés financiers un choc puissant, mais de courte durée. Par ailleurs, l'activité économique au Royaume-Uni est restée plus robuste que prévu au second semestre de 2016. Au lendemain du referendum, la livre sterling s'est dépréciée. Une deuxième vague de dépréciations a suivi en octobre, lorsqu'il est notamment apparu que les futures relations commerciales entre le Royaume-Uni et l'UE pourraient s'avérer moins ouvertes qu'initialement escompté. Dans la foulée, les prévisions d'inflation sont parties à la hausse, tandis que les taux d'intérêt réels attendus perdaient du terrain. L'érosion du pouvoir d'achat due à la détérioration des termes de l'échange, l'incertitude quant aux nouvelles relations avec l'UE et le reste du monde, et les adaptations qui en découleront tôt ou tard constituent en effet autant de facteurs susceptibles de peser de façon prolongée sur les perspectives de croissance au Royaume-Uni.
5. Alors que l'incidence du brexit sur l'activité économique est restée étonnamment limitée en 2016, les répercussions économiques à long terme sont potentiellement importantes, y compris en dehors du Royaume-Uni. C'est bien évidemment le cas en premier lieu pour les autres pays de l'UE, et pour la zone euro en particulier, compte tenu de l'intensité des relations commerciales avec le Royaume-Uni, de l'importance de la place financière de Londres au sein de l'UE et des flux migratoires liés aux îles Britanniques. L'exposition de l'économie belge est elle aussi considérable, ne serait-ce que parce que le Royaume-Uni est le quatrième plus gros marché à l'exportation de la Belgique. La Banque maintient dès lors un suivi attentif des risques liés au brexit, sur le plan tant de l'économie réelle que des implications pour le système financier. Fort de cette expertise, le Gouverneur assiste le gouvernement, notamment au sein d'un groupe de haut niveau spécialement constitué à cet effet.
6. En raison du brexit, l'UE est contrainte non seulement de s'atteler à la tâche complexe de clarifier ses relations futures avec le Royaume-Uni, mais également de se mettre en quête d'une dynamique nouvelle. Cela pose des défis tout en créant de nouvelles opportunités. Par rapport à la période qui a immédiatement suivi la crise financière, la poursuite de l'approfondissement de l'Union économique et monétaire fait maintenant l'objet de moins d'attention. Avec la crise des réfugiés, l'évolution des relations géopolitiques et les attaques terroristes, d'autres thèmes ont pris le pas. L'Europe doit apporter une réponse convaincante sur tous les fronts. Une dynamique économique renforcée par une union monétaire plus complète peut permettre de trouver plus aisément des réponses adéquates aux nombreuses autres préoccupations

des citoyens européens. Elle peut offrir en sus une solution au sentiment accru d'insécurité socio-économique qu'alimentent non seulement les retombées de la crise mais aussi les incertitudes liées à la mondialisation, à la numérisation et à l'augmentation de l'inégalité des revenus. Imprimer une nouvelle impulsion à l'intégration européenne n'est pas une fin en soi. Cela n'en est pas moins nécessaire pour soutenir pleinement la dynamique de croissance, tirer le meilleur parti de la monnaie unique, favoriser l'inclusion socio-économique et, à l'échelle mondiale, valoriser au mieux l'influence de l'Europe dans l'intérêt de chaque État membre.

7. L'incertitude quant à la poursuite de la dynamique de l'intégration européenne a toutefois clairement augmenté. Parmi les facteurs qui alimentent cette incertitude figure, plus encore que la tenue d'élections dans de nombreux États membres en 2017, le constat que, sur le continent européen aussi, l'idée fait son chemin que le repli sur soi et la reconquête de la souveraineté nationale peuvent résoudre les problèmes complexes auxquels sont confrontées l'économie et la société en général. Ce sont en grande partie ces mêmes considérations qui ont dominé le débat sur le brexit et la campagne électorale pour la présidence aux États-Unis. Dans les deux cas, les discussions sur les flux migratoires ont largement cristallisé les points de vue. Aux États-Unis, elles ont en outre donné lieu à un plaidoyer en faveur d'une politique commerciale protectionniste.
8. Cette aversion pour l'ouverture, et le penchant au protectionnisme, se manifestent à un moment où la croissance du commerce mondial est déjà particulièrement atone. En 2016, elle n'a été que de 1,9 %, s'établissant ainsi bien en deçà de celle du PIB mondial. Cela tient en partie à des facteurs conjoncturels tels que la faiblesse des investissements – une conséquence de la transition en Chine même et de ses retombées sur les pays exportateurs de matières premières. Mais des facteurs structurels ont également joué un rôle, comme l'évolution vers des chaînes de valeur mondiales à nouveau plus courtes, l'absence d'avancées en matière d'ouverture du commerce international et, dans certains cas, l'adoption de mesures protectionnistes.
9. Ces développements, ainsi que l'éventuel retournement qu'ils peuvent occasionner dans les politiques menées, trouvent leur origine dans le fait que l'ouverture, lorsqu'elle s'est accrue, a entraîné, à côté d'avantages économiques à l'échelle macro, des effets secondaires qui ont lourdement touché de larges pans de la population. Bien que le commerce augmente la productivité, facilite la diffusion des innovations technologiques, crée de nouveaux débouchés, et fasse baisser les prix, la mondialisation s'est accompagnée, au cours des dernières décennies, d'une augmentation des inégalités de revenus dans la plupart des économies avancées. La raison en est une polarisation en faveur des personnes hautement qualifiées, pour lesquelles la spécialisation induite par les évolutions commerciales et technologiques constitue un atout. En outre, l'incidence de la crise économique et financière s'est révélée plus lourde pour les revenus plus faibles. Indépendamment de ses avantages, la migration entraîne elle aussi des coûts. L'incidence économique nette pour les pays d'accueil dépend fortement de la mesure dans laquelle les nouveaux arrivants peuvent s'insérer sur le marché du travail. La migration peut en effet mieux faire correspondre l'offre et la demande de main-d'œuvre. C'est pourquoi la libre circulation des personnes constitue, comme la libre circulation des biens et des capitaux, une composante essentielle de la construction européenne. Dans l'union monétaire, la mobilité de la main-d'œuvre entre les États membres constitue du reste un mécanisme d'ajustement naturel en cas de chocs asymétriques. Toutes les formes de migration ne trouvent toutefois pas leur origine dans des motifs aussi bénéfiques à l'économie, pour légitimes qu'ils soient sur d'autres plans – par exemple pour des raisons humanitaires. Cela est particulièrement vrai pour l'afflux de réfugiés en provenance de zones de conflit en 2015 et en 2016. Des efforts importants sont donc nécessaires pour permettre aux demandeurs d'asile de bien s'insérer sur le marché du travail et réduire ainsi les coûts économiques, voire les transformer en un avantage. La rapidité des procédures de reconnaissance, les connaissances et compétences dont disposent les demandeurs d'asile à leur arrivée, et les efforts que fournissent les pays d'accueil pour favoriser leur intégration sur le marché du travail constituent d'importants déterminants à cet égard.

Dans le cas de la migration également, les conséquences ne sont pas les mêmes pour tous les groupes de la population. Tant le commerce que la migration nécessitent donc des mesures d'accompagnement qui non seulement visent la recherche d'un effet aussi favorable que possible à l'échelle macro, mais soient aussi axées suffisamment sur une répartition équilibrée des coûts et des avantages.

10. La pression que cela exerce sur la cohésion sociale pourrait en effet, par le rejet d'une politique intrinsèquement à même de stimuler la croissance, induire un cercle vicieux qui mènerait à une croissance affaiblie doublée d'une protection sociale amoindrie. La croissance doit absolument se faire plus inclusive. Cela suppose qu'en matière d'enseignement, de formation et d'accompagnement sur le marché de l'emploi, des efforts supplémentaires soient déployés afin de permettre à chacun de faire face aux changements économiques et de trouver sa place sur le marché du travail. Parallèlement, chacun doit avoir la possibilité de récolter les fruits de la mondialisation et du progrès économique. Il faut porter une attention accrue à une croissance inclusive non seulement pour assurer une adhésion suffisante de la société à une politique visant à accroître le potentiel de croissance par des réformes structurelles et l'ouverture aux échanges, mais également parce que cela peut s'avérer plus efficace d'un point de vue purement économique. Comme les groupes à bas revenus dépensent une part plus importante de leur revenu disponible, une politique plus inclusive permettra de mieux stimuler la demande. De plus, le côté offre de l'économie bénéficierait d'un meilleur soutien de tous les participants potentiels au marché du travail, tandis qu'une trop grande inégalité de revenus nuit à la croissance, dans la mesure où les groupes dont les revenus sont plus faibles n'investissent souvent plus dans la formation. Une croissance plus inclusive permet une interaction positive entre une croissance renforcée et une protection sociale plus adéquate, ce qui peut constituer le fondement d'un nouveau contrat social.
11. Les marchés financiers ont traversé en 2016, en raison de l'incertitude croissante, un certain nombre de vagues de volatilité, généralement de courte durée. Ces mouvements ont été aisément digérés par le système financier, ce qui suggère une plus grande résilience. Les résultats électoraux aux États-Unis ont toutefois donné lieu à une correction plus nette sur les marchés financiers. En prévision d'une politique budgétaire expansionniste, les taux à long terme ont grimpé de plus de 50 points de base. Hormis l'éventualité que cette évolution soit de nature plus permanente, elle a également influencé dans une certaine mesure les marchés obligataires en Europe et, plus encore, dans les économies émergentes. Certaines d'entre elles sont en effet particulièrement vulnérables si les États-Unis optaient pour une politique commerciale plus protectionniste, ou dans un scénario où la Réserve fédérale serait contrainte de resserrer plus rapidement sa politique monétaire. Compte tenu du degré élevé d'incertitude, et des vulnérabilités qui subsistent dans les économies émergentes, une nouvelle réévaluation du risque n'est pas exclue. Cela pourrait peser sur la stabilité du système financier et entraîner un durcissement des conditions financières susceptible d'entraver la croissance économique.
12. Il convient donc d'actionner l'ensemble des leviers politiques pour soutenir la croissance, sous peine de voir émerger un piège de croissance lente. En effet, l'actuelle lenteur de la croissance pèse sur le potentiel de croissance de demain, le chômage conjoncturel menaçant de se muer en chômage structurel et la faiblesse des investissements grevant le stock de capital. La perspective d'un faible potentiel de croissance freine à son tour la demande, en exerçant un effet de revenu permanent sur la consommation et en comprimant les investissements. La politique monétaire accommodante, si importante soit-elle, ne peut constituer le seul levier. Il y a donc lieu de confier un rôle important tant à une politique budgétaire propice à la croissance et à la confiance, qu'au type de réformes structurelles qui non seulement soutiennent le potentiel de croissance à plus long terme mais peuvent en outre déjà stimuler la demande à court terme.
13. Cette approche permet également d'éviter que la politique monétaire ne doive assumer une part trop importante de l'ajustement. Elle n'est en effet pas en mesure de fournir une solution

pour nombre de défis qui dépassent le seul cadre monétaire et nécessitent donc un remède structurel. L'incapacité de parvenir à ces solutions pourrait toutefois exacerber la pression exercée sur les banques centrales, voire remettre en question leur indépendance, a fortiori maintenant que l'attention se porte de plus en plus sur les effets distributifs de la politique monétaire et sur leurs implications pour les épargnants. La perte de cette indépendance serait, à terme, préjudiciable au maintien de la stabilité des prix, ce qui, plutôt que d'apporter une réponse, créerait une source d'incertitude supplémentaire.

2. Les taux d'intérêt bas dans la zone euro : symptôme d'une croissance insuffisante

14. La reprise modérée de l'activité économique qui a été observée depuis la mi-2013 dans la zone euro s'est poursuivie en 2016, même si la croissance est retombée à 1,7 %, contre 2 % en 2015. Malgré l'environnement externe peu favorable, l'incertitude accrue et les vagues de volatilité sur les marchés financiers – motivées en partie par des préoccupations relatives aux banques de la zone euro et à leur capacité de financer l'économie –, la reprise est restée intacte. Les raisons en sont les conditions de financement favorables qui ont suivi le nouvel assouplissement de la politique monétaire, ainsi qu'une certaine impulsion budgétaire. En outre, la demande intérieure, et en particulier la consommation privée, a bénéficié non seulement du bas niveau des cours du pétrole, mais également d'une création d'emplois étonnamment soutenue. En raison notamment de réformes du marché du travail précédemment mises en œuvre, la croissance a en effet été très intensive en main-d'œuvre. Le fait que la demande intérieure soit devenue entre-temps le moteur de la croissance, et qu'elle le soit restée dans les conditions difficiles de 2016, contraste avec la première phase de rétablissement qu'a connue la zone euro immédiatement après la grande récession.
15. Il reste que la zone euro demeure confrontée à un déséquilibre important entre épargne et investissement. La part des investissements dans le PIB demeure plus de 2 points de pourcentage en deçà de la moyenne d'avant la crise, et l'excédent du compte courant – c'est-à-dire la différence entre l'épargne et l'investissement – est passé entre-temps à 3,7 % du PIB. Ces différents éléments s'accompagnent d'un déficit de la demande, dans un contexte de sous-emploi. Ainsi, selon la Commission européenne, l'*output gap* était négatif de 1 % en 2016, et le taux de chômage atteignait encore 9,8 % à la fin de 2016. Alors que l'inflation totale augmentait pour atteindre 1,1 % à la fin de l'année en raison du retournement dans l'évolution des prix de l'énergie, la sous-utilisation des capacités de production a continué de peser sur l'évolution des coûts intérieurs. Du coup, l'inflation hors énergie et alimentation n'a, pour la troisième année consécutive, pas dépassé 0,9 %.
16. Du fait de cette faiblesse persistante de l'inflation par rapport à l'objectif de stabilité des prix défini par le Conseil des gouverneurs de la BCE – une inflation inférieure à, mais proche de 2 % à moyen terme – et de l'absence de perspectives suffisantes quant à un comblement durable de cet écart, l'orientation de la politique monétaire déjà très accommodante a par deux fois encore été assouplie en 2016. Il n'a été recouru à cette fin que de façon limitée aux taux directeurs, même si, en mars 2016, le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement a été réduit de 5 points de base à 0 % et celui de la facilité de dépôt de 10 points de base à -0,40 %.
17. Plus les taux directeurs sont négatifs, plus il y a de difficultés à ce que s'opère la transmission des nouveaux assouplissements par le canal bancaire, très important pour le financement de l'économie de la zone euro. La raison fondamentale en est qu'il subsiste encore un actif financier dont le taux d'intérêt est nul : les billets de banque. De ce fait, les banques peuvent difficilement appliquer des taux d'intérêt négatifs sur leurs dépôts de détail. Particulièrement pour les dépôts d'épargnants privés, cela pourrait entraîner un risque de retrait massif de billets. Si le coût de cette source de financement importante ne peut plus diminuer, cela grèvera la rentabilité des

banques et donc leur capacité de répercuter la baisse des taux sur les tarifs des prêts, ou de continuer à octroyer du crédit. Cette situation met en lumière l'existence d'une limite inférieure pour les taux directeurs, et explique pourquoi les banques centrales recourent à d'autres instruments lorsque cette limite menace d'être atteinte. L'utilisation de ces instruments non conventionnels revient en substance à ce que, plutôt que de laisser les taux directeurs continuer à baisser, on les maintienne plus longtemps à leur limite inférieure, et à ce que les primes de risque soient comprimées par des achats d'actifs afin d'aplanir la courbe des rendements. Cela crée, plutôt qu'un environnement de taux négatifs prononcés, un environnement de taux d'intérêt faibles pendant une période généralement prolongée.

18. L'Eurosystème avait déjà précédemment emprunté cette voie, d'abord en indiquant, à partir de juillet 2013, qu'il fallait s'attendre à ce que les taux directeurs restent aux niveaux qu'ils avaient atteints ou à des niveaux plus bas sur une période prolongée, et ensuite en lançant en 2015 un large programme d'achats d'actifs. En vertu de ce programme, il a été procédé à partir de mars 2015 à des achats d'actifs à revenu fixe pour un montant mensuel de 60 milliards d'euros – principalement sous la forme d'obligations d'État, mais également d'obligations bancaires sécurisées et de titres adossés à des actifs –, initialement avec l'intention de procéder aux achats jusqu'en septembre 2016. Le programme avait, dès décembre 2015, été prolongé jusqu'en mars 2017, et en tout état de cause jusqu'à ce que le Conseil des gouverneurs constate une adaptation durable de la trajectoire d'inflation qui réponde à l'objectif de stabilité des prix. La durée du programme était en effet liée dès le départ à l'obtention des résultats escomptés en matière d'inflation.
19. Dans la foulée, le volume mensuel des achats d'actifs est passé en mars 2016 de 60 à 80 milliards d'euros, et il a été annoncé que ces achats seraient étendus aux obligations émises par les sociétés non financières. En outre, les orientations prospectives (*forward guidance*) concernant les taux directeurs ont été renforcées en les liant à celles des achats d'actifs. Il a en effet été précisé que la période au cours de laquelle les taux directeurs resteraient à leur niveau ou à un niveau inférieur se prolongerait bien au-delà de l'horizon des achats nets d'actifs. Le signal envoyé en matière de taux a été renforcé encore par l'application d'un taux d'intérêt fixe à la nouvelle série de quatre opérations de refinancement ciblées d'une durée de quatre ans annoncée au même moment. Ces décisions constituent, conjointement avec la réduction du taux d'intérêt sur la facilité de dépôt à $-0,40\%$, une réponse à la nouvelle baisse des anticipations d'inflation au cours des premiers mois de 2016. Cette baisse résulte à son tour de la détérioration des perspectives de croissance pour l'économie mondiale et de la pression accrue qui en résulte pour les cours du pétrole. Des anticipations d'inflation plus faible se transmettent de fait rapidement à l'inflation réelle car elles influencent la fixation des prix et des salaires. En outre, le taux d'intérêt réel augmente si la baisse des anticipations d'inflation n'est pas compensée par un assouplissement de la politique monétaire, ce qui complique la reprise de l'activité économique – et, partant, de l'inflation. Dans de telles circonstances, le risque d'une spirale déflationniste n'était pas loin.
20. En décembre 2016, le Conseil des gouverneurs de la BCE a décidé de prolonger ses achats d'actifs au-delà de mars 2017, au motif que la perspective d'un ajustement durable de la trajectoire de l'inflation vers l'objectif ne se dessinait pas assez clairement. Il s'agissait dès lors de prolonger le programme, cette fois jusqu'en décembre 2017, ou – conformément aux indications précédemment données – plus tard s'il le fallait. Mais étant donné que, par rapport au début de l'année, la menace d'une déflation s'était nettement amoindrie, le montant mensuel de ces achats supplémentaires a été ramené au chiffre initial de 60 milliards d'euros. Il était en effet apparu entre-temps que la reprise économique avait pu se poursuivre, tandis que les cours des matières premières ainsi que les anticipations d'inflation remontaient. Le Conseil a toutefois indiqué parallèlement que l'ampleur et/ou la durée du programme seraient rehaussées en cas de détérioration des perspectives ou si l'évolution des conditions financières venait à entraver une adaptation durable de la trajectoire d'inflation. À la fin de l'année, les

taux à long terme avaient en effet augmenté dans la zone euro également; cette hausse a par ailleurs été plus prononcée dans les pays les plus vulnérables.

21. L'ensemble de ces mesures ont donné lieu à des conditions financières particulièrement souples. Au troisième trimestre de 2016, le taux d'intérêt des obligations d'État de la plupart des pays de la zone euro a atteint des minimums historiques, et le taux des obligations de sociétés s'est lui aussi replié à la suite des achats effectués par l'Eurosystème. Certes, les taux à long terme sont ensuite remontés. Toutefois, cela reflétait principalement une reprise des anticipations d'inflation, de sorte que l'incidence sur les taux d'intérêt réels est restée limitée. Au cours de cette correction, il s'est avéré en outre que le segment à court terme de la courbe de rendement était plutôt insensible au mouvement haussier aux États-Unis, ce qui indique que les orientations prospectives en matière de taux directeurs sont efficaces. En outre, la croissance de l'octroi de crédit bancaire aux ménages et aux sociétés non financières s'est accélérée, et les taux d'intérêt sur ces prêts ont continué de fléchir. Cette baisse a été plus prononcée dans les pays qui avaient lourdement souffert de la fragmentation financière en 2011-2012, et les conditions de crédit pour les petites entreprises se sont à nouveau rapprochées des critères applicables aux grands emprunteurs. Ce sont autant de facteurs qui, dans un climat d'incertitude, ont soutenu la reprise.
22. Il y a toutefois des indications selon lesquelles le point de saturation de la transmission bancaire approche. La diminution des taux sur les dépôts atteint en effet sa limite, et la pression commence à se faire sentir sur la marge d'intermédiation des banques. L'effet des taux bas sur la rentabilité des banques est toutefois complexe, et il y a également, à tout le moins à court terme, des facteurs compensateurs. Ainsi, la valorisation plus favorable des actifs financiers crée des plus-values sur les portefeuilles de titres des banques, et la reprise économique soutient la demande de nouveaux crédits et prévient les défauts de paiement. Toutefois, à mesure que l'environnement de taux d'intérêt bas se poursuit, certains de ces effets positifs s'estompent, alors que la pression continue de s'exercer sur la marge d'intérêt en raison de la rigidité des taux d'intérêt sur les dépôts de détail.
23. Outre les effets secondaires qu'elle exerce sur la rentabilité des établissements financiers, la politique monétaire accommodante peut aussi comporter d'autres risques pour la stabilité financière. C'est à mettre en rapport avec une éventuelle surévaluation du prix des actifs, une quête exagérée de rendement et une forte croissance du secteur bancaire parallèle (*shadow banking*), une nouvelle surchauffe sur le front des emprunts, ou encore des perturbations dans l'allocation des ressources, avec à la clé une dégradation du potentiel de croissance. Si ces risques se limitent à des segments spécifiques du système financier, il est indiqué de les contenir par la voie de la politique prudentielle – et macroprudentielle en particulier. C'est certainement le cas dans la zone euro, où le degré de vulnérabilité varie généralement de pays à pays et où la politique macroprudentielle dispose d'une composante nationale, là où la politique monétaire agit exclusivement au niveau de l'union monétaire. La politique macroprudentielle peut, en imposant la constitution de réserves, renforcer la résilience systémique et limiter d'éventuels nouveaux excès. La politique monétaire peut donc se concentrer sur sa finalité première, la préservation de la stabilité des prix, qui crée d'ailleurs des retombées positives pour la stabilité financière. En soutenant la croissance nominale, elle exerce un effet bénéfique sur le désendettement et la qualité de l'encours de crédit. En outre, la stabilité des prix prévient l'incertitude quant à la valeur des contrats financiers, souvent conclus en termes nominaux. Une inflation basse non anticipée occasionne en particulier un glissement arbitraire de moyens des débiteurs aux créanciers, et pèse de ce fait sur la capacité de remboursement des emprunteurs. Les interactions entre la politique macroprudentielle et la politique monétaire sont dès lors importantes, mais il s'agit d'une matière relativement neuve, et la connaissance des canaux de transmission est encore assez limitée. C'est pourquoi la Banque a consacré à l'automne de 2016 un colloque à cette thématique.

24. Il y a à ce stade peu d'indications selon lesquelles les actifs financiers sont, de façon générale, surévalués dans la zone euro. Il s'agit toutefois de poursuivre le suivi de ces valorisations. En effet, les déséquilibres se constituent souvent de manière progressive. Il ne semble pas davantage y avoir de signes avant-coureurs d'un nouveau boom du crédit. En dépit de l'amélioration des conditions d'emprunt, la disponibilité du crédit pour les sociétés non financières est un facteur qui continue à compliquer le financement de nouveaux projets, surtout dans les pays où les banques détiennent encore un volume important de crédits à problème dans leur bilan. Le crédit pour l'achat d'une habitation progresse en revanche de manière plus dynamique dans certains pays de la zone euro, ce qui vaut également pour la hausse des prix sur le marché immobilier. Le Conseil européen du risque systémique (CERS) a récemment pointé, à ce propos, les vulnérabilités sur le marché immobilier résidentiel de cinq pays de la zone euro, dont la Belgique. La façon dont la Banque a pris en compte ces éléments ainsi que d'autres facteurs de risque dans la mise en œuvre de la politique macroprudentielle en Belgique est précisée plus loin.
25. La politique monétaire a rarement été aussi débattue dans l'opinion publique qu'en 2016. Deux thèmes se dégagent à cet égard. D'une part se pose la question de savoir si, par son effet haussier sur les prix des actifs, cette politique n'a pas profité principalement aux patrimoines plus importants, causant ainsi plus d'inégalité sociale. D'autre part, certains soutiennent que la politique monétaire a créé un environnement de taux d'intérêt artificiellement bas qui pénalise l'épargnant, un phénomène souvent qualifié de répression financière.
26. L'incidence de la politique monétaire sur la répartition des revenus et du patrimoine est une matière complexe, car elle opère en empruntant deux canaux différents : un canal macroéconomique et un canal financier. Les effets de répartition qui s'expriment via le canal macroéconomique, lequel agit surtout à moyen terme, vont en général dans le sens d'un progrès social. Atténuer la récession et, partant, réduire le chômage, bénéficie en effet surtout aux faibles revenus. La lutte contre le repli de l'inflation peut quant à elle prévenir une redistribution arbitraire de la richesse entre les débiteurs – souvent des ménages plus jeunes – et les créanciers – qui appartiennent plutôt aux catégories d'âge plus élevées. Elle s'avère dès lors équitable du point de vue intergénérationnel. Il se peut en revanche que des effets de répartition régressifs s'opèrent à court terme par la voie du canal financier. Il ressort toutefois d'une analyse de la composition et de la répartition du patrimoine net des ménages belges établie à partir de l'édition 2014 de l'enquête sur le comportement financier des ménages (*Household Finance and Consumption Survey*) que l'effet de répartition global de l'environnement de taux d'intérêt bas par le canal financier est difficile à estimer. Les ménages les mieux nantis bénéficient le plus de plus-values tant sur les actifs financiers que sur leur habitation propre ou d'autres biens immobiliers, mais en revanche, ils subissent un manque à gagner en raison de la faiblesse des taux d'intérêt. Les ménages au centre de la distribution perdent des revenus d'intérêts sur leurs dépôts, mais ils voient par contre la valeur de leur habitation augmenter et sont ceux qui bénéficient le plus des conditions d'emprunt hypothécaire avantageuses. Dans les ménages les moins riches, les dettes, notamment sous la forme de crédit à la consommation, pèsent plus lourd. Dans ce cas, une baisse des taux d'intérêt constitue plutôt un élément positif. Il n'est donc pas aisé de déterminer si la politique monétaire a induit des effets de redistribution importants en faveur des personnes plus riches, et c'est encore moins le cas si on tient compte de l'incidence de la stabilisation macroéconomique sur le chômage.
27. En ce qui concerne à présent les déterminants de l'environnement de taux d'intérêt bas, ce n'est pas tant la politique monétaire proprement dite – et encore moins une quelconque forme de répression financière – qui exerce une pression à la baisse sur les taux d'intérêt, mais bien l'important déséquilibre entre l'épargne et l'investissement. Cette composante conjoncturelle – qui est encore fortement perceptible dans la zone euro en raison de la profonde empreinte laissée par la crise – s'ajoute à une série de facteurs de nature plus structurelle qui ont comprimé les taux d'intérêt réels au cours des dernières décennies, comme la croissance moindre de la productivité, l'augmentation de la propension à l'épargne à l'échelle mondiale,

liée au vieillissement de la population et à l'augmentation de l'inégalité des revenus, ainsi que l'absorption, par les marchés financiers mondiaux, des excédents d'épargne des économies émergentes. En outre, la pression à la baisse sur le taux d'intérêt sans risque a encore été intensifiée, au cours de la crise, par une forte augmentation de l'aversion pour le risque et par la réduction de l'offre d'actifs sûrs. On a observé en particulier que dans la zone euro, la notation de crédit d'une série de gouvernements avait été abaissée. Ces facteurs compriment le taux d'équilibre – c'est-à-dire le taux d'intérêt réel théorique qui, en situation de pleine utilisation des capacités de production et d'inflation stable, met en équilibre l'épargne et les investissements. La politique monétaire doit suivre ce mouvement, de sorte que le taux d'intérêt effectif reflète le taux d'équilibre. Dans le cas contraire, le taux d'intérêt est trop élevé par rapport au retour sur investissements, et dès lors ceux-ci se replient, les capacités de production ne sont plus pleinement utilisées et l'inflation baisse. Aujourd'hui, il n'en va fondamentalement pas autrement, maintenant qu'à l'approche de la limite inférieure des taux directeurs, des instruments non conventionnels sont également utilisés pour influencer la constellation plus large des taux d'intérêt dans l'économie. En s'attaquant à la sous-utilisation des facteurs de production et à la désinflation, on crée les conditions pour, à terme, ramener les taux d'intérêt au niveau résultant de leurs déterminants plus structurels. De plus, en agissant également sur ces déterminants structurels – tâche qui revient aux politiques budgétaires et structurelles –, on peut, par exemple par une augmentation de la productivité, induire une hausse plus permanente du taux d'équilibre. Comme les épargnants détiennent in fine toujours une créance sur l'économie réelle, la santé de cette dernière est le facteur déterminant de leur rendement.

28. Étant donné l'ampleur du déficit de la demande dans la zone euro, il serait en principe souhaitable que la stimulation de la demande opérée par la politique monétaire soit renforcée par une impulsion budgétaire. C'est d'ailleurs ce qui s'est passé dans une certaine mesure en 2016. La réduction du déficit public dans la zone euro de 2,1 % en 2015 à 1,8 % est en effet restée en deçà de la réduction des charges d'intérêts et de l'incidence de l'amélioration conjoncturelle. Dans plusieurs États membres, l'impulsion budgétaire a pris la forme de réductions d'impôts. Il est toutefois essentiel de garantir également la soutenabilité des finances publiques afin de faire face aux coûts budgétaires du vieillissement de la population et de constituer des réserves financières pour l'avenir. En renforçant la confiance dans la durabilité des finances publiques, on favorise par ailleurs la consommation et l'investissement du secteur privé. Il faut dès lors que la nécessité de poursuivre une politique budgétaire de stabilisation dans la zone euro s'accorde avec l'exigence de respect par les États membres des règles du pacte de stabilité et de croissance. Cela implique qu'à l'exception d'une poignée de pays, il n'y a guère de marge pour une orientation plus expansionniste. La plupart des pays – dont la Belgique – sont en effet encore très éloignés de leur objectif à moyen terme dans le volet préventif du pacte. Ils doivent donc s'en tenir à la trajectoire requise pour atteindre cet objectif. Ces trajectoires sont d'ailleurs modulées en fonction de la situation conjoncturelle des pays concernés et de leurs efforts en matière de réformes structurelles ou dans le cadre du Fonds européen pour les investissements stratégiques. En outre, les coûts liés à la crise des réfugiés et aux mesures de sécurité adoptées après les attentats terroristes sont considérés comme des facteurs exceptionnels. Comme le pacte vise le moyen terme, il offre en effet la flexibilité nécessaire à cet égard. Même sans marge budgétaire, les États membres peuvent rendre leur politique budgétaire plus propice à la croissance en adoptant des glissements qualitatifs dans leurs recettes et leurs dépenses et en s'attachant à réaliser des gains d'efficacité. Il est ainsi possible, en plus du stimulus conjoncturel, de soutenir également le potentiel de croissance à long terme. Les investissements publics – principalement dans les infrastructures utiles à l'économie – peuvent jouer un rôle-clé en la matière. À cet égard, les éclaircissements d'Eurostat quant au traitement statistique des partenariats public-privé sont les bienvenus. Il s'indique de déterminer si de tels investissements publics ne peuvent pas être encouragés davantage, en ne tenant compte, dans la partie préventive du pacte, que des amortissements plutôt que de l'ensemble des dépenses d'investissement, à condition que cela ne compromette pas la

soutenabilité de la dette. Cela permettrait une utilisation maximale de l'environnement de taux d'intérêt faibles.

29. L'adoption de réformes structurelles propices à la croissance constitue un autre élément essentiel du *policy mix* dont a besoin la zone euro. Elles peuvent contribuer au processus de convergence dont a tant besoin une union monétaire efficace, et renforcer la résilience des États membres en cas de chocs. De plus, elles sont de nature à rehausser la croissance potentielle. Celle-ci est actuellement retombée à environ 1 % dans la zone euro, alors qu'elle est de 2 % aux États-Unis. Pour accélérer le processus de désendettement et maintenir la soutenabilité financière du modèle social européen, l'augmentation de la croissance potentielle est dès lors indispensable. En 2016, la dynamique réformatrice s'est toutefois arrêtée, après la mise en œuvre de toute une série de réformes, surtout dans les pays les plus touchés par la crise. L'accent avait été mis à cette occasion sur les réformes du marché du travail et sur la restauration de la compétitivité. Pour l'avenir, ce sont toutefois la productivité et l'emploi qui doivent devenir les mots-clés : la productivité parce qu'elle est à long terme la source par excellence de création de revenus, et l'emploi parce que l'insertion dans la vie active est le meilleur moyen de parvenir à une meilleure inclusion sociale. La création de conseils nationaux de productivité recommandée en septembre 2016 par le Conseil ECOFIN pourrait à l'avenir se révéler un important facilitateur de réformes. Des réformes propices à l'augmentation de la productivité et la création d'un environnement favorable à l'entrepreneuriat peuvent contribuer dans une large mesure à l'élimination du déficit d'investissement dans la zone euro. Alors que la politique monétaire réduit les coûts de financement des investissements, l'adoption de réformes en augmenterait le rendement. La complémentarité de ces deux axes politiques constituera un incitant supplémentaire pour les investissements. En outre, les réformes favorisent la confiance, en ce qu'elles atténuent l'incertitude quant au long terme et offrent des perspectives de croissance accrue. Il importe non seulement de disposer de marchés de produits et d'un marché du travail qui fonctionnent efficacement, mais également de garantir une bonne allocation des capitaux. Il s'agit en effet de disposer d'un financement suffisant pour les projets nouveaux et orientés vers l'avenir.
30. Le secteur financier constitue un levier important en vue d'assurer une reprise économique durable dans la zone euro. Les mesures prises ces dernières années pour rétablir la confiance en ce secteur ont été importantes – avec notamment les premières étapes de l'union bancaire et, à l'entame du mécanisme de surveillance unique, une évaluation complète consistant en un examen de la qualité des actifs et un test de résistance menés par la BCE. Elles s'avèrent néanmoins insuffisantes, comme en témoigne la volatilité accrue sur les marchés au cours de l'année 2016. Le secteur financier s'est certes montré plus résilient et solide à la suite des réformes réglementaires mises en œuvre dans le sillage de la crise financière. Afin que la reprise revête un caractère durable, l'assainissement du secteur financier dans la zone euro doit toutefois se poursuivre de manière plus approfondie et décisive en vue de réduire l'incertitude qui pèse sur le secteur, laquelle a été exacerbée par le vote en faveur du brexit au mois de juin.
31. La problématique des créances douteuses dans certains pays de la zone euro – reflet de l'héritage de la récession prolongée dans certains États membres – doit être traitée dans les plus brefs délais. Ces créances atteignent plus de 1 000 milliards d'euros dans l'UE. L'histoire a montré que la présence de crédits non performants dans le bilan des banques pèse sur la situation financière de celles-ci. Ces prêts douteux érodent l'offre de crédit des établissements, qui doivent dégager d'importantes ressources financières – notamment par la constitution de provisions additionnelles – et humaines pour gérer ces portefeuilles. Les banques disposent ainsi de moins de ressources pour accorder de nouveaux crédits. Ces facteurs pèsent considérablement sur la reprise de l'activité économique en Europe et sont susceptibles de perturber la transmission de la politique monétaire.

32. Seule une stratégie cohérente visant à l'assainissement des bilans bancaires et reposant sur différents leviers pourra s'avérer efficace. Le niveau de la croissance économique n'est à l'heure actuelle pas suffisant pour réaliser cet assainissement, et tout retard pris à cet égard serait, de surcroît, de nature à entraver le retour de la croissance économique, déjà fragilisée, et à mettre en péril la crédibilité des institutions européennes mises en place dans le cadre de l'union bancaire. En premier lieu, afin de s'assurer que les créances soient reconnues suffisamment tôt et soient suffisamment provisionnées au regard des risques encourus, la surveillance doit être intrusive. C'est dans ce contexte que la BCE a mis en place un groupe de travail ayant pour but de développer des lignes directrices visant à améliorer la gestion des actifs en souffrance et à définir des objectifs quantitatifs de réduction du volume de ces prêts. Ce dernier objectif se heurte cependant à une faiblesse de la solvabilité des banques dans certains pays. En second lieu, des réformes plus profondes du système judiciaire s'imposent dans certains États membres, notamment en vue d'une plus grande efficacité des procédures de recouvrement et de faillite. Ces réformes sont essentielles pour accroître la valeur des créances douteuses sur le marché secondaire et ainsi favoriser la vente de ces actifs.
33. Au vu de l'ampleur et de la diversité des créances douteuses en Europe, la résolution de cette problématique doit également passer par le développement d'un marché secondaire pour ces actifs. La mise en place de structures de défaillance (bad banks) peut y contribuer, ainsi que des ventes régulières et significatives de ces actifs. Le nouveau cadre légal européen instauré par la directive sur le redressement et la résolution des banques rend néanmoins plus complexe la mise en œuvre de telles mesures. Il prévoit en effet que les aides d'État, généralement nécessaires dans ce cadre, doivent être accompagnées préalablement, d'une part de la mise en résolution des établissements concernés, et d'autre part d'une exigence de renflouement interne (*bail-in*), correspondant à 8 % du passif de l'établissement. Par ailleurs, la directive prévoit, sous certaines conditions, qu'un établissement de crédit puisse bénéficier d'une aide d'État sans devoir être mis en résolution. Il a été recouru à cette possibilité pour permettre au gouvernement italien de procéder, à des fins de maintien de la stabilité financière, à la « recapitalisation préventive » de la banque Monte dei Paschi di Siena, permettant ainsi, sans l'exigence de renflouement interne, que les créanciers subordonnés soient traités comme des actionnaires, à l'exception des créanciers subordonnés particuliers, qui seront indemnisés par la banque elle-même pour les dommages subis. Les moyens qu'a dégagés le gouvernement italien pour assainir le secteur bancaire permettent d'étendre cette approche à d'autres banques qui ne peuvent pas se tourner vers leurs propres actionnaires ou qui ne peuvent lever des capitaux sur le marché. Cette recapitalisation doit toutefois s'accompagner de mesures de restructuration importantes, afin d'assurer la viabilité à terme des établissements concernés.
34. Le secteur bancaire européen souffre de problèmes de rentabilité au sens large. Non seulement le niveau des taux d'intérêt pèse sur le secteur européen, mais la surcapacité et certaines inefficiences dans le secteur y participent aussi. La rigidité des structures existantes de gestion et de coûts empêche souvent le secteur de s'adapter rapidement aux nouvelles réalités et aux nouveaux développements, comme la révolution numérique. Après la crise financière, les bilans des banques se sont certes dégonflés, mais les mesures visant à améliorer les gains d'efficacité et à simplifier les structures de gestion et d'organisation n'ont pas toujours été mises en œuvre. Par ailleurs, certains risques liés aux pratiques héritées du passé se matérialisent seulement aujourd'hui par l'imposition de lourdes amendes financières, et mettent potentiellement en péril la situation financière des banques. Les banques qui se sont déjà restructurées sont, de manière générale, plus rentables et peuvent s'adapter plus aisément aux nouvelles évolutions. L'environnement actuel, caractérisé par de nombreuses incertitudes tant sur le plan macroéconomique que sur le plan réglementaire et par une volatilité et une complexité accrues, renforce la nécessité d'une capacité d'adaptation du secteur bancaire.
35. Il serait indiqué dès lors que la réforme dite de Bâle 3.5 puisse aboutir à court terme. Cela clarifierait la situation et permettrait aux banques d'adapter leur modèle d'entreprise à ce

nouveau cadre. La traduction de l'accord de Bâle 3.5 en textes normatifs européens requerra indubitablement encore du temps, mais il est crucial que les autorités européennes transposent fidèlement l'accord, tout en respectant les délais imposés pour sa mise en œuvre au niveau international. Ces nouvelles propositions ont pour objectif principal de trouver des réponses au problème des différences non justifiées dans l'utilisation des modèles internes pour le calcul des exigences en fonds propres. Un tel accord marquerait par ailleurs une pause dans la vague des réformes réglementaires menées dans le sillage de la crise financière et dont l'objectif est de rendre le secteur plus sain et plus résilient. Les prochaines années seront importantes pour analyser avec davantage de recul les implications de l'ensemble de ces réformes sur la diversité des modèles d'entreprise des banques et sur l'économie réelle. Il sera également impératif d'analyser si la complexité du nouveau cadre prudentiel ne donne pas lieu à des conséquences indésirables et à des arbitrages réglementaires.

36. Après plusieurs années caractérisées par diverses avancées dans la gouvernance de l'Union économique et monétaire, 2016 a plutôt été marqué par de nombreux piétinements. Au niveau de l'union bancaire, les propositions soumises par la Commission européenne en 2015 en vue d'établir un dispositif commun de garantie des dépôts – à savoir le troisième pilier de l'union bancaire – n'ont pas encore pu aboutir. Ce système s'appuierait sur un fonds européen de garantie des dépôts alimenté par des contributions des banques en fonction de leur profil de risque et serait géré par le Conseil de résolution unique. En fin de compte, la prise en charge totale de la garantie des dépôts par le système européen ne s'opérerait qu'après une période de transition de huit ans. Ce partage des risques doit toutefois aller de pair avec une meilleure maîtrise des risques du secteur. Il y a lieu par ailleurs d'élaborer également des mécanismes qui achèvent de découpler le système financier des finances publiques nationales. À ce sujet s'est engagée au niveau européen comme à l'échelon international une réflexion sur le traitement prudentiel des risques que les banques détiennent sur les États souverains, mais elle n'a, à ce stade, pas débouché sur des propositions concrètes. Ce sont les divergences de vue quant à l'équilibre entre le partage des risques et les mesures de réduction du risque pour le secteur qui sont à l'origine des piétinements constatés dans la finalisation de l'union bancaire. Cette finalisation et la résolution des problèmes structurels auxquels le secteur fait face sont pourtant indispensables pour assurer la cohérence du projet européen.

3. Défis pour le système financier belge dans un environnement de taux bas

37. En 2016, la persistance de l'environnement de taux très bas, voire négatifs, a commencé à atteindre les fondamentaux de l'intermédiation financière. La situation actuelle en matière de taux comprime structurellement la rentabilité des établissements financiers et est par ailleurs susceptible de mettre en péril la stabilité financière dans son ensemble.
38. Les compagnies d'assurance, en particulier dans le segment des assurances-vie, sont particulièrement touchées par cet environnement dans leurs activités dites de la branche 21. Le secteur de l'assurance-vie doit continuer à assurer des engagements assortis de taux garantis élevés conclus par le passé. Toutefois, au fur et à mesure que la période de taux bas se prolonge, le rendement sur les portefeuilles d'actifs des compagnies d'assurance-vie se réduit, mettant en péril leur situation financière et éventuellement leur capacité d'honorer leurs contrats. Cette tendance a d'ores et déjà incité une série d'établissements à revoir leur modèle d'entreprise. Certains ont procédé à ce sujet à des annonces, le plus souvent dans le sens d'un démantèlement partiel ou d'un arrêt de certaines activités d'assurance-vie. C'est surtout pour les compagnies n'offrant que des produits d'assurance-vie que la nécessité de revoir le modèle d'entreprise est potentiellement la plus forte, les autres activités d'assurance ayant affiché de bien meilleures performances au cours des dernières années. Mais toutes les entreprises devront

procéder à une réflexion afin d'intégrer l'environnement de taux d'intérêt bas dans leur modèle d'entreprise.

39. Ces défis ont également été mis en lumière par les résultats des tests de résistance menés par l'AEAPP en collaboration avec la Banque. Dans l'environnement de taux bas actuel, il importe que les entreprises d'assurance renforcent leur situation financière, en particulier en limitant la réalisation de plus-values et le versement de bénéfices à leurs assurés ou de dividendes à leurs actionnaires, afin de ne pas hypothéquer leurs résultats futurs. Dans ce contexte, la Banque a proposé au ministre de l'Économie un projet d'arrêté royal visant à encadrer la distribution des parts bénéficiaires. Ce projet, approuvé entre-temps par le ministre, prévoit la possibilité pour la Banque – en tant qu'autorité microprudentielle – d'interdire un tel versement aux assurés s'il risque de mettre en péril l'équilibre financier de l'entreprise. La Banque plaide par ailleurs depuis plusieurs années pour que les taux du marché soient pris en compte dans la fixation des taux sur les nouveaux contrats. C'est ainsi que ce principe a été inscrit dans la loi du 13 mars 2016, qui prévoit un mécanisme de calcul de fixation du taux basé sur la moyenne des taux des OLO à 10 ans sur les 24 derniers mois, avec un maximum de 3,75 % et un minimum de 0,75 %. Sur cette base, le taux maximum sur les contrats d'assurance-vie individuels devrait être ramené de 2 à 0,75 %. Le ministre de l'Économie – qui dispose d'un pouvoir de veto – a toutefois décidé de maintenir le taux inchangé à 2 % en 2017 pour des motifs de protection des consommateurs et afin de maintenir le lien avec le taux d'intérêt minimal, actuellement de 1,75 %, prévu par la législation relative aux pensions complémentaires.
40. De manière plus fondamentale, les résultats des tests de résistance et les derniers résultats financiers de certaines entreprises soulèvent la question de la pérennité du métier de l'assurance-vie lié à des contrats à taux garantis. Certaines compagnies ont, dans le cadre de leur réflexion stratégique, déjà fait le choix de quitter certains segments de l'assurance-vie et/ou de proposer massivement à leurs clients le rachat de leurs contrats existants assortis de taux garantis élevés, moyennant le paiement d'une prime de rachat. Dans ce cadre, la Banque a formulé des propositions qu'elle a soumises aux autorités et aux différents acteurs pour redynamiser l'activité d'assurance sur certains plans. Ces mesures visent notamment à assurer le développement de nouvelles opportunités de nature à soutenir la croissance durable de l'économie et plus particulièrement le financement de projets d'infrastructure, pour lesquels un déficit important est observé depuis de nombreuses années en Belgique.
41. Parallèlement à une série d'autres facteurs qui influencent la rentabilité, comme les prélèvements bancaires, l'actuel environnement de taux durablement bas, voire négatifs, pose d'importants défis au secteur bancaire également. Au cours des dernières années, la baisse des taux avait néanmoins amélioré la marge d'intermédiation du secteur. La structure de financement des banques, qui repose très largement sur les dépôts d'épargne, avait permis un ajustement presque immédiat de leur coût de financement aux conditions de marché, alors que l'actif n'était que progressivement ajusté au fur et à mesure de la venue à maturité des prêts. La baisse des taux avait également permis de soutenir la demande de crédit et la réalisation des plus-values éventuelles sur les portefeuilles obligataires des banques. Ce soutien positif de la baisse des taux s'ajoutait à l'effet de nombreuses mesures de restructuration mises en œuvre par le secteur dans le sillage de la crise financière. Ces mesures ont fortement changé l'aspect du secteur bancaire belge. Ainsi, le recentrage des activités des banques sur leurs marchés domestiques et sur leurs métiers de base, à savoir la collecte de fonds auprès du public pour alimenter l'octroi de crédit aux entreprises et aux ménages, a permis aux établissements d'assainir leurs portefeuilles et de réduire le risque de crédit. Contrairement à de nombreux secteurs bancaires, principalement dans le sud de l'Europe, les portefeuilles de crédit en souffrance ne grèvent, en moyenne, que de manière limitée les résultats des banques belges. La simplification de leur structure organisationnelle, la réduction de leurs dépenses opérationnelles, ainsi que l'alignement des marges d'intérêt et des coûts tarifaires sur le nouveau cadre réglementaire et les conditions de marché sont

des facteurs complémentaires qui ont contribué au redressement de la rentabilité et de la solvabilité du secteur bancaire.

42. L'année 2016 marque toutefois la fin de l'effet bénéfique direct de la baisse des taux d'intérêt sur la rentabilité des banques, comme en témoigne la baisse de leur revenu net d'intérêt dès le premier semestre. Alors que les banques n'ont pas la possibilité de réduire davantage les taux sur les comptes à vue et sur les livrets d'épargne des ménages, la révision des actifs à des taux plus faibles en raison de la vague de refinancements des crédits hypothécaires s'est accélérée. Face à ce défi, les banques poursuivent leur restructuration et explorent d'autres pistes pour préserver leur rentabilité.
43. Tout d'abord, les banques tentent d'intensifier la diversification de leurs sources de revenus, notamment en privilégiant les revenus issus de la vente de fonds d'investissement. Les nombreuses périodes de soubresauts qu'ont traversées les marchés en 2016 ont néanmoins limité quelque peu l'appétit pour le risque des ménages et des entreprises, alors que la concurrence s'est intensifiée sur ce segment de marché. Les établissements financiers n'ont, dans ce contexte, pas été en mesure d'atteindre pleinement leurs objectifs en la matière. Plus globalement, cette stratégie s'inscrit dans la mise en œuvre progressive de l'union des marchés des capitaux, dont l'objectif est de développer des sources alternatives de financement de l'économie – en complément du financement bancaire. Ces dernières années, le secteur des fonds d'investissement a fortement progressé en Belgique, parallèlement aux développements observés dans l'UE, reflétant également une quête de rendement de la part des investisseurs. Les effets bénéfiques de ce type d'activités ne doivent toutefois pas occulter les risques éventuels qu'ils peuvent également générer. Il convient donc de s'assurer que soient gérés de manière adéquate ces risques potentiels, liés notamment aux retraits éventuels des clients en périodes de volatilité élevée sur les marchés financiers. L'environnement de taux actuel amène également les gestionnaires de ces fonds à prendre davantage de risques afin de réaliser leurs objectifs de rendement. La corrélation croissante entre les stratégies d'investissement de ces fonds au niveau international peut donner lieu à l'émergence de risques systémiques, tout particulièrement dans un contexte où le cadre réglementaire actuel de ces activités ne revêt pas cette dimension prudentielle. Dans ce contexte, la Banque suit de près ces évolutions, et présentera son analyse sous la forme d'un rapport détaillé au ministre des Finances en 2017.
44. Au-delà de la diversification des sources de revenus, les établissements de crédit pourraient être incités à prendre davantage de risques. Pour l'heure, un tel phénomène n'est pas observé de manière généralisée. Les banques ont probablement retenu les leçons du passé, tandis que le cadre réglementaire est devenu plus contraignant. Certaines évolutions méritent néanmoins une attention toute particulière. C'est principalement le marché immobilier résidentiel belge qui requiert une vigilance accrue. Contrairement à ceux d'autres pays européens, le marché belge n'a jusqu'ici pas subi de crise immobilière. La Banque estime toutefois qu'un suivi rapproché est indispensable. C'est ainsi qu'elle suit et analyse, depuis plusieurs années, les évolutions sur ce marché et la qualité des portefeuilles des établissements financiers. En dépit, d'une part, de la mise en œuvre d'une première mesure macroprudentielle imposant à la fin de 2013 une surcharge de 5 points de pourcentage des coefficients de pondération pour risque appliqués aux crédits hypothécaires belges et, d'autre part, des nombreuses recommandations émises par la Banque en la matière, un certain relâchement des critères d'octroi de crédit est à nouveau constaté en 2016. Ces évolutions s'accompagnent, de surcroît, d'une croissance soutenue du crédit hypothécaire, poussant l'endettement des ménages à la hausse. Ce dernier excède, pour la première fois, le niveau enregistré dans la zone euro. Face à ce constat, la Banque a décidé d'introduire dans le courant de l'année 2017 une nouvelle mesure macroprudentielle. Celle-ci ciblera les prêts plus risqués, en complément de la mesure précédente. Elle répond aussi à la recommandation émise par le CERS, qui appelle les autorités belges à prendre des dispositions supplémentaires pour atténuer la persistance de certaines vulnérabilités sur le marché immobilier résidentiel. Il est également fondamental que les banques imputent des

marges commerciales suffisantes couvrant l'ensemble des coûts auxquels les établissements sont exposés, en ce compris les options incluses dans les contrats et le coût lié aux réformes réglementaires. Il importe donc aujourd'hui – tout particulièrement dans l'environnement de taux d'intérêt bas – de s'assurer que ni l'environnement concurrentiel ni les pressions sur la rentabilité ne se traduisent par la poursuite de la détérioration des critères d'octroi des crédits hypothécaires. Comme les différentes crises immobilières récentes à l'étranger ont pu l'illustrer, de telles évolutions donnent généralement lieu à des pertes de crédit significatives en cas de retournement des conditions sur le marché immobilier. Des conséquences potentiellement très dommageables tant pour l'activité économique que pour la cohésion sociale peuvent en résulter. Il importe de noter que si la mesure précitée devait ne pas produire le résultat souhaité, ou si les banques devaient ne pas adapter leur comportement en 2017, la Banque se verrait contrainte de proposer des mesures plus contraignantes au ministre des Finances.

45. Au-delà des déséquilibres potentiels sur le marché immobilier résidentiel, d'autres formes de prises de risques semblent émerger. Ainsi, le niveau de valorisation sur les marchés boursiers et les faibles primes de risque de certains titres obligataires constituent des premiers signes qu'il convient d'analyser de près afin de s'assurer que le secteur dispose d'un niveau de capital et de liquidité suffisant au regard de son profil de risque. Par ailleurs, dans le cadre de la gestion de leurs actifs et de leurs passifs, les établissements de crédit peuvent être amenés, en raison des pressions grandissantes sur la marge d'intermédiation, à creuser les écarts d'échéances entre les avoirs et les engagements. D'où l'importance d'une gestion des risques de taux adaptée, en particulier à la lumière d'un scénario de brusque hausse des taux. Comme les banques couvrent généralement ce risque au moyen de swaps de taux d'intérêt, un suivi s'impose en raison de la possibilité que cela donne lieu, par interconnexion ou concentration, à de nouveaux risques auprès des contreparties de ces swaps.
46. Ces défis et les risques auxquels le secteur financier est confronté apparaissent à un moment où la révolution numérique s'accélère très rapidement et prend une importance cruciale dans le mode de fonctionnement des établissements financiers, et plus globalement, de la société. Certes, les banques ont déjà introduit le numérique depuis quelques années, notamment dans le cadre de la relation avec leurs clients, alors qu'en revanche certaines compagnies d'assurance semblent accuser un certain retard dans ce domaine. Aujourd'hui, toutefois, la pression sur la rentabilité, la concurrence accrue et l'accélération des changements dans le mode de fonctionnement et le mode de vie des clients forcent les établissements à mener une réflexion sur l'organisation de leurs activités et de leurs canaux de distribution. Les clients souhaitent une continuité des services ainsi qu'une plus grande simplicité d'accès aux services financiers et d'utilisation de ceux-ci. Certains établissements évoluent, par exemple, vers une stratégie « omni-canal » fondée sur le caractère permanent de la relation avec le client, quels que soient le canal utilisé, le lieu ou l'horaire d'utilisation. Les nouvelles technologies constituent une immense opportunité pour le secteur financier, qui dispose notamment de bases de données importantes et de systèmes d'information spécifiques pour répondre aux nouveaux développements et créer de nouveaux services à la clientèle. Les établissements sont toutefois amenés à repenser l'ensemble de leurs activités et transactions, et notamment leur front et back office. Ce dernier élément est délicat, dans la mesure où les établissements financiers s'appuient sur des infrastructures informatiques complexes dont les bases, relativement anciennes, ne sont plus adaptées aux exigences actuelles. Seuls les établissements qui seront à même de mettre en œuvre une stratégie numérique proactive et de flexibiliser leur organisation et leur infrastructure informatique en sortiront gagnants.
47. Ces développements s'accompagnent néanmoins d'importants défis, auxquels le secteur financier devra répondre assez rapidement. Tout d'abord, les établissements vont devoir s'armer contre de futures cyberattaques. Il importe en conséquence que les établissements financiers s'assurent que la sécurité et la résilience de leurs systèmes soient suffisantes pour garantir la confiance de leurs clients, sans quoi des risques majeurs de réputation et in fine

financiers pourraient en découler. Il est impératif, dans ce contexte, que des plans d'action et d'urgence soient mis en œuvre afin de permettre aux établissements financiers de réagir rapidement en cas d'attaque. Par ailleurs, dans la mesure où les incidents sont souvent liés à des erreurs humaines, une gouvernance saine – intégrant notamment une culture du risque informatique à tous les échelons – revêt une grande importance. De leur côté, les autorités de contrôle doivent également s'assurer que le cadre réglementaire soit suffisamment holistique et flexible au vu des avancées technologiques constantes dans ce domaine. Il faudra également réfléchir à l'encadrement des nouveaux acteurs. Dans ce contexte, il s'avère indispensable de définir rapidement un cadre réglementaire visant à déterminer le statut prudentiel adéquat pour ces entreprises FinTech qui fournissent des activités ou des services comparables à ceux des établissements contrôlés. La possibilité d'arbitrages réglementaires et de concurrence déloyale rend indispensable une coopération internationale en la matière. Le développement et l'intégration de l'ensemble de ces nouvelles technologies soulèvent également des questions essentielles d'ordre plus général : comment éviter que ces technologies, qui reposent sur des modèles très complexes, augmentent le risque de modèle et l'interconnexion entre tous les systèmes au sein du secteur financier ? Comment s'assurer que l'automatisation engendrée par cette nouvelle technologie ne donne pas lieu à une perte de contrôle en matière de gestion du risque ? Toutes ces questions devront recevoir des réponses adéquates et nécessitent des actions appropriées au cours des prochaines années, si on souhaite garantir la stabilité financière. Il importe, dès lors, que les autorités et les établissements prêtent l'attention nécessaire et consacrent des moyens supplémentaires à la maîtrise de ces nouveaux types de risques.

48. Même si ces développements s'inscrivent dans l'évolution de l'histoire, ils peuvent faire naître, dans un premier temps, un sentiment d'insécurité dans la société, notamment au vu des conséquences pour l'emploi dans le secteur financier. La numérisation accélère en effet la réflexion sur le mode de fonctionnement des établissements financiers et leur modèle économique. Elle modifie inévitablement le contenu de l'emploi et la manière d'exercer le métier dans le secteur. Le profil des nouveaux employés est donc appelé à évoluer. Certains profils sont malheureusement amenés à disparaître, dans la mesure où les nouvelles technologies se traduiront par l'automatisation de différentes fonctions, alors que la relation vis-à-vis du client modifie fondamentalement le rôle des agences. D'autres profils vont néanmoins apparaître, comme les fonctions spécialisées dans la cybersécurité ou encore dans la mise en œuvre et l'exploitation des *big data*. Le secteur financier est donc aujourd'hui dans une phase de transition. Une partie de l'ajustement pourra certainement être absorbée par la structure démographique dans le secteur. Même si la baisse de l'emploi dans le secteur financier classique – amorcée dès le début des années 2000 en Belgique – semble inévitable, il est crucial que les établissements financiers assurent une gestion adéquate des risques opérationnels liés aux restructurations, au regard notamment des évolutions technologiques et des exigences réglementaires. Au-delà des risques opérationnels, il importe que le secteur accompagne adéquatement les employés dans cette reconversion.
49. Les restructurations en cours dans le secteur ont soulevé nombre de débats quant au caractère adéquat des objectifs internes, parfois ambitieux, que se fixent les établissements financiers en matière de rendement sur fonds propres au regard des exigences fixées par le marché. De toute évidence, l'environnement tant financier que réglementaire est de nature à influencer à la baisse le rendement des fonds propres. Les niveaux de rentabilité observés avant la crise ne sont plus réalisables ni souhaitables. Ils reposaient sur des effets de levier démesurés et sur des prises de risques excessives. Aujourd'hui, le secteur dispose de davantage de capital et de liquidité, ce qui le rend plus sain et plus résilient. Même s'il faut s'assurer que le rendement des fonds propres des établissements ne s'écarte pas structurellement de manière négative du coût du capital, afin de maintenir l'accès au marché des capitaux à un coût raisonnable, il importe surtout que les objectifs élevés de rendement ne traduisent pas des comportements de prise de risques excessive, qui viendraient remplacer les réflexions stratégiques indispensables et plus profondes sur le modèle d'entreprise.

50. C'est dans cet esprit que les autorités ont pris conscience du rôle qu'elles avaient à jouer pour accompagner la mutation du secteur. À la suite du rapport du groupe d'experts publié au début de l'année 2016, le ministre des Finances a instauré un groupe de travail permanent composé d'acteurs du secteur financier et des autorités prudentielles. L'objectif de ce groupe consiste, dans un premier temps, à formuler des propositions concrètes sur la base des recommandations émises par les experts avec pour objectif d'accroître la résilience et la position concurrentielle du secteur financier belge. Trois grands axes ont été identifiés. Tout d'abord, après la vague de réformes réglementaires destinées à renforcer la solidité financière du secteur, le groupe a estimé que la poursuite des réformes en matière de gouvernance était cruciale. Tant la crise financière que les récents incidents dans le secteur illustrent à quel point une gouvernance saine et adéquate – soutenue par l'ensemble des acteurs du secteur – est indispensable à la stabilité financière. Ensuite, l'importance et la portée de la révolution numérique ont amené le groupe d'experts à formuler des propositions concrètes visant à rendre la Belgique plus attractive dans ce domaine. Ils proposent la création, d'une part d'une plate-forme ayant pour objectif de promouvoir le développement des start-up financières innovantes, et d'autre part d'un *National Cyber Security Centre*. La Banque mettra également en place avec la FSMA un point de contact pour les entreprises Fintech qui doit leur offrir un accompagnement approprié pour l'application du cadre réglementaire et de contrôle. Par ailleurs, la volonté de certaines entreprises de déplacer leur centre de décision au sein de l'UE à la suite du brexit pourrait contribuer au développement plus avancé d'un écosystème financier en Belgique. Cela requiert toutefois une approche proactive de la part de l'ensemble des autorités concernées. Enfin, le dernier axe a trait au financement de l'économie. Une adaptation de la fiscalité de l'épargne et des mesures ayant pour but de soutenir le financement des projets d'infrastructure sont ainsi proposées. La mise sur pied d'un centre d'expertise pour le financement de ces projets, ou encore des mesures ciblées pour permettre aux compagnies d'assurance ou aux fonds de pension de prendre part à ce développement, constitueraient clairement des facteurs permettant de combler progressivement le déficit important en matière d'investissements publics que la Belgique enregistre depuis de nombreuses années.

4. L'économie belge sur la voie d'une croissance renforcée

51. L'évolution de l'activité économique en Belgique a été en grande partie déterminée par les mêmes facteurs que ceux qui ont freiné la dynamique de croissance dans la zone euro, à savoir le fort ralentissement du commerce mondial qui a comprimé les exportations, les incertitudes géopolitiques et les vagues de volatilité sur les marchés financiers. Les conditions financières favorables liées à la politique monétaire accommodante ont pour leur part tempéré quelque peu la situation. Cela étant, la croissance a été mise à l'épreuve par les retombées des attentats terroristes en novembre 2015 à Paris et le 22 mars 2016 en Belgique même. Au cours de cette période, le nombre de touristes étrangers a fortement diminué et la consommation des résidents a elle aussi souffert du sentiment d'insécurité accru. À l'automne, une vague d'annonces économiques négatives émanant d'entreprises ont écorné la confiance des consommateurs, même si la situation s'est ensuite rapidement rétablie. Dans ce climat de grande incertitude, la croissance a, dans l'ensemble, fait preuve de résilience. Elle s'est établie à 1,2 %, soit 0,3 point de pourcentage de moins qu'en 2015. C'est surtout en début d'année que l'expansion économique a été assez faible.
52. Exception faite de l'incidence des chocs extérieurs, les évolutions économiques en Belgique portent de plus en plus la marque des réformes entreprises depuis 2011. Ces dernières visent à limiter l'impact de la crise, à remédier aux faiblesses structurelles de l'économie belge et à la préparer ainsi à relever les défis du futur. Ceux-ci ne sont pas négligeables. Dans un environnement économique en rapide évolution de par la mondialisation et le progrès technologique, il convient en effet d'apporter des réponses aux conséquences du vieillissement de la population et d'assurer la transition vers plus de durabilité écologique. Relever ces défis,

c'est poser les fondements pour le niveau de vie et la cohésion sociale de demain. Ces dernières années, de grandes avancées ont été réalisées en matière de réformes du marché du travail, d'allongement de la carrière, de rétablissement de la compétitivité, et d'allègement des charges sur le travail, et des trajectoires budgétaires ont par ailleurs été tracées qui visent à garantir la durabilité des finances publiques. Ces efforts ont été intensifiés encore au cours des deux dernières années, avec la suspension temporaire de l'indexation, le tax shift et la réforme des pensions. La politique de réformes commence déjà à porter des fruits dans certains domaines, en particulier pour l'élimination du handicap salarial, la création d'emplois et l'allongement de la vie active. Cependant, d'autres évolutions, telles que le niveau relativement élevé de l'inflation en Belgique, appellent à la vigilance, et l'assainissement des finances publiques est resté en deçà des objectifs fixés. Pour l'avenir, il y a lieu de tout mettre en œuvre pour consolider la compétitivité retrouvée. Il convient, parallèlement, pour favoriser la croissance potentielle, de rendre le tissu économique plus productif, plus dynamique et plus inclusif. Enfin, il faut progresser dans la consolidation budgétaire. Même si la réforme des pensions réduira à long terme de manière substantielle les coûts budgétaires liés au vieillissement, elle ne suffit pas pour garantir la soutenabilité des finances publiques.

Rétablissement de la compétitivité et forte création d'emplois

53. Le rétablissement de la compétitivité était un objectif important du gouvernement fédéral. Celui-ci a mis en œuvre à cet effet une politique de modération salariale et a réduit les cotisations patronales de sécurité sociale. En 2016, le coût salarial horaire dans le secteur privé, qui s'était déjà stabilisé au cours de l'année précédente, a effectivement légèrement diminué. Les raisons sont à trouver principalement du côté de la réduction des cotisations patronales dans le cadre du tax shift. La suspension temporaire du mécanisme d'indexation, entrée en vigueur en avril 2015, a, compte tenu de l'évolution de l'inflation en Belgique, produit en 2016 l'effet escompté de 2 % sur la moyenne quadrimestrielle de l'indice-santé; elle a donc pris fin. Elle est cependant restée un facteur important de modération salariale. Les partenaires sociaux ont en revanche disposé, pour la première fois depuis le blocage des salaires des dernières années, d'une marge pour les augmentations salariales conventionnelles réelles. Cette marge avait été fixée par la loi à 0,5 % de la masse salariale brute, toutes charges comprises, augmentée de 0,3 % de la masse salariale en termes nets.
54. Selon les calculs du Conseil central de l'économie, l'écart salarial qui s'était creusé depuis 1996 par rapport à la moyenne des trois principaux pays voisins a été entièrement comblé en 2016. Cet écart avait augmenté en 2008 jusqu'à 4,8 %. L'écart salarial par unité produite accumulé depuis 1996 s'est lui aussi considérablement rétréci, jusqu'à 4,6 % en 2015 contre 9,3 % encore en 2013. Le fait que l'écart salarial par unité produite soit encore quelque peu positif, alors que l'écart de coût salarial horaire a été entièrement comblé, indique que la productivité a augmenté moins fortement en Belgique que dans les trois principaux pays voisins. Cela est vrai surtout pour le secteur des services.
55. La modération de l'évolution des coûts salariaux et le rétablissement de la compétitivité ont renforcé la création d'emplois qui a accompagné le redressement conjoncturel. On a en effet enregistré en 2016 une augmentation du nombre de salariés de 45 000 unités, et, si on inclut les indépendants, l'augmentation de l'emploi atteint au total 59 000 unités. C'est non seulement 17 000 emplois de plus qu'en 2015, mais il s'agit par ailleurs, de plus en plus souvent, d'emplois nouveaux dans des secteurs sensibles à la conjoncture ou dans le secteur des services marchands. Auparavant, la croissance économique présentait une intensité en main-d'œuvre moins élevée, et, de plus, la création d'emplois se concentrait fortement dans le secteur public ou dans les branches subventionnées par les pouvoirs publics. Ce sont surtout les grandes entreprises qui ont créé de l'emploi; elles représentent en effet encore toujours la majeure partie de l'emploi dans le secteur des entreprises. Le rétablissement de la compétitivité

par rapport aux trois principaux pays voisins a également contribué à la croissance relativement forte des exportations, même si la dépréciation de l'euro a également joué un rôle important sur ce plan. En 2016, on a à nouveau enregistré un gain de parts de marché, de sorte que l'incidence de l'essoufflement du commerce mondial a été quelque peu tempérée. En outre, l'amélioration de la rentabilité des entreprises a constitué, avec la reprise des perspectives en matière de demande et les conditions de financement particulièrement favorables, l'un des facteurs qui ont dopé les investissements des entreprises, qui, en 2016, ont affiché une tendance fondamentalement orientée à la hausse.

56. La création d'emplois a été à son tour le principal moteur de la progression du revenu disponible des particuliers. Ce revenu a par ailleurs été soutenu par les mesures de renforcement du pouvoir d'achat intégrées au tax shift, qui visent à réduire l'écart entre revenu brut et revenu net afin d'élargir l'offre de main-d'œuvre. L'accélération de l'inflation, partiellement imputable à la hausse des impôts indirects destinée au financement du tax shift, a pour sa part mis un frein à l'augmentation du pouvoir d'achat. Comme le taux d'épargne a progressé dans un environnement d'incertitude accrue, induite notamment par la menace terroriste, la croissance de la consommation privée est restée limitée à 0,7 %, soit 0,4 point de pourcentage de moins qu'en 2015.
57. La création d'emplois a dépassé la croissance de la population active, de sorte que le chômage a reculé de 26 000 unités. Pour la première fois depuis 2000, le chômage des plus de 50 ans a lui aussi reflué. Cela indique que les réformes successives destinées à garder les chômeurs plus âgés en disponibilité pour le marché du travail commencent à produire leurs effets. En outre, le taux d'emploi du groupe d'âge des 55 ans et plus a continué d'augmenter. Il reste que le chômage se maintient à des hauteurs inacceptables : en 2016, on comptait encore en moyenne 553 000 demandeurs d'emploi. Le taux de chômage s'établit ainsi à 8 %.

Consolider la compétitivité retrouvée

58. Dans une petite économie ouverte comme la Belgique, le maintien de la compétitivité revêt une importance cruciale. En outre, il est apparu au cours des dernières années que l'élimination d'un handicap salarial peut s'avérer un processus long et difficile dans un environnement où l'indexation constitue une limite inférieure pour l'évolution des salaires. Il s'agit donc d'éviter que, par rapport aux trois principaux pays voisins, de nouvelles divergences apparaissent dans l'évolution des salaires, et de faire en sorte que la fixation des salaires contribue de manière maximale à la création d'emplois. C'est pourquoi le gouvernement fédéral a élaboré un projet de loi qui vise à modifier la loi du 26 juillet 1996 relative à la promotion de l'emploi et à la sauvegarde préventive de la compétitivité. Selon ce projet, le calcul de la marge disponible pour les augmentations de salaires réelles ne peut pas tenir compte des subventions salariales, ni des réductions de charges octroyées dans le cadre du tax shift qui s'avèreraient plus importantes que celles décidées dans le pacte de compétitivité. La marge dégagée par ces réductions de charges peut ainsi bénéficier de manière maximale à l'emploi. Il faut en outre respecter une marge de sécurité d'au moins 0,5 point de pourcentage par période de négociation. Cette marge vise à absorber les éventuelles évolutions inattendues, telles qu'une progression plus lente des coûts salariaux dans les pays voisins ou une indexation plus rapide en Belgique. L'introduction explicite d'un terme de correction doit en outre permettre un automatisme accru dans l'élimination d'un éventuel handicap par rapport à 1996. L'application des mécanismes d'indexation est garantie en toutes circonstances. Toutefois, si le handicap salarial devenait important au point de ne pas pouvoir être corrigé au cours d'un seul cycle de négociations, le gouvernement serait habilité à prendre des mesures après concertation avec les partenaires sociaux. C'est sur la base de ces principes que le Conseil central de l'économie a chiffré la marge d'augmentation des salaires réels pour la période 2017-2018. En janvier 2017, les partenaires sociaux ont conclu un projet d'accord interprofessionnel qui s'y conforme. Les parties ont convenu que la marge maximale

d'augmentation des salaires réels en sus de l'indexation est, pour l'ensemble des années 2017 et 2018, de 1,1 %. Il est à espérer que ce nouveau cadre contribuera à inscrire la formation des salaires dans une perspective d'avenir, afin de pouvoir éviter ultérieurement des corrections douloureuses.

59. Quelle que soit l'importance d'une formation adéquate des salaires pour préserver la compétitivité, cela ne suffit pas. La fixation des prix et l'évolution des autres revenus jouent également un rôle important. Il est frappant de constater à cet égard qu'en dépit de la modération des coûts salariaux, l'inflation s'est accélérée, passant de 0,6 à 1,8 %. C'est en partie imputable à l'augmentation des impôts indirects dans le cadre du tax shift, ainsi qu'aux hausses de prix résultant des efforts de consolidation budgétaire déployés par les différentes administrations publiques. Ensemble, ces facteurs ont imprimé à l'inflation une hausse d'environ 1 point de pourcentage. En outre, l'inflation des services s'est établie chaque fois aux alentours de 2 % au cours des cinq dernières années, et il s'est avéré qu'elle n'était guère sensible aux fluctuations de l'environnement économique et qu'elle ne reflétait pas davantage la modération salariale. Elle a en outre, depuis 2008, systématiquement dépassé l'inflation des services dans les trois principaux pays voisins. Cela peut être la conséquence d'une croissance insuffisante de la productivité dans le secteur des services, mais cela peut également être le signe d'une pratique de formation des prix insuffisamment concurrentielle occasionnant un élargissement des marges lorsque les coûts diminuent. L'indexation des prix – assez fréquente en Belgique – en est un exemple. Bien que ces augmentations de prix s'opèrent dans des secteurs protégés de la concurrence, elles peuvent nuire à la compétitivité. Les prestations de services sont non seulement des intrants intermédiaires pour les autres secteurs, mais l'évolution de leur prix a également une incidence sur la formation des salaires. La vive inflation des services est l'une des raisons pour lesquelles la suspension temporaire de l'indexation s'est terminée plus tôt qu'initialement prévu. Les préoccupations en la matière ont donné lieu à la constitution, à la mi-2016, par le ministre de l'Économie, d'un groupe de travail chargé de déterminer les causes du degré élevé d'inflation des services en Belgique; le groupe doit faire rapport en 2017. Surtout maintenant que le cours du pétrole repart à la hausse, les coûts de l'énergie devraient aussi faire l'objet d'une surveillance étroite. Une concurrence suffisante sur les marchés de produits peut influencer favorablement la compétitivité-coût, non seulement par ses répercussions sur la productivité, mais également par des diminutions de prix. La fixation concurrentielle des prix favorise par ailleurs la transmission d'une formation des salaires plus adéquate aux prix de vente, de sorte que l'effet sur la croissance et l'emploi est amplifié. La formation des salaires et la fixation des prix ont donc non seulement chacune en tant que telle un rôle à jouer dans la sauvegarde de la compétitivité, mais en outre, elles sont très complémentaires.

Augmenter le potentiel de croissance : vers une économie plus productive, plus dynamique et plus inclusive

60. La sauvegarde de la compétitivité apportera une contribution importante à la préservation du potentiel de croissance de l'économie belge. Celui-ci étant retombé depuis la crise à un niveau proche de 1 %, il y a lieu toutefois d'activer d'autres leviers. C'est essentiel, à la lumière du vieillissement de la population, qui pèse sur la part de la population en âge de travailler dans l'ensemble de la population et risque de comprimer ainsi le revenu par habitant. Pour y faire contrepoids, il faut avant tout renforcer la croissance de la productivité. Cela requiert non seulement davantage d'innovation, mais également une amélioration de sa diffusion, et une allocation plus fluide de la main-d'œuvre et du capital. La dynamique qui amène les entreprises les plus performantes à prendre le pas sur celles qui le sont moins, constitue en effet à l'échelle macroéconomique une source importante de gains de productivité, a fortiori dans un environnement caractérisé par la mondialisation et les changements technologiques. Il est donc primordial que chacun dispose d'une suffisance des compétences nécessaires pour prendre part avec succès à ce processus de mutation permanente. Une offre de main-d'œuvre adéquate et une

plus grande inclusion en seront le résultat. L'allongement de la carrière et la réussite de sa mise en œuvre doivent aussi contribuer à absorber la pression du vieillissement sur l'évolution du revenu par habitant. Le soutien de ce revenu par un renforcement de la croissance potentielle bénéficiera à son tour aux finances publiques et, le cas échéant, rendra les pouvoirs publics plus aptes à intervenir de manière redistributive.

61. Dans le domaine de l'innovation, les investissements en R&D en Belgique se concentrent fortement dans un nombre limité de branches d'activité, et la contribution des pouvoirs publics est restreinte. Outre qu'il convient de renforcer ces investissements, il importe par ailleurs que notre pays reste attractif pour les investissements étrangers, ceux-ci constituant souvent des vecteurs puissants de diffusion des innovations techniques et organisationnelles. Le processus de réaffectation des ressources peut lui aussi stimuler la croissance de la productivité en Belgique. Compte tenu des écarts importants de productivité entre entreprises – phénomène qui n'est par ailleurs pas propre à la Belgique –, le potentiel de rattrapage est considérable. Par rapport à d'autres pays européens, la Belgique connaît toutefois un taux faible de création de nouvelles entreprises comme de disparition d'entreprises existantes, et la réallocation des ressources y a été une moindre source de gains de productivité au cours des dernières années. Le faible niveau de l'esprit d'entreprise constitue à cet égard un facteur pénalisant. Un revirement a cependant été constaté récemment. La création de nouvelles entreprises est en hausse, et davantage de travailleurs adoptent le statut d'indépendant. La fluidité du processus de réallocation bénéficierait de la suppression des obstacles administratifs, juridiques et fiscaux superflus, d'un cadre réglementaire efficace et transparent et du bon fonctionnement de l'administration publique. La croissance potentielle et la productivité peuvent bénéficier en outre d'une infrastructure efficace. La mobilité et l'approvisionnement énergétique sont deux domaines cruciaux où les besoins sont les plus élevés. Ce sont également des domaines où il est éminemment important que l'efficacité économique et la durabilité écologique soient mises en concordance. Il faut, outre des investissements mûrement réfléchis dans les infrastructures, des incitants pour réduire la demande de mobilité et d'énergie, puis la canaliser vers les options les moins polluantes.
62. En dépit des 550 000 emplois créés depuis le début du siècle, le taux d'emploi n'a guère progressé. Au cours de cette période, la population en âge de travailler a en effet continué d'augmenter. Ainsi, 67,4 % des personnes âgées de 20 à 64 ans exerçaient une activité professionnelle rémunérée en 2016; en 2000, cette proportion était de 65,8 %. Seuls les groupes des femmes et des personnes âgées de 55 à 64 ans ont enregistré une progression sensible de leur taux d'emploi. Ces améliorations découlent principalement du recul de l'âge légal de la pension des femmes et des réformes liées aux fins de carrière, notamment des dispositifs de sortie anticipée du marché du travail. Certains, notamment les moins qualifiés, les jeunes ainsi que les résidents issus de pays non membres de l'UE, rencontrent davantage de difficultés à s'insérer ou à se maintenir sur le marché du travail. Le sous-emploi dans ce dernier groupe est particulièrement persistant, bien que le nombre de travailleurs peu qualifiés et d'élèves quittant prématurément l'école ait diminué par rapport à l'an 2000. Il convient de faire reculer encore la proportion de jeunes qui sont sans emploi et qui ne suivent ni un enseignement ni une formation. Les réformes de l'enseignement, qui visent entre autres à augmenter la fréquentation du préscolaire par certains groupes précarisés, à renforcer la mixité sociale et culturelle tout au long du parcours scolaire et à mettre mieux en valeur l'enseignement technique et professionnel, peuvent y contribuer. Avec le développement de l'apprentissage et de l'alternance en général, ces réformes devraient permettre de mieux préparer tous les jeunes au monde du travail et de l'entreprise.
63. Dans un monde en mutation, où chacun pourrait être amené durant sa carrière à changer d'emploi, et où la numérisation modifie fondamentalement le contenu du travail, les pouvoirs publics et les partenaires sociaux doivent concrétiser la transition vers un nouveau paradigme sur le marché du travail, qui marquera le passage de la sécurité d'emploi à la garantie d'un travail.

Il convient à cette fin de s'appuyer sur une politique d'*empowerment* qui donne à chacun la possibilité de s'adapter aux changements rapides. Ce faisant, la polarisation sur le marché du travail peut être évitée. Il convient par ailleurs de continuer à améliorer l'intermédiation entre offre et demande de travail, notamment grâce à la bonne transmission des informations sur les postes vacants et les compétences des demandeurs d'emploi et à l'accompagnement de ceux-ci. Une collaboration adéquate entre les différents services de l'emploi est particulièrement importante dans le contexte de la sixième réforme de l'État, qui a transféré une bonne partie des leviers politiques dans ce domaine aux régions. Les modifications apportées au système de l'assurance-chômage ces dernières années vont dans le sens d'une responsabilisation accrue des demandeurs d'emploi. Même si on stimule de cette manière l'activation, il convient néanmoins de limiter les risques de précarité pour les plus vulnérables. Dans un contexte de prolongement de la carrière, il est crucial de maintenir en emploi les travailleurs de 50 ans et plus, ainsi que de mieux réinsérer les chômeurs de cette même tranche d'âge sur le marché du travail. Un effort d'investissement dans la formation continue est incontournable. En mobilisant autant que faire se peut toute la diversité des talents sur le marché du travail, non seulement la croissance potentielle sera stimulée, mais en outre elle deviendra plus inclusive.

Après la détérioration de 2016, assurer la soutenabilité des finances publiques

64. En dépit de la nécessité de progresser dans l'assainissement des finances publiques belges, la situation de celles-ci s'est dégradée en 2016. Le déficit budgétaire est passé de 2,5 % du PIB en 2015 à 2,8 %, et le déficit structurel a par ailleurs augmenté quelque peu. Les finances publiques ont pourtant bénéficié d'une nouvelle baisse des charges d'intérêts. Rapportées au PIB, les dépenses primaires sont restées quasiment inchangées, de sorte que la tendance baissière de ces dernières années s'est arrêtée. La poursuite de la maîtrise des dépenses s'est en effet heurtée à une série de facteurs temporaires ainsi qu'aux efforts exceptionnels qui ont été fournis en matières de lutte contre le terrorisme et d'accueil des demandeurs d'asile. Ces deux derniers facteurs ont représenté ensemble 0,2 % du PIB. Les recettes ont quant à elles baissé en raison des réductions des charges sur le travail, qui n'ont été que partiellement compensées par une augmentation des autres impôts, et parce qu'elles sont en outre restées en deçà de l'évolution de la base imposable. Ces développements du côté des recettes requièrent un suivi attentif. Du coup, le solde primaire est redevenu négatif. Le ratio d'endettement a augmenté pour atteindre 106,6 % du PIB.
65. Pour parvenir à une situation budgétaire saine et la maintenir, il est crucial d'atteindre l'objectif à moyen terme. Le gouvernement a défini cet objectif comme étant la réalisation de l'équilibre structurel. C'est la seule façon de réduire suffisamment vite la dette publique et de dégager des réserves ainsi que les marges de manœuvre nécessaires pour faire face aux défis futurs, notamment en vue d'absorber les coûts du vieillissement et d'assurer la pérennité de la protection sociale. L'effort d'assainissement qui demeure nécessaire pour ce faire s'élève à un peu plus de 2 % du PIB. Il importe dès lors de réduire résolument le déficit budgétaire, et de suivre rigoureusement la trajectoire d'ajustement vers l'objectif à moyen terme requise par le pacte de stabilité et de croissance. La soutenabilité des finances publiques relève de la responsabilité de toutes les entités des pouvoirs publics en Belgique. Une bonne coordination de la politique budgétaire est nécessaire, et il est dès lors important que le gouvernement fédéral et les gouvernements des communautés et des régions concluent un accord comportant des objectifs budgétaires contraignants, comme le prévoit l'accord de coopération du 13 décembre 2013. La mise en œuvre d'une trajectoire ambitieuse et en même temps réaliste et crédible ôtera une source importante d'incertitude.
66. L'assainissement des finances publiques doit en premier lieu s'appuyer sur une recherche intensive d'efficacité accrue dans les dépenses publiques. En effet, celles-ci sont actuellement encore

élevées, non seulement par rapport à la situation d'avant la crise, mais aussi en comparaison avec les économies les plus avancées, sans pour autant qu'il y ait toujours en contrepartie de meilleures prestations. Garantir que l'action des pouvoirs publics soit de meilleure qualité et plus efficace est donc une tâche importante qui nécessite des efforts continus en matière de maîtrise des coûts et d'amélioration des prestations. Dans les choix à opérer, on peut se laisser guider par la contribution effective des différents types de dépenses pour promouvoir le potentiel de croissance, le développement durable de l'économie et de la société et la réalisation d'une meilleure inclusion sociale. Une priorisation des domaines cruciaux ne peut toutefois impliquer que l'efficacité et la maîtrise des coûts cessent de constituer des points d'attention.

67. Dans le cadre du tax shift, des mesures propres à abaisser les charges sur le travail – qui sont en Belgique parmi les plus élevées d'Europe – ont déjà été mises en œuvre. Cet allègement des charges est absolument nécessaire. Il s'agit de poursuivre l'exécution de ces mesures dans des conditions qui, parallèlement, garantissent la nécessaire réduction du déficit. Outre la maîtrise déjà évoquée des dépenses, il faut également contribuer à réduire le déficit budgétaire en prévoyant un financement suffisant et une perception correcte des recettes. S'agissant des réformes dans d'autres domaines, tels que l'impôt sur les sociétés ou le régime fiscal des investissements ou des placements, les objectifs légitimes de simplification par la voie d'une structure adéquate des barèmes, d'encouragement des investissements propices à la croissance et de création de plus de neutralité réciproque entre leurs différentes formes, doivent être mis en concordance avec l'exigence d'assainissement des finances publiques.

5. Conclusion

68. Étant donné le caractère hésitant de la reprise économique dans la zone euro, le déficit encore important de la demande et l'inflation trop faible, la politique monétaire a été rendue plus accommodante encore dans la zone euro en 2016. Il en a résulté un environnement marqué de taux d'intérêt bas, qui, tout à la fois, reflète le climat économique morose et vise à favoriser le redressement de l'économie. Ce redressement peut par ailleurs être accéléré en mettant en œuvre des réformes structurelles favorables à la croissance et en achevant l'assainissement du secteur bancaire dans la zone euro. Il doit en outre s'accompagner d'une politique budgétaire qui inspire la confiance. Tandis que la stimulation monétaire est indispensable du point de vue macroéconomique, et qu'elle crée, par le soutien de la croissance nominale, des effets d'entraînement positifs sur la stabilité financière, l'environnement de taux d'intérêt bas induit par ailleurs des risques pour le secteur financier. Il n'en va pas autrement en Belgique. Ainsi, les banques ont vu leur marge d'intermédiation subir en 2016 l'incidence négative de l'environnement de taux d'intérêt durablement bas, après avoir bénéficié pendant plusieurs années de la baisse des taux. Cet environnement place les banques face à des défis considérables pour les années à venir, en particulier parce qu'il s'accompagne d'une numérisation croissante de l'activité financière et d'une concurrence en hausse, de la part également d'acteurs financiers non traditionnels proposant des services financiers (les entreprises dites FinTech). Le secteur bancaire doit transformer ces défis en autant d'opportunités d'adapter les modèles d'entreprise, y compris au nouvel environnement réglementaire, qui vise une gestion efficiente sur le plan des coûts mais également un exercice sain et prudent des activités. Dans le secteur de l'assurance, où l'activité d'assurance-vie a été touchée davantage encore par l'incidence de l'environnement de taux d'intérêt durablement bas, la tendance à recentrer le modèle d'entreprise a déjà été lancée en 2016 par un certain nombre d'acteurs. Il serait souhaitable que l'ensemble des acteurs du marché de l'assurance-vie intègrent l'environnement de taux d'intérêt bas dans leur modèle d'entreprise.
69. 2016 a par ailleurs été l'année au cours de laquelle l'incertitude quant aux options politiques pour l'avenir a fortement augmenté de par le monde. Pour une petite économie ouverte comme la Belgique, qui se situe au cœur de l'union monétaire, tant l'éventualité d'une évolution plus

protectionniste de l'économie mondiale que les difficultés auxquelles fait face aujourd'hui le projet européen présentent un risque à ne pas sous-estimer. Les décideurs politiques belges n'ont toutefois guère pris sur ces développements, si ce n'est par leur participation à la prise de décision internationale. Dans un environnement caractérisé par une incertitude accrue émanant de l'extérieur, il est d'une importance capitale pour la politique économique en Belgique d'adopter une trajectoire claire et qui inspire la confiance en vue d'apporter des solutions aux défis de l'avenir.

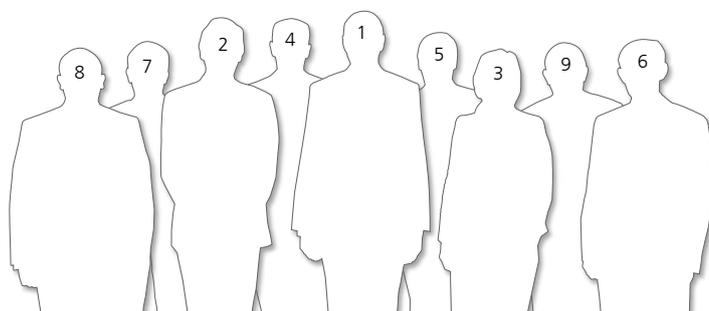
70. Au cours des dernières années, on a travaillé à des réformes du marché du travail, à la réduction des charges sur le travail, à l'amélioration de la compétitivité et à la maîtrise des dépenses publiques. Ces efforts commencent déjà à porter leurs fruits, en particulier en matière de création d'emplois. À la lumière de la problématique du vieillissement, de nouvelles réformes sont cependant nécessaires afin de créer, grâce à l'augmentation du potentiel de croissance et à la consolidation des finances publiques, les conditions permettant à la fois un niveau de vie élevé et la sauvegarde du modèle social belge. Cela exige une approche cohérente dans différents domaines politiques. Une formation des salaires adéquate et une fixation des prix respectant davantage les principes de la concurrence doivent permettre de consolider la compétitivité retrouvée. La croissance de la productivité doit être stimulée par la promotion de la recherche, de l'innovation et de l'esprit d'entreprise, en installant un climat favorable aux investissements et en créant les conditions d'une réaffectation fluide des ressources des entreprises moins productives vers celles qui le sont plus. En concrétisant l'allongement de la carrière et en luttant avec tous les moyens disponibles contre le sous-emploi de certains groupes – en particulier les jeunes, les travailleurs peu qualifiés et les résidents issus de pays non membres de l'UE –, la pression du vieillissement sur l'offre de main-d'œuvre peut être absorbée. En permettant à tout un chacun d'acquérir les capacités nécessaires pour parvenir, dans un écosystème en évolution rapide sous l'effet de la mondialisation et des changements technologiques, à trouver sa place sur le marché du travail et à la conserver, on crée non seulement des bénéfices économiques, mais également davantage d'inclusion sociale. Par ailleurs, une croissance potentielle plus forte facilitera l'assainissement des finances publiques. Cet assainissement doit être soutenu avant tout par une maîtrise bien réfléchie des dépenses et la recherche de gains d'efficacité, tandis que l'ensemble des réformes du côté des recettes doivent se faire dans le respect de la neutralité budgétaire. Il convient ainsi de tracer une trajectoire d'ajustement crédible vers l'objectif d'équilibre structurel à moyen terme. Cette trajectoire doit en outre être conforme aux exigences du pacte de stabilité et de croissance. En activant tous les leviers de politique économique et en opérant de telle manière qu'ils se renforcent mutuellement, on permet une symbiose entre plus de croissance et plus de cohésion sociale, de sorte que l'incertitude devra faire place à une perspective stable et inspirant la confiance.

Bruxelles, le 25 janvier 2017

Comité de direction



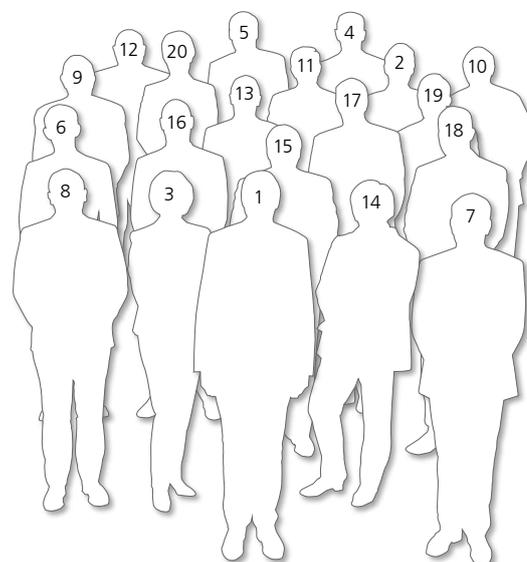
- 1 **Jan Smets**, GOUVERNEUR
- 2 **Pierre Wunsch**, VICE-GOUVERNEUR
- 3 **Marcia De Wachter**, DIRECTEUR
- 4 **Jean Hilgers**, DIRECTEUR – TRÉSORIER
- 5 **Mathias Dewatripont**, DIRECTEUR
- 6 **Vincent Magnée**, DIRECTEUR
- 7 **Tom Dechaene**, DIRECTEUR
- 8 **Tim Hermans**, DIRECTEUR
- 9 **Luc Dufresne**, SECRÉTAIRE



Conseil de régence



- 1 **Jan Smets**, GOUVERNEUR
- 2 **Pierre Wunsch**, VICE-GOUVERNEUR
- 3 **Marcia De Wachter**, DIRECTEUR
- 4 **Jean Hilgers**, DIRECTEUR – TRÉSORIER
- 5 **Mathias Dewatripont**, DIRECTEUR
- 6 **Vincent Magnée**, DIRECTEUR
- 7 **Tom Dechaene**, DIRECTEUR
- 8 **Tim Hermans**, DIRECTEUR
- 9 **Luc Dufresne**, SECRÉTAIRE
- 10 **Gérald Frère**, RÉGENT
- 11 **Didier Matray**, RÉGENT
- 12 **Rudy De Leeuw**, RÉGENT
- 13 **Karel Van Eetvelt**, RÉGENT
- 14 **Michèle Detaille**, RÉGENT
- 15 **Jean-François Cats**, RÉGENT
- 16 **Marc Leemans**, RÉGENT
- 17 **Pieter Timmermans**, RÉGENT
- 18 **Pieter Verhelst**, RÉGENT
- 19 **Jean-François Robe**, RÉGENT
- 20 **Hans D'Hondt**, REPRÉSENTANT DU MINISTRE DES FINANCES



Développements économiques
et financiers



Économie mondiale et zone euro

1. Économie mondiale et zone euro

1.1 Croissance mondiale modérée, mais stable

En 2016, l'économie mondiale a continué de croître à un rythme modéré, malgré un environnement frappé de multiples incertitudes. Après un début d'année en demi-teinte, des signes d'accélération se sont fait jour au second semestre. Soutenues par des politiques monétaires accommodantes et par le niveau toujours faible des prix de

l'énergie, les économies avancées ont fait montre d'une certaine résilience, en dépit des craintes générées notamment par le brexit. La croissance n'a ainsi que faiblement reculé dans la zone euro, au Royaume-Uni et au Japon. Elle a en revanche nettement ralenti aux États-Unis. Dans les économies émergentes et les pays exportateurs de matières premières, la croissance s'est stabilisée, les divergences entre pays demeurant très marquées. L'inflation globale a pour sa part continué d'être bridée par les baisses

TABLEAU 1 PIB DES PRINCIPALES ÉCONOMIES
(pourcentages de variation en volume par rapport à l'année précédente, sauf mention contraire)

	2014	2015	2016	p.m.	p.m.	2010	2016
				Contribution à la croissance du PIB mondial	Part du PIB mondial ⁽¹⁾		
Pays avancés	1,9	2,1	1,6	0,7	46,3	41,9	
dont :							
États-Unis	2,4	2,6	1,6	0,3	16,8	15,6	
Zone euro	1,1	2,0	1,7	0,2	13,7	11,9	
Japon ⁽²⁾	-0,3	1,2	0,9	0,0	4,9	4,1	
Royaume-Uni	3,1	2,2	2,0	0,0	2,5	2,3	
Pays émergents	4,6	4,1	4,1	2,2	53,7	58,1	
dont :							
Chine	7,3	6,9	6,7	1,1	13,9	17,9	
Inde	7,2	7,6	6,6	0,5	5,9	7,3	
Russie	0,7	-3,7	-0,6	0,0	3,6	3,1	
Brésil	0,1	-3,8	-3,5	-0,1	3,2	2,6	
Monde	3,4	3,2	3,1	3,1	100,0	100,0	
<i>p.m. Commerce mondial⁽³⁾</i>	3,8	2,7	1,9				

Source : FMI.

(1) Selon les définitions du FMI et calculé sur la base des parités de pouvoir d'achat.

(2) Les données pour 2015 et 2016 tiennent compte du passage du système de comptabilité nationale 1993 au système de comptabilité nationale 2008 et d'une mise à jour de l'année de référence, passée de 2005 à 2011. Ces modifications ont été introduites par les autorités japonaises en décembre 2016.

(3) Moyenne des exportations et des importations de biens et de services.

antérieures des cours des matières premières et par les hausses salariales généralement limitées.

Stabilisation dans les économies émergentes

En Chine, le processus de rééquilibrage de l'économie en faveur d'une croissance interne reposant sur une intensification de la consommation et sur un glissement graduel de l'activité de l'industrie vers les services s'est poursuivi sans difficultés majeures. La progression du PIB s'est à nouveau légèrement tassée, revenant à 6,7 % en moyenne au cours des trois premiers trimestres de 2016, après 6,9 % en 2015. Elle est cependant demeurée robuste, évoluant à l'intérieur de la fourchette cible officielle, soit un corridor situé entre 6,5 et 7 %. La vive croissance du crédit a dopé la vigueur du marché immobilier, tandis que les mesures additionnelles de relance budgétaire ont soutenu la consommation et nettement dynamisé les investissements publics, notamment en infrastructures. La croissance des investissements privés s'est en revanche considérablement repliée, en dépit d'une reprise des investissements résidentiels. Ce ralentissement, qui s'est traduit par un fléchissement du total des investissements, tient notamment à la part plus importante des services dans l'économie chinoise – nombre d'entre eux n'étant pas ouverts aux capitaux privés – et aux capacités excédentaires dans certains secteurs industriels. Les exportations nettes se sont pour leur part amplement contractées, en raison de l'atonie de la demande mondiale et d'une perte de compétitivité du pays dans les secteurs à faible valeur ajoutée.

La politique monétaire, assouplie par étapes depuis 2014, est demeurée expansionniste en 2016. La Banque populaire de Chine est restée confrontée au défi de soutenir l'économie tout en préservant la stabilité financière. Dans le contexte d'une forte croissance du crédit, qui a alimenté un gonflement rapide de l'endettement des entreprises et a sensiblement tiré les prix de l'immobilier vers le haut dans certaines régions, elle a choisi de maintenir inchangés ses taux de référence pour les prêts et les dépôts, à respectivement 4,35 et 1,5 %. En outre, elle n'a modifié le taux du coefficient de réserve obligatoire qu'une seule fois, le ramenant en mars de 17,5 à 17 %. Dans le but de lutter contre les problèmes d'endettement du pays, le gouvernement central a mis en place des politiques visant à accompagner les restructurations de dettes des autorités locales et des entreprises publiques.

Sur fond d'un relèvement attendu des taux d'intérêt directeurs de la Réserve fédérale américaine, les sorties de capitaux déjà observées en 2015 en Chine se sont poursuivies, leur intensité oscillant au gré des variations de la perception des marchés financiers quant à la situation de l'économie chinoise. Dans ces conditions, le taux

de change est resté sous pression. À la fin de 2016, le renminbi est ainsi retombé à son niveau le plus bas depuis plus de huit ans face au dollar des États-Unis. La Banque populaire a largement puisé dans ses réserves de change afin de soutenir la monnaie chinoise. Elle a toutefois dû se résoudre à accompagner sa dépréciation, en abaissant progressivement son cours pivot face au dollar.

Dans les pays exportateurs de matières premières, l'activité économique est dans l'ensemble restée pénalisée par l'apathie de la demande, et donc par le bas niveau des prix de ces produits, en raison, notamment, de la transition en cours de l'économie chinoise. Le Brésil s'est enfoncé dans une profonde récession, amorcée en 2015 et aggravée par une crise politique qui a sévèrement écorné la confiance dans le pays. Le ralentissement de l'activité a toutefois semblé s'atténuer en cours d'année, dans la foulée d'un récent renchérissement des matières premières et d'une légère progression des exportations, portée par la dépréciation passée du réal. L'économie russe, plombée par la chute des prix pétroliers et par les sanctions internationales infligées depuis la mi-2014 en réaction au conflit ukrainien, a montré des signes de stabilisation en 2016, à la suite de la remontée des prix du brut. Enfin, en Inde, la croissance économique est restée solide, sur fond d'une amélioration des termes de l'échange, d'un recul de l'inflation et de plusieurs réformes favorables au climat des affaires. Il n'en demeure pas moins que la décision de démonétiser les coupures de 500 et de 1 000 roupies que le gouvernement a prise le 8 novembre aux fins d'enrayer l'économie informelle pourrait avoir pesé sur l'activité économique à partir de la fin de l'année.

Les économies avancées sont restées résilientes

Alors que l'appréciation du dollar et la baisse des cours du pétrole avaient temporairement mis un frein aux exportations et aux investissements à la fin de 2015 et au début de 2016, l'économie américaine s'est raffermie à partir du troisième trimestre. L'accélération de la croissance du PIB a très largement reposé sur une nette reprise des exportations et, dans une moindre mesure, sur une constitution de stocks plus rapide et sur un rebond des dépenses publiques fédérales. En revanche, les investissements privés non résidentiels sont demeurés atones, tandis que les dépenses de consommation, qui sont toujours le principal moteur de l'activité, ont continué de progresser de manière régulière. Elles ont notamment été portées par un renforcement du marché du travail et par de nouvelles hausses des salaires. Le taux de chômage est retombé sous la barre des 5 %, tandis que les salaires horaires ont enregistré vers la fin de l'année leur plus vive progression depuis 2009. Le taux de participation au marché du travail s'est quant à lui stabilisé. Proche de 63 % à la fin de

l'année, il est cependant demeuré inférieur au niveau de l'ordre de 66 % observé avant la crise.

En dépit des signes d'une embellie graduelle sur le marché de l'emploi, la Réserve fédérale a joué la carte de la prudence. Face aux incertitudes prévalant quant au réel dynamique de l'économie et dans un contexte marqué par un niveau d'inflation toujours inférieur à la cible de 2 %, les membres du Federal Open Market Committee (FOMC) ont laissé les taux d'intérêt directeurs inchangés pendant quasiment toute l'année. Le statu quo qui a longtemps prévalu contraste avec les anticipations d'évolution des taux des fonds fédéraux publiées en décembre 2015, lorsque la Réserve fédérale avait, pour la première fois depuis 2008, relevé la fourchette de ses taux directeurs, la faisant passer de 0,00-0,25 % à 0,25-0,50 %. À ce moment, l'ensemble des membres du FOMC s'attendaient en effet à au moins deux remontées des taux au cours de l'année 2016. Compte tenu des évolutions observées et attendues sur le marché du travail et au niveau de l'inflation, elle a néanmoins fini par remonter sa fourchette de taux de 25 points de base en décembre 2016. Elle anticipe en outre de procéder à de nouvelles hausses dans le courant de 2017.

S'agissant de l'orientation budgétaire, celle-ci a été légèrement assouplie au cours de l'exercice fiscal 2016. Le déficit public est en effet passé de 4,4 à 5 % du PIB entre octobre 2015 et septembre 2016, faisant grimper la dette publique à 115,6 % du PIB.

Au Japon, l'économie a globalement poursuivi sur la voie d'une croissance modérée, s'appuyant sur une consommation résiliente sur fond d'amélioration progressive de l'emploi et des revenus des ménages. En novembre, le taux de chômage était de 3,1 %, après être retombé à 3 % en juillet, son niveau le plus bas depuis janvier 1995. Cette évolution favorable doit cependant être quelque peu nuancée, compte tenu du fait qu'elle découle tout autant d'une augmentation de la demande de travail que d'une diminution de la population active. La croissance économique nipponne a bénéficié de conditions financières extrêmement favorables et de mesures gouvernementales de soutien. Elle a en revanche pâti du ralentissement de la demande émanant des économies émergentes, en particulier d'Asie, ainsi que de l'appréciation du yen, deux facteurs ayant sensiblement pesé sur les exportations de l'archipel.

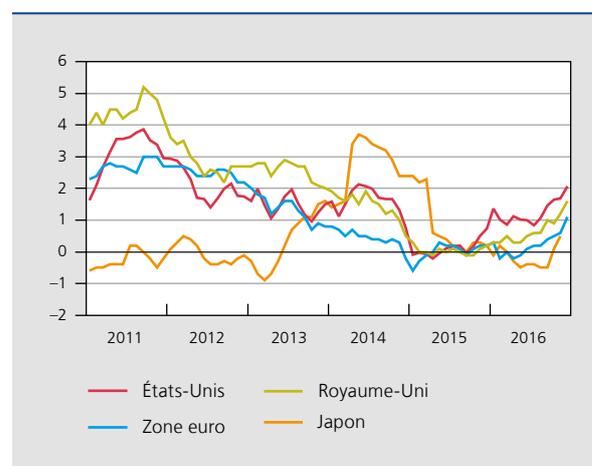
La bonne tenue relative de l'économie nipponne n'a pas empêché l'inflation de redevenir négative en 2016. La Banque du Japon a dès lors maintenu son programme d'achats d'actifs visant à élargir la base monétaire à concurrence de quelque 80 000 milliards de yens (soit

environ 615 milliards d'euros) sur une base annuelle. Elle a en outre pris diverses mesures en vue d'assouplir davantage sa politique monétaire. Face aux tensions financières globales en début d'année et à l'incertitude entachant les perspectives économiques dans les pays émergents, le taux des dépôts a ainsi été conduit en territoire négatif, à -0,1 %, à la fin du mois de janvier. Par ailleurs, un nouveau cadre de politique monétaire a été introduit à la fin de septembre. Celui-ci vise en particulier à faire remonter les anticipations d'inflation vers la cible de 2 %, mais il entend aussi empêcher une diminution de la rentabilité du secteur financier dans un environnement de taux bas. Il comporte deux volets majeurs. Le premier consiste à contrôler la courbe des rendements en pilotant plus étroitement les taux à court et à long termes. Le second est un engagement formel d'accroître la base monétaire jusqu'à ce que l'inflation soit supérieure à sa cible de 2 % « de façon stable ». La Banque du Japon a en outre indiqué qu'elle n'excluait pas d'abaisser davantage son principal taux directeur et d'ajuster, si nécessaire, ses achats d'actifs. En matière budgétaire, le processus de consolidation entamé en 2013 s'est interrompu au cours de l'exercice fiscal 2016. Trois plans de relance budgétaire ont vu le jour, tandis qu'un nouveau relèvement de la TVA, initialement prévu pour avril 2017, a été postposé à octobre 2019. Dans ce contexte, le déficit primaire a fluctué aux alentours de 5 % du PIB et le niveau de l'endettement public brut a dépassé 230 % du PIB.

Au Royaume-Uni, le referendum du 23 juin et son résultat en faveur d'une sortie du pays de l'UE n'ont pas

GRAPHIQUE 1 INFLATION FAIBLE DANS LES ÉCONOMIES AVANCÉES

(indices des prix à la consommation, variations par rapport à la période correspondante de l'année précédente)



Sources : CE, Japan's Ministry of Internal Affairs and Communications, U.S. Bureau of Labor.

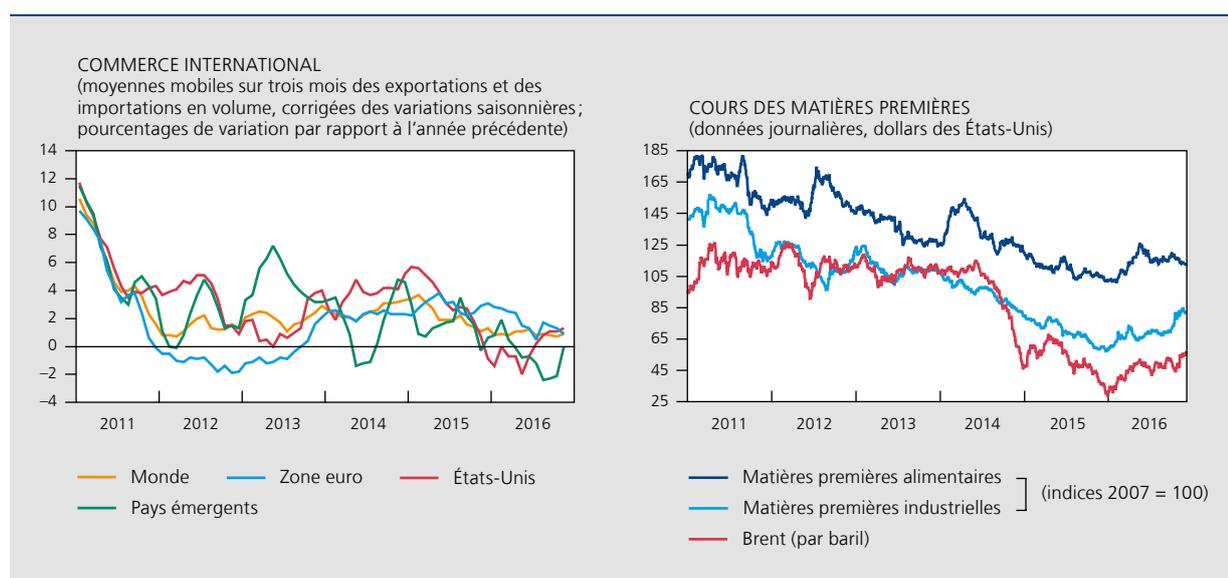
significativement pesé sur l'activité économique. À 0,6 % au troisième trimestre, la croissance trimestrielle du PIB s'est avérée à peine en deçà de celle enregistrée au deuxième trimestre et largement supérieure aux prévisions. Ainsi, soutenue par la vigueur du secteur des services, qui représente près de 80 % de l'économie, la progression de 2 % de l'activité sur l'ensemble de 2016 n'a été que légèrement inférieure à celle observée en 2015. À 4,8 % en novembre, le taux de chômage est quant à lui retombé à son niveau le plus bas depuis dix ans, ce qui a dynamisé la consommation privée. Ces développements favorables résultent vraisemblablement en partie des nouvelles mesures de politique monétaire adoptées par la Banque d'Angleterre. Au début du mois d'août, celle-ci a réduit son principal taux directeur de 25 points de base, à 0,25 %. Elle a également décidé de porter le total de ses achats de bons du Trésor à 435 milliards de livres sterling (quelque 590 milliards d'euros), contre 375 milliards de livres sterling (509 milliards d'euros) auparavant, d'acquiescer des obligations d'entreprises non financières pour un montant de 10 milliards de livres sterling et d'introduire des opérations de refinancement à long terme afin d'assurer la bonne transmission de ses assouplissements monétaires aux ménages et aux entreprises. Si la chute de la livre sterling qui a suivi le référendum ne semble jusqu'ici guère avoir profité aux secteurs plus orientés vers l'exportation, comme l'industrie et l'agriculture, elle a en revanche tiré l'inflation vers le haut. À 1,6 % en décembre, celle-ci est néanmoins restée nettement en deçà de la cible de 2 %. Bien que les effets macroéconomiques

du brexit aient jusqu'à présent été discrets, ce dernier ne devrait toutefois pas rester indolore à long terme. Il est en effet attendu que l'incertitude quant à la forme des relations futures entre l'UE et le Royaume-Uni freine les nouveaux investissements et pèse sur la création d'emplois, certains signes en ce sens étant déjà apparus en 2016. Avec l'intensification des barrières aux mouvements commerciaux, financiers ou de personnes qui découlerait du brexit, cette incertitude pourrait ainsi à terme brider à la fois la croissance du Royaume-Uni et celle de ses partenaires commerciaux.

Nouveau repli de la croissance du commerce mondial

La croissance du commerce mondial s'est une nouvelle fois affichée en recul en 2016. Cette baisse s'expliquerait essentiellement par un ralentissement du commerce dans les pays émergents, de même qu'en Amérique du Nord. L'atonie de l'activité économique globale et, plus spécifiquement, des investissements – qui constituent la composante de la demande dont l'intensité en importations est la plus élevée – est considérée comme un facteur majeur à l'origine de cet essoufflement. La transition de la Chine vers une économie axée sur la consommation et sur les services – et donc moins tributaire des importations de matières premières et de machines – et la diminution des dépenses en capital des pays exportateurs de produits de base joueraient un rôle prépondérant à cet égard. Parmi les autres raisons avancées pour expliquer

GRAPHIQUE 2 POURSUITE DU RALENTISSEMENT DU COMMERCE MONDIAL, SUR FOND DE RENCHÉRISSEMENT DES MATIÈRES PREMIÈRES



Sources : CPB, OCDE, Thomson Reuters Datastream.

la plus faible expansion des échanges globaux figurent également l'absence de progrès sur le plan de la libéralisation du commerce, voire une montée du protectionnisme, comme l'atteste la hausse des mesures restrictives comptabilisées par l'Organisation mondiale du commerce (OMC), et un mouvement d'arrêt au niveau de l'extension des chaînes de valeur mondiales, qui tranche avec leur développement rapide durant deux décennies.

Renchérissement des matières premières

Alors que le prix du baril de Brent était tombé sous le seuil des 30 dollars des États-Unis à la mi-janvier, les cours du pétrole se sont vivement redressés tout au long du premier semestre de 2016, franchissant la barre des 50 dollars dans le courant de l'été. Ce mouvement résulte dans une large mesure des arrêts involontaires de la production qui ont pesé sur une offre par ailleurs toujours excédentaire. Des conflits de diverses natures ou des conditions météorologiques difficiles ont en effet entraîné des interruptions de la production dans plusieurs grands pays producteurs, tels la Lybie, le Nigéria, le Venezuela, ou encore le Canada. Dans le même temps, la demande mondiale s'est avérée plus vive que prévu, sans toutefois recouvrer sa vigueur antérieure. Au second semestre, les prix pétroliers ont été plus volatils. L'accord sur une réduction de la production scellé par les pays de l'OPEP à la fin du mois de novembre a toutefois poussé les cours du pétrole au-delà des 50 dollars le baril.

Globalement, les cours des matières premières hors énergie ont eux aussi modestement augmenté au premier semestre de l'année, avant de se stabiliser temporairement. Cette hausse est directement liée au rebond des prix de l'énergie, laquelle constitue un intrant majeur tant pour les matières premières industrielles que pour les productions agricoles. En outre, le raffermissement des prix des produits alimentaires est aussi la conséquence de récoltes décevantes, tandis que le rebond des cours des métaux traduit également une légère accélération de la demande mondiale. À la fin de l'année, les déclarations du président élu des États-Unis quant à la mise en place d'un plan de relance des infrastructures ont, par effet d'anticipation, nettement fait grimper ces prix.

Conditions financières très favorables

Soutenues par le caractère accommodant des politiques monétaires, les conditions financières sont globalement demeurées très positives. Les marchés financiers ont toutefois traversé plusieurs phases de turbulences.

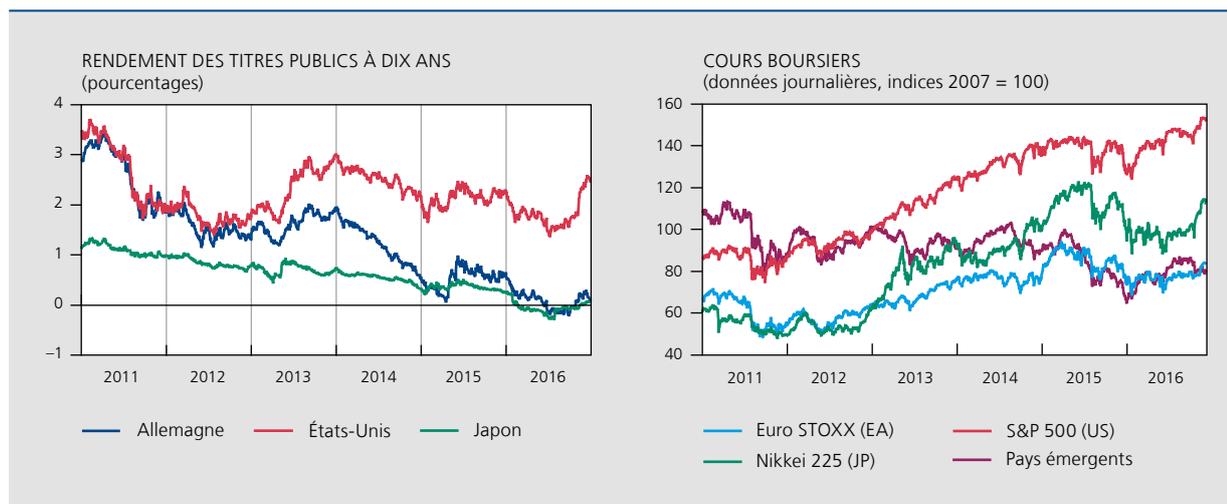
Une première vague s'est dessinée à la fin de 2015 et au début de 2016, dans le contexte de nouvelles craintes quant aux perspectives de croissance des pays émergents

et, plus spécialement, de la Chine. Le mois de janvier a ainsi vu à travers le monde l'un des mouvements de liquidation des positions financières risquées les plus intenses depuis la crise financière de 2008. Les tensions ont gagné les économies avancées et provoqué une fuite vers la qualité. Dans ces circonstances, la courbe des rendements s'est aplatie, tandis que les marchés d'actions ont trébuché et que les primes de risque se sont alourdies. Ces développements ont été suivis de perturbations affectant plus particulièrement le secteur bancaire, dont les actions ont sensiblement reculé à la suite de la publication de résultats décevants. De façon plus générale, certains doutes quant à la vigueur de la reprise américaine et la décision de la Banque du Japon de conduire son taux des dépôts au jour le jour en territoire négatif ont renforcé, à la fin de janvier, la perspective d'un environnement de taux bas sur une période prolongée, faisant craindre pour la rentabilité du secteur financier. Parallèlement à l'embellie des perspectives de croissance mondiale, les investisseurs ont néanmoins rapidement retrouvé leur appétence pour le risque, ce qui a comprimé la volatilité, soutenu les prix des actifs et allégé les primes. Le sentiment à l'égard des économies émergentes s'est également amélioré dans le contexte de taux bas attendus sur une période prolongée dans les économies avancées, d'une réduction des inquiétudes relatives à la croissance chinoise et d'une évolution favorable des cours des matières premières. Le retour des flux de capitaux vers ces pays s'est accompagné d'une nette remontée des bourses et d'une appréciation des devises.

À la fin de juin, les marchés ont vigoureusement réagi au vote en faveur d'un retrait du Royaume-Uni de l'UE. Un vent d'optimisme avait dopé les prix des actifs au cours des jours précédents, mais le résultat inattendu du référendum a fait plonger les indices boursiers et a compressé les rendements sans risque. Dans le même temps, la livre sterling a lourdement chuté, tandis que le dollar des États-Unis et le yen se sont appréciés. Bien que la réaction initiale ait été vive, les remous se sont estompés dès lors que les banques centrales se sont déclarées prêtes à fournir des liquidités en suffisance et à adopter, si le besoin s'en faisait sentir, de nouvelles mesures d'assouplissement monétaire, telles celles prises par la Banque d'Angleterre. La dissipation des tensions s'est ensuite poursuivie sur fond d'une timide amélioration des perspectives de l'économie mondiale. La livre sterling est néanmoins restée déprimée et, à la suite de la réévaluation de la trajectoire future des politiques monétaires, les rendements des titres souverains sont demeurés proches de leur plancher historique.

Le résultat inattendu de l'élection présidentielle américaine du 8 novembre a également généré des secousses, à la fois sur les marchés financiers et sur ceux des matières

GRAPHIQUE 3 DES CONDITIONS DE FINANCEMENT HISTORIQUEMENT FAVORABLES



Source : Thomson Reuters Datastream.

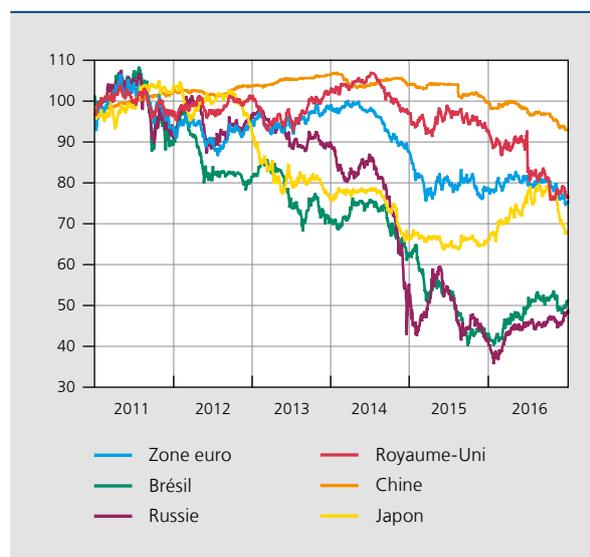
premières. La perspective d'un vaste plan d'investissements dans les infrastructures et de coupes d'impôts, tels que préconisés par le président élu, a globalement bénéficié aux marchés d'actions. Après un bref mouvement de panique qui a immédiatement suivi l'issue du scrutin, les bourses ont ainsi progressé dans l'ensemble, tout particulièrement aux États-Unis, où les indices ont enregistré de nouveaux records. Face au risque inflationniste d'un tel plan de relance budgétaire dans une situation de quasi-plein emploi pour l'économie américaine et, dès lors, à la perspective de voir la Réserve fédérale relever plus promptement ses taux directeurs, les investisseurs se sont en revanche détournés des marchés obligataires. Les rendements des bons du Trésor américain ont fortement grimpé durant la semaine qui a suivi l'élection, le taux à dix ans gagnant plus de 40 points de base. La hausse des taux outre-Atlantique s'est propagée aux autres régions du monde, en ce compris la zone euro et les économies émergentes. Sur le marché des changes, le dollar des États-Unis s'est apprécié vis-à-vis de la plupart des devises, et en particulier face à certaines devises émergentes, telles le peso mexicain ou le réal brésilien. Les déclarations du président élu ont en effet suscité des craintes quant aux futures relations commerciales des États-Unis et, partant, aux perspectives macroéconomiques de plusieurs pays. Les changements à la tête de l'administration américaine ont ravivé l'incertitude entourant, principalement, les politiques budgétaire et commerciale qui seront menées outre-Atlantique.

Sur le marché des changes, l'euro est resté assez stable face au dollar des États-Unis pendant la majeure partie de 2016, avant de se déprécier en fin d'année. Le statu quo longtemps préservé par la Réserve fédérale après

le relèvement des taux directeurs opéré en décembre 2015 a pesé sur un hypothétique renforcement du billet vert. La monnaie unique s'est en revanche légèrement appréciée en termes effectifs, un mouvement qui masque des évolutions contrastées selon les devises. Il résulte essentiellement d'une nette appréciation par rapport à la livre sterling, qui a plus que contrebalancé le repli face au yen et aux devises émergentes comme le rouble russe et le réal brésilien.

GRAPHIQUE 4 DES COURS DE CHANGE SOUMIS AUX INCERTITUDES POLITIQUES

(cours de change vis-à-vis du dollar des États-Unis, indices 2011 = 100)



Source : Thomson Reuters Datastream.

L'appréciation du yen jusqu'à l'automne tient largement à son statut de monnaie refuge dans un contexte empreint d'incertitude. Les hausses du rouble russe et du réal brésilien reflètent pour leur part à la fois un raffermissement des cours des matières premières et des perspectives macroéconomiques plus encourageantes pour ces pays.

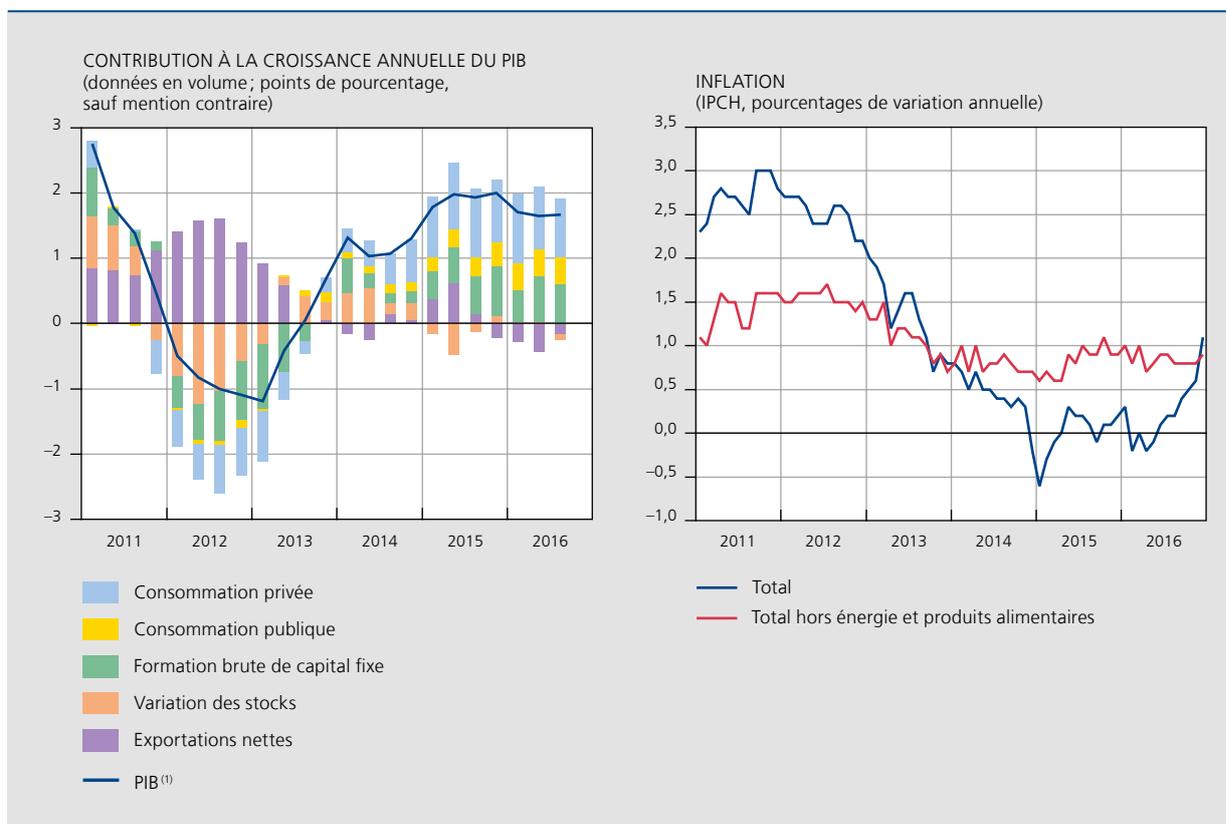
1.2 Inflation basse sur fond de reprise modérée dans la zone euro

Dans la zone euro, la progression continue, fût-ce à un rythme lent, de l'activité observée depuis la mi-2013 s'est poursuivie en 2016. La croissance en volume du PIB s'est établie à 1,7 % en moyenne annuelle, ce qui marque un modeste tassement par rapport au taux de 2 % enregistré en 2015.

L'activité a été soutenue par la demande intérieure, en s'adossant à des conditions de financement favorables, sous l'effet, notamment, d'un nouvel assouplissement de la politique monétaire de l'Eurosystème, et à une

politique budgétaire légèrement expansionniste dans la zone euro dans son ensemble. L'emploi a également été dynamique. En revanche, les impulsions résultant de la dépréciation antérieure de l'euro et de la chute des cours pétroliers en 2014 et en 2015 se sont atténuées. La demande extérieure est pour sa part restée faible. Par ailleurs, plusieurs freins ont continué de brider le dynamisme de l'économie. Il s'agit, entre autres, de l'ajustement en cours des bilans dans un certain nombre de secteurs et de pays, de la mise en œuvre insuffisante des réformes structurelles, lesquelles tendent à relever la croissance potentielle à long terme et à soutenir la confiance et la demande à court terme, et de l'émergence d'incertitudes multiples. Dans l'ensemble, même si elle continue d'être en voie de résorption, une sous-utilisation des capacités de production a continué de prévaloir en 2016. En effet, malgré des créations d'emplois robustes, les niveaux de chômage sont restés élevés, et le récent rebond des investissements n'a pas été suffisant pour combler leur déficit. Ce dernier facteur constitue un déterminant-clé du rythme singulièrement atone de la phase de sortie de crise.

GRAPHIQUE 5 INFLATION BASSE SUR FOND DE REPRISE MODÉRÉE DANS LA ZONE EURO



Source: CE.

(1) Pourcentages de variation par rapport au trimestre correspondant de l'année précédente.

Parmi les sources d'incertitude qui ont affecté l'économie mondiale, la zone euro a été particulièrement concernée par celles liées à la future sortie du Royaume-Uni de l'UE. Leurs effets sur la confiance sont toutefois restés limités jusqu'ici. De plus, en dépit des progrès réalisés en matière de stabilisation du système financier et de renforcement de la capitalisation des banques européennes, des craintes quant à la rentabilité de ces dernières et, dans certains États membres, le niveau élevé de l'encours des crédits non performants dans leur bilan peuvent avoir pesé sur leur capacité de pourvoir au financement des activités et des investissements. Enfin, une succession d'échéances électorales ou de référendums, dans un climat de défiance dans une partie de la population, ont réduit la capacité des gouvernements de mener des politiques qui contribuent au raffermissement de l'économie à long terme mais qui pourraient entraîner des effets de transition perçus comme négatifs.

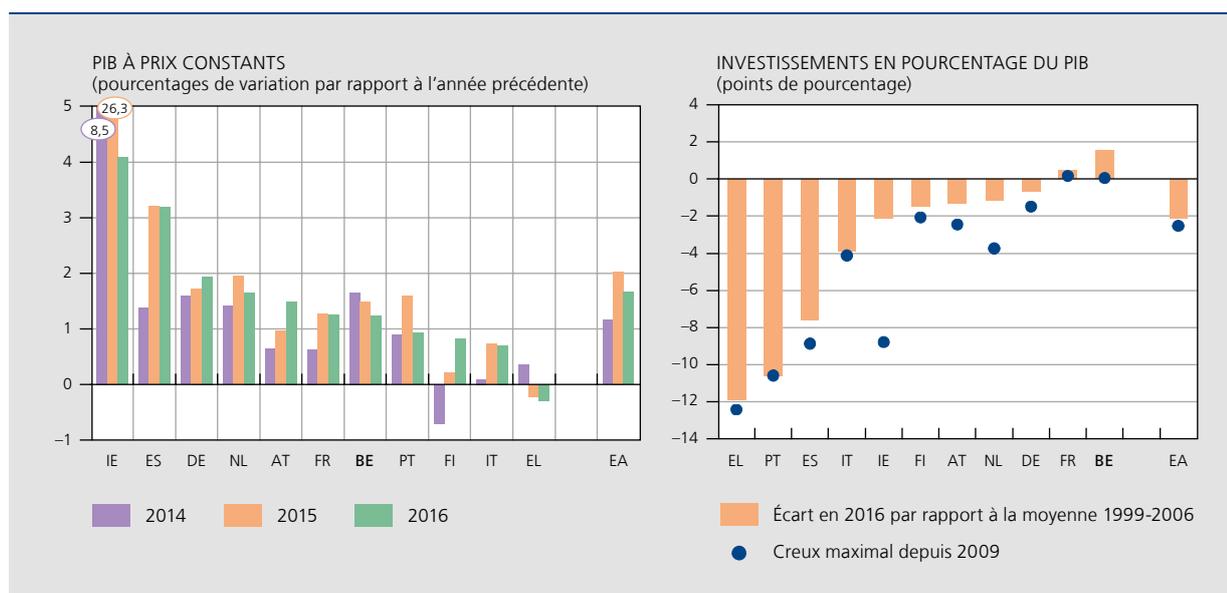
Dans ce contexte de croissance toujours insuffisante pour résorber rapidement la sous-utilisation des capacités de production, tant sur le plan du travail que sur celui du capital, et de perspectives troublées par de nombreuses incertitudes, l'inflation est demeurée très basse dans la zone euro. Après avoir été nulle en 2015, la variation annuelle de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) est certes redevenue légèrement positive en 2016, à 0,2 % en moyenne annuelle, mais cette hausse limitée est principalement due à la disparition des effets de base négatifs de la composante énergétique à la suite de la

remontée des cours du pétrole sur les marchés internationaux. Pour sa part, l'inflation sous-jacente est restée stable tout au long de l'année, oscillant autour d'un niveau faible, de l'ordre de 0,9 %. Faute d'un renforcement de la dynamique des salaires dans la zone euro, l'inflation totale ne montre aucun signe probant de convergence vers l'objectif de l'Eurosystème, à savoir un niveau inférieur à, mais proche de, 2 % à moyen terme.

À l'exception de la Grèce, tous les États membres ont contribué à la hausse du PIB de la zone euro. Parmi les principales économies, la croissance a été la plus vigoureuse en Irlande. Elle a de nouveau été vive en Espagne, tandis qu'elle s'est intensifiée en Allemagne. En revanche, au Portugal, en Finlande et en Italie, l'expansion de l'économie s'est avérée considérablement plus lente qu'en moyenne dans la zone. En Grèce, le PIB a reculé, mais dans des proportions moindres que durant la grande récession.

L'activité dans la zone euro a été très largement portée par la consommation privée. Cette dernière a été tirée par les nombreuses créations d'emplois, aidées dans certains pays par les effets de réformes précédemment mises en œuvre. Ces évolutions, concomitamment à la faible inflation, ont gonflé le revenu réel disponible des ménages, en dépit de l'évolution toujours atone des salaires. Leur taux d'épargne est resté globalement stable, indiquant que les gains de pouvoir d'achat ont été consacrés essentiellement à des dépenses de consommation.

GRAPHIQUE 6 LA REPRISE SE POURSUIT DANS LA ZONE EURO MAIS LE DÉFICIT D'INVESTISSEMENT DEMEURE CONSIDÉRABLE



Source : CE.

La consommation des administrations publiques a également apporté une contribution non négligeable à la croissance dans la zone euro. De nettes différences apparaissent toutefois entre les pays. Dans certains d'entre eux, la progression de la consommation publique a résulté de dépenses supplémentaires liées à l'accueil des réfugiés ou au durcissement des mesures de sécurité. En Allemagne, le taux d'accroissement de la consommation publique a atteint le double de celui du PIB.

L'augmentation de la formation brute de capital fixe a elle aussi été relativement soutenue, le rythme de hausse de 3,3 % étant similaire à celui enregistré en 2015. Elle s'est appuyée non seulement sur des conditions financières favorables, mais aussi sur un redressement de l'excédent brut d'exploitation des entreprises, tandis que l'utilisation des capacités de production s'est intensifiée. Les investissements ont toutefois pâti de perspectives de demande toujours en demi-teinte et incertaines, notamment en ce qui concerne l'économie mondiale et les économies émergentes au début de l'année, mais aussi du processus de désendettement des secteurs privés dans certains pays et des incertitudes qui ont continué de prévaloir en 2016.

Exprimés en pourcentage du PIB, les investissements de l'ensemble de la zone euro se sont établis en 2016 à un niveau toujours nettement inférieur à la moyenne qu'ils affichaient durant les années antérieures à la crise. Ce déficit d'investissement reflète surtout le recul marqué enregistré dans les États membres qui ont été lourdement touchés par la crise. En Irlande, où les investissements avaient déjà rebondi en 2012, le déficit d'investissement s'est depuis lors clairement résorbé, et la CE estime leur croissance à 16 % en 2016. Les investissements ont donné une profonde impulsion à l'économie aux Pays-Bas et en Espagne, mais aussi à celle de pays présentant une croissance plus lente, comme la Finlande et même la Grèce. Dans la plupart des cas, ce sont les investissements des entreprises qui ont apporté la plus grande contribution, même si, dans certains pays, parmi lesquels les Pays-Bas, la Finlande et l'Allemagne, les investissements en logements ont également joué un rôle important. Au Portugal, en revanche, le tassement des investissements en logements et des investissements publics a lourdement entravé la croissance.

Le plan d'investissement pour l'Europe et, plus particulièrement, le Fonds européen pour les investissements stratégiques (FEIS) ont déjà livré des résultats concrets. Proposé en novembre 2014 par le président de la CE, Jean-Claude Juncker, ce plan était destiné à catalyser les investissements. Le FEIS a été créé afin de renforcer la capacité de prise de risques en matière de financement dans

l'UE, en apportant pendant une période de trois ans des garanties destinées à soutenir le financement de projets par la Banque européenne d'investissement (BEI) et par le Fonds européen d'investissement (FEI). Durant ce laps de temps, le plan d'investissement générerait potentiellement des investissements jusqu'à concurrence de 315 milliards d'euros. Les moyens mobilisés dans le FEIS jusqu'à la fin de 2016 permettraient de financer de nouveaux investissements pour quelque 164 milliards d'euros dans l'ensemble des États membres de l'UE, contribuant ainsi largement à mobiliser des investissements privés. En décembre 2016, le Conseil a décidé d'étendre la capacité du FEIS, sur les plans tant de la durée que des moyens financiers mis à sa disposition.

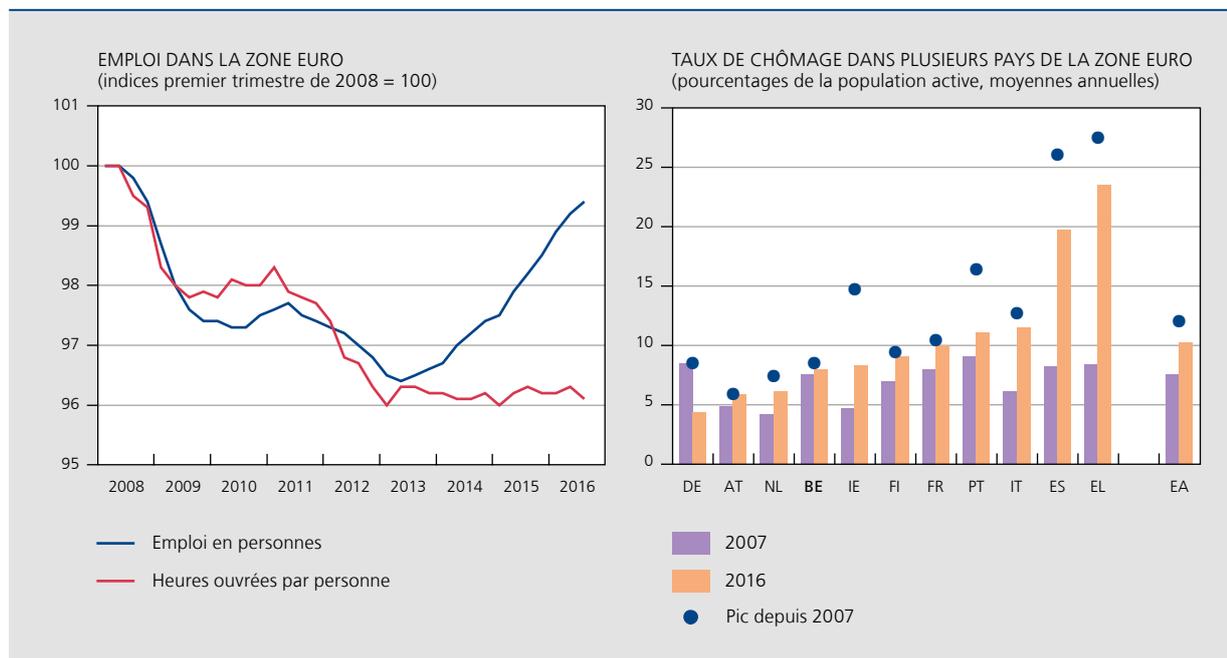
Si, comme l'année précédente, la demande intérieure a fait montre d'une certaine vigueur en 2016, la croissance des exportations s'est pour sa part affaiblie. En effet, l'apathie de la demande extérieure adressée à la zone euro, à l'œuvre depuis la fin de 2015, s'est prolongée en 2016, en ligne avec l'atonie des échanges commerciaux mondiaux. Certes, les échanges intra-UE sont demeurés relativement résilients, mais ils ont à peine compensé la baisse des exportations hors UE qui s'est manifestée durant la première partie de l'année, d'autant que le cours de change effectif nominal de l'euro s'est légèrement apprécié à ce moment. Il s'est toutefois replié à partir de novembre.

Parallèlement à la progression modérée de l'activité, les conditions régnant sur les marchés du travail de la zone euro ont continué de s'améliorer en 2016

Les créations d'emplois ont été plutôt robustes dans la zone euro et dans la plupart des États membres. Un tel dynamisme semble remarquable au regard de la maigre expansion de l'activité économique. Ce contraste peut entre autres s'expliquer par un glissement dans la composition du travail vers des secteurs, tels les services, relativement plus intensifs en main-d'œuvre et où les travailleurs à temps partiel sont plus nombreux. La part de ces derniers s'était nettement élargie à partir de la crise de 2008, et ce jusqu'en 2013, année où elle a fini par plafonner. Elle avait été renforcée par du travail à temps partiel involontaire et par des contrats de travail flexibles, dans un contexte de perspectives de demande faibles et incertaines. Ainsi, le nombre d'heures ouvrées par travailleur a fortement diminué durant les années de récession.

Le taux de chômage de l'ensemble de la zone euro a lentement reflué, revenant à 10,1 % en moyenne annuelle, ce qui représente son plus bas niveau depuis la fin de 2011. Néanmoins, même s'ils se sont resserrés, les écarts de taux de chômage entre les États membres sont

GRAPHIQUE 7 LES CONDITIONS SUR LES MARCHÉS DU TRAVAIL S'AMÉLIORENT, MAIS IL SUBSISTE DES MARGES POUR RÉSORBER LE SOUS-EMPLOI



Source : CE.

restés substantiels, des conditions encore précaires étant toujours observées dans les pays les plus durement frappés par la crise. Ainsi, en Grèce et en Espagne, les taux de chômage étaient en 2016 toujours nettement plus élevés qu'en 2007. Le marché du travail de la plupart des autres pays de la zone euro continue d'être caractérisé par une situation de sous-emploi. Celle-ci ne tient pas uniquement aux personnes au chômage mais est également attribuable à celles qui ne sont pas présentes sur le marché du travail en raison de perspectives d'emploi limitées mais qui pourraient le rallier si les conditions s'amélioraient. Il est cependant apparu que la tendance haussière du taux de participation observée avant la crise s'est récemment quelque peu rétablie. À la fin de 2016, le taux de participation au marché du travail de la population en âge de travailler atteignait 73 %.

La correction des déséquilibres macroéconomiques dans la zone euro s'est poursuivie, mais les vulnérabilités n'ont pas totalement disparu

Les pays les plus vulnérables ont consenti d'importants efforts de redressement depuis le début de la décennie, qui ont permis d'y renforcer la soutenabilité des développements économiques. Des niveaux d'endettement extérieur ou intérieur élevés persistent néanmoins dans de nombreux pays, et les progrès en la matière ont été plutôt mesurés en 2016.

Sur le plan extérieur, l'ajustement des soldes courants s'est poursuivi en 2016, après les vastes corrections déjà observées les années précédentes. Il a toutefois été asymétrique entre les États membres. Ainsi, tandis que son ampleur était encore marginale en 2010, l'excédent dégagé par les opérations courantes de la zone euro avec le reste du monde a rapidement enflé, atteignant 3,3 % du PIB en 2015 et 3,7 % en 2016. Outre par le rétrécissement des déficits liés aux importations nettes de produits pétroliers, dont quasiment tous les États membres de la zone euro ont bénéficié à la suite de la chute des cours, cette tendance s'explique par les ajustements économiques auxquels ont procédé les pays qui accusaient de lourds déficits courants avant la crise, conjugués à la persistance, voire à l'élargissement, d'excédents considérables dans d'autres pays.

S'agissant des pays initialement déficitaires, les ajustements résultent à la fois d'une compression de leur demande intérieure – et, partant, de leurs importations – et d'une croissance plus soutenue de leurs exportations, grâce à de gros efforts de redressement de leur compétitivité-coût menés les années précédentes. Des déficits courants auparavant très larges ont ainsi progressivement été résorbés, faisant place en 2016 à un solde en équilibre en Grèce et à des excédents au Portugal, en Espagne et en Irlande. Il n'en demeure pas moins que, compte tenu de l'accumulation des déficits substantiels dans le passé, qui

ont entraîné un accroissement des engagements financiers vis-à-vis du reste du monde, les positions extérieures globales nettes sont restées, à la mi-2016, très négatives en Irlande (-190 % du PIB), en Grèce (-133 % du PIB), au Portugal (-106 % du PIB) et, dans une moindre mesure, en Espagne (-88 % du PIB). Ces pays doivent donc continuer de dégager des soldes courants positifs dans le futur, de manière à ramener leurs engagements extérieurs nets vers des niveaux plus soutenables. L'environnement de croissance modérée et d'inflation languissante complique ces efforts de réduction et explique la relative inertie des positions en termes d'encours, en dépit des évolutions positives en termes de flux.

L'ajustement mené par les pays débiteurs ne s'est pas accompagné d'un ajustement en sens inverse dans les pays créanciers. En 2016, d'importants excédents courants ont persisté, voire se sont amplifiés. Aux Pays-Bas, si l'excédent s'est stabilisé depuis 2014, sous l'effet, notamment, de l'amenuisement de son surplus en produits gaziers à la suite de l'interruption de la production nationale, il est toutefois resté conséquent, à 8,5 % du PIB. En Allemagne, il a continué de progresser, pour atteindre un niveau record de 9 % du PIB en 2016. Indépendamment des effets liés à la balance pétrolière, ces excédents élevés et persistants témoignent d'une épargne trop abondante par

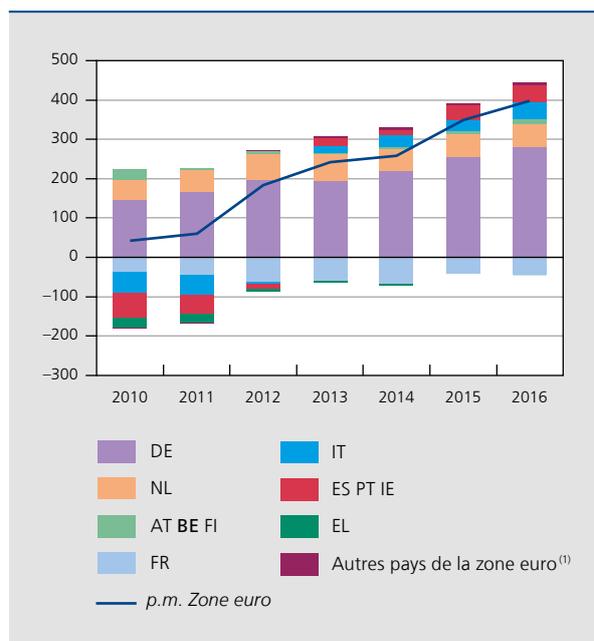
rapport aux investissements, qu'accentue la poursuite du désendettement dans ces économies. Plus généralement, le gonflement des surplus est le symptôme de la faiblesse persistante de la demande agrégée, qui se traduit depuis 2009 par un écart de production négatif dans la zone euro dans son ensemble et par une croissance potentielle faible, notamment en Allemagne. Cette sous-utilisation des ressources contribue au niveau particulièrement bas de l'inflation sous-jacente, un contexte qui a mitigé les efforts des pays déficitaires.

Parallèlement à l'évolution de la position extérieure nette, le désendettement du secteur privé s'est poursuivi, fût-ce de manière lente et inégale. La dette a reflué non seulement dans certains pays où son niveau avait enflé durant les années antérieures à la crise, mais aussi dans d'autres où elle semble beaucoup moins problématique.

Du côté des ménages, les diminutions du ratio dette/PIB jusqu'au deuxième trimestre de 2016 ont été les plus prononcées dans les pays où l'endettement était le plus lourd à l'entame de la crise de la dette souveraine. C'est surtout le cas en Irlande, où la dette, qui partait du niveau maximum observé (plus de 100 % du PIB), s'était quasiment réduite de moitié à la mi-2016, mais aussi, dans une moindre mesure, en Espagne, au Portugal (à hauteur de moins d'un quart) et, de manière plus limitée, aux Pays-Bas. Dans certains pays où le taux d'endettement des ménages était déjà inférieur à la moyenne, une légère contraction s'est aussi engagée, comme en Autriche, en Italie et en Allemagne. S'agissant des sociétés non financières, les pays dont le ratio dette (consolidée)/PIB figurait parmi les plus hauts en 2012 ont évolué de manière beaucoup plus contrastée. En effet, si tous avaient entamé une tendance baissière, certains ont prolongé cette correction jusqu'en 2016, comme l'Espagne (à concurrence d'un peu plus d'un quart du niveau de 2012) et le Portugal (pour plus de 10 %), tandis que d'autres, tels la Belgique et les Pays-Bas, ont en revanche inversé ce mouvement en 2013 ou en 2014. Dans ces derniers pays, de considérables flux de capitaux et de crédits intragroupes entrent néanmoins en jeu, liés aux modes de fonctionnement et de financement des nombreuses multinationales établies sur leur territoire. Dans d'autres pays où les taux étaient proches de, voire inférieurs à, la moyenne de la zone euro, les changements dans l'endettement des entreprises ont été minimes.

Malgré cette nouvelle diminution, le niveau de l'endettement est dans certains cas resté élevé en 2016. S'il est malaisé de définir une valeur d'équilibre vers laquelle celui-ci devrait tendre, un certain nombre de pays affichent des niveaux de dette privée encore substantiels au regard de leur propre historique. La tendance baissière devrait se

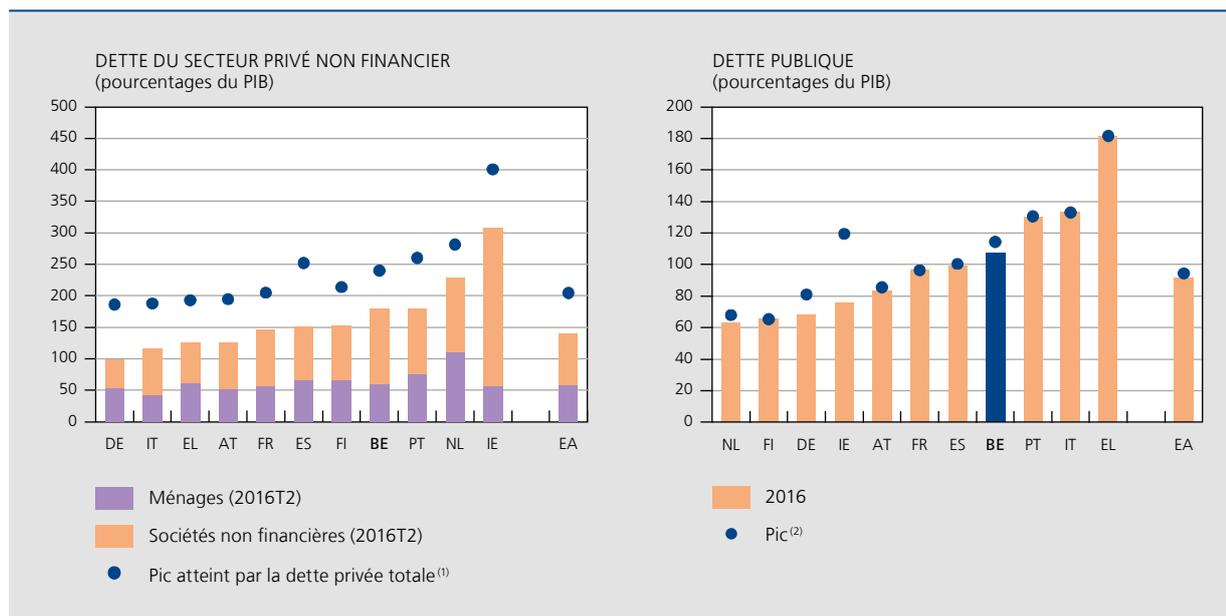
GRAPHIQUE 8 LE SURPLUS COURANT DE LA BALANCE DES PAIEMENTS DE LA ZONE EURO S'EST RENFORCÉ (milliards d'euros)



Source : CE.

(1) Chypre, Estonie, Lettonie, Lituanie, Luxembourg, Malte, Slovaquie et Slovénie.

GRAPHIQUE 9 LE DÉSENETTEMENT S'EST POURSUIVI, MAIS DE MANIÈRE LENTE ET INÉGALE SELON LES PAYS



Sources : BCE, CE.

(1) Depuis 1999 ou premières données disponibles selon les pays.

(2) Depuis 1999.

prolonger, et elle pourrait, dès lors, peser sur l'activité économique à court terme. Enfin, à cela vient aussi parfois s'ajouter un important encours de dette du secteur public qui, dans l'ensemble, rend ces économies très vulnérables en cas de choc.

La politique budgétaire a été légèrement expansive

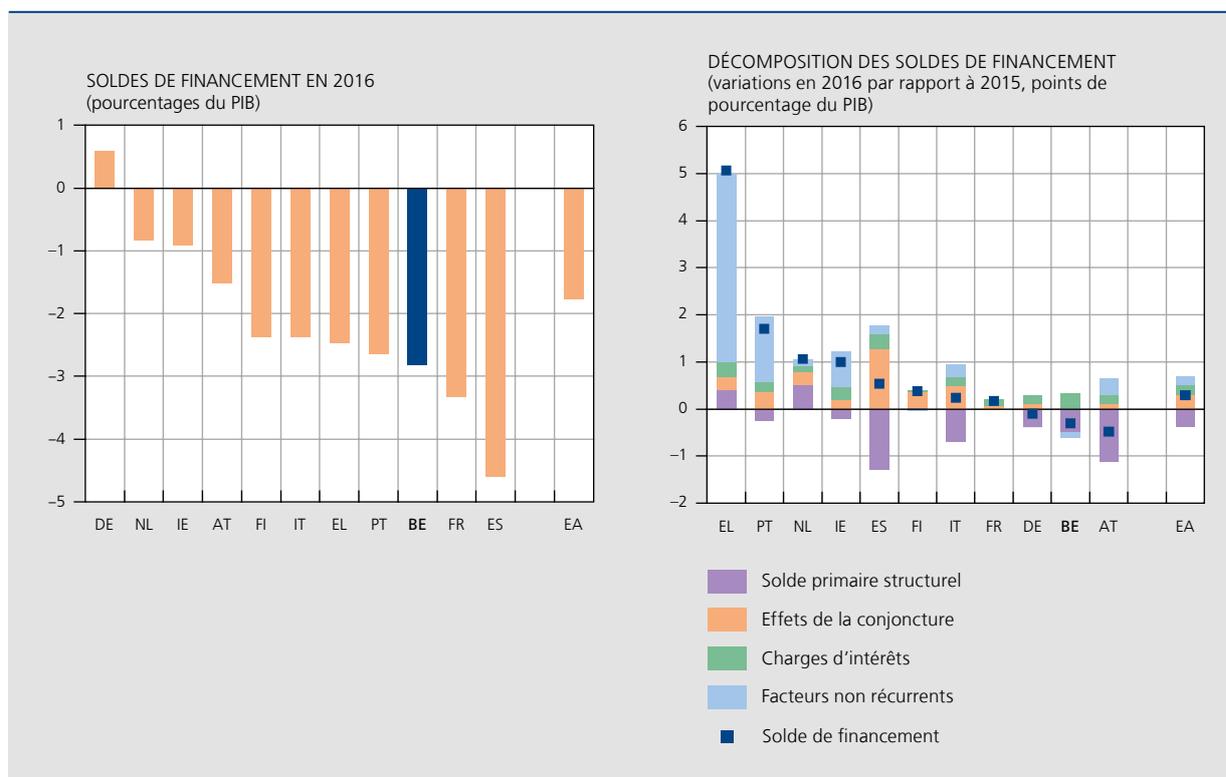
Le déficit de financement des administrations publiques dans l'ensemble de la zone euro a continué de décliner, revenant de 2,1 % du PIB en 2015 à 1,8 % du PIB en 2016. Par ailleurs, la dette publique s'est contractée pour la deuxième année consécutive, pour s'établir à environ 90 % du PIB. L'amélioration du solde de financement est surtout due à la poursuite du redressement de l'économie, mais aussi à la faiblesse des charges d'intérêts et à des facteurs non récurrents. La politique budgétaire a toutefois présenté une orientation quelque peu expansive, qui s'est traduite par un repli de l'excédent primaire structurel, compensant dans une large mesure l'effet des éléments positifs évoqués ci-avant.

L'allègement des charges d'intérêts sur la dette publique a exercé une incidence favorable sur les finances publiques dans tous les pays de la zone euro. La conjoncture a également eu une influence positive, hormis dans une poignée de petits États membres ainsi qu'en Belgique. En 2015,

la Grèce, le Portugal et l'Irlande avaient mené des opérations non récurrentes dans le cadre de la recapitalisation des banques, qui ont obéré leurs finances publiques. En 2016, leur budget n'en a plus subi l'effet, de sorte que les facteurs non récurrents ont en moyenne apporté une contribution positive à l'amélioration du solde de financement. À en juger par l'évolution du solde primaire structurel, nombre de pays de la zone euro, parmi lesquels l'Espagne, l'Autriche, l'Italie, la Belgique et l'Allemagne, ont, à des degrés divers, mené des politiques budgétaires expansives. Celles-ci sont souvent allées de pair avec des réductions d'impôts. En Espagne, la vive impulsion budgétaire a eu pour conséquence que, en dépit de l'incidence fortement positive de la conjoncture et de la baisse des charges d'intérêts, le déficit budgétaire n'a que faiblement reculé, ressortant encore à 4,6 % du PIB. En Italie également, le déficit public ne s'est que peu resserré. Le déficit budgétaire s'est même creusé en Autriche et en Belgique.

D'après les prévisions d'automne de la CE, outre l'Espagne, la France a encore enregistré un déficit budgétaire supérieur à la valeur de référence de 3 % du PIB. Ces deux pays, de même que la Grèce et le Portugal, font toujours l'objet d'une procédure concernant les déficits excessifs au titre du volet correctif du Pacte de stabilité et de croissance (PSC). Après avoir examiné si l'Espagne et le Portugal avaient bien entrepris des actions suivies d'effets pour donner suite aux recommandations y relatives formulées

GRAPHIQUE 10 LA POURSUITE DE LA RÉSORPTION DES DÉFICITS BUDGÉTAIRES S'ACCOMPAGNE D'UN LÉGER ASSOULPISSEMENT DE LA POLITIQUE BUDGÉTAIRE



Sources : CE, BNB.

par le Conseil, la CE a jugé en novembre 2016 qu'il y avait lieu de suspendre la procédure dans ces deux pays. Celle à l'égard de la France est quant à elle ajournée depuis juillet 2015. Pour ce qui est de l'Irlande, de Chypre et de la Slovaquie, la procédure concernant les déficits excessifs a par contre été clôturée en juin 2016. Qui plus est, les États membres de l'UE sont tenus de respecter un objectif à moyen terme au titre du volet préventif du PSC. Il s'agit d'une valeur de référence en matière de solde budgétaire qui est propre à chaque pays et qui est exprimée en termes structurels. Les soldes estimés par la CE pour 2016 indiquent que le solde budgétaire structurel dans certains États membres, dont l'Autriche, s'approche de l'objectif à moyen terme et que, dans d'autres pays, comme l'Allemagne, celui-ci a déjà été dépassé. En revanche, nombre de pays membres de la zone euro, à l'instar de la Belgique et de l'Italie, doivent encore consentir des efforts considérables pour atteindre cet objectif.

Les fragilités du secteur bancaire de la zone euro entravent l'essor de la croissance

Dans la zone euro, le secteur bancaire représente une source de financement essentielle à l'activité du secteur

privé. Or, les banques y ont sérieusement pâti des crises de 2008 et de 2012. Depuis lors, de gros progrès ont été réalisés en vue de renforcer leur bilan, notamment en matière de raffermissement de leurs ratios de fonds propres à la suite de l'évaluation complète qui a précédé l'instauration du mécanisme de surveillance unique (MSU) en novembre 2014 et de mise en œuvre progressive des nouvelles exigences prudentielles incluses dans Bâle III. Une résilience accrue en termes de solvabilité et de liquidité et une politique monétaire accommodante ont contribué à restaurer le canal du crédit bancaire. Portée par ailleurs par le rétablissement de la demande, la croissance du crédit au secteur privé a ainsi récemment redémarré, mais elle est encore très fragile dans certains pays. Pour autant, les niveaux de capitalisation sont restés inégaux entre les États membres, les ratios de fonds propres de base de catégorie 1 les plus bas étant notés à la mi-2016 au Portugal, en Italie, en Lettonie et en Espagne.

Les difficultés auxquelles le secteur bancaire est toujours confronté ont suscité des épisodes de craintes sur les marchés financiers à la fin de 2015 et dans le courant de 2016. Pour l'essentiel, ces défis concernent la faiblesse

des perspectives de rentabilité des capitaux propres et la persistance d'importants encours de crédits non performants dans certains pays, héritage de la crise qui continue d'encombrer les bilans des banques et est susceptible de grever davantage leur rentabilité.

Si le bas niveau des taux d'intérêt a permis de limiter le ralentissement conjoncturel et de soutenir l'activité économique, il a été plutôt défavorable à la rentabilité du secteur financier. En effet, dans un tel environnement, les actifs accumulés n'ont pu offrir qu'un maigre rendement et, par endroits, ils se sont couplés à la persistance de modèles opérationnels et stratégiques dépassés, inadaptés ou trop coûteux. Cette modeste rentabilité, qui, à la mi-2016 était la plus faible en Grèce, au Portugal, en Allemagne et en Italie, a eu une incidence sur la valorisation des fonds propres des banques, affectant leur capacité de lever de nouveaux fonds sur les marchés de capitaux et risquant in fine de limiter leur possibilité d'octroi de crédits au secteur privé ou d'entraîner une allocation sous-optimale du capital.

À ces questions viennent aussi se greffer des problèmes de qualité des actifs et de risque de crédit. Les bilans de certaines banques comportent encore souvent de vastes encours de crédits non performants résultant des crises passées. Des ratios atteignant des niveaux particulièrement élevés ont été observés à Chypre et en Grèce et, dans une moindre mesure, en Italie, en Irlande et au Portugal. Dans certains de ces pays, le large encours des crédits non performants s'est juxtaposé à des ratios de fonds

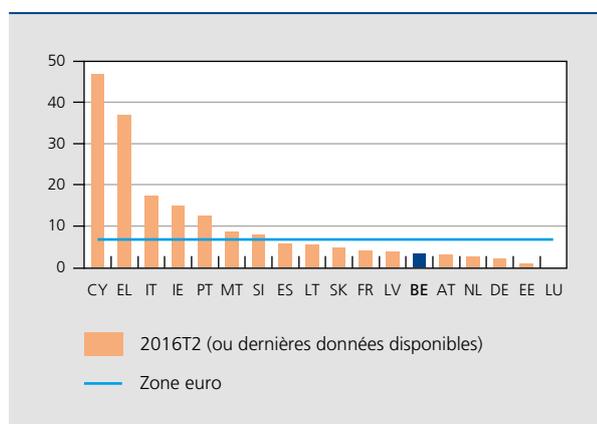
propres relativement bas. Une situation dans laquelle l'endettement du secteur privé est problématique peut engendrer des vulnérabilités supplémentaires, en raison d'éventuels risques de défaut qui devront être suffisamment couverts par des provisions. Même si les assainissements des bilans bancaires sont toujours en cours, plusieurs facteurs empêchent une liquidation plus efficace et plus rapide de ce type de prêts, telles les législations et procédures en matière de faillite, ou encore des pratiques en matière de provisions pour pertes sur créances qui divergent grandement entre les États membres. Une réflexion approfondie sur cette problématique et sur les initiatives qui ont récemment été prises pour y remédier est détaillée dans la partie « Réglementation et contrôle prudentiels » du présent Rapport. Enfin, compte tenu de l'existence d'expositions encore très fortes des banques aux titres de créance souverains nationaux dans de nombreux pays, de nouvelles turbulences politiques pourraient exacerber encore les fragilités précitées du secteur bancaire.

Sur la voie du parachèvement de l'Union économique et monétaire

En dépit des progrès enregistrés depuis la crise de la dette souveraine dans la zone euro – notamment l'instauration de l'union bancaire et l'amélioration de la gouvernance économique –, l'Union économique et monétaire (UEM) a continué de présenter des lacunes. Ce constat a amené les présidents de la Commission européenne, du Conseil européen, de l'Eurogroupe, de la Banque centrale européenne et du Parlement européen à publier en juin 2015 un rapport dans lequel ils exposaient leurs projets en vue de renforcer l'UEM. D'ici 2025 au plus tard, l'UEM devrait être finalisée. Dans la foulée de ce rapport, la CE a déjà approuvé un premier train de mesures et formulé des recommandations en octobre 2015. En réaction à cette série de mesures, le Conseil Ecofin a invité en septembre 2016 les pays membres de la zone euro à mettre en place des conseils nationaux de la productivité. Ces derniers sont appelés à examiner les évolutions en matière de productivité et de compétitivité et à analyser en toute indépendance les défis qui se posent à la politique. Les États membres et la CE peuvent recourir à cette expertise indépendante aux fins du suivi annuel de la politique économique dans le cadre du semestre européen. Sur le plan de la politique budgétaire, le Conseil Ecofin a décidé en sa séance de décembre d'assigner un plus grand rôle à la règle des dépenses dans la fixation et dans l'évaluation des objectifs du PSC. Le solde budgétaire structurel n'en demeure pas moins un élément essentiel du cadre budgétaire. Par ailleurs, à l'occasion du lancement, en novembre 2016, du cycle annuel du semestre européen de coordination

GRAPHIQUE 11 DES FRAGILITÉS PERSISTENT DANS LE SECTEUR BANCAIRE DE LA ZONE EURO

(crédits non performants, pourcentages du total des prêts et des avances⁽¹⁾)



Source : FMI.

(1) Pas de donnée pour la Finlande. La comparabilité des données entre les pays peut s'avérer limitée du fait de différences dans la définition des crédits non performants et dans les périmètres de consolidation des secteurs bancaires nationaux

des politiques économiques, la CE a plaidé en faveur d'une orientation de la politique budgétaire qui viserait plus à soutenir la relance dans la zone euro dans son ensemble. En outre, la CE a désigné en octobre 2016 le président et les quatre membres du Comité budgétaire européen institué en octobre 2015.

Grâce aux progrès engrangés, l'union financière – l'une des pierres angulaires du rapport des cinq présidents – a pu être consolidée durant l'année sous revue sur le plan de l'Union des marchés des capitaux (UMC). Depuis le plan d'action de 2015, dans le cadre duquel les mesures prioritaires ont été définies afin de permettre l'entrée en vigueur de cette UMC d'ici 2019, un premier rapport de suivi a été établi en avril 2016. Pour faciliter le développement de nouveaux types de financement, la CE a de surcroît proposé de renouveler le cadre législatif dans le domaine du capital à risque, en modifiant en juillet les règlements relatifs aux fonds de capital-risque européens (EuVECA) et aux fonds d'entrepreneuriat social européens (EuSEF), ceux-ci ayant pour objectif de soutenir les entreprises jeunes et innovantes et les firmes soucieuses d'avoir un impact social positif. Ces modifications ont été endossées par le Conseil à la fin de l'année. De plus, le marché de la titrisation sera renforcé grâce à la proposition soumise en septembre 2015 d'instaurer un nouveau cadre réglementaire favorisant les opérations de titrisation simples, transparentes et standardisées (STS) (« Règlement Titrisation »). Enfin, pour lever les obstacles nationaux à l'intégration des marchés des capitaux, la CE a introduit en novembre 2016 une proposition relative à la restructuration des entreprises et à l'insolvabilité, dans le but d'accélérer le recouvrement des actifs et d'offrir une seconde chance aux entrepreneurs frappés par une première faillite.

1.3 La politique de taux bas de l'Eurosystème vise à soutenir la reprise dans la zone euro

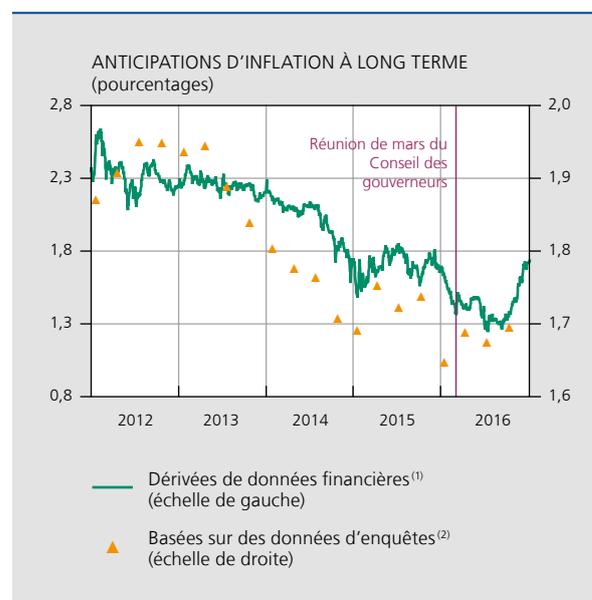
Les risques accrus pesant sur la stabilité des prix ont requis des mesures complémentaires

Le Conseil des gouverneurs de la BCE a adopté ces dernières années toute une panoplie de mesures de relance. Celles-ci ont été prises sur fond de faiblesse persistante de l'inflation dans la zone euro, laquelle affiche, depuis la mi-2013, un niveau en deçà de celui qui est compatible avec la stabilité des prix, à savoir un taux inférieur à, mais proche de, 2 %. De plus, la reprise économique est demeurée anémique: en huit ans, l'écart avec le niveau de la production potentielle ne s'est toujours pas résorbé, si bien que les capacités de production

sous-exploitées exercent une pression baissière sur l'évolution des prix.

Dans un premier temps, le Conseil a réduit davantage les taux directeurs et, en juin 2014, le taux de la facilité de dépôt a, pour la première fois, été ramené sous zéro. Au vu du peu de marge subsistant pour encore diminuer les taux à court terme, il a ensuite élargi sa panoplie d'instruments pour continuer d'orienter les conditions de financement dans l'économie. L'une de ces mesures exceptionnelles, mais néanmoins cruciales, est la décision, prise en janvier 2015, de lancer un programme étendu d'achats d'actifs (Expanded asset purchase programme – APP). Cette mesure a permis de compléter les programmes d'achats d'obligations sécurisées de banques et de titres adossés à des actifs déjà en place par un vaste programme d'achats de titres publics. À l'origine, l'APP était censé courir jusqu'en septembre 2016, mais il était entendu qu'il serait certainement maintenu jusqu'à ce que le Conseil observe un ajustement durable de l'évolution de l'inflation conforme à l'objectif qu'il s'est fixé en matière de stabilité des prix. Le Conseil a ainsi apporté une dimension supplémentaire aux orientations prospectives (*forward guidance*) qu'il avait adoptées durant l'été de 2013. Il a en effet fait savoir qu'il continuerait de

GRAPHIQUE 12 LA NOUVELLE BAISSÉ DES ANTICIPATIONS D'INFLATION AU DÉBUT DE 2016 A REQUIS UN ASSOULISSEMENT MONÉTAIRE



Sources: BCE, Bloomberg.

(1) Taux d'inflation implicite dérivé de contrats de swap couvrant le risque d'inflation dans la zone euro pour une période de cinq ans débutant cinq ans après la conclusion du contrat.

(2) Moyenne de la distribution de probabilité agrégée des anticipations d'inflation à cinq ans. Les données sont tirées de l'enquête trimestrielle de la BCE auprès de prévisionnistes professionnels.

mener une politique monétaire souple jusqu'à ce que son mandat de stabilité des prix soit rempli.

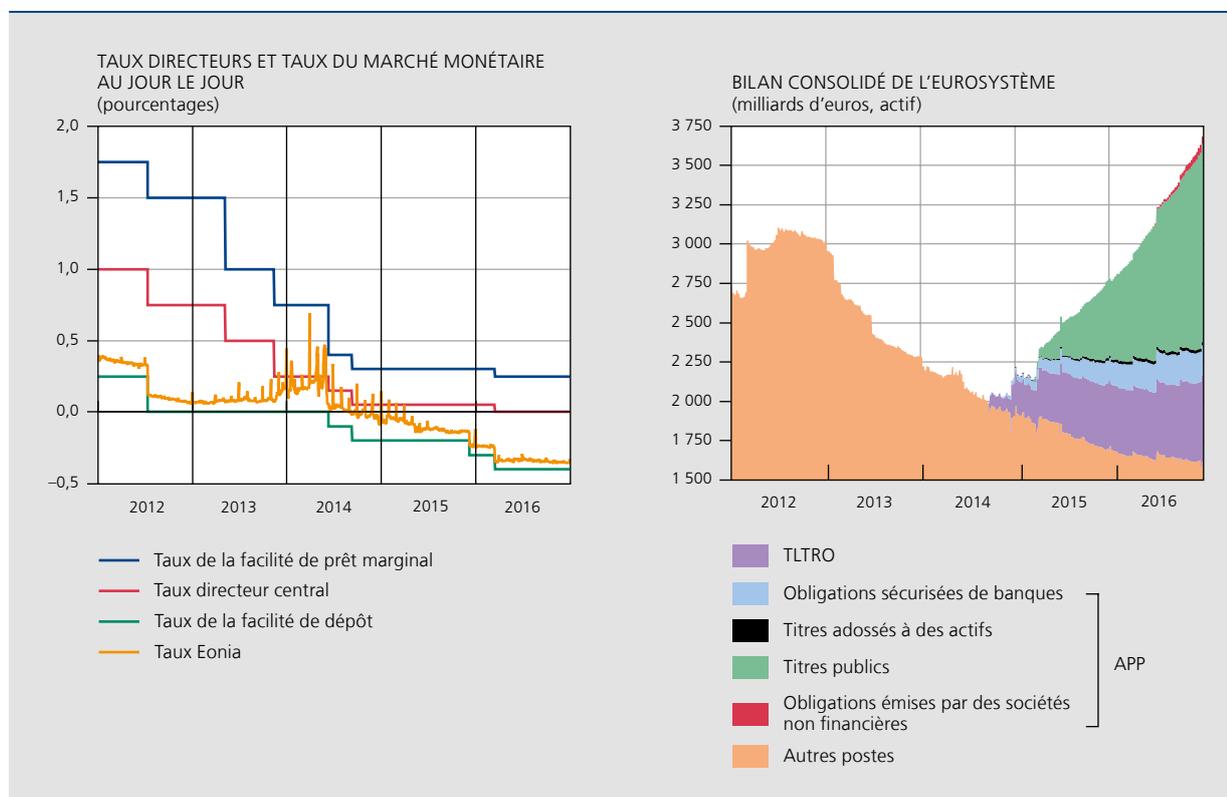
Des événements financiers et économiques imprévus pesant sur l'activité économique et sur l'inflation ont toutefois nécessité un nouvel assouplissement monétaire et, partant, une adaptation de l'APP. En décembre 2015, le Conseil a ainsi décidé, à la lumière de la révision à la baisse des perspectives d'inflation, de ramener de -0,20 à -0,30 % le taux de la facilité de dépôt et d'allonger la période prévue pour les achats d'actifs, de la fin de septembre 2016 à la fin de mars 2017, voire plus tard si le besoin s'en faisait sentir. Il a également décidé d'étendre la liste des actifs éligibles à l'APP aux titres émis par les administrations régionales et locales situées dans la zone euro et de réinvestir les remboursements au titre du principal sur les obligations échues, et ce aussi longtemps que nécessaire. Enfin, le Conseil a aussi insisté sur le fait qu'il était disposé à encore prendre des mesures additionnelles à l'avenir. Ce faisant, il a montré que l'APP était flexible, en ce sens que son ampleur, sa composition et sa durée pouvaient être modulées.

(1) Il s'agit plus précisément d'obligations de haute qualité (*investment-grade*) libellées en euros émises par des entreprises non bancaires établies dans la zone euro.

En mars 2016, le Conseil a une fois de plus prouvé sa volonté d'agir. Au début de cette année, les perspectives pour la croissance mondiale se sont affaiblies, la volatilité sur les marchés financiers s'est avivée et les anticipations d'inflation sont reparties à la baisse. Les perspectives d'inflation établies par des collaborateurs de l'Eurosystème faisaient quant à elles état d'une recrudescence des risques pesant sur la stabilité des prix : les projections de mars 2016 ne tablaient plus que sur une inflation de, respectivement, 0,1 et 1,3 % en 2016 et en 2017 (en décembre 2015, les perspectives étaient encore de, respectivement, 1 et 1,6 %), alors que, pour 2018, elles prévoient une inflation de 1,6 %, soit un niveau certes inférieur à, mais pas encore proche de, 2 %.

Lors de sa réunion du 10 mars 2016, le Conseil des gouverneurs a dès lors annoncé un vaste train de mesures complémentaires. S'agissant de l'APP, les achats mensuels d'actifs ont été portés de 60 à 80 milliards d'euros. De plus, des obligations émises par des sociétés non financières⁽¹⁾ allaient également être acquises dans le cadre de l'APP à compter de juin 2016 (Corporate sector purchase programme – CSPP). Le Conseil a par ailleurs décidé d'abaisser encore ses taux directeurs : le taux de

GRAPHIQUE 13 LES TAUX DIRECTEURS ÉTANT PROCHES DU PLANCHER, LES MESURES BILANCIELLES DE L'EUROSISTÈME REVÊTENT UNE GRANDE IMPORTANCE POUR APPORTER UNE IMPULSION MONÉTAIRE



Sources : BCE, Thomson Reuters Datastream.

la facilité de prêt marginal et celui des opérations principales de refinancement ont été diminués de 5 points de base, à, respectivement, 0,25 et 0 %, tandis que le taux de la facilité de dépôt a été réduit de 10 points de base, pour se fixer à -0,40 %. De surcroît, le Conseil a fait savoir qu'il entendait maintenir les taux directeurs à leurs niveaux du moment, voire à des niveaux inférieurs, pendant une période prolongée dépassant largement celle couverte par les achats nets d'actifs, dont il avait été confirmé qu'ils se poursuivraient jusqu'en mars 2017, ou plus tard si nécessaire. Enfin, il a également été décidé en mars 2016 de lancer une deuxième série de quatre opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO II), assorties d'une durée de quatre ans et d'un taux fixe. Ces opérations pourvoient les banques d'un financement bon marché et stable en contrepartie d'une augmentation de l'octroi de crédits au secteur privé. En ancrant le taux de ces opérations à long terme, le Conseil laisse également entendre que les taux directeurs demeureront bas pendant un long laps de temps, renforçant par là même encore ses orientations prospectives.

Toutes ces mesures visent à comprimer l'ensemble des taux d'intérêt appliqués dans l'économie. Les conditions de financement plus favorables doivent inciter les ménages, les entreprises et les pouvoirs publics à consommer et à investir, de manière à exploiter intégralement le potentiel de production de l'économie et à faire remonter l'inflation.

Mise en œuvre concrète des mesures de politique monétaire

À la fin de 2016, les titres acquis dans le cadre de l'APP se montaient à quelque 1 500 milliards d'euros, ce qui représente environ 40 % du total bilanciel de l'Eurosystème. Les titres publics en constituaient la grande majorité puisqu'ils se chiffraient à 1 259 milliards. Figuraient de surcroît au bilan : des obligations sécurisées de banques pour un montant de 204 milliards, des obligations émises par des sociétés non financières à hauteur de 51 milliards et des titres adossés à des actifs pour 23 milliards. Les objectifs en matière de volumes d'achats ont été réalisés, tandis que la flexibilité de l'APP a permis de limiter les perturbations sur le marché pouvant résulter, par exemple, d'une pénurie d'actifs sûrs sur le marché privé. Ainsi, durant les mois d'été, compte tenu du resserrement saisonnier de la liquidité sur les marchés financiers, de plus petits volumes ont été achetés, qui

ont été compensés au cours des autres mois. Par ailleurs, la plupart des banques centrales de l'Eurosystème ont mis en place des dispositions pour le prêt de titres, en vertu desquelles les actifs détenus dans le cadre de l'APP, en particulier les obligations publiques, sont prêtés aux intervenants de marché. Ces titres sont en effet très prisés, notamment parce qu'ils servent de garantie pour les opérations de prise en pension (*repos*).

Pour ce qui est des TLTRO II, la demande de liquidités dans le cadre des trois opérations de juin, de septembre et de décembre s'est élevée à, respectivement, 399, 45 et 62 milliards d'euros. L'injection nette de liquidités dans le système bancaire (115 milliards d'euros) a toutefois été inférieure à la somme de ces volumes. De fait, lors des trois opérations, mais essentiellement au cours de la première, les banques ont remboursé une partie de leurs fonds provenant de la première série d'opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO I) pour les réemprunter à l'Eurosystème sous la forme d'un financement au titre des TLTRO II. Trois caractéristiques de ces dernières les rendent en effet financièrement plus intéressantes. Premièrement, elles sont meilleur marché : dans le cadre des TLTRO, les banques acquittent un taux fixe correspondant au taux des opérations principales de refinancement en vigueur au moment de l'opération. Au vu de la baisse des taux directeurs opérée en mars 2016, les nouvelles TLTRO sont donc moins coûteuses que celles qui avaient été conclues lors de la première série d'opérations. Qui plus est, le coût de financement des TLTRO II est susceptible de diminuer ex post pour s'aligner sur le taux de la facilité de dépôt, pour autant que les banques octroient suffisamment de crédits au secteur privé⁽¹⁾. Deuxièmement, les TLTRO II proposent une source de financement plus stable : contrairement à ce qui se passait avec la première série, les banques ne sont pas obligées de procéder au remboursement anticipé du montant total qu'elles empruntent si leur octroi de crédits est insuffisant. Enfin, troisièmement, le fait que la deuxième salve d'opérations porte sur une plus longue durée les rend aussi plus intéressantes que les premières, dont l'échéance, à savoir septembre 2018, approche.

Sous l'influence de l'APP et des TLTRO, le bilan consolidé de l'Eurosystème a continué de s'élargir, dépassant le sommet qu'il avait atteint à la mi-2012. Suivant la croissance du bilan de la banque centrale, les liquidités que les établissements de crédit de la zone euro détiennent auprès de l'Eurosystème augmentent elles aussi. Ainsi, les liquidités excédentaires – c'est-à-dire les réserves que les établissements de crédit détiennent auprès de la banque centrale en sus de leurs réserves obligatoires, que ce soit sur leur compte courant ou par le biais de la facilité de dépôt – s'établissaient à la fin de 2016 à environ

(1) Pour de plus amples informations concernant les TLTRO II, cf. https://www.banque-france.fr/sites/default/files/medias/documents/communique-de-presse-bce_20160310_nouvelle-serie-operations-tlтроii.pdf.

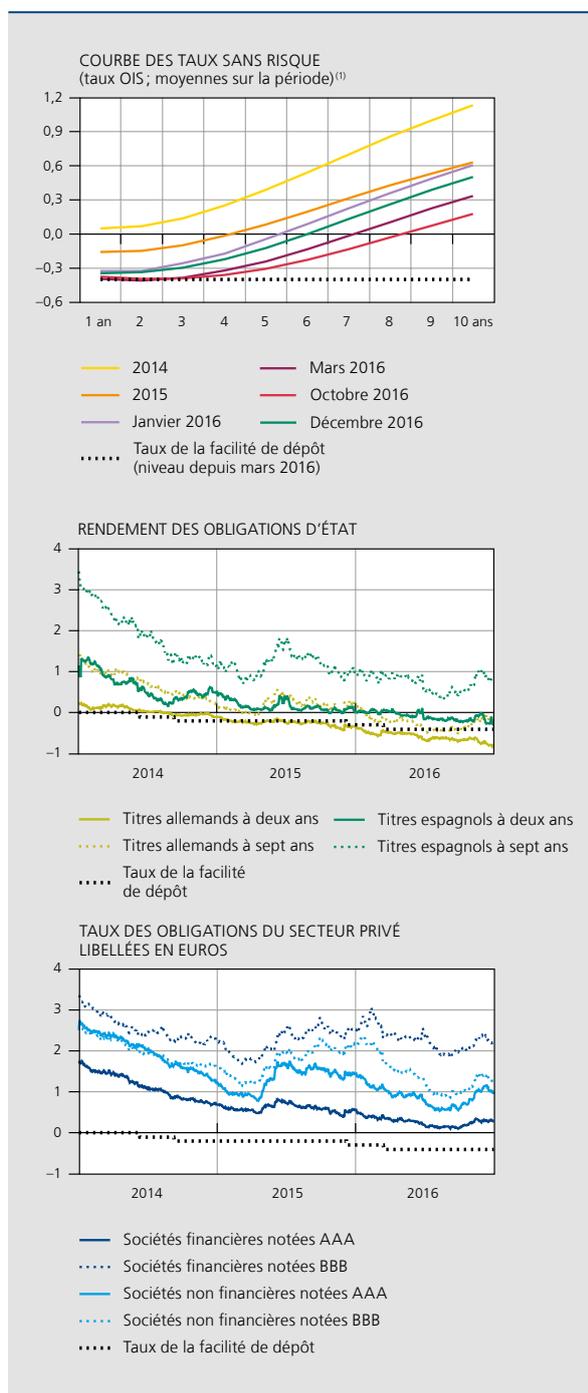
1 200 milliards d'euros, contre 655 milliards au début de l'année. Dans la mesure où les banques s'emploient à placer leurs réserves excédentaires sur le marché, les liquidités excédentaires abondantes ont stabilisé le taux du marché monétaire au jour le jour, c'est-à-dire l'Eonia, à un niveau proche du taux de la facilité de dépôt. Durant toute l'année 2016, le taux du marché monétaire au jour le jour est donc demeuré négatif, si bien que les coûts du financement interbancaire ont affiché les niveaux les plus faibles jamais enregistrés.

Les mesures ont porté leurs fruits: taux nominaux plus bas et amélioration du crédit bancaire

Les mesures de politique monétaire ont donné lieu à un assouplissement sensible sur bon nombre de segments du marché financier. Ainsi, les orientations prospectives et le signal donné par l'APP concernant l'orientation de la politique monétaire – à savoir que les taux directeurs demeureront faibles pendant une période prolongée – ont également entraîné un nouveau repli des taux sans risque à plus long terme, induisant un lissage de la courbe des rendements.

De même, les taux d'intérêt des titres publics se sont encore contractés en 2016 dans la plupart des pays de la zone euro, retombant à des seuils historiques. Ce sont les titres assortis des plus longues échéances qui ont accusé les reculs les plus marqués. Outre l'accroissement de la demande résultant des achats opérés au titre de l'APP, d'autres facteurs ont également comprimé le taux d'intérêt des obligations d'État, en particulier de celles des émetteurs souverains les plus robustes. L'inquiétude sur les marchés financiers, suscitée notamment par le brexit, et la nécessité de disposer de garanties de bonne qualité pour les opérations de prise en pension ont renforcé la demande de ce type de titres, et surtout d'obligations d'État allemandes. La combinaison du volume relativement limité de l'encours des titres publics émis par certains grands États membres et des caractéristiques de l'APP, qui distribue les achats de titres publics entre les pays de la zone euro en fonction de la clé de répartition du capital de la BCE, a également entraîné une diminution plus prononcée des taux d'intérêt de certaines obligations d'État. Dans la mesure où la clé de répartition reflète l'importance d'un pays sur les plans économique et démographique, une part considérable des achats ont entre autres concerné le Bund allemand. L'encours des obligations d'État allemandes, de même que les perspectives d'émission de ces titres, sont cependant assez limités, de sorte que l'APP exerce une influence baissière plus forte encore sur le taux d'intérêt des titres allemands que sur ceux de pays présentant un encours relativement élevé de titres publics, mais qui constituent une

GRAPHIQUE 14 LES TAUX D'INTÉRÊT NOMINAUX SE SONT FORTEMENT REPLIÉS
(pourcentages)



Source : Thomson Reuters Datastream.
(1) Taux d'intérêt des swaps Eonia pour différentes maturités.

part plutôt faible des achats effectués au titre de l'APP (cf. également l'encadré 1). Enfin, la décision initiale de l'Eurosystème de ne pas acquérir, dans le cadre de l'APP, de titres dont le taux d'intérêt est inférieur à celui de la

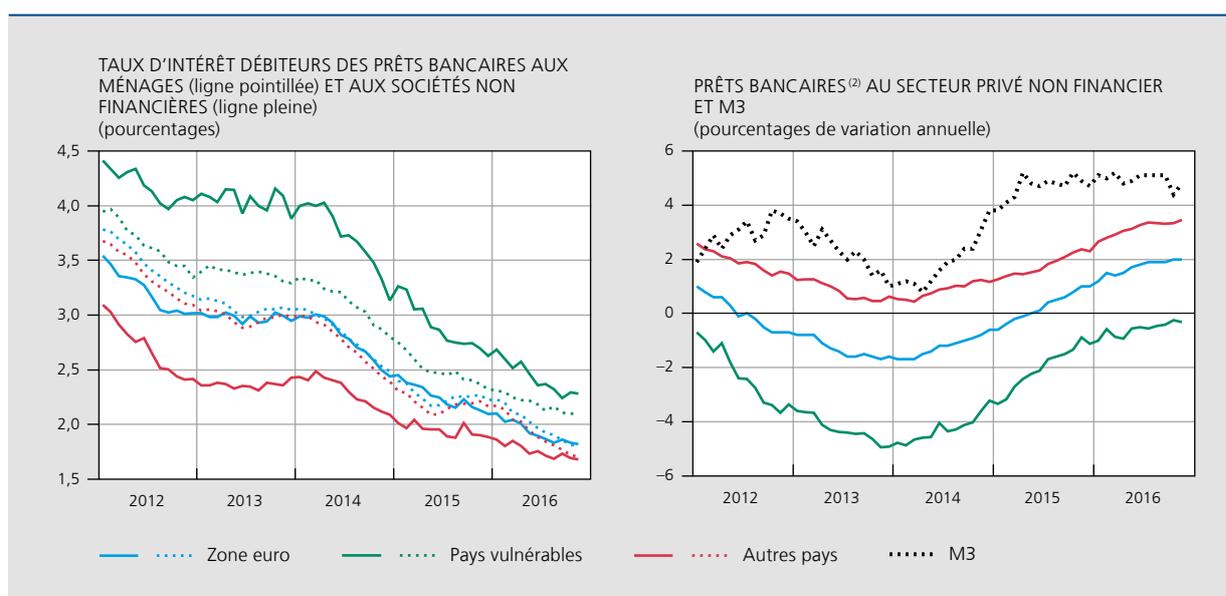
facilité de dépôt réduisait également l'éventail des titres qui sont effectivement éligibles pour l'APP. Ceci vaut assurément pour le Bund allemand; les taux d'intérêt à court et à moyen termes de ces obligations ont en effet généralement été inférieurs à ce seuil au cours de 2016. Pour parvenir à l'objectif fixé en matière d'achats, l'Euro-système a dès lors acquis des titres publics assortis d'une plus longue échéance. Par voie de conséquence, les taux d'intérêt à plus long terme de pays robustes de la zone euro se sont également repliés, approchant le taux de la facilité de dépôt, voire passant en deçà, ce qui a parfois placé l'Euro-système face à des défis quant à la mise en œuvre de l'APP.

Bien que ces facteurs aient principalement fait baisser les taux des obligations des émetteurs solides, les écarts de rendement des obligations d'État de la plupart des pays de la zone euro vis-à-vis du Bund, par exemple, ont évolué de manière assez stable, après qu'ils s'étaient vivement resserrés préalablement au lancement du programme ainsi qu'au début de celui-ci. Ce constat pourrait indiquer le fonctionnement actif du canal de rééquilibrage de portefeuille de l'APP: en réaménageant leur portefeuille d'obligations d'État de la zone euro au détriment des titres massivement acquis par l'Euro-système, mais en faveur de ceux assortis de taux plus élevés, les investisseurs ont également poussé les taux d'intérêt de ces derniers à la baisse.

Outre les banques et les autorités publiques, les entreprises ont elles aussi bénéficié d'un allègement des coûts de financement. Les achats d'obligations émises par des sociétés non financières effectués dans le cadre de l'APP ont en effet considérablement comprimé le taux d'intérêt de ces titres. Les taux d'intérêt des obligations de sociétés tant financières que non financières qui ne sont pas éligibles aux achats au titre du CSPP ont également reflué, ce qui est une fois encore le signe de réaménagements de portefeuille dans le sillage de l'APP. À la fin de l'année, ces taux d'intérêt sont certes légèrement repartis à la hausse, mais leur niveau est demeuré inférieur à celui qu'ils affichaient au début de l'année. Il est possible que les conditions de financement plus favorables observées en 2016 aient stimulé le financement des entreprises sur le marché, un accroissement de l'émission nette d'obligations du secteur privé ayant en effet été enregistré.

Le secteur bancaire – qui remplit un rôle de premier plan dans la transmission monétaire au sein de la zone euro – a continué de transmettre les impulsions de la politique monétaire à l'économie réelle. Les mesures de politique monétaire ont ainsi encore soutenu l'octroi de crédits au secteur privé. D'une part, les coûts du financement bancaire des ménages et des entreprises ont poursuivi leur repli. Les taux débiteurs des prêts bancaires consentis aux entreprises des différents pays de la zone euro ont dès lors à nouveau quelque peu convergé, traduisant une nouvelle atténuation de la fragmentation financière. D'autre part,

GRAPHIQUE 15 L'AMÉLIORATION DU FINANCEMENT BANCAIRE DU SECTEUR PRIVÉ DANS LA ZONE EURO SE POURSUIT⁽¹⁾



Source: BCE.

(1) Les pays vulnérables sont Chypre, l'Espagne, la Grèce, l'Irlande, l'Italie et le Portugal. Les autres pays sont les 13 États membres de la zone euro restants. Les deux séries de données portent sur une moyenne pondérée sur la base du PIB.

(2) Toutes maturités confondues. Les données sont corrigées pour la titrisation.

la dynamique positive du volume des prêts bancaires octroyés au secteur privé a persisté. Dans les États membres vulnérables, à l'exclusion de l'Italie, la croissance du crédit est toutefois demeurée négative.

L'enquête sur la distribution du crédit bancaire (Bank Lending Survey ou BLS) montre que tant l'offre que la demande de crédits ont contribué à une expansion plus vigoureuse du crédit dans la zone euro. Les critères d'octroi de crédits aux entreprises et aux ménages se sont ainsi assouplis, le plus souvent à la faveur de l'intensification de la concurrence et d'une atténuation de la perception des risques par les banques. Celles-ci ont également annoncé qu'elles consacraient en premier lieu les liquidités générées par l'APP à l'élargissement de leur octroi de crédits. Par ailleurs, les banques ont fait savoir que le taux d'intérêt négatif de la facilité de dépôt influait positivement sur le volume des crédits, même si, dans le même temps, il pourrait peser sur leur marge d'intérêt. Cela étant, la demande de crédits des entreprises et des ménages proprement dite a continué de croître, grâce

à la faiblesse des taux d'intérêt, aux activités de fusion et d'acquisition, à un regain de confiance auprès des consommateurs, ainsi qu'à l'embellie des perspectives sur le marché de l'immobilier résidentiel.

Le redressement de la croissance du crédit et la mise en œuvre de l'APP – pour autant que le vendeur des actifs soit un résident non bancaire de la zone euro⁽¹⁾ – ont engendré une progression robuste de la masse monétaire. L'agrégat monétaire large M3 a en effet enregistré une hausse annuelle relativement stable de 5 % sur l'ensemble de 2016. Le moteur de cette dynamique a été l'expansion des composantes les plus liquides de M3, en particulier des dépôts à vue (M1). La faiblesse et le profil plat de la courbe des rendements impliquent en effet que les coûts d'opportunité liés à la détention des actifs les plus liquides de M3 sont très limités.

À leur tour, les conditions de financement favorables concourent au rétablissement de l'activité économique, de l'inflation et des anticipations d'inflation. De ce fait, les mesures de politique monétaire ont ralenti le mouvement baissier des anticipations d'inflation et ont soutenu la demande intérieure dans la zone euro.

(1) Pour de plus amples informations, cf. l'encadré 2 du Rapport 2015.

Encadré 1 – Programmes d'achats d'actifs aux États-Unis et dans la zone euro : incidence sur les titres publics détenus par le secteur privé

Les programmes d'achats des banques centrales peuvent comprimer les taux d'intérêt à long terme par le biais de différents canaux. Ainsi, en procédant à des achats massifs de certains titres à long terme, la banque centrale diminue l'offre de ceux-ci sur le marché privé, de sorte que leur prix augmente et que leur taux diminue. En effet, certains investisseurs préfèrent détenir ces titres et sont donc disposés à payer un prix plus élevé pour acquérir ces actifs « raréfiés ». En outre, la banque centrale peut réduire le niveau agrégé du risque de durée (c'est-à-dire l'exposition à des variations inattendues du taux directeur) dans le portefeuille du secteur privé en retirant du marché des titres à long terme et, partant, plus risqués pour les remplacer par des titres à court terme et sûrs (réserves de banque centrale). Dans la mesure où le risque de durée total diminue sur le marché, les investisseurs privés devraient demander une compensation moindre pour ce risque, de sorte que la prime de terme comprise dans le rendement des titres à long terme baisse.

Bien entendu, les achats par la banque centrale ne sont pas les seuls à influencer l'offre de titres disponibles sur le marché privé : les émetteurs de titres de dette jouent également un rôle important. Comme les achats par les banques centrales se concentrent principalement sur les titres publics – en effet, leur taux d'intérêt est une référence majeure pour la fixation des prix d'un large éventail d'actifs financiers –, ils présentent une interaction subtile entre la politique monétaire et la politique budgétaire. Tandis que la banque centrale tend à peser sur le taux des obligations souveraines à plus long terme au travers de sa politique d'achats, les pouvoirs publics peuvent annihiler partiellement cet effet en émettant davantage de ces titres de dette, par exemple justement pour tirer profit de la faiblesse des taux d'intérêt. Le présent encadré vise à examiner dans quelle mesure les politiques monétaire et budgétaire ont modifié la disponibilité des titres publics sur le marché privé aux États-Unis et dans la zone euro.

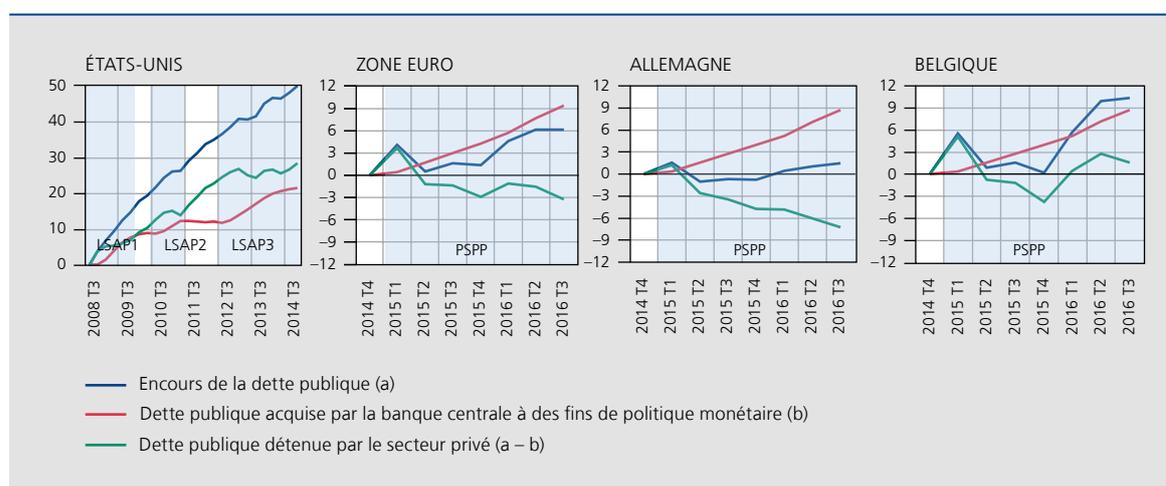


De décembre 2008 à octobre 2014, la Réserve fédérale a lancé trois programmes d'achats massifs (*large-scale asset purchases* – LSAP)⁽¹⁾ et a ainsi retiré du marché privé des titres de dette à long terme pour un montant de quelque 3 900 milliards de dollars des États-Unis. Les achats englobaient des obligations d'État et des titres de dette américains émis ou garantis par des établissements subventionnés par les pouvoirs publics (*government-sponsored enterprises* – GSE). C'est ainsi que, à la fin de 2014, le portefeuille de titres de la Réserve avait augmenté de 22 % du PIB par rapport au troisième trimestre de 2008, lorsque les programmes d'achats n'avaient pas encore été mis en place. Au cours de la même période, le Trésor américain a émis des obligations souveraines supplémentaires pour l'équivalent de 50 % du PIB environ, tandis que l'émission nette de titres de dette par les GSE a affiché une évolution plutôt plane. En dépit des LSAP, l'offre de titres souverains sur le marché privé a donc sensiblement augmenté en termes nets. L'émission supplémentaire de titres souverains a ainsi compensé l'effet baissier de la politique monétaire sur les taux d'intérêt, ce qui, du point de vue de la banque centrale, n'est pas nécessairement négatif. En effet, l'impulsion budgétaire permet d'apporter un soutien additionnel à la demande intérieure, ce qui peut être utile lorsque les instruments de politique monétaire sont confrontés à des limites, par exemple lorsque les taux d'intérêt nominaux à court terme sont au plus bas. Par ailleurs, une courbe des taux moins plate comporte des risques plus limités pour la stabilité financière et réduit le risque de transformation auquel est exposé le bilan de la banque centrale, de par les achats de titres à long terme financés par des engagements à court terme.

Dans la zone euro, la situation est différente. Eu égard à l'orientation budgétaire actuelle plutôt neutre, l'émission d'obligations souveraines est relativement limitée. Les titres publics supplémentaires émis depuis la fin de 2014 (de l'ordre de 6 % du PIB) ont été entièrement absorbés par le programme d'achats de titres du secteur public (*public sector purchase programme* – PSPP), de sorte que l'offre d'obligations souveraines au secteur privé est demeurée

DÉTENTEURS DE TITRES PUBLICS⁽¹⁾

(variations d'encours en pourcentage du PIB de 2014, par rapport au trimestre précédant l'annonce du premier programme d'achats)



Sources: BCE, Bureau of Economic Analysis, CE, Réserve fédérale.

(1) Le concept de « dette publique » utilisé dans le graphique varie légèrement selon qu'il s'agisse des États-Unis ou de la zone euro. Pour les États-Unis, il couvre les titres de dette émis tant par les pouvoirs publics américains que par les GSE. Ces deux catégories d'actifs peuvent être considérées comme de proches substituts et ont été achetées à parts quasiment égales par la Réserve fédérale dans le cadre des LSAP. Quant à la zone euro, l'encours de la « dette publique » ne couvre que les titres émis par les autorités nationales; en conséquence, les achats effectués par l'Eurosystème, tels qu'ils sont représentés par la ligne rouge dans le graphique, ne portent également que sur ces titres acquis dans le cadre du PSPP (autrement dit, les achats de titres émis par les institutions supranationales en sont exclus). Le concept de dette publique utilisé dans le graphique porte sur les titres publics aux prix du marché: de ce fait, il diffère de la définition de la dette publique du traité de Maastricht qui se rapporte en effet à la dette publique totale consolidée en valeur nominale. Les évolutions sur le graphique ne correspondent donc pas nécessairement à celles des concepts les plus répandus de la dette publique.

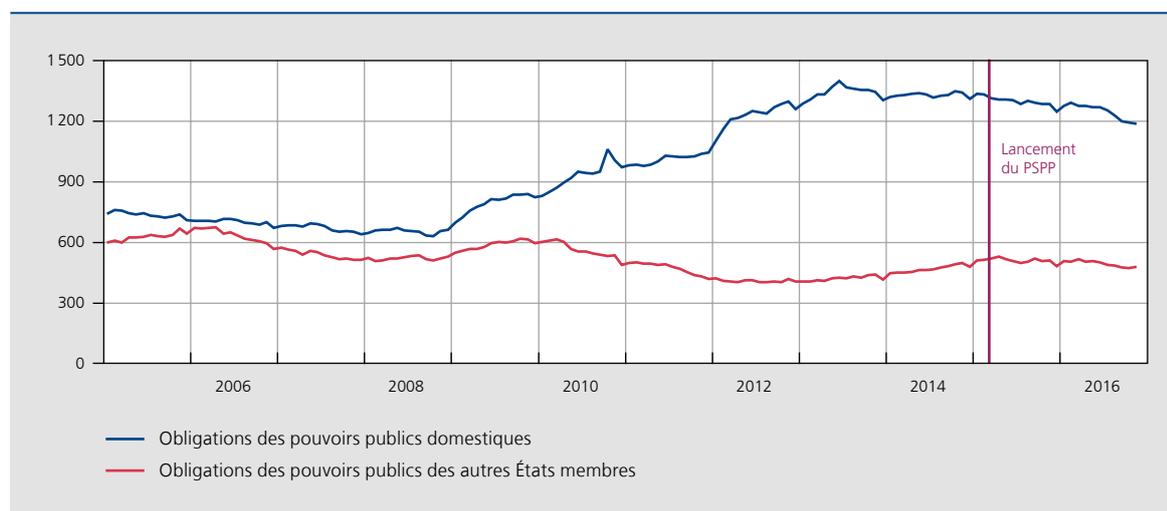
(1) Le LSAP1 s'est déroulé de novembre 2008 à la fin de mars 2010, le LSAP2 – qui s'est concentré exclusivement sur les achats d'obligations d'État américaines – de novembre 2010 à juin 2011, et le LSAP3 de septembre 2012 à la fin d'octobre 2014.

quasiment inchangée. Contrairement à la politique budgétaire menée aux États-Unis, celle de la zone euro n'a donc pas annihilé la pression exercée par la banque centrale sur les taux d'intérêt à plus long terme.

Toutefois, l'incidence du PSPP sur le taux d'intérêt des titres publics varie d'un pays de la zone euro à l'autre, selon l'émission de nouvelles dettes. En Allemagne, la quasi-absence d'émission de titres publics, associée aux achats effectués dans le cadre du PSPP, a rendu ceux-ci nettement moins disponibles sur le marché privé, les faisant retomber en deçà du niveau atteint à la fin de 2014. Poussé également par une fuite vers les valeurs refuge, le taux d'intérêt des titres publics allemands a ainsi plongé à un niveau historiquement bas, enregistrant même durant l'été de 2016 des rendements négatifs jusqu'à une échéance de 13 ans. En Belgique, l'émission de titres publics en pourcentage du PIB a affiché en 2015 une évolution similaire à celle de la zone euro, mais, en 2016, elle a considérablement progressé. Par conséquent, le volume disponible pour le marché privé a récemment été supérieur au niveau observé à la fin de 2014.

OBLIGATIONS SOUVERAINES DE LA ZONE EURO DÉTENUES PAR LES BANQUES⁽¹⁾ DE LA ZONE EURO⁽²⁾

(milliards d'euros)



Source : BCE.

(1) Il s'agit spécifiquement des institutions financières monétaires à l'exception de l'Eurosystème.

(2) Pour éviter que l'évolution des encours des titres ne soit biaisée par des reclassements ou par des revalorisations des titres, l'encours de janvier 2005 a été augmenté cumulativement du volume mensuel des opérations.

Parallèlement à la mise en œuvre du PSPP, les banques ont réduit leur exposition au secteur public. Alors qu'au dernier trimestre de 2014, les banques de la zone euro détenaient encore en moyenne pour 1 826 milliards d'euros de titres publics de la zone euro, ce volume avait fondu de près de 10 % en novembre 2016; leur part dans le total bilanciel est retombée de 6 à 5,5 %. L'accumulation de titres publics de la zone euro à l'actif des bilans des banques semble donc prendre fin. Il est intéressant de noter que cette réduction progressive s'explique davantage par une contraction du portefeuille d'obligations de leurs propres pouvoirs publics, tandis que le portefeuille d'obligations des autres pouvoirs publics de la zone euro est demeuré plus stable. La crise de la dette souveraine dans la zone euro ayant révélé les risques inhérents à une forte imbrication entre les pouvoirs publics nationaux et le secteur bancaire domestique, le programme d'achats de l'Eurosystème contribue donc ainsi indirectement au renforcement de la stabilité financière. En effet, une moindre concentration d'obligations souveraines dans les bilans des banques, et, en particulier, de celles du marché national, est bénéfique à cet égard.

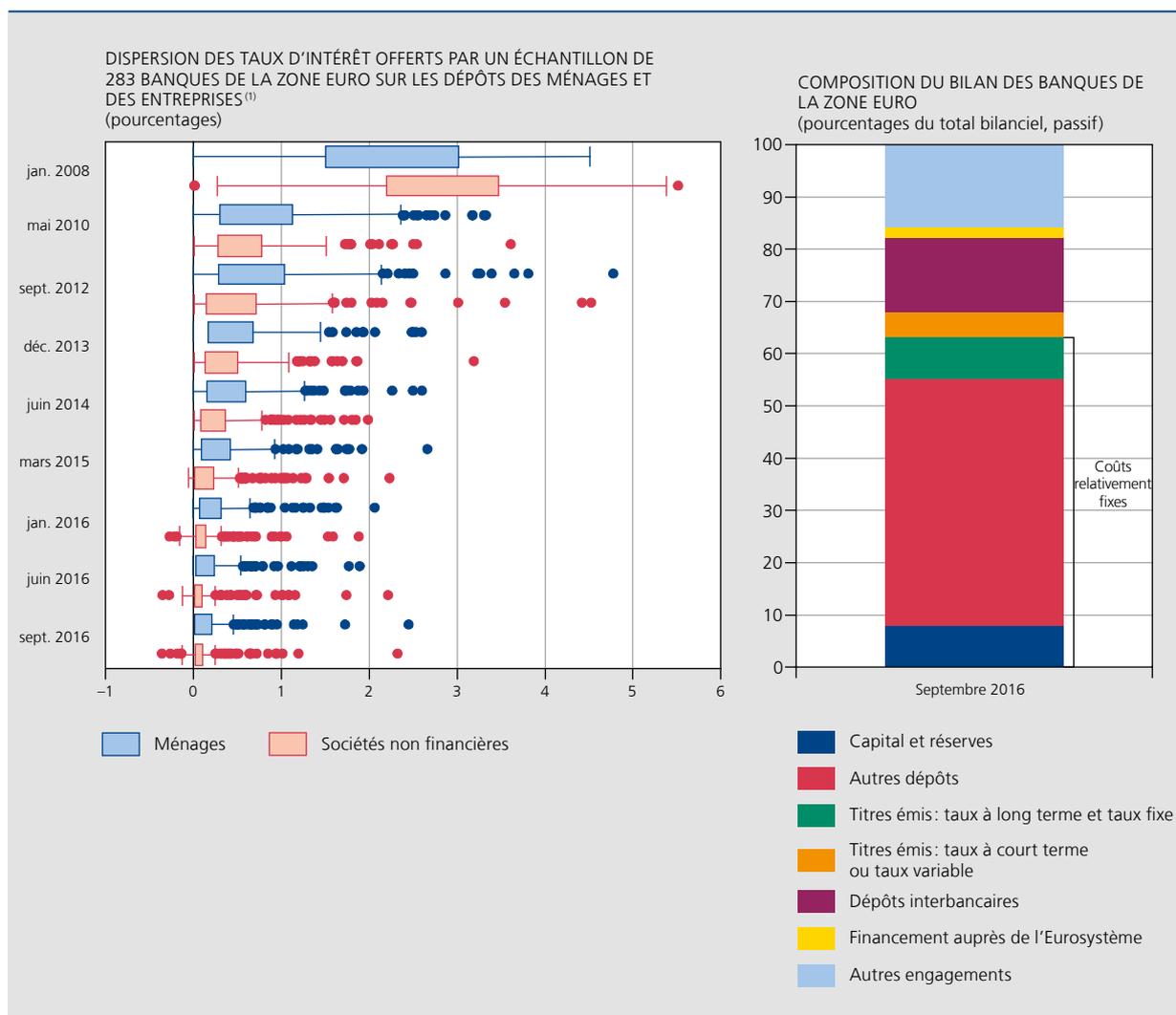
Les taux directeurs ne peuvent pas être abaissés de manière illimitée

La transmission de la politique de taux d'intérêt bas aux taux des crédits et, partant, à l'économie réelle s'est poursuivie en 2016, mais elle pourrait à l'avenir être entravée par la rigidité à la baisse des taux sur les dépôts bancaires. Bien que les banques aient dans une certaine mesure répercuté la diminution du taux de la facilité de dépôt sur le taux qu'elles proposent sur les dépôts de leurs clients, le premier s'est établi à -0,40 % à la fin de 2016, tandis que le second est devenu à peine négatif.

La rigidité à la baisse des taux des dépôts s'explique notamment par le fait que les dépôts de la clientèle de détail

représentent pour les banques une source de financement importante, stable et, partant, prisée. Si la rémunération des dépôts devait toutefois être inférieure aux coûts liés à la détention des billets de banque, les ménages et les entreprises pourraient décider de retirer leurs fonds de dépôt et de les détenir en billets de banque. Les retraits massifs de dépôts pouvant mettre le secteur bancaire en grande difficulté, les banques hésitent à faire plonger le taux de la facilité de dépôt sous zéro. Eu égard aux amples réserves de liquidités de certaines entreprises, leur détention de numéraire entraîne des coûts significatifs, de sorte que le taux d'intérêt sur leurs dépôts bancaires peut devenir légèrement négatif ; cette situation a récemment été observée dans certaines banques. En outre, certains pays imposent des limites légales à la réduction de certains taux

GRAPHIQUE 16 LIMITES À UNE BAISSÉ ACCRUE DES TAUX DIRECTEURS



Source : BCE.

(1) Le rectangle comprend les valeurs situées entre les quartiles inférieur et supérieur. Les lignes horizontales incluent les valeurs comprises entre le quartile inférieur moins 1,5 fois l'écart interquartile et le quartile supérieur plus 1,5 fois l'écart interquartile. Les gros points reflètent les valeurs extrêmes.

d'intérêt. C'est par exemple le cas en Belgique, où le taux proposé sur les comptes d'épargne réglementés ne peut être inférieur à 0,11 % (0,01 % pour le taux de base et 0,10 % pour la prime de fidélité).

La difficulté d'amener la rémunération des dépôts en dessous de zéro, combinée à l'importance des dépôts en tant que source de financement, implique que, en dépit de la faiblesse des taux directeurs, les banques sont confrontées à des coûts de financement relativement élevés et rigides. Lorsque les taux des dépôts retombent à leur niveau plancher, les banques peuvent décider de ne plus comprimer le taux de leurs crédits, préservant ainsi leur marge d'intérêt. De nouvelles baisses des taux directeurs de la banque centrale n'influenceront plus les taux des crédits, de sorte que la transmission de la politique monétaire accommodante au travers du secteur bancaire serait significativement entravée. La surcapacité observée dans certains systèmes bancaires nationaux et la forte concurrence qui en résulte peuvent toutefois inciter les banques à continuer de réduire les taux de leurs crédits, même en laissant inchangés les taux qu'elles appliquent sur les dépôts. De plus, la large part des prêts octroyés à taux variable – celui-ci suivant automatiquement l'Euribor ou d'autres taux d'intérêt à court terme – érode les revenus d'intérêts de certaines banques. Les diminutions du taux directeur peuvent ainsi déboucher sur un repli des taux des crédits, mais elles pèsent également sur la rentabilité du secteur bancaire, sous pression depuis l'éclatement de la crise. Cette situation est susceptible d'engendrer à terme un resserrement de l'offre de crédits, de sorte que la transmission monétaire ne se réalise plus. Conscient des limites de l'instrument des taux d'intérêt, le Conseil des gouverneurs de la BCE a donc indiqué qu'il ne peut continuer d'abaisser de manière illimitée sous zéro les taux d'intérêt nominaux à court terme.

Les mesures moins conventionnelles repoussent les limites de la politique monétaire

L'Eurosystème a donc opté pour des instruments non conventionnels, telles des mesures bilanciellées et des orientations prospectives, qui pèsent sur les taux d'intérêt à plus long terme. La banque centrale continue ainsi de créer des conditions de financement plus favorables pour les banques, mais également pour les entreprises et les pouvoirs publics. En effet, les décisions en matière de dépenses dans l'économie ne sont pas influencées par un taux d'intérêt spécifique, mais par l'ensemble du spectre des taux d'intérêt en vigueur dans l'économie.

Ces mesures non conventionnelles peuvent cependant également entraîner des effets dérivés indésirables. Ainsi, la poursuite de l'aplatissement de la courbe des taux

en 2016 limite la possibilité pour les banques d'être rémunérées sur la transformation des échéances. À cet égard, elles financent des crédits et des investissements à long terme (sur lesquels elles perçoivent des intérêts) principalement à l'aide d'engagements à court terme, parmi lesquels des dépôts (sur lesquels elles versent des intérêts). La faiblesse des taux d'intérêt à long terme indique que les banques doivent probablement réinvestir les titres arrivant à échéance dans des titres moins rentables, menaçant ainsi d'écorner à nouveau leur marge d'intérêt.

Il n'en demeure pas moins que l'incidence de la politique de taux d'intérêt bas sur la rentabilité du secteur bancaire n'est pas forcément négative, du moins à court terme. Le revenu net d'intérêts des banques est effectivement mis sous pression par la contraction de la marge d'intérêt, mais il est dans le même temps soutenu par la hausse du volume et par l'amélioration de la qualité de l'octroi de crédits, qui découlent également des mesures monétaires. En effet, ces dernières contribuent à la reprise économique, ce qui accroît la demande de crédits et permet aux emprunteurs de mieux respecter leurs engagements. L'APP gonfle aussi la valeur du portefeuille d'investissements des banques, tandis que les TLTRO réduisent leurs coûts de financement. Toutefois, plus l'environnement de taux bas persiste, plus la rentabilité du secteur bancaire et, partant, sa capacité de transmettre l'incitant monétaire à l'économie réelle risquent d'être sous pression.

Par ailleurs, l'environnement de taux bas peut aussi comporter des risques pour la stabilité financière au sens large. Il peut ainsi menacer la santé financière des assureurs-vie et des fonds de pension ou induire une quête de rendement exagérée.

Enfin, les mesures non conventionnelles sont également confrontées à des limites opérationnelles. Ainsi, les règles spécifiques de l'APP – comme la décision initiale de ne pas acheter des actifs dont le taux d'intérêt est inférieur au taux de la facilité de dépôt ou l'obligation d'effectuer des achats conformément à la clé de répartition du capital de la BCE – compliquent leur mise en œuvre. La flexibilité du programme permet toutefois de modifier les paramètres de l'APP, de manière à pouvoir remédier à d'éventuels problèmes de pénurie. En mars 2016, l'Eurosystème a par exemple élargi les limites d'achats applicables aux titres émis par des institutions internationales et par des banques multilatérales de développement. Il est à présent permis de détenir 50 % – contre 33 % précédemment – par émetteur et par émission de ces titres. La possibilité d'ajustement des paramètres de l'APP demeure néanmoins limitée. L'Eurosystème veut par exemple prévenir les distorsions du marché et éviter d'occuper une position dominante sur le marché en matière de titres.

Les décisions prises en décembre reflétaient ces limites

En décembre 2016, le Conseil des gouverneurs de la BCE a estimé qu'il convenait de préserver l'orientation très accommodante de la politique monétaire afin de renforcer la relance économique et de ramener l'inflation vers son objectif. En effet, d'après les projections de décembre établies par les services de l'Eurosystème, l'inflation ne dépasserait pas 1,7 % en 2019.

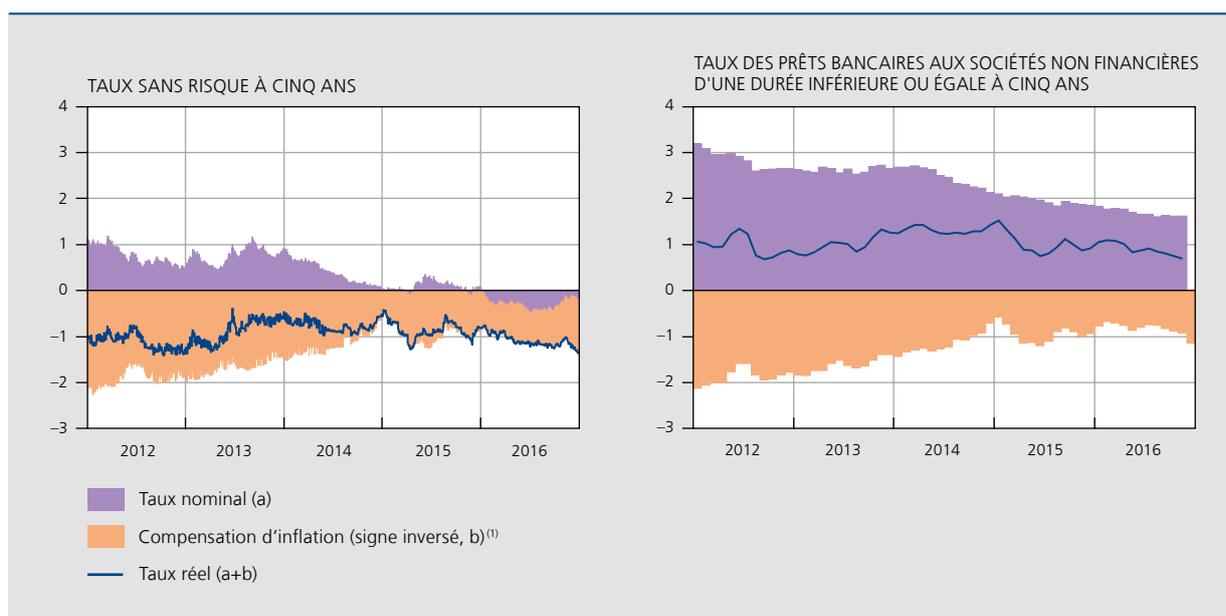
Les taux directeurs ont été laissés inchangés. Le Conseil a toutefois confirmé que ces taux devraient rester à leurs niveaux actuels ou à des niveaux inférieurs durant une période prolongée, et ce bien au-delà de l'horizon fixé pour les achats nets d'actifs. S'agissant de l'APP, l'échéance prévue a été reportée de la fin de mars 2017 à la fin de décembre 2017, voire à plus tard si nécessaire. Cette extension permet une présence plus durable sur le marché et, par conséquent, une transmission plus pérenne des mesures de soutien. Leur intensité est néanmoins amoindrie. En effet, à la lumière de la baisse des risques de déflation, le Conseil a également décidé de ramener les achats nets mensuels d'actifs de 80 à 60 milliards d'euros à partir d'avril 2017, comme cela avait été le cas lors de la phase initiale du programme d'achats. La diminution du volume d'achats mensuel et l'élargissement de la durée de l'APP doivent atténuer d'éventuels problèmes de pénurie

de titres et doser la pression baissière sur les taux d'intérêt, tout en préservant l'aspect incitatif élevé. Si les perspectives se détérioraient ou si les conditions financières ne permettaient plus de nouvelles avancées vers l'objectif d'inflation, le Conseil envisagerait d'accroître le volume et/ou d'allonger la durée de l'APP. Enfin, pour assurer sa mise en œuvre harmonieuse, le Conseil a décidé d'assouplir certains paramètres à compter de janvier 2017. Ainsi, la gamme d'échéances des titres éligibles au PSPP, actuellement de deux à trente ans, passera d'un à trente ans. De plus, le cas échéant, il sera possible pour l'Eurosystème, dans le cadre de l'APP, d'acheter des titres assortis d'un taux d'intérêt inférieur à celui de la facilité de dépôt.

La baisse des taux réels s'est avérée moins prononcée ...

Si les taux nominaux sont retombés à un plancher historique, cela a moins été le cas des taux réels. En effet, le recul des anticipations d'inflation, qui a été en partie à l'origine des mesures de l'Eurosystème, a exercé une pression à la hausse sur les taux réels. Ainsi, le taux nominal sans risque à cinq ans et le taux nominal sur les nouveaux prêts aux entreprises d'une durée inférieure ou égale à cinq ans ont enregistré ces dernières années un mouvement nettement baissier, alors que les taux réels, calculés à l'aide des anticipations d'inflation déduites des données financières, sont demeurés plutôt stables. De fait, les anticipations

GRAPHIQUE 17 LES TAUX RÉELS ONT DIMINUÉ MOINS VIVEMENT QUE LES TAUX NOMINAUX (pourcentages)



Source : Thomson Reuters Datastream.

(1) Mesurée sur la base de contrats de swap couvrant le risque d'inflation dans la zone euro pour une période de cinq ans.

d'inflation se sont repliées dans une mesure similaire à celle du taux nominal.

Comme les décisions d'épargne et d'investissement des agents économiques sont influencées par les taux réels, les conditions de financement de l'économie, du moins celles mesurées par ces indicateurs très simples, se sont, au cours de ces dernières années, moins assouplies que ne le laissait supposer la baisse des taux nominaux, en dépit des mesures significatives de politique monétaire. Il est donc crucial de ramener l'inflation vers les 2% et d'ancrer à nouveau les anticipations d'inflation aux alentours de ce niveau, afin de pouvoir imprimer une trajectoire appropriée aux taux réels. D'où l'importance de la communication selon laquelle l'APP restera en vigueur jusqu'à ce que le Conseil des gouverneurs soit certain que l'inflation tend vers son objectif.

... tandis que le taux réel d'équilibre est trop bas,...

L'environnement de taux d'intérêt faibles n'est pas que le résultat de la politique monétaire, il est aussi la conséquence d'évolutions réelles négatives au sein de l'économie qui pèsent sur le taux d'équilibre, c'est-à-dire le taux auquel l'épargne et l'investissement sont en équilibre, ou encore le taux auquel l'activité économique atteint son niveau potentiel et auquel l'inflation est stable. Des forces structurelles, telles que la hausse de l'excédent d'épargne, la baisse de la croissance de la productivité et le creusement de l'inégalité des revenus dans la zone euro, mais également des facteurs conjoncturels, notamment le désendettement amorcé depuis la crise et le regain d'incertitude, expliquent le niveau actuel extrêmement bas du taux d'équilibre dans l'union monétaire, mais aussi dans d'autres pays avancés. D'après certaines estimations, le taux d'équilibre serait même négatif dans la zone euro.

La faiblesse du taux d'équilibre incite la banque centrale à mener une politique de taux d'intérêt bas. En effet, pour parvenir à la stabilité des prix (et, au sens large, à la stabilité macroéconomique), la politique monétaire essaie toujours d'aligner de manière appropriée les taux réels dans l'économie sur le taux réel d'équilibre. C'est précisément en raison du niveau extrêmement bas de ce dernier et du risque de baisse excessive des anticipations d'inflation que l'Eurosystème a été contraint de prendre des mesures non conventionnelles pour imprimer une orientation suffisamment stimulante à la politique monétaire. Le bas niveau des taux d'intérêt reflète ainsi un problème plus profond, à savoir la faiblesse économique. Parallèlement, cette politique contribue à y remédier, puisqu'elle vise à raviver l'activité économique et, partant, l'inflation.

Dans ce contexte, la reprise économique dans la zone euro tire profit non seulement de la faiblesse des taux réels, mais

également de la hausse du taux d'équilibre. L'Eurosystème peut prendre des mesures pour comprimer les premiers, mais il ne peut pas, ou peu, influencer le second.

... ce qui souligne l'importance de la politique budgétaire et des réformes structurelles pour renforcer les impulsions monétaires

Le Conseil des gouverneurs a déjà souligné à plusieurs reprises dans ses communications que d'autres domaines politiques devaient également être mobilisés pour que la reprise cyclique, soutenue par l'incitant monétaire, puisse se poursuivre structurellement. En effet, la politique monétaire n'est pas seule à l'œuvre; un bon dosage des politiques permettant d'activer les différents domaines est crucial.

Un rôle est ainsi dévolu à une orientation budgétaire plus propice à la croissance dans la zone euro, permettant d'exploiter pleinement la marge de manœuvre qu'offrent les règles du PSC. À cet égard, la marge budgétaire réduite de la plupart des pays de la zone euro requiert des mesures bien pensées, qui parviennent à un équilibre entre, d'une part, le soutien de la demande agrégée et, d'autre part, le maintien de la confiance dans les finances publiques. Par exemple, un glissement neutre dans les dépenses publiques au détriment de postes non productifs et au profit d'investissements publics utiles à la croissance satisfait à cette exigence. En outre, cette mesure optimise les effets positifs de la politique de taux d'intérêt bas, qui rend les projets d'investissement plus attractifs. L'augmentation des investissements publics gonfle à son tour la croissance potentielle ainsi que le taux d'équilibre.

De nouvelles réformes structurelles portant sur les forces fondamentales qui sont à l'origine de la faiblesse du taux d'équilibre revêtent également une grande importance. Le rythme des réformes s'est toutefois avéré modéré en 2016, tandis que les défis auxquels sont confrontés les pays de la zone euro demeurent multiples: poursuite de l'intégration de l'UEM, relèvement du taux d'emploi, stimulation de la culture entrepreneuriale, garantie de la soutenabilité des pensions, suppression de la part des crédits non performants dans les bilans des banques, etc. Une politique structurelle qui s'attaque à ces problèmes de manière durable contribuera à rétablir la confiance, à accroître la productivité, à augmenter le taux d'équilibre et à renforcer la croissance potentielle.

En outre, une hausse du taux d'équilibre réduit les risques que peut générer la politique de taux d'intérêt bas pour la stabilité financière, la banque centrale permettant à ses taux d'intérêt de se normaliser plus rapidement. Dans la zone euro, l'existence de risques financiers

généralisés provoqués par l'environnement de taux bas semble, jusqu'à présent, plutôt limitée. Ainsi, dans la *Financial Stability Review* publiée en novembre 2016, la BCE estime que l'incidence de la politique de faibles taux sur la rentabilité des banques est plutôt neutre. On n'observe pas non plus de signes généralisés de quête de rendement exagérée, de surévaluation excessive d'actifs ou de surcroissance du crédit. Si de tels risques se matérialisent, ils sont généralement propres à certains

pays ou à certaines branches d'activité, de sorte que la politique prudentielle est la plus à même de les endiguer dans un premier temps. Le Comité européen du risque systémique (CERS) joue ici un rôle de coordination important. La politique monétaire peut ainsi se concentrer pleinement sur le maintien de la stabilité des prix. La BCE tient néanmoins toujours compte des éventuels effets négatifs de sa politique extrêmement accommodante et les surveille de près.



Activité, demande et emploi
en Belgique

2. Activité, demande et emploi en Belgique

2.1 L'économie belge a progressé à un rythme modéré en 2016, mais a créé de nombreux emplois

La croissance déjà modeste qui avait été observée les deux années précédentes s'est encore légèrement affaiblie en 2016, grevée principalement par un début d'année relativement anémique. Le PIB en volume a affiché une progression annuelle de 1,2 %. Cependant, l'expansion économique, qui avait oscillé autour de 1,5 % les deux années précédentes, s'est avérée assez robuste.

Il apparaît également que la croissance a généré des emplois de manière plus prononcée. Indépendamment du fait qu'il s'agit là du schéma habituel d'une phase plus mûre de redressement économique, l'intensité en emplois

grandissante de la croissance doit être mise en regard à la fois des politiques de modération salariale et de réduction des coûts du travail menées depuis plusieurs années et qui ont récemment été renforcées et des réformes structurelles entreprises ces dernières années et qui soutiennent tant la demande que l'offre effective de travail. La vive création d'emplois rend l'économie plus résiliente, puisqu'elle élargit l'assise de la demande intérieure.

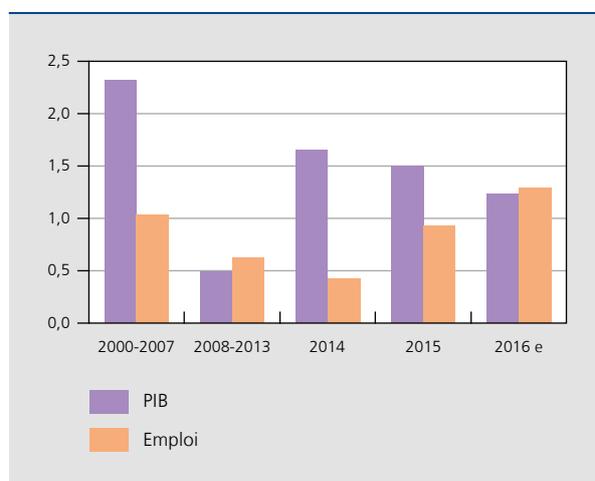
Cette résilience a été mise à rude épreuve en 2016, à commencer par les attaques terroristes. Après les premiers attentats perpétrés à Paris à l'automne de 2015, des mesures de sécurité strictes ont également été adoptées en Belgique. La Belgique a par la suite elle-même été la cible d'attaques le 22 mars 2016. Les retombées de ces attentats ont surtout lourdement touché le secteur du tourisme et des voyages d'affaires, ainsi que l'horeca. En juin, l'issue inattendue du referendum britannique sur la sortie de l'UE, communément appelée brexit, a considérablement avivé l'incertitude politique. Par la suite, une vague de mauvaises nouvelles en provenance du monde des entreprises, abondamment relayées par les médias, a déferlé à l'automne. Ce climat a alors entraîné un repli sensible, quoique passager, de la confiance des consommateurs, dans le sillage principalement de la nette détérioration de leurs perspectives en matière de chômage et de l'affaiblissement de celles relatives à la situation économique générale. La reprise économique s'est toutefois révélée être fermement ancrée, si bien que les différents chocs n'ont visiblement exercé qu'une incidence limitée sur la croissance. La confiance des chefs d'entreprise est quant à elle clairement restée orientée à la hausse.

La croissance de l'activité a surtout été portée par les branches d'activité du secteur privé

Dans l'industrie manufacturière, qui avait largement contribué à l'expansion économique en 2015, le rythme

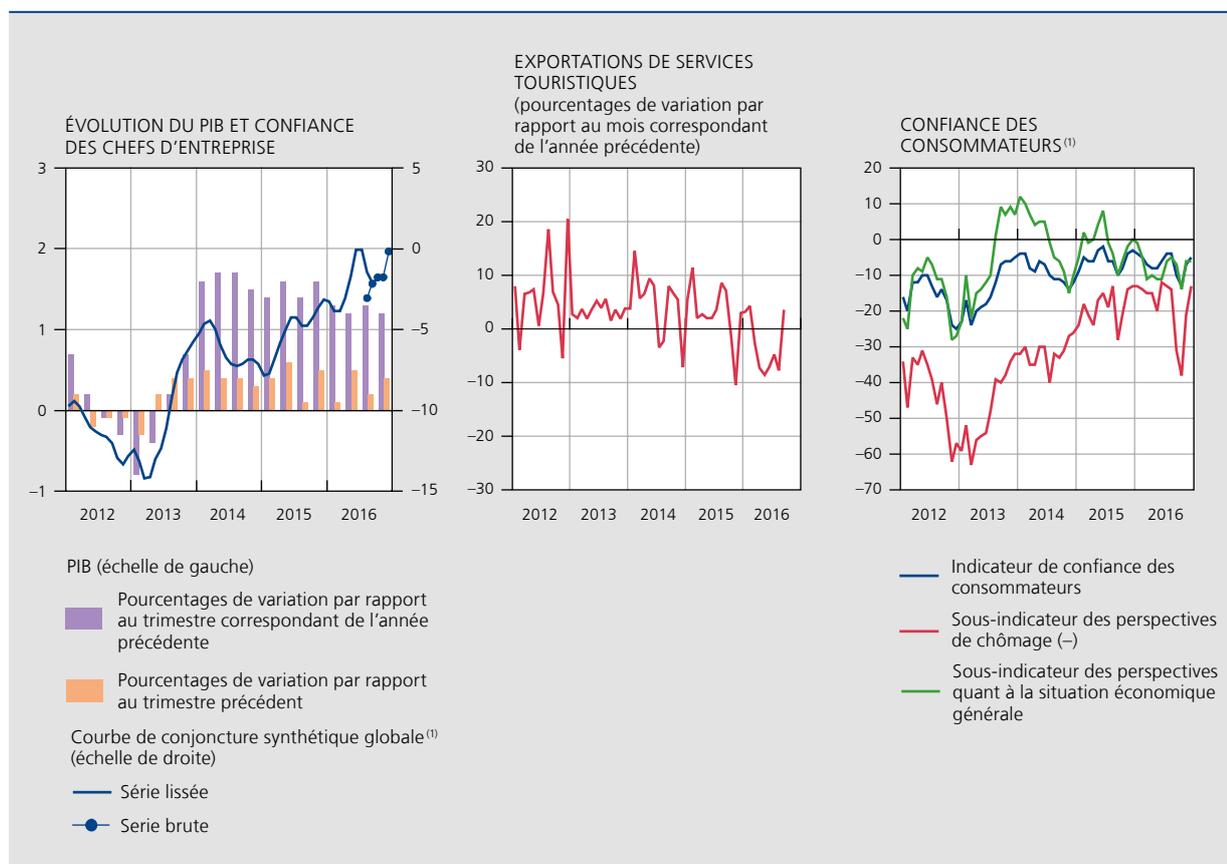
GRAPHIQUE 18 LA CROISSANCE ÉCONOMIQUE GÈNÈRE UNE FORTE CRÉATION D'EMPLOIS

(pourcentages de croissance annuelle moyenne)



Sources: ICN, BNB.

GRAPHIQUE 19 CROISSANCE MODÉRÉE DU PIB ET PROGRESSION CONSTANTE DE LA CONFIANCE DES CHEFS D'ENTREPRISE AU COURS D'UNE ANNÉE MOUVEMENTÉE



Sources : CE, ICN, BNB.

(1) Soldes des réponses à l'enquête mensuelle, données corrigées des effets de calendrier.

d'augmentation de la valeur ajoutée a été divisé par deux en 2016, sous l'effet d'une demande extérieure atone, notamment en provenance des économies hors zone euro. Dans la construction, le rythme d'accroissement recensé en 2015 ne s'est pas maintenu non plus. La croissance de la valeur ajoutée y a atteint un sommet à la faveur des conditions météorologiques clémentes du premier trimestre, avant de refluer quelque peu, ce qui n'empêche pas qu'elle soit demeurée supérieure à la hausse moyenne observée depuis 2000. Les services non marchands, qui comprennent notamment les administrations publiques, l'enseignement, la santé et l'action sociale, ont même apporté une contribution négative à la croissance, sous l'effet des mesures de consolidation budgétaire. Seuls les services marchands, qui représentent plus de 50 % du total, sont parvenus à préserver leur rythme de progression, même si celui-ci s'est avéré insuffisant pour compenser l'évolution dans les autres branches d'activité.

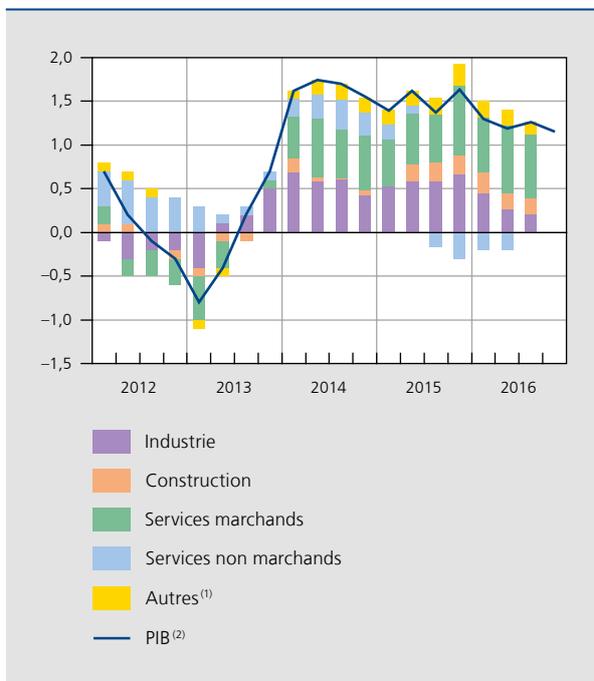
La Belgique affiche depuis quelques années une croissance légèrement plus languissante que la plupart de ses voisins

En dépit de la résilience de l'activité économique et de la vigueur de la reprise sur le marché du travail, la croissance en Belgique ne redémarre pas de manière dynamique. Après que l'économie avait affiché une progression annuelle moyenne de 0,7 % au cours de la période 2008-2014, l'activité a augmenté de près de 1,4 % par an en moyenne en 2015 et en 2016. La croissance de 2,7 % qui a ainsi pu être enregistrée durant les deux années écoulées est comparable à celle de la France, mais est nettement inférieure à celles des Pays Bas et de l'Allemagne.

Ce taux relativement plus faible observé en Belgique s'explique en premier lieu par l'apport plus restreint de la consommation privée. La modération salariale qui a été menée ces dernières années a en effet érodé le

GRAPHIQUE 20 CE SONT PRINCIPALEMENT LES BRANCHES D'ACTIVITÉ DU SECTEUR PRIVÉ QUI ONT CONTRIBUÉ À LA CROISSANCE DU PIB

(contributions à la croissance du PIB par rapport à l'année précédente; points de pourcentage, sauf mention contraire; données corrigées des variations saisonnières et des effets de calendrier)



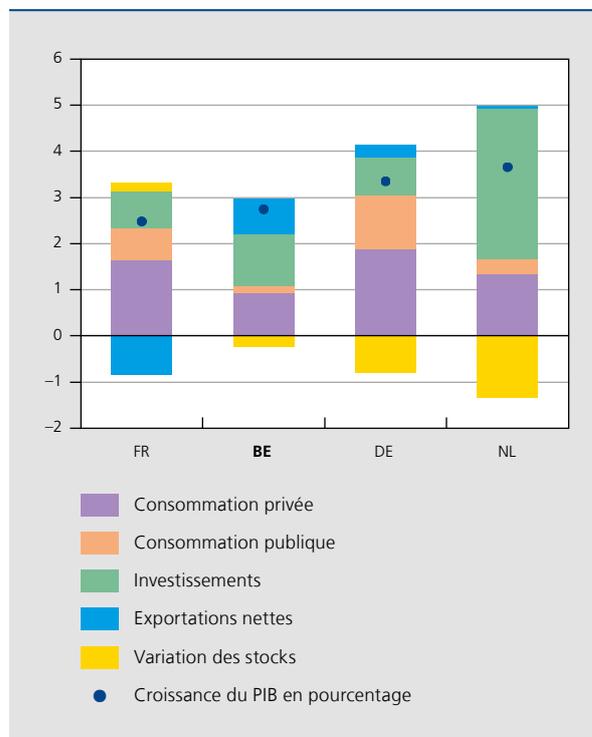
Source: ICN.

(1) Notamment les branches d'activité « agriculture, sylviculture et pêche » et les impôts sur la production, hors subsides.

(2) Pourcentages de variation par rapport à l'année précédente.

GRAPHIQUE 21 LA MODÉRATION SALARIALE ET LES ÉCONOMIES DE DÉPENSES PUBLIQUES RALENTISSENT LA CROISSANCE BELGE À COURT TERME

(contributions à la croissance sur la période 2014-2016; points de pourcentage, sauf mention contraire)



Sources: BdF, DBB, DNB, BNB.

pouvoir d'achat des ménages. De même, la consommation publique a apporté une contribution moindre à la croissance, du fait des économies persistantes des administrations publiques. Ces mesures adoptées par le gouvernement brident certes la croissance à court terme, mais elles semblent dès à présent avoir des répercussions positives sur le marché du travail; à plus long

terme, elles devraient déboucher sur des fondamentaux économiques plus sains. C'est d'ailleurs ce qui semble s'être passé aux Pays Bas, où, après avoir traversé une récession plus longue et plus profonde, l'économie affiche actuellement une reprise plus robuste, à la faveur notamment de réformes et de mesures d'économie rapidement mises en place.

Encadré 2 – À l'heure actuelle, les conséquences du brexit sont limitées pour la Belgique

L'un des chocs de confiance les plus importants survenus en 2016 a été le résultat inattendu du referendum sur le brexit. En effet, le 23 juin 2016, le Royaume-Uni a tenu une consultation populaire sur le maintien ou non du pays dans l'UE. Contre toute attente, une courte majorité de 51,9 % des électeurs a voté en faveur de la sortie de l'Union. Bien que ce referendum n'ait qu'une valeur consultative et qu'il subsiste des obstacles politiques et juridiques, il semble certain que le Royaume-Uni se retirera de l'UE. Le présent encadré expose brièvement



l'importance économique du Royaume-Uni pour la Belgique et examine les conséquences éventuelles du brexit pour l'activité économique, tant au Royaume-Uni qu'en Belgique.

Le résultat du referendum a principalement des conséquences pour le Royaume-Uni. Sur le plan économique, les canaux de la demande sont les premiers touchés. Ainsi, avant même la sortie effective, les effets d'incertitude et de confiance peuvent exercer une incidence directe sur la consommation des particuliers et sur les décisions des entreprises en matière d'investissements et d'emploi. En outre, sur les marchés financiers et des changes, ils peuvent engendrer des réactions susceptibles d'influencer à leur tour la consommation, les investissements et les flux d'exportations et d'importations.

Rétrospectivement, il appert que l'économie britannique a fait preuve d'une résistance inattendue au cours des mois qui ont suivi le referendum. À cet égard, elle a sans doute notamment été soutenue par le nouvel assouplissement de l'orientation de la politique monétaire décidé en août par la Banque d'Angleterre et par l'annonce que la politique budgétaire serait mise à contribution pour compenser un éventuel ralentissement conjoncturel. Après une très courte période de tension, le choc initial qui a secoué les marchés financiers s'est peu à peu estompé. Cependant, la livre sterling s'est, elle, affaiblie depuis l'annonce de la tenue d'un referendum, et particulièrement à la suite de celui-ci. Elle s'est dépréciée d'environ 15 % par rapport à l'euro dans le courant de 2016. À court terme, cet affaiblissement constitue un avantage concurrentiel pour les producteurs britanniques face à leurs homologues étrangers et soutient à ce titre l'activité. Enfin, le PIB a progressé de 0,6 % au troisième et quatrième trimestres, soit le même rythme qu'au printemps. Parallèlement, la dépréciation a toutefois rendu les importations de biens et de services plus onéreuses, ce qui a entraîné le renchérissement des inputs importés pour les producteurs et l'accélération de l'inflation, érodant ainsi le pouvoir d'achat des ménages.

L'incidence du brexit sur l'économie britannique et sur le cours de la livre sterling se répercute sur les partenaires commerciaux principalement au travers des échanges commerciaux internationaux. Sur ce plan, le gonflement en volume des exportations de la Belgique vers le Royaume-Uni amorcé au début de 2016 s'est maintenu au cours de l'été. Selon les données les plus récentes du commerce extérieur, un repli s'est toutefois dessiné en septembre et en octobre.

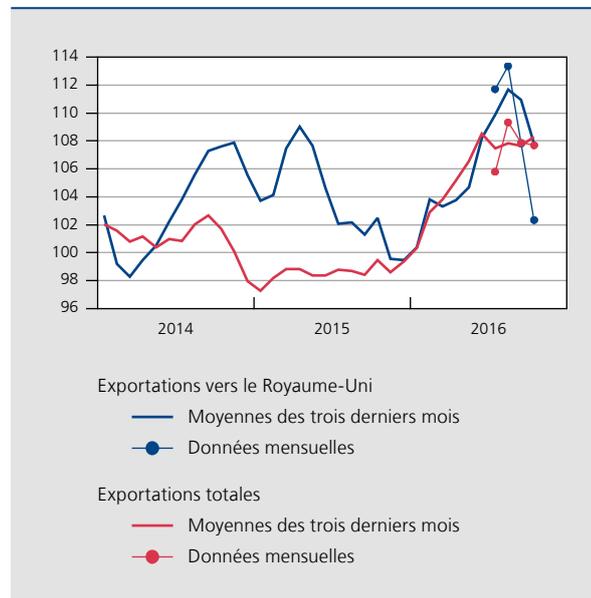
À moyen et à long termes, une sortie du Royaume-Uni de l'UE augmenterait les entraves à la circulation des biens, des services, des personnes et des capitaux, en ce compris les actifs intangibles, ce qui, in fine, grèverait le potentiel de production, tant de l'économie britannique que de ses partenaires, dont la Belgique. Les effets à cet égard peuvent découler non seulement de l'éventuelle réintroduction de droits de douane sur les opérations sur biens, mais également des barrières non tarifaires, puisque, par exemple, les normes techniques ou les conditions de certification du Royaume-Uni et de l'UE pourraient progressivement s'écarter les unes des autres, de sorte que les entreprises devraient supporter des coûts supplémentaires pour pouvoir desservir les deux débouchés. Ces aspects sont particulièrement importants pour les services, y compris les services financiers, pour lesquels le centre financier qu'est Londres joue un rôle primordial. Le brexit complique la circulation des capitaux et des personnes et pourrait donc également freiner les investissements directs étrangers, qui constituent notamment des vecteurs majeurs de diffusion de l'innovation.

L'évaluation de l'incidence à long terme du brexit est largement influencée par des hypothèses relatives à la nature des liens économiques que le Royaume-Uni continuera d'entretenir avec l'UE après la procédure de séparation. Dans le scénario optimiste d'un brexit « doux », les Britanniques resteraient membres de l'Espace économique européen (EEE) et la libre circulation des personnes resterait possible. Dans un scénario « dur », dans le cadre duquel les relations entre le Royaume-Uni et l'UE ne seraient plus régies que par les règles de l'Organisation mondiale du commerce (OMC), les conséquences économiques seraient plus significatives. Chaque scénario est encore possible, y compris des formes intermédiaires prévoyant la conclusion de traités de libre-échange, le gouvernement britannique devant encore notifier officiellement son intention de quitter l'UE au Conseil européen.



LE BREXIT POURRAIT PESER SUR LES EXPORTATIONS BELGES VERS LE ROYAUME-UNI

(exportations de biens de la Belgique; indices en volume, 2013 = 100)



Source : ICN.

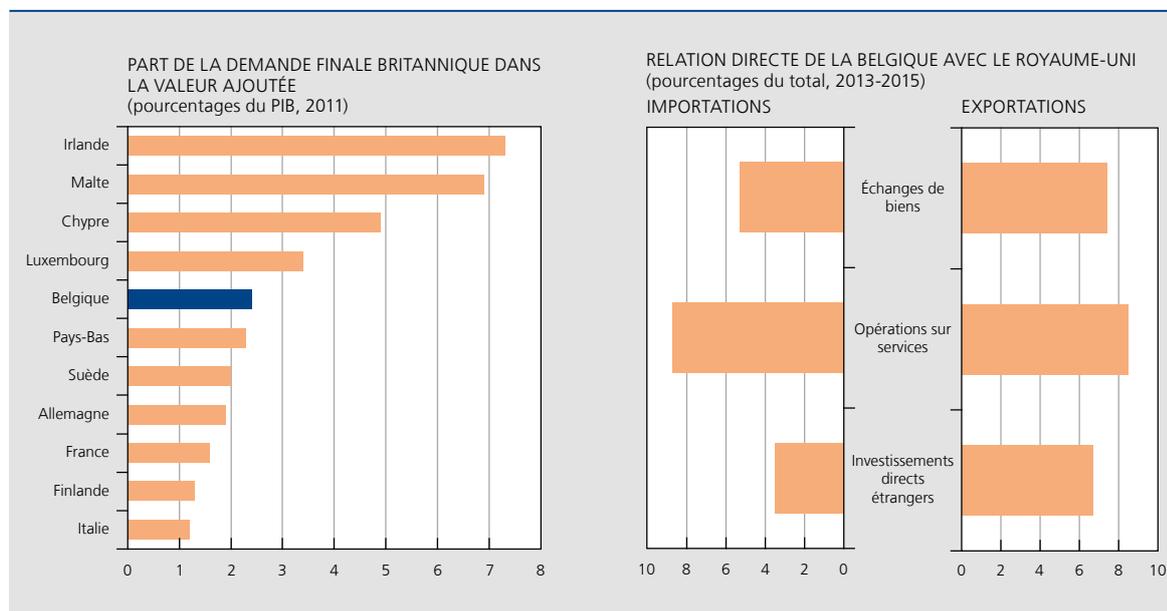
Ce n'est qu'après cette notification que seront entamées les négociations visant à régler les aspects pratiques de la sortie, à formaliser les relations futures et à instaurer éventuellement un régime transitoire.

Sur la base des informations disponibles actuellement, il est encore difficile d'évaluer l'ampleur de l'effet. Des études réalisées par les autorités britanniques ou par des institutions internationales font état, pour le Royaume-Uni, d'une incidence négative sur le PIB d'ici 2030 de l'ordre de 2,7 à 6,3 % environ en cas de brexit doux, et de 7,5 à 9,5 % en cas de sécession dure. Pour la plupart des partenaires européens, cet effet serait beaucoup plus limité, tout en demeurant significatif. Compte tenu de l'étroitesse des relations économiques que la Belgique entretient avec le Royaume-Uni, la croissance de notre pays sera très probablement quelque peu comprimée. En effet, le Royaume-Uni constitue, à plusieurs égards, un partenaire économique de poids. Selon les données les plus récentes, soit celles relatives à 2011, près de 2,5 % de la valeur ajoutée belge découle de la demande finale britannique; dans les pays voisins, la part du Royaume-Uni est moindre. La chimie et la production de véhicules et d'autres moyens de transport, pour ce qui est des activités industrielles, et les activités de voyages, de transports ou de services professionnels sont les principales concernées.

Pour la période 2013-2015, les parts du Royaume-Uni dans les importations et les exportations belges se sont établies à, respectivement, 5,3 et 7,4 % en moyenne (selon le concept national), ce qui en fait le quatrième plus grand débouché pour les exportateurs belges. Indépendamment du poids de ces produits dans l'économie belge, ce marché est particulièrement important pour des biens comme les revêtements de sol et les articles d'ameublement, les automobiles ou les produits alimentaires. Les échanges de services sont également assez significatifs, avec des parts de 8,7 % pour les importations et de 8,5 % pour les exportations. En outre, le Royaume-Uni est un partenaire majeur en matière d'investissements. D'après les données de la balance des paiements, au cours de la période précitée, 6,7 % des investissements directs étrangers de la Belgique étaient destinés au Royaume-Uni. À l'inverse, 3,5 % des investissements en Belgique provenaient du Royaume-Uni.



LA BELGIQUE ENTRETIENT D'ÉTROITES RELATIONS ÉCONOMIQUES AVEC LE ROYAUME-UNI



Sources : Eurostat, ICN, OCDE (TIVA), BNB.

2.2 La croissance de l'activité a été soutenue par les investissements et par les exportations nettes

En 2016, la demande intérieure, abstraction faite de la variation des stocks, et les exportations nettes ont contribué à la croissance du PIB dans des proportions globalement équivalentes, soit à hauteur de, respectivement, 1 et 0,8 point de pourcentage. En revanche, la variation des stocks a fourni une contribution négative de 0,5 point de pourcentage.

Les dépenses publiques ne se sont accrues que de 0,2 % en 2016, ce qui représente un nouveau ralentissement par rapport à l'année précédente. Cette quasi-stagnation reflète les efforts budgétaires persistants consentis par les administrations publiques, qui ont ainsi mis un frein à l'expansion des dépenses courantes. À l'inverse, les investissements publics ont rebondi, leur progression atteignant 3,6 %, leur rythme le plus élevé depuis cinq ans.

La consommation privée a poursuivi sa très modeste progression

En 2016, la consommation des ménages a augmenté de 0,7 % en termes réels, soit un taux inférieur de 0,4 point

de pourcentage à celui de 2015 mais néanmoins comparable à ceux des années précédentes. L'apathie de la consommation s'est entre autres manifestée dans le chiffre d'affaires du commerce de détail, qui, après avoir enregistré un pic historique vers la mi-2015, est rapidement retombé au niveau de 2010, dans le sillage de la grande récession. La morosité du tourisme et des dépenses de loisirs et d'horeca, dans la foulée des attentats de Paris et de Bruxelles, a sans doute elle aussi joué un rôle à cet égard.

La croissance modérée de la consommation en 2016 s'explique en partie par la faiblesse des chiffres de la consommation au second semestre de 2015, qui ont pesé sur la croissance annuelle de 2016 au travers d'un effet de niveau. Elle est également demeurée limitée au début de 2016, notamment en raison de la disparition de l'effet de soutien exercé par la diminution des cours du pétrole sur le pouvoir d'achat réel et de la hausse de l'épargne de précaution. La variation trimestrielle de la consommation ne s'est légèrement raffermit qu'au deuxième trimestre de 2016.

En dépit du manque de dynamisme des données de consommation, les indicateurs de confiance tendent à refléter une confiance sous-jacente relativement constante

TABEAU 2 PIB ET PRINCIPALES CATÉGORIES DE DÉPENSES

(données en volume corrigées des effets de calendrier; pourcentages de variation par rapport à l'année précédente, sauf mention contraire)

	2012	2013	2014	2015	2016 e
Consommation privée	0,6	0,7	0,6	1,1	0,7
Consommation publique	1,4	0,1	1,4	0,5	0,2
Formation brute de capital fixe	0,2	-1,5	5,1	2,4	2,4
Logements	-0,1	-3,9	4,7	0,8	5,4
Entreprises	0,0	-0,3	5,6	3,1	1,2
Administrations publiques	2,2	-4,2	3,1	1,9	3,6
<i>p.m. Dépenses intérieures finales</i> ⁽¹⁾⁽²⁾	0,7	0,1	1,8	1,2	1,0
Variation des stocks ⁽²⁾	-0,9	-0,6	0,4	0,3	-0,5
Exportations nettes de biens et de services ⁽²⁾	0,3	0,4	-0,6	0,0	0,8
Exportations de biens et de services	1,8	0,8	5,1	4,3	5,8
Importations de biens et de services	1,4	0,3	5,9	4,3	5,0
PIB	0,1	-0,1	1,7	1,5	1,2

Sources: ICN, BNB.

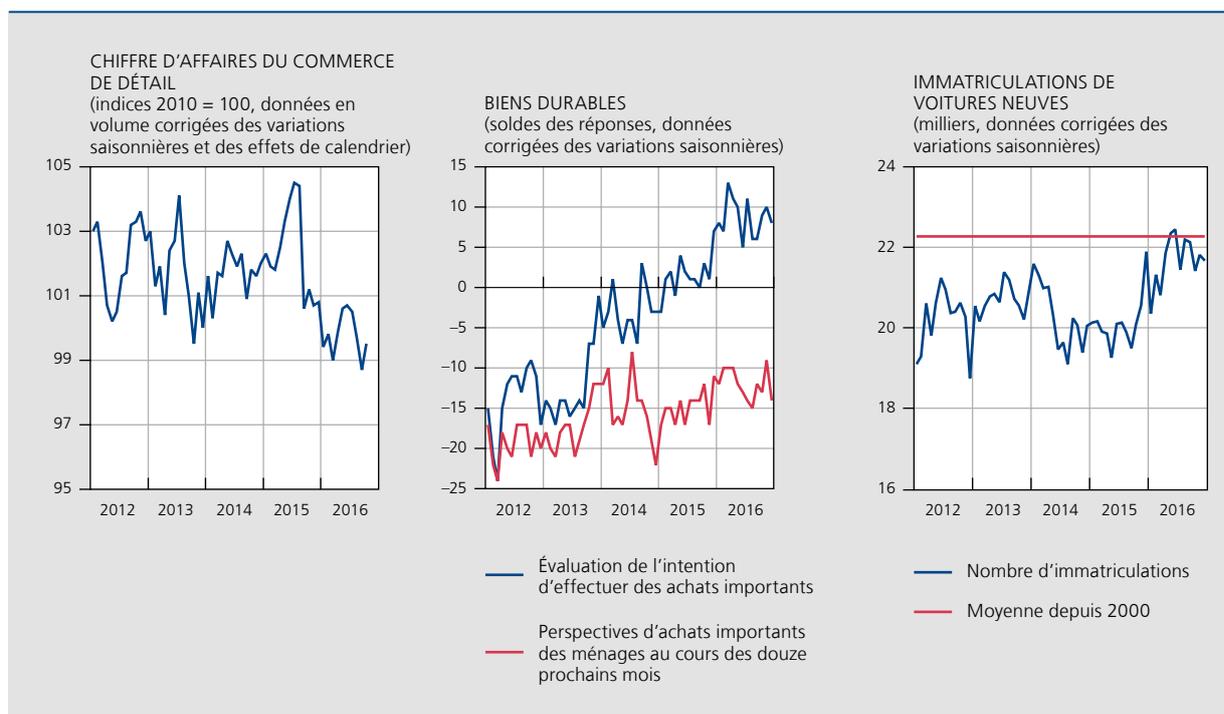
(1) Abstraction faite de la variation des stocks.

(2) Contributions à la variation du PIB par rapport à l'année précédente, points de pourcentage.

quant aux perspectives à long terme en matière de revenu des ménages. En effet, en 2016, l'indicateur mensuel de

la confiance des consommateurs a évolué de manière assez volatile, mais à chaque baisse a systématiquement

GRAPHIQUE 22 LA CONSOMMATION PRIVÉE POURSUIT SA PROGRESSION MODÉRÉE



Sources: CE, FEBIAC, BNB.

succédé un rétablissement vigoureux. Le sous-indicateur relatif aux perspectives de chômage, qui s'est établi à un sommet à l'automne, plus particulièrement lors de la forte médiatisation d'actualités économiques négatives, en est un exemple frappant.

La résistance de la confiance a également été attestée par le sous-indicateur qui évalue l'opportunité du moment pour procéder à des achats importants. Cet indicateur s'est progressivement redressé depuis la grande récession, atteignant un pic provisoire au premier semestre de 2016. Il ressort par exemple de la hausse des immatriculations de voitures neuves que cette tendance se traduit aussi par une augmentation effective de la consommation. Globalement, il semble donc que la confiance résiste suffisamment pour permettre d'effectuer des achats importants.

Les investissements en logements des ménages ont eux aussi fortement progressé en 2016, à savoir de 5,4 %.

Ils s'avèrent donc peu vulnérables aux chocs et pics temporaires d'incertitude. En outre, la faiblesse persistante des taux hypothécaires a abaissé le seuil pour la construction d'un logement ou l'achat d'un bien immobilier. Parallèlement, la politique monétaire souple a pesé sur les rendements des actifs financiers, de sorte que le marché de la construction neuve est devenu relativement plus attrayant pour les investisseurs en quête de rendement. Il n'en demeure pas moins que le montant investi en logements est toujours inférieur de plus de 7 % au sommet enregistré à la fin de 2007.

Le revenu disponible brut des particuliers s'est fortement accru

La consommation privée a progressé bien plus lentement que le revenu disponible brut des ménages, qui a gonflé de 1,3 % en termes réels en 2016, soit la plus forte hausse depuis 2009. Ce revenu a par ailleurs augmenté

TABLEAU 3 DÉTERMINANTS DU REVENU DISPONIBLE BRUT DES PARTICULIERS, À PRIX COURANTS
(pourcentages de variation par rapport à l'année précédente, sauf mention contraire)

	2012	2013	2014	2015	2016 e	<i>p.m.</i> Milliards d'euros 2016 e
Revenu primaire brut ⁽¹⁾	1,6	1,0	0,8	0,7	2,0	235,0
Salaires bruts	3,2	1,6	1,4	1,1	2,3	157,7
Volume de l'emploi salarié	0,4	-0,7	0,1	0,6	1,2	
Salaires bruts par heure ouvrée ⁽¹⁾	2,8	2,3	1,3	0,5	1,1	
Excédent brut d'exploitation et revenu mixte brut	1,3	-0,2	1,8	2,7	2,2	50,6
Revenus de la propriété ⁽²⁾	-5,4	0,0	-4,2	-4,6	0,2	26,7
Intérêts (nets)	-20,9	-32,0	-57,3	-60,3	-74,8	0,1
Dividendes reçus	-1,8	11,4	4,3	0,9	4,3	15,9
Autres	-1,4	0,4	0,3	-5,0	-1,9	10,7
Transferts courants nets ⁽¹⁾	30,9	-8,7	15,6	18,2	48,0	6,6
Transferts courants reçus	5,2	3,3	1,5	1,2	2,5	95,4
Transferts courants versés ⁽¹⁾	4,3	3,8	1,0	0,5	0,2	88,8
Revenu disponible brut	1,9	0,9	1,0	1,0	2,9	241,6
<i>p.m. En termes réels</i> ⁽³⁾	-0,1	0,0	0,3	0,7	1,3	
<i>p.m. En termes réels par personne</i> ⁽⁴⁾	-0,6	-0,4	-0,3	0,1	0,5	
Taux d'épargne ⁽⁵⁾	12,9	12,3	12,1	11,7	12,2	

Sources : BFP, ICN, BNB.

(1) Salaires perçus ou transferts courants versés, abstraction faite des cotisations sociales dues par les employeurs.

(2) Il s'agit de montants nets, c'est-à-dire de la différence entre les revenus reçus d'autres secteurs et ceux versés à d'autres secteurs.

(3) Données déflatées au moyen du déflateur des dépenses de consommation finale des particuliers.

(4) Revenu disponible brut en termes réels divisé par les moyennes annuelles du nombre de personnes.

(5) Pourcentages du revenu disponible au sens large, c'est-à-dire y compris la variation des droits des ménages en matière de pensions complémentaires constituées dans le cadre d'une activité professionnelle.

plus nettement que la population, qui, selon les données démographiques les plus récentes du Bureau fédéral du plan (BFP), aurait grimpé de quelque 0,8 % en 2016. Le revenu moyen réel par habitant a donc crû de 0,5 % environ.

Le raffermissement du revenu primaire brut a principalement été imputable à la majoration, de 2,3 % à prix courants, des salaires bruts totaux des travailleurs, qui représentent près des deux tiers de ce revenu. Cette augmentation des salaires bruts découle d'une nette progression du volume de travail, mais les salaires bruts par heure ouvrée (à l'exclusion des cotisations sociales dues par les employeurs) ont également laissé entrevoir un redressement, enregistrant une croissance de 1,1 %. En 2015, ces derniers ne s'étaient inscrits en hausse que de 0,5 %, compte tenu de la politique poussée de modération salariale. En dépit de la réactivation des mécanismes d'indexation à partir d'avril 2016, le saut d'index a encore exercé une incidence baissière considérable sur la moyenne annuelle de 2016.

L'ensemble constitué par l'excédent brut d'exploitation et le revenu mixte brut a crû de 2,2 % en termes nominaux, grâce, principalement, aux revenus tirés des activités indépendantes, sous l'effet de l'essor constant du nombre d'indépendants et des conditions économiques favorables.

Après s'être fortement repliés les années précédentes, les revenus de la propriété sont restés quasiment stables en 2016. L'accroissement du montant des dividendes reçus a en effet compensé la nouvelle diminution des revenus nets d'intérêts et des autres revenus de la propriété.

Outre la hausse du revenu primaire brut, la répartition des revenus secondaires, à savoir le solde des transferts courants reçus d'autres secteurs et versés à d'autres secteurs, a elle aussi soutenu le net rebond du revenu disponible. Les transferts courants reçus, qui se composent surtout de prestations sociales, ont gonflé de 2,5 % à prix courants, soit un niveau supérieur à ceux des deux années précédentes. En effet, le saut d'index a pris fin dans le courant de 2016, de sorte que les prestations ont été relevées au printemps à la suite du dépassement de l'indice pivot. La vive croissance des transferts nets est toutefois principalement imputable à l'évolution des transferts versés. Ces derniers ont été comprimés par l'allègement de l'impôt des personnes physiques et par la réduction des cotisations de sécurité sociale des travailleurs dans le cadre du tax shift, n'augmentant que de 0,2 %. Cependant, le tax shift et d'autres mesures prises par les pouvoirs publics ont également eu une incidence

sur l'inflation (+1 point de pourcentage), influençant ainsi le pouvoir d'achat réel à la baisse, ce qui peut être important notamment pour les ménages dont le taux de consommation est plus élevé.

Le taux d'épargne des particuliers s'est raffermi après avoir diminué de manière régulière

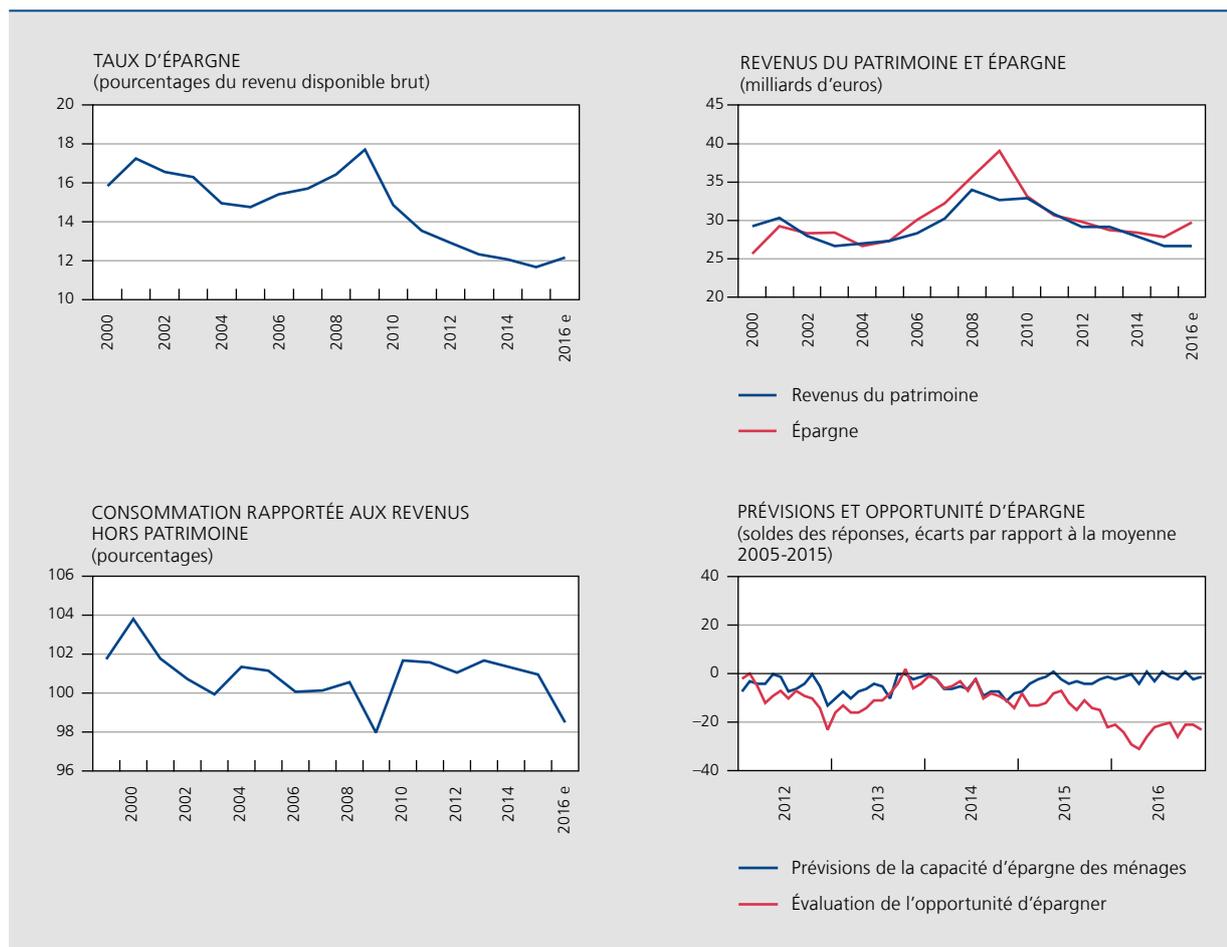
La hausse de la consommation privée ayant été nettement moins prononcée que celle du revenu disponible, l'épargne des ménages a augmenté. Le taux d'épargne, c'est-à-dire la part du revenu disponible consacrée à l'épargne, a grimpé pour s'établir à 12,2 % en 2016, mettant ainsi un terme à une baisse prolongée et soutenue. Oscillant à un niveau de l'ordre de 12 % depuis trois ans, il reste néanmoins largement inférieur au niveau qu'il atteignait avant la grande récession.

Bien que la prudence soit de mise lorsqu'il s'agit d'établir des liens de causalité, le repli du taux d'épargne entre 2010 et 2015 et le niveau encore bas auquel il s'est établi en 2016 semblent être dus au recul des revenus de la propriété, dont les ménages épargnent généralement une part plus élevée que ce n'est le cas pour leurs revenus du travail ou leurs allocations. Au cours de cette période, la consommation privée rapportée aux revenus non liés au patrimoine des ménages (c'est-à-dire tous les revenus à l'exclusion de ceux de la propriété) est demeurée plus stable que la consommation privée rapportée à leur revenu disponible total. Ce constat semble indiquer que l'environnement de taux bas, qui rend en principe l'épargne moins attrayante, n'a pas incité les ménages à consommer davantage ces revenus.

Plus que par l'accroissement des revenus du patrimoine, le relèvement du taux d'épargne en 2016 a sans doute été induit par un regain d'incertitude et par un souci de précaution. En outre, les particuliers n'ajustent sans doute leurs habitudes de consommation qu'avec un certain retard par rapport à l'évolution de leurs revenus. C'est principalement le cas lors de chocs soudains, comme ceux provoqués par les mesures de soutien du pouvoir d'achat dans le cadre du tax shift.

Les sous-indicateurs spécifiques relatifs à l'épargne des ménages, tels ceux qui figurent dans l'enquête mensuelle de la Banque auprès des consommateurs, révèlent que les particuliers considèrent qu'ils maintiendront leur épargne, bien qu'ils se rendent compte que les circonstances actuelles sont moins favorables. En effet, depuis le début de 2015, ces deux courbes s'écartent nettement. Ces derniers temps, les ménages ont donc manifestement décidé de continuer d'épargner en dépit du moindre rendement de l'épargne.

GRAPHIQUE 23 LA CONTRACTION DES REVENUS DU PATRIMOINE A LONGTEMPS PESÉ SUR L'ÉPARGNE DES MÉNAGES



Sources : ICN, BNB.

Les entreprises ont considérablement investi

La confiance des chefs d'entreprise s'est avérée peu sensible aux facteurs d'incertitude apparus en 2016. Elle s'est même rétablie de manière soutenue, ce qui s'est également reflété dans l'évolution dynamique des investissements des entreprises. Ceux-ci ont certes affiché une progression de l'ordre de 1,2 % à peine en 2016, mais cela résulte de l'effet à la baisse sur le taux de croissance exercé par des achats importants effectués à l'étranger l'année précédente. Corrigée de l'incidence de ces opérations individuelles, la croissance des investissements des entreprises s'établirait à 5,2 % en 2016, ce qui représente une nette accélération par rapport à 2015 et une contribution significative à l'augmentation du PIB.

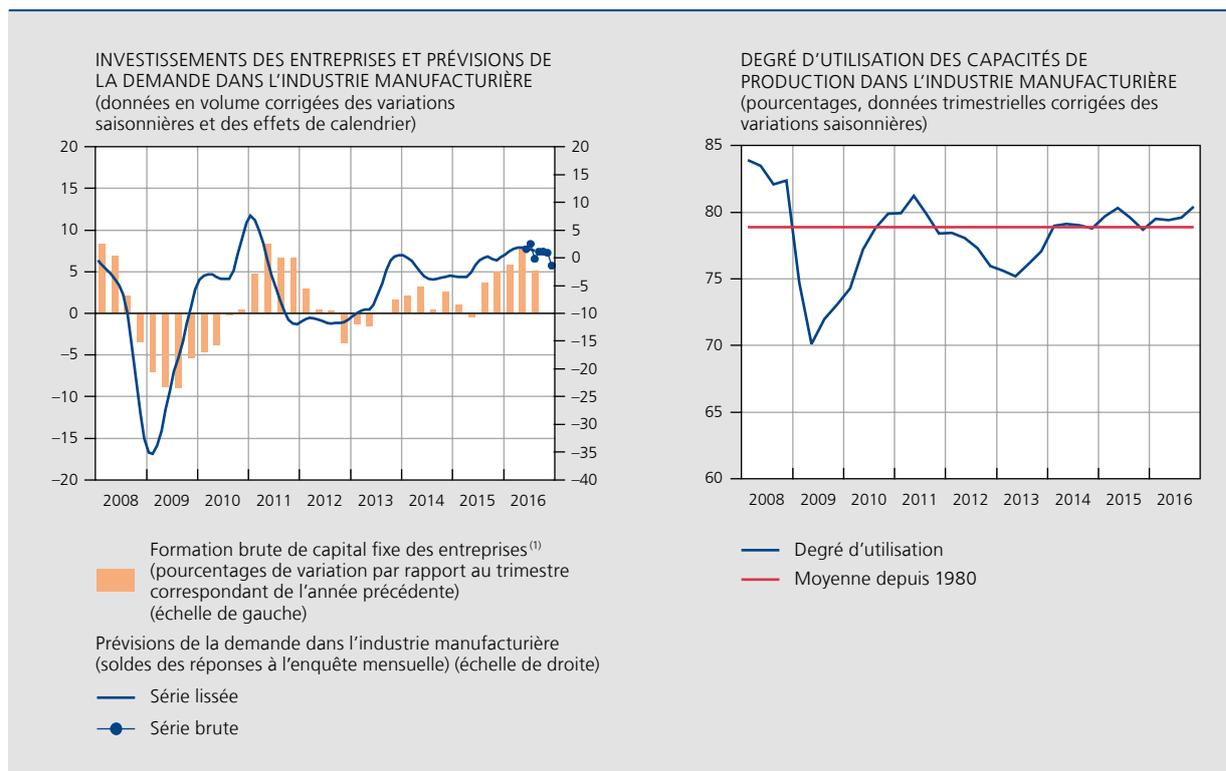
La formation brute de capital fixe a été portée par les prévisions à la hausse de la demande dans l'industrie manufacturière, qui incitent les entreprises à réaliser des investissements d'extension. En outre, le degré d'utilisation des capacités de production, qui est depuis un certain

temps déjà supérieur à la moyenne observée depuis 1980, a continué de grimper en 2016.

Les possibilités de financement souples sont elles aussi de nature à soutenir l'expansion des investissements. Non seulement les conditions de financement externe sont particulièrement favorables, en raison des stimulants monétaires, mais les ressources internes des entreprises ont continué de croître constamment, prenant très largement la forme d'encaisses. L'excédent brut d'exploitation des entreprises, c'est-à-dire le revenu qu'elles tirent de leur activité, a enflé de 5,7 % en termes nominaux en 2016, soit un rythme de progression similaire à celui de l'année précédente. Cet excédent a donc à nouveau augmenté plus vivement que la valeur ajoutée.

La part de l'excédent brut d'exploitation dans la valeur ajoutée des sociétés a ainsi atteint en 2016 un niveau historiquement élevé, en raison de la faible hausse de la masse salariale au cours de ces dernières années. Cette

GRAPHIQUE 24 FONDAMENTAUX SOLIDES DES INVESTISSEMENTS DES ENTREPRISES



Sources: ICN, BNB.

(1) Corrigée des opérations individuelles particulièrement importantes.

TABLEAU 4 DÉTERMINANTS DE L'EXCÉDENT BRUT D'EXPLOITATION DES SOCIÉTÉS⁽¹⁾, À PRIX COURANTS
(pourcentages de variation par rapport à l'année précédente, sauf mention contraire)

	2012	2013	2014	2015	2016 e
Marge brute d'exploitation par unité vendue ⁽²⁾	-2,8	0,1	0,9	2,6	2,3
Prix de vente unitaires	1,4	0,1	-0,4	-1,2	-0,6
Sur le marché intérieur	2,2	0,9	0,5	0,3	1,4
À l'exportation	1,3	-0,3	-1,0	-2,1	-1,5
Coûts par unité vendue	2,2	0,1	-0,6	-1,9	-1,1
Biens et services importés	1,5	-0,5	-1,4	-3,1	-2,5
Coûts d'origine intérieure par unité produite ⁽²⁾⁽³⁾	3,8	1,4	-0,2	-0,7	0,6
dont:					
Coûts salariaux unitaires ⁽⁴⁾	3,3	1,8	-0,5	-1,1	-0,2
Impôts indirects nets unitaires	7,5	-0,1	0,3	-0,6	3,2
Ventes finales à prix constants	1,1	0,3	3,9	3,1	3,3
Excédent brut d'exploitation des sociétés	-1,7	0,4	4,8	5,8	5,7

Sources: ICN, BNB.

(1) Sociétés privées et publiques.

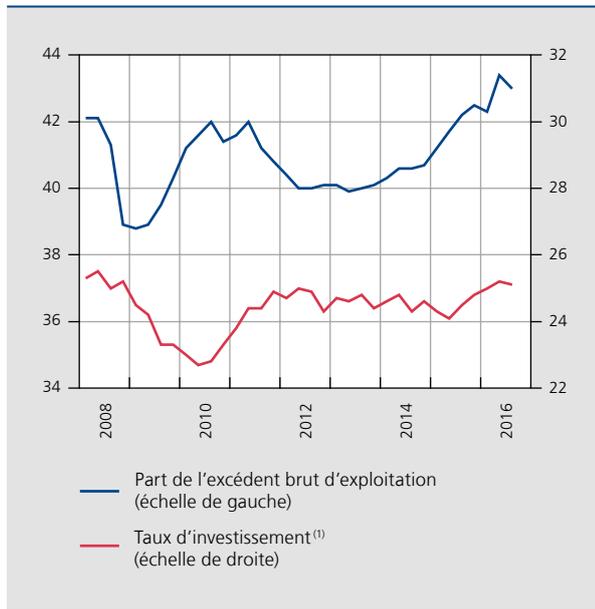
(2) Y compris la variation des stocks.

(3) Outre les rémunérations, ce poste comprend les impôts indirects nets des subsides et le revenu mixte brut des indépendants.

(4) Les coûts salariaux unitaires sont ici exprimés en unités de valeur ajoutée du secteur des entreprises et ne sont pas corrigés des effets de calendrier.

GRAPHIQUE 25 L'IMPORTANCE CROISSANTE DE L'EXCÉDENT BRUT D'EXPLOITATION SEMBLE STIMULER LE TAUX D'INVESTISSEMENT DES ENTREPRISES

(pourcentages de la valeur ajoutée brute des sociétés)



Sources : ICN, BNB.

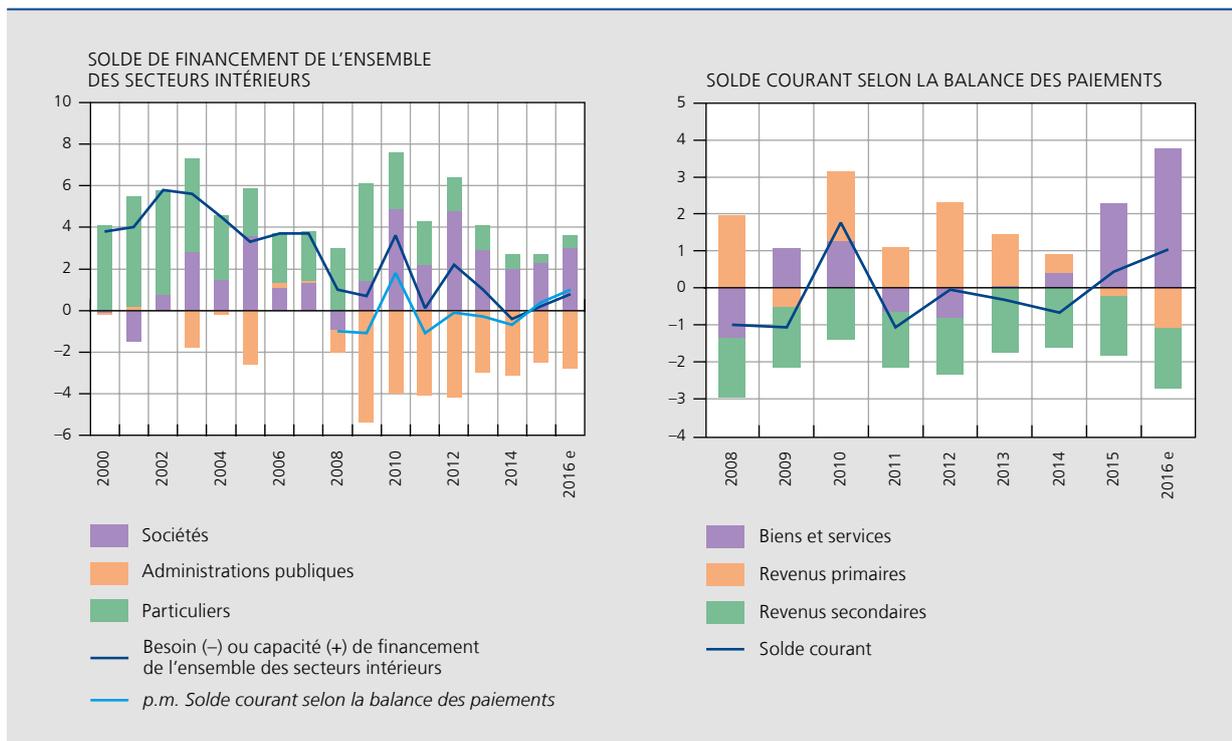
(1) Corrigé des opérations individuelles particulièrement importantes.

situation a stimulé la propension des entreprises à investir, celles-ci réagissant habituellement avec un certain décalage aux évolutions financières. En effet, depuis la mi-2015, le taux d'investissement, c'est-à-dire les investissements des entreprises rapportés à leur valeur ajoutée, semble suivre la trajectoire ascendante de l'excédent d'exploitation.

Tout comme en 2015, tant le renforcement des marges que l'évolution des quantités vendues ont contribué au gonflement de l'excédent d'exploitation des sociétés. La marge brute d'exploitation s'est élargie de 2,3 %, la baisse, de 1,1 %, des coûts par unité produite n'ayant pas été entièrement répercutée sur les prix de vente, qui ne se sont contractés que de 0,6 %. Tout comme les années précédentes, la réduction des coûts par unité vendue est liée au moindre coût des importations de biens et de services. La diminution des cours des matières premières, en particulier ceux du pétrole, en est la cause principale. Contrairement à ce qui s'est passé en 2015, les coûts d'origine intérieure se sont à nouveau accrus, de 0,6 %, notamment en raison d'un alourdissement des impôts indirects nets unitaires. Les coûts salariaux unitaires ne se sont plus repliés que faiblement en 2016, après des diminutions plus marquées les deux années précédentes. De son côté, le volume des ventes a augmenté de 3,3 %.

GRAPHIQUE 26 UNE CAPACITÉ DE FINANCEMENT DES SOCIÉTÉS ET DES PARTICULIERS PLUS IMPORTANTE ET UN SOLDE COURANT POSITIF

(pourcentages du PIB)



Sources : ICN, BNB.

Le solde courant a poursuivi son redressement

La capacité de financement de la Belgique s'est à nouveau renforcée en 2016, consolidant le redressement qu'elle avait amorcé l'année précédente. Selon l'estimation basée sur les comptes nationaux, elle aurait atteint quelque 0,9 % du PIB, contre 0,2 % en 2015. Cette évolution tient principalement à l'augmentation de la capacité de financement des entreprises, sous l'effet, notamment, de la nette progression de leurs revenus d'exploitation et de la diminution de leurs stocks. La capacité de financement des particuliers s'est elle aussi améliorée en 2016, leur épargne s'étant accrue plus rapidement que leurs investissements. Ces évolutions ont plus que compensé la hausse du besoin de financement des administrations publiques.

Selon les données de la balance des paiements, l'évolution favorable de la capacité de financement de l'ensemble des secteurs de l'économie belge se reflète également dans celle du solde des opérations courantes de la Belgique vis-à-vis du reste du monde. En effet, après quatre années consécutives marquées par un solde légèrement négatif, le solde courant est redevenu positif en 2015, avant d'atteindre un surplus de l'ordre de 1 % du PIB en 2016.

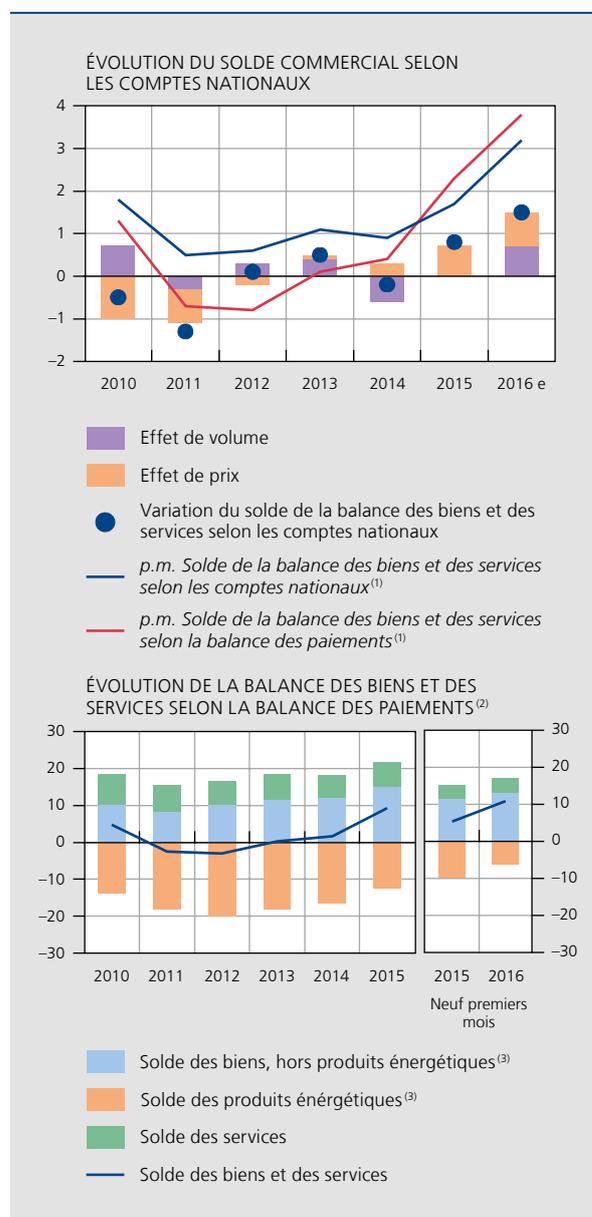
L'élargissement du solde courant trouve son origine dans la hausse des résultats des opérations sur biens et sur services, dont l'excédent est passé de quelque 9,3 milliards d'euros en 2015 à 15,9 milliards en 2016. Tant les mouvements des prix des échanges extérieurs que les évolutions en volume y ont concouru.

D'une part, à l'instar de l'année précédente, l'économie belge a bénéficié en 2016 d'une amélioration de l'ordre de 1 % des termes de l'échange. Celle-ci résulte principalement de la baisse des prix des produits énergétiques observée jusqu'au début de l'année et du niveau relativement bas auquel ils se sont stabilisés au second semestre. Ainsi, la facture nette des produits énergétiques s'est réduite, revenant de quelque 17,2 milliards d'euros par an en moyenne entre 2010 et 2014 à 12,4 milliards en 2015 et à quelque 6,2 milliards d'euros sur les neuf premiers mois de 2016.

D'autre part, la progression en volume des exportations de biens et de services (5,8 %) a largement dépassé celle des importations (5 %). Ces deux flux ont toutefois été significativement gonflés, dans une ampleur presque similaire, par la réorganisation des activités d'une grande firme du secteur pharmaceutique. Abstraction faite de ce changement, des gains de parts de marché de l'ordre de 0,9 % (plutôt que des gains affichés de 3,3 %) auraient

GRAPHIQUE 27 NOUVEAU REDRESSEMENT DU SOLDE COMMERCIAL SOUS L'EFFET D'UNE CROISSANCE SOUTENUE DES EXPORTATIONS ET DE TERMES DE L'ÉCHANGE POSITIFS

(points de pourcentage du PIB, sauf mention contraire)



Sources : ICN, BNB.

(1) Pourcentages du PIB.

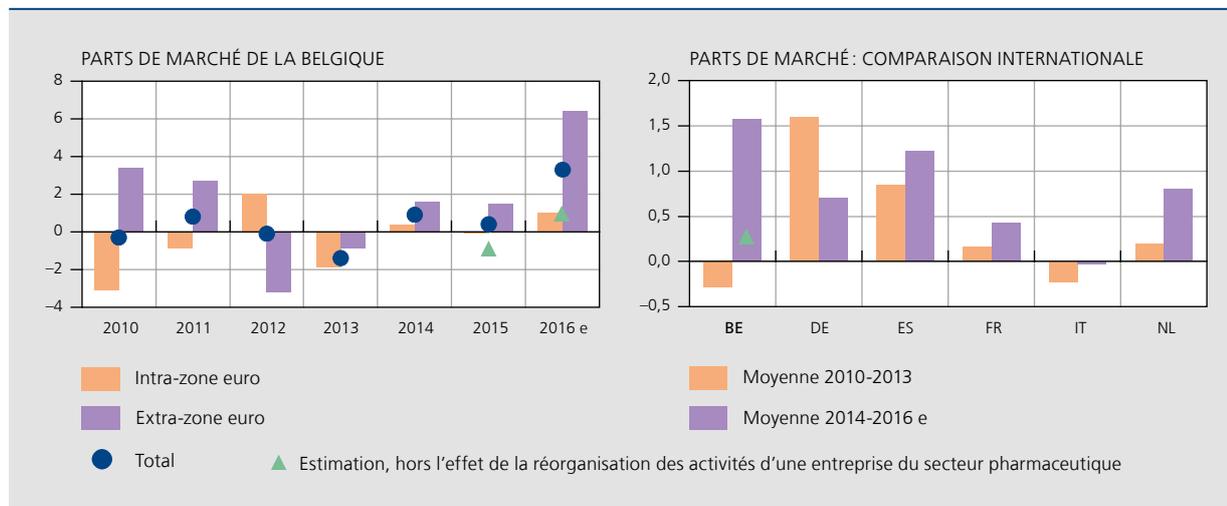
(2) Milliards d'euros.

(3) Selon les statistiques du commerce extérieur – CTCl 3 – Combustibles minéraux, lubrifiants et produits connexes.

été enregistrés en 2016, et des pertes (plutôt que des légers gains) en 2015. Les meilleures performances des exportations observées depuis 2014, même compte tenu de l'effet précité, par rapport à la période de sortie de crise ne sont pas propres à la Belgique. Elles s'observent aussi chez les principaux partenaires européens, dans le contexte favorable d'une dépréciation du taux de

GRAPHIQUE 28 ACCROISSEMENT DES PARTS DE MARCHÉ À L'EXPORTATION ⁽¹⁾

(données en volume corrigées des variations saisonnières et des effets de calendrier; variations annuelles moyennes, pourcentages)



Sources : BCE, CE, ICN, BNB.

(1) Sur la base des dernières estimations disponibles de la demande d'importations des partenaires commerciaux.

change effectif de l'euro, notamment à la suite d'une baisse vis-à-vis du dollar des États-Unis. Les efforts de modération salariale menés dans plusieurs pays y ont sans doute aussi contribué.

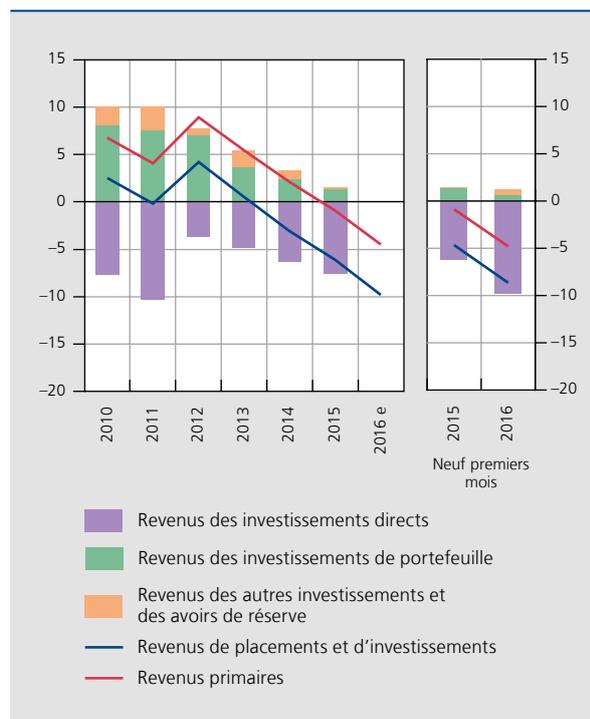
Contrairement au solde des biens et des services, le solde des revenus primaires a continué de se détériorer en 2016, et ce principalement sous l'influence des revenus de placements et d'investissements, qui ont poursuivi la tendance baissière qu'ils avaient entamée en 2012. Cette dégradation s'observe au niveau des différentes catégories de revenus qui composent cet agrégat, à savoir essentiellement celles liées aux investissements directs étrangers et aux investissements de portefeuille. De fait, tandis que la position extérieure nette de la Belgique est toujours largement positive, à plus de 60 % du PIB, les revenus nets engendrés par celle-ci ont été négatifs à hauteur de quelque 2,3 % du PIB en 2016.

À cet égard, le solde des revenus des investissements directs étrangers est largement déficitaire. Ainsi, en termes nets, quelque 7,6 milliards d'euros, correspondant à 1,9 % du PIB, ont été versés à l'étranger à ce titre en 2015. Durant les neuf premiers mois de 2016, le montant net versé au reste du monde a atteint près de 9,8 milliards d'euros. Le résultat de ces investissements s'explique à la fois par une position extérieure nette des investissements directs relativement faible – voire négative – et par le fait que les rendements que la Belgique tire de ces investissements directs étrangers

sont inférieurs à ceux que l'étranger réalise en Belgique. Par ailleurs, la faiblesse des revenus de placements et

GRAPHIQUE 29 DES REVENUS NETS DE PLACEMENTS ET D'INVESTISSEMENTS NÉGATIFS

(soldes selon la balance des paiements; milliards d'euros, sauf mention contraire)



Source : BNB.

TABLEAU 5 OPÉRATIONS COURANTES SELON LA BALANCE DES PAIEMENTS ET PRÊT NET AU RESTE DU MONDE

(soldes; milliards d'euros, sauf mention contraire)

	2012	2013	2014	2015	2016 e
1. Compte courant					
Biens et services	-3,1	0,2	1,7	9,3	15,9
Biens	-9,6	-6,6	-4,6	2,6	n.
Services	6,5	6,8	6,2	6,8	n.
Revenus primaires	8,9	5,4	2,1	-0,9	-4,5
Revenus du travail	5,4	5,5	5,7	5,8	5,9
Revenus de placements et d'investissements	4,2	0,5	-3,1	-6,1	-9,8
Autres revenus primaires	-0,6	-0,6	-0,5	-0,6	-0,6
Revenus secondaires	-6,0	-6,9	-6,4	-6,7	-7,0
Administrations publiques	-3,1	-3,9	-3,6	-3,9	-4,0
Autres secteurs	-2,9	-3,0	-2,8	-2,8	-3,0
Total	-0,2	-1,2	-2,7	1,8	4,4
<i>p.m. Idem, pourcentages du PIB</i>	-0,1	-0,3	-0,7	0,4	1,0
2. Compte de capital	2,3	-0,4	-1,1	0,1	-0,7
3. Prêt net au reste du monde (1 + 2)	2,1	-1,7	-3,8	1,9	3,7
<i>p.m. Idem, pourcentages du PIB</i>	0,5	-0,4	-0,9	0,5	0,9

Sources: ICN, BNB.

d'investissements peut également s'expliquer par la position extérieure globale, qui est surtout constituée d'avoirs nets en « investissements de portefeuille » et en « autres investissements », effectués notamment par l'intermédiaire du secteur financier. Or, dans le contexte plus large du recul généralisé des rendements des produits d'investissements sur les marchés financiers, les revenus nets de ces deux catégories d'investissements s'inscrivent en baisse, notamment parce que les revenus payés par la Belgique à l'étranger semblent être moins sensibles aux tendances observées sur les marchés que ceux perçus de l'étranger. Des considérations d'ordre fiscal et des effets de composition – entre autres en termes de maturité – pourraient expliquer pourquoi le rendement de ces avoirs s'est détérioré plus nettement que celui des engagements.

Pour leur part, les revenus secondaires, qui comprennent entre autres les montants nets versés par les administrations publiques au reste du monde, dont, plus particulièrement, la contribution de la Belgique au budget de l'UE, ou encore les budgets liés à la coopération internationale, affichent un solde déficitaire. En 2016, ce dernier a toutefois été légèrement supérieur à celui de l'année précédente, en raison, principalement, d'une contribution plus importante au budget

européen. Il s'agit en l'occurrence de la régularisation des contributions dues pour les exercices depuis 2014, à la suite de la mise en œuvre, avec effet rétroactif, de l'accord du Conseil européen sur les perspectives pluriannuelles 2014-2020.

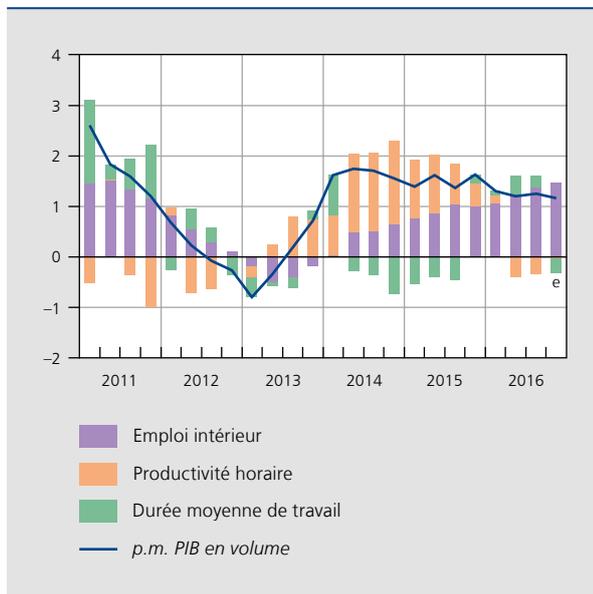
2.3 La situation sur le marché du travail s'est nettement améliorée en 2016

Les créations d'emplois ont été nombreuses, malgré les incertitudes

En dépit du caractère modéré de la croissance économique et des incertitudes relatives aux attentats, au brexit et aux multiples licenciements collectifs annoncés au troisième trimestre, la dynamique du marché du travail est restée solide en 2016. L'emploi en personnes et, plus encore, le volume de travail ont ainsi augmenté à un rythme plus vif que le PIB. La durée moyenne de travail s'est allongée, après qu'elle avait diminué trois années de suite. Cette évolution pourrait s'expliquer en partie par l'introduction des flexi-jobs, qui permettent à des salariés de fournir des prestations complémentaires dans l'horeca, gonflant ainsi le volume de travail sans accroître le nombre de personnes occupées.

GRAPHIQUE 30 AUGMENTATION DE L'EMPLOI ET REcul DE LA PRODUCTIVITÉ

(pourcentages de variation par rapport au trimestre correspondant de l'année précédente, données corrigées des effets de calendrier)



Sources : ICN, BNB.

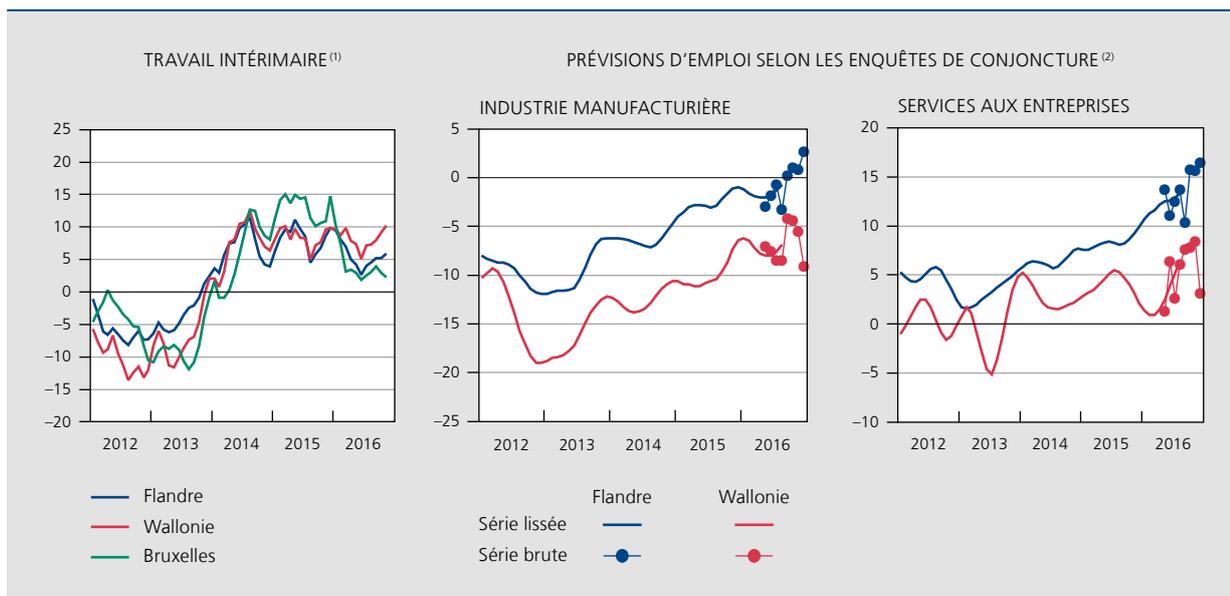
En revanche, la productivité apparente du travail, qui, comme de coutume, s'était progressivement avivée durant la phase initiale de la reprise, a reculé en 2016.

La vigueur du marché du travail s'est globalement maintenue tout au long de l'année, même si les attentats de mars ont ralenti le recours au travail intérimaire, en particulier à Bruxelles. Le sentiment des chefs d'entreprise quant aux prévisions d'emploi s'est toutefois amélioré par la suite, surtout en Flandre, tant dans l'industrie manufacturière que dans les services. Pour leur part, les restructurations annoncées en septembre et en octobre n'ont pas affecté les chiffres de l'emploi de 2016. Compte tenu de la longueur des procédures de licenciement collectif, leurs effets potentiels ne se manifesteront pas avant 2017. Dans un contexte de forte croissance de l'emploi et d'émergence de pénuries sur certains segments du marché du travail, l'effet net pourrait être contenu, les travailleurs concernés, généralement très qualifiés, ayant la possibilité de retrouver un emploi auprès d'autres employeurs.

La demande de travail a structurellement été portée par la croissance persistante de l'activité, par les mesures de modération salariale et par celles de réduction des coûts salariaux prises dans le cadre du tax shift. Le volet du tax shift relatif à l'atténuation du coin fiscal et parafiscal pour les travailleurs ainsi que les réformes de l'assurance-chômage et des fins de carrière ont pour leur part contribué à soutenir l'offre de travail.

Au total, 59 000 emplois supplémentaires ont été créés en 2016, soit plus que les 42 000 recensés en 2015.

GRAPHIQUE 31 EFFET TEMPORAIRE DES ATTENTATS SUR LA DYNAMIQUE DU MARCHÉ DU TRAVAIL EN DÉbut D'ANNÉE



Sources : Federgon, BNB.

(1) Croissance annuelle des heures ouvrées par jour; données mensuelles, moyennes mobiles sur trois mois.

(2) Soldes des réponses, données désaisonnalisées.

TABLEAU 6 OFFRE ET DEMANDE DE TRAVAIL

(variations en milliers de personnes, sauf mention contraire)

	2012	2013	2014	2015	2016 e	Niveau 2016 e
Population en âge de travailler (15-64 ans)	22	12	9	16	18	7 302
Population active ⁽¹⁾	35	9	32	22	34	5 291
Emploi intérieur	20	-15	19	42	59	4 661
Travailleurs indépendants	8	6	7	11	15	782
Travailleurs salariés	12	-21	12	31	45	3 879
Branches sensibles à la conjoncture ⁽²⁾	-4	-25	-1	16	28	2 398
Administration publique et éducation	2	3	6	1	1	807
Autres services ⁽³⁾	15	1	7	14	16	674
Chômage ⁽⁴⁾	14	25	14	-19	-26	553

Sources: BFP, DGS, ICN, ONEM, BNB.

(1) Y compris les travailleurs frontaliers.

(2) Ensemble des activités non incluses dans les autres rubriques, les principales étant l'agriculture, l'industrie, la construction, le commerce, l'horeca, les services financiers et les services aux entreprises.

(3) Santé humaine et action sociale; arts, spectacles et activités récréatives; autres activités de services et activités des ménages en tant qu'employeurs.

(4) Demandeurs d'emploi inoccupés.

Confirmant la reprise amorcée en 2014, l'emploi salarié dans les branches sensibles à la conjoncture – qui incluent l'industrie et les services aux entreprises – et dans les autres services a augmenté de manière vigoureuse. La stabilisation du nombre de postes de travail constatée dans l'industrie en 2016 tranche avec la nette tendance baissière observée dans le passé dans cette branche, ainsi que dans l'agriculture et dans le secteur financier. Ainsi, depuis deux ans, la hausse de l'emploi s'appuie à la fois sur les salariés des branches sensibles à la conjoncture (à concurrence de 43 %), sur ceux des autres services – notamment ceux liés à la santé et l'action sociale – (30 %) et sur les indépendants (25 %). Par contre, le nombre de personnes occupées dans la branche « administration publique et éducation » ne progresse quasiment plus, en raison, notamment, des mesures d'économie prises par les pouvoirs publics.

Les données détaillées de l'Institut national d'assurances sociales pour travailleurs indépendants (INASTI), qui comptabilise toutes les personnes enregistrées sous le statut d'indépendant, que ce soit à titre principal, complémentaire ou après la pension, permettent de mieux cerner les déterminants du dynamisme du statut d'indépendant. On constate ainsi à la fois un intérêt croissant des femmes et des jeunes pour ce statut et l'impact sur les retraités de l'assouplissement de la législation permettant de combiner revenu professionnel et pension, ce qui facilite la poursuite d'une activité après la pension. Le statut d'indépendant en activité complémentaire

rencontre lui aussi un vif succès. Il permet en effet à un salarié à titre principal de bénéficier de la sécurité d'emploi et de tous les avantages sociaux liés à ce statut (crédit-temps, congé parental, etc.) tout en percevant des revenus supplémentaires. Ce choix minimise les risques pesant sur les revenus comparativement au passage à l'entrepreneuriat en activité principale. Le statut d'indépendant offre également un accès direct au marché du travail à de nombreuses personnes qui éprouvent des difficultés à trouver un emploi salarié.

Le recul du chômage s'est généralisé

Parallèlement à la croissance de l'emploi, le nombre de demandeurs d'emploi inoccupés (DEI) s'est réduit pour la deuxième année consécutive, se contractant de 26 000 unités en 2016. On dénombrait néanmoins en moyenne encore 553 000 DEI cette année, soit toujours nettement plus que les 500 000 recensés en 2008, avant la grande récession.

En 2016, la baisse du nombre de DEI s'est étendue aux trois régions du pays, à l'ensemble des tranches d'âge et à toutes les durées d'inactivité.

Ces deux dernières années, la contraction du nombre de DEI a été plus marquée en Wallonie que dans les deux autres régions. Le taux de chômage n'en demeure pas moins beaucoup plus faible en Flandre, où il s'est élevé, pour les trois premiers trimestres de 2016,

à 5,1 % en moyenne, contre 10,8 % en Wallonie et 17,2 % à Bruxelles.

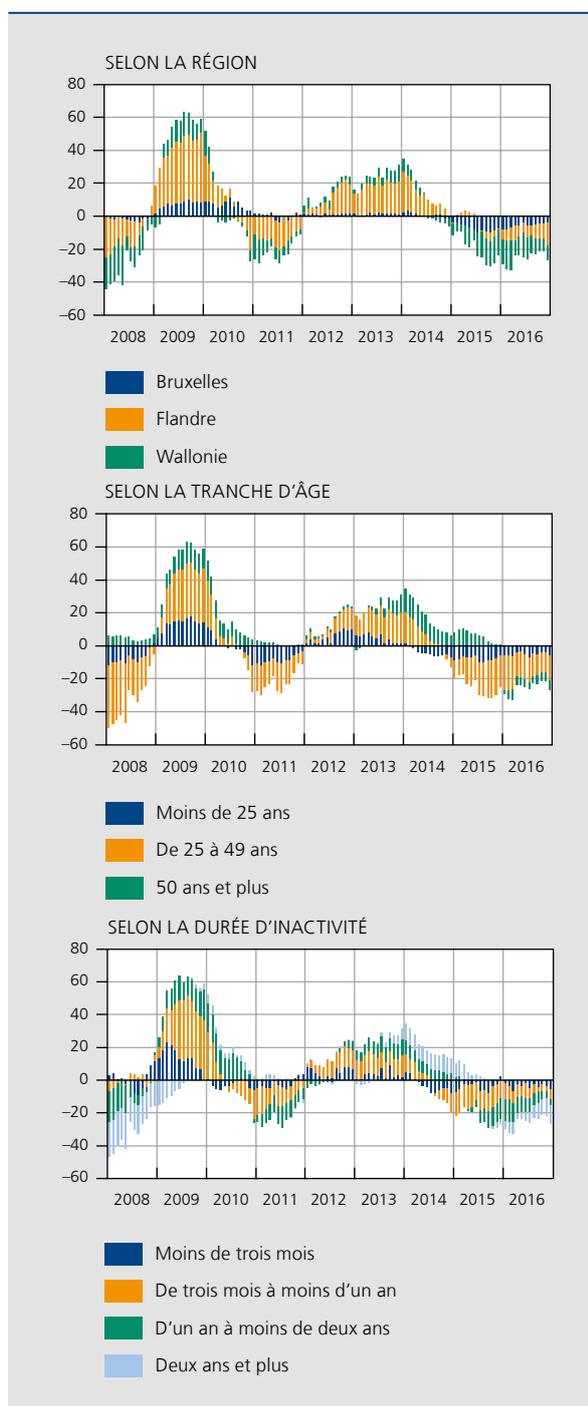
Le repli du nombre de DEI est principalement imputable à la diminution du chômage de moyenne et de longue durées (de trois mois à deux ans). L'année 2016 s'est également caractérisée par l'infléchissement du chômage de très longue durée (deux ans et plus). Entamé à la fin de 2015, celui-ci s'est maintenu tout au long de l'année. Les chômeurs de longue durée sont les plus éloignés du marché du travail et, a priori, les plus difficiles à réinsérer. Les mesures prises par les services publics de l'emploi (SPE) pour activer et former ces travailleurs ont contribué à ce mouvement. Celui-ci reflète cependant principalement les effets de la limitation dans le temps des allocations d'insertion qui a été instaurée le 1^{er} janvier 2012 et qui entraîne l'exclusion des chômeurs après trois années d'inactivité. Ces personnes ont alors la possibilité de se tourner vers les CPAS pour obtenir une aide sociale. Une nette hausse du nombre de bénéficiaires du revenu d'intégration sociale a été observée à partir de janvier 2015, lorsque les premiers effets de la réforme se sont fait sentir. Pour pouvoir y prétendre, ces personnes doivent obligatoirement se réinscrire en tant que demandeur d'emploi. Une fraction des chômeurs en fin de droit disparaissent toutefois de la population active ; on ne les retrouve ni en emploi, ni comme demandeurs d'emploi.

La résorption du chômage est par ailleurs manifeste dans toutes les tranches d'âge. Tandis que la décline du chômage des jeunes s'est amorcée dès 2014, celle des DEI âgés de 25 à 49 ans n'a été visible qu'un an plus tard. Au début de 2016, le nombre de DEI de 50 ans et plus s'est lui aussi inscrit en net recul, et ce pour la première fois depuis 2000. En effet, même lors des fortes baisses du nombre de DEI enregistrées en 2008 et, dans une moindre mesure, en 2011, le nombre de chômeurs de 50 ans et plus avait poursuivi son ascension. Cette tendance haussière était le résultat des modifications successives des réglementations relatives aux voies de retrait précoce du marché du travail. Ainsi, désormais, tous les chômeurs (y compris ceux avec complément d'entreprise), quel que soit leur âge, doivent être disponibles pour le marché du travail et rechercher activement un emploi. Des exceptions, des mesures transitoires et une « disponibilité adaptée » ont toutefois été instaurées. Les modalités d'octroi de dispenses pour raisons familiales et sociales ont également été durcies. L'ensemble de ces réformes a contribué à comprimer le nombre de chômeurs dispensés de rechercher un emploi et, partant, à renforcer l'offre de travail.

Cette évolution traduit l'efficacité des mesures qui s'étaient imposées pour permettre d'élargir la population

GRAPHIQUE 32 REcul DU NOMBRE DE DEI QUELS QUE SOIENT LA RÉGION, L'ÂGE ET LA DURÉE D'INACTIVITÉ

(variations en milliers de personnes par rapport au mois correspondant de l'année précédente)

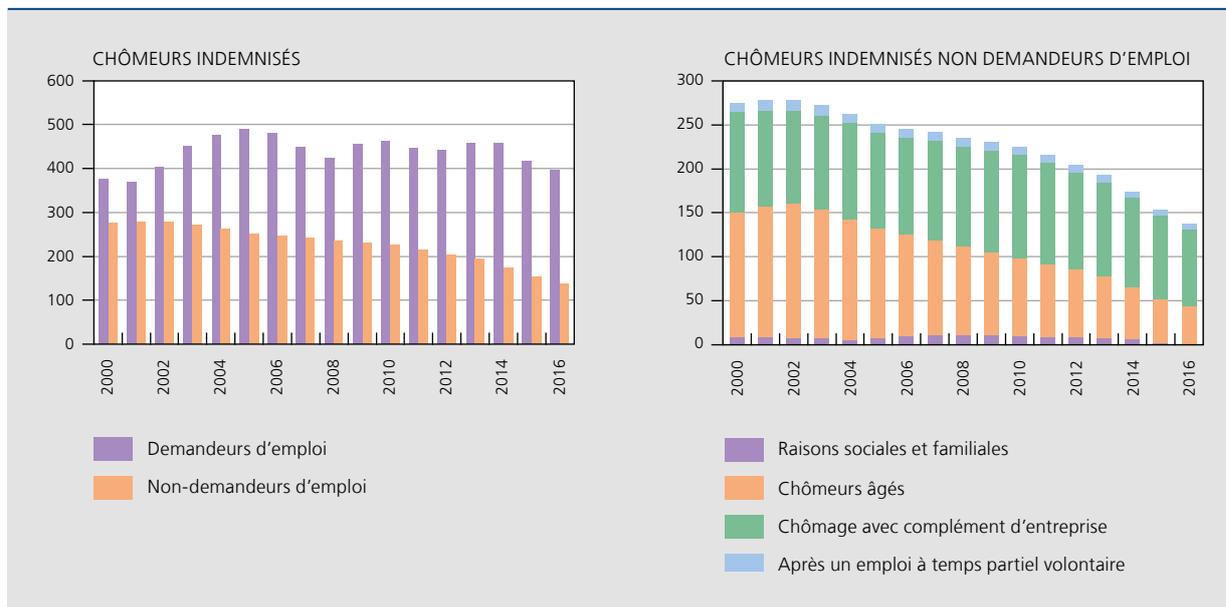


Source : ONEM.

active dans un contexte de ralentissement de l'accroissement de la population en âge de travailler. Selon les dernières projections démographiques, cette dernière devrait même s'amenuiser à partir de 2019.

GRAPHIQUE 33 NETTE BAISSÉ DU NOMBRE DE CHÔMEURS INDEMNISÉS DISPENSÉS DE RECHERCHER UN EMPLOI

(milliers de personnes)



Source : ONEM.

Les flux migratoires enregistrés au second semestre de 2015 ont provisoirement mis un frein au ralentissement de l'expansion de la population en âge de travailler. En 2015, 44 800 demandes d'asile ont été introduites, contre 17 000 en 2014 et 18 700 en 2016. L'impact de l'afflux de réfugiés sur la population active devrait être marginal en 2016, leur intégration sur le marché du travail ne se produisant qu'avec un certain décalage.

En dépit de l'accélération des créations d'emplois, le gonflement de la proportion de personnes occupées reste limité

Tandis que le nombre de personnes en emploi a grimpé de quelque 550 000 unités entre 2000 et 2016, le taux d'emploi a quant à lui à peine progressé, passant de 65,8 à 67,4 %, en raison de l'augmentation concomitante de la population en âge de travailler. Par ailleurs, le net rebond des créations d'emplois ces deux dernières années n'a pas encore permis d'effacer les effets de la détérioration de la situation sur le marché du travail durant la grande récession ni ceux du marasme qui a prévalu en Europe durant les années qui ont suivi : en 2008, le taux d'emploi s'établissait à 68 %.

Ce modeste raffermissement du taux d'emploi résulte principalement de la hausse régulière et constante du taux d'emploi des femmes. Par contre, celui des

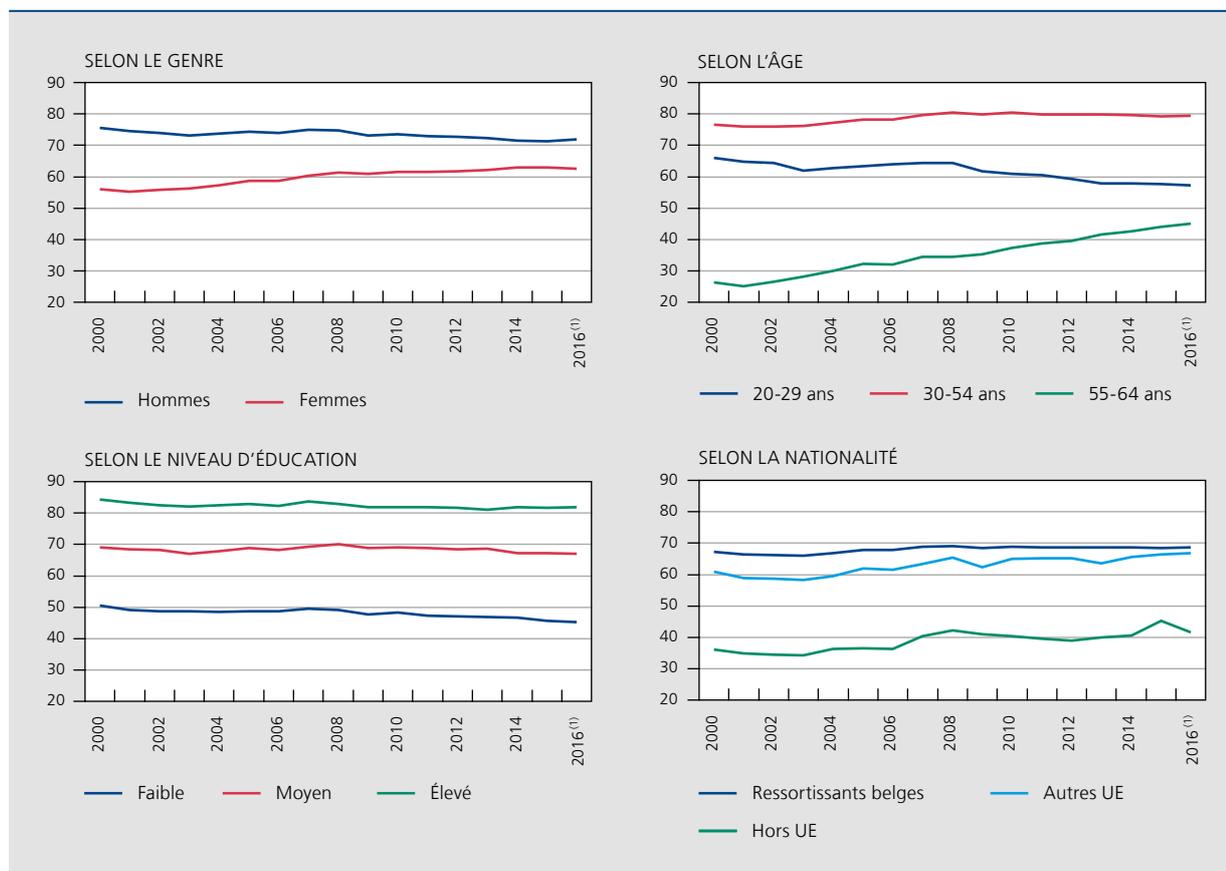
hommes s'est replié depuis 2008. Le taux d'emploi des 55-64 ans s'est lui aussi nettement redressé au cours de ces 15 dernières années ; il est passé de 26 % en 2000 à 44 % en 2015.

S'agissant des travailleurs âgés de 55 ans et plus, les modifications apportées depuis 2000 aux multiples mécanismes de sortie anticipée du marché du travail existant en Belgique, de même que le relèvement de l'âge légal de la pension des femmes, ont fortement influé sur le nombre de sorties du marché du travail. Celui-ci s'affiche en net recul dans chacune des tranches d'âge, ainsi que pour chacun des dispositifs concernés, hormis l'invalidité. On note en effet une vive progression, de l'ordre de 33 % entre 2010 et 2015, du nombre de cas d'invalidité parmi les salariés de 50 ans et plus, alors qu'elle est deux fois moindre du côté des indépendants. Au total, on dénombre 218 000 personnes âgées de 50 à 64 ans sous ce régime en 2015, contre 112 000 en 2000.

Pour sa part, le taux d'emploi des jeunes s'est inscrit en baisse, surtout à partir de 2008, en raison, notamment, de l'allongement généralisé des études. Si la crise a renforcé la conviction des jeunes qu'il est important de posséder un diplôme de l'enseignement supérieur pour s'intégrer sur le marché du travail, elle a aussi pu en décourager certains de s'y présenter. En poursuivant de telles études, les jeunes investissent dans leur avenir, ce qui est positif,

GRAPHIQUE 34 TAUX D'EMPLOI SELON LE GENRE, L'ÂGE, LE NIVEAU D'ÉDUCATION ET LA NATIONALITÉ

(pourcentages de la population correspondante âgée de 20 à 64 ans)



Source: CE.

(1) Moyennes des trois premiers trimestres.

pour autant que les orientations choisies correspondent aux besoins sur le marché du travail.

Les difficultés d'insertion auxquelles sont confrontés les travailleurs d'origine extra-européenne méritent qu'on leur accorde une attention particulière. Le manque de maîtrise d'une des langues nationales, les problèmes de reconnaissance des diplômes et des compétences, les contraintes administratives, les discriminations et un niveau d'éducation généralement moindre constituent autant d'obstacles pour accéder au marché du travail. En 2015, 45,2% des personnes de nationalité extra-européenne avaient un emploi, contre 68,5% des nationaux. En outre, en Belgique, l'insertion sur le marché du travail des immigrés de la deuxième génération ne tend pas à s'améliorer par rapport à celle des primo-arrivants, contrairement à ce qui est observé dans les pays voisins.

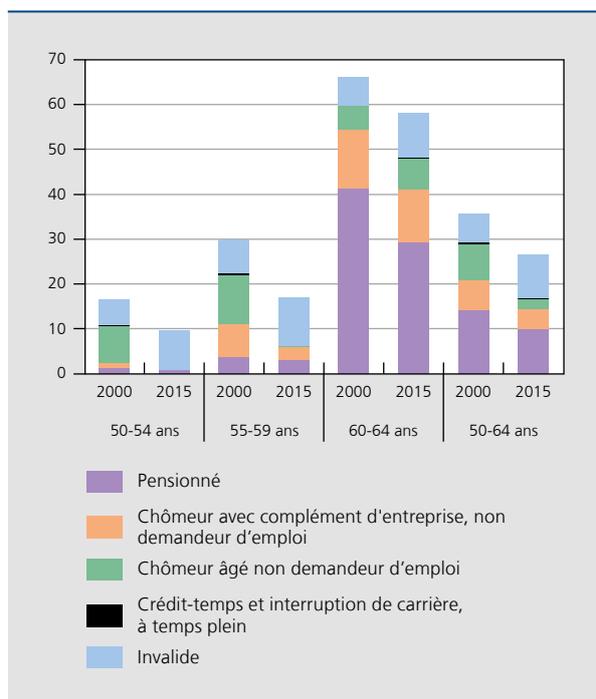
Dans leur cas, et, plus généralement, pour toutes les catégories de la population, le niveau de qualification

est primordial. L'écart entre le taux d'emploi des hautement qualifiés et celui des faiblement qualifiés s'élève à 36,2 points de pourcentage. La concurrence accrue avec les moyennement qualifiés, à la suite de la polarisation du marché du travail, d'une part, et l'augmentation des compétences requises sur le marché du travail, d'autre part, n'améliorent pas la position des moins qualifiés, dont le taux d'emploi s'est replié de 3,5 points de pourcentage depuis la grande récession. De fait, ces travailleurs éprouvent généralement plus de difficultés à s'adapter aux changements et aux nouvelles exigences, de sorte qu'ils sont exposés à un plus grand risque d'instabilité d'emploi – et aux pertes de revenus que cela suppose.

Depuis la sixième réforme de l'État, une large part des aides à l'emploi ressortit à la compétence des régions, qui peuvent désormais déterminer leurs groupes cibles en fonction des spécificités de leur marché du travail. Comme indiqué au chapitre suivant, en Région flamande, ces aides ont été redéfinies et se concentrent sur les jeunes et sur

GRAPHIQUE 35 DIMINUTION DES SORTIES ANTICIPÉES DU MARCHÉ DU TRAVAIL AU SEIN DU GROUPE DES 50-64 ANS

(pourcentages de la population correspondante)



Sources: BFP, DGS, INAMI, ONEM, ONP, SdPSP.

les travailleurs âgés, tandis que, en Wallonie et à Bruxelles, elles restent axées sur les chômeurs de longue durée, les chômeurs âgés et les jeunes peu qualifiés.

En décembre 2016, le Gouvernement a approuvé le projet de loi « travail faisable et maniable », dont l'objectif est de rendre le marché du travail plus flexible. Ce vaste projet de réforme prévoit notamment que, après concertation au niveau sectoriel ou de l'entreprise, la durée de travail hebdomadaire moyenne puisse être calculée sur une période d'un an plutôt que d'un trimestre, que l'organisation du travail à temps partiel soit simplifiée et que les travailleurs puissent épargner des jours de congé sur un compte-carrière. Le projet prévoit l'extension du congé palliatif et du crédit-temps avec motifs. Il introduit également le don de jours de congé à un collègue dont l'enfant est malade et qui a épuisé tous les régimes de congé. La possibilité, pour les travailleurs intérimaires, de signer un contrat de travail à durée indéterminée leur permettra de continuer d'être rémunérés entre deux missions. En matière de formation professionnelle, les travailleurs bénéficieront de cinq journées de formation en moyenne par équivalent temps plein, tandis qu'un compte individuel de formation pourra être mis en place. Ce projet vise donc tant les employeurs, qui vont ainsi pouvoir préserver leur compétitivité, que les travailleurs, dont les carrières professionnelles vont progressivement s'allonger, notamment en agissant sur leurs conditions de travail et sur l'équilibre entre vie privée et vie professionnelle.



Coûts salariaux et prix

3. Coûts salariaux et prix

La vive progression de l'emploi en Belgique est allée de pair avec l'évolution particulièrement modérée des coûts salariaux. En 2016, les coûts salariaux horaires dans le secteur privé se sont même légèrement repliés. À 1,8 %, l'inflation est en revanche demeurée élevée, contrastant avec les faibles hausses de prix observées dans les autres pays de la zone euro.

3.1 La modération salariale et le tax shift portent leurs fruits

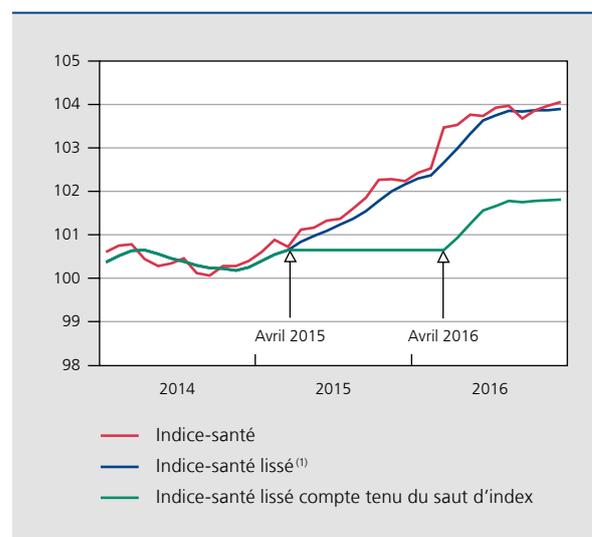
Ces dernières années, différentes mesures ont été adoptées afin de limiter la hausse des coûts salariaux et de réduire les charges pesant sur le travail, tant pour les employeurs que pour les salariés et les indépendants. Par ces mesures, les pouvoirs publics visaient à préserver la compétitivité-coût de la Belgique vis-à-vis de ses trois principaux partenaires commerciaux et à resserrer l'écart entre le salaire net et le salaire brut des travailleurs; un salaire net supérieur concourt en effet à soutenir l'offre de travail.

Ce sont surtout les mesures limitant la marge de progression des salaires conventionnels et le saut d'index qui ont permis de brider l'accroissement des salaires bruts par heure ouvrée dans le secteur privé. Le gouvernement a disposé que, en 2016, les salaires conventionnels réels pouvaient tout au plus être augmentés de 0,5 % de la masse salariale brute (toutes charges comprises), ainsi que, en sus, de 0,3 % de la masse salariale en termes nets. Dans les faits, il apparaît que les salaires conventionnels n'ont guère été relevés en 2016. Cela indique que, après le gel imposé l'année précédente, cette marge a vraisemblablement été utilisée de manière inhabituelle. Ainsi, la valeur nominale des chèques-repas a été majorée dans un cinquième des commissions paritaires environ, tandis que le montant à prendre en

charge par le travailleur est demeuré inchangé, ce qui induit une hausse salariale nette pour le personnel. Une adaptation salariale de ce type se reflète dans le glissement des salaires. Cette composante salariale est par ailleurs également influencée par des facteurs structurels modifiant la composition de l'emploi, comme le vieillissement de la population active, l'augmentation du niveau moyen de qualification et la tertiarisation de l'économie.

Le saut d'index est entré en vigueur en avril 2015. Conséquemment, le paramètre d'indexation officiel, c'est-à-dire la moyenne de l'indice-santé au cours des

GRAPHIQUE 36 INCIDENCE DE LA SUSPENSION TEMPORAIRE DES MÉCANISMES D'INDEXATION SUR L'ÉVOLUTION DE L'INDICE DE RÉFÉRENCE POUR LES SALAIRES
(indices, 2013 = 100)



Sources : DGS, BNB.

(1) Moyennes sur quatre mois de l'indice-santé.

quatre mois précédents, a été bloqué jusqu'à ce qu'il ait augmenté de 2%. En pratique, le saut d'index a suspendu le fonctionnement de l'indexation des salaires dans les secteurs public et privé jusqu'en avril 2016. Les mécanismes d'indexation se sont ensuite remis en marche, mais, dans la mesure où leur application diffère d'une commission paritaire à l'autre, l'incidence du saut d'index s'est encore clairement fait sentir tout au long de l'année. Chiffré à 0,6% dans le secteur privé, l'effet de l'indexation en 2016 a dès lors été nettement plus modique que la hausse de l'indice-santé lissé, qui s'est élevée à 2,1%.

Les cotisations sociales à charge des employeurs ont apporté une contribution négative prononcée, de l'ordre de -1,3 point de pourcentage, à la croissance des coûts salariaux en 2016. Cela s'explique par l'entrée en vigueur d'une grande partie des mesures gouvernementales influant sur les cotisations sociales à charge des employeurs décidées dans le cadre du tax shift et du pacte de compétitivité. À titre d'exemple, depuis le 1^{er} avril 2016, le taux de base des cotisations patronales a été ramené de 24,92 à 22,65%. Par ailleurs, la réduction forfaitaire des cotisations sociales a été rabaissée (438 euros au lieu de 462,60 euros). Enfin, le seuil de la réduction structurelle des cotisations pour les bas salaires a été relevé et le paramètre de calcul adapté, de sorte que cette mesure a vu s'étendre son champ d'application. L'exonération généralisée du versement du précompte professionnel de 1% dans le secteur marchand a été convertie le 1^{er} avril en une diminution du taux de base des cotisations patronales. Qui plus est, depuis le 1^{er} janvier 2016, l'exonération du versement d'une partie du précompte professionnel pour le travail de nuit et en équipe a été portée de 15,6 à 22,8%, tandis que l'abattement concernant le travail en continu est passé de 17,8 à 25%.

À la suite de ces mesures, le taux de cotisation réel des employeurs à la sécurité sociale a sensiblement diminué en 2016. S'il s'est inscrit en baisse pour tous les niveaux de salaire, il a tout particulièrement reculé pour la catégorie des bas salaires. Ce taux de cotisation va d'ailleurs encore se contracter en 2018 et en 2019, lorsque des mesures complémentaires décidées dans le cadre du pacte de compétitivité et du tax shift seront mises en œuvre. Selon les résultats de l'enquête sur la structure des salaires portant sur l'année 2014, il apparaît que la rémunération mensuelle brute était inférieure à 2 000 euros pour 3,6% des salariés, tandis qu'elle était supérieure à 2 750 euros pour 63% d'entre eux.

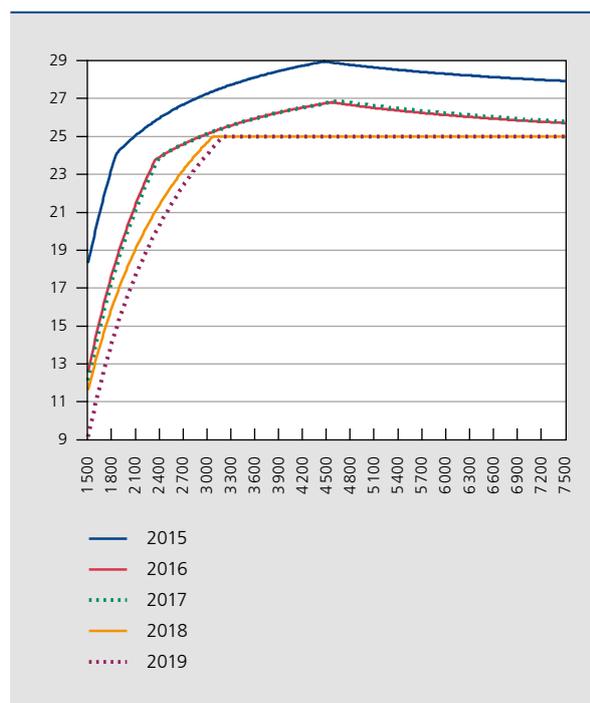
Au-delà du tax shift, la sixième réforme de l'État a aussi influé sur l'évolution des coûts salariaux. Bien que les

réductions pour groupes cibles aient été régionalisées dès 2014, les régions n'ont ajusté leur politique en la matière que dans le courant de 2016. En Flandre, les nouvelles baisses des cotisations sociales pour groupes cibles sont entrées en vigueur le 1^{er} juillet 2016. Elles visent essentiellement les travailleurs de 55 ans et plus, ainsi que ceux de moins de 25 ans et ceux atteints d'un handicap. À Bruxelles, la diminution des cotisations pour les travailleurs âgés a été modifiée le 1^{er} octobre; le reste des adaptations devrait suivre en 2017. Les mesures devraient surtout porter sur les jeunes, les chômeurs de longue durée et les personnes faiblement qualifiées. En Wallonie, la réforme est planifiée pour 2017. Dans cette région également, les abaissements devraient cibler les chômeurs de longue durée, mais aussi les travailleurs de 55 ans et plus et les jeunes peu qualifiés.

Compte tenu de l'ensemble des réductions des cotisations sociales et des subventions salariales qui influencent les coûts salariaux (selon le concept économique), les coûts salariaux horaires dans le secteur privé se seraient au total repliés de 0,3% en 2016, soit légèrement plus qu'en 2015. D'après le concept utilisé dans les comptes nationaux, ce recul devrait même s'avérer quelque peu

GRAPHIQUE 37 LE TAX SHIFT ALLÈGE LES COTISATIONS SOCIALES POUR TOUTS LES NIVEAUX DE SALAIRE

(taux effectif des cotisations de sécurité sociale à charge des employeurs par niveau de salaire, pourcentages du salaire mensuel brut)



Source : estimation BNB.

TABLEAU 7 LES COÛTS SALARIAUX HORAIRES DANS LE SECTEUR PRIVÉ ONT REFLUÉ EN 2016

(données corrigées des effets de calendrier; pourcentages de variation par rapport à l'année précédente, sauf mention contraire)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016 e
Coûts salariaux dans le secteur privé						
Salaires horaires bruts	2,6	2,8	2,4	1,0	0,4	1,0
Salaires conventionnels ⁽¹⁾	2,7	3,0	2,0	0,8	0,1	0,6
Adaptations conventionnelles réelles	0,0	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0
Indexation	2,7	2,8	1,9	0,8	0,1	0,6
Glissement des salaires et autres facteurs ⁽²⁾	-0,1	-0,2	0,4	0,2	0,3	0,4
Cotisations patronales ⁽³⁾	-0,5	0,1	0,1	0,1	-0,5	-1,3
Sécurité sociale	0,1	0,0	0,0	0,0	-0,2	-1,1
Autres cotisations ⁽⁴⁾	-0,5	0,1	0,1	0,1	-0,2	-0,3
Coûts salariaux horaires dans le secteur privé	2,1	3,0	2,4	1,1	0,0	-0,4
Idem, selon le concept économique ⁽⁵⁾	2,1	3,0	2,4	1,0	-0,1	-0,3
<i>p.m. Coûts salariaux par unité produite dans le secteur privé ...</i>	<i>2,3</i>	<i>3,5</i>	<i>2,3</i>	<i>-0,2</i>	<i>-1,1</i>	<i>-0,2</i>
<i>Idem, selon le concept économique⁽⁵⁾</i>	<i>2,3</i>	<i>3,5</i>	<i>2,3</i>	<i>-0,3</i>	<i>-1,1</i>	<i>-0,1</i>
Coûts salariaux horaires dans le secteur public	3,7	3,4	3,1	1,7	1,2	1,7
dont: Indexation	2,7	2,5	2,3	0,0	0,0	1,0
Coûts salariaux horaires pour l'ensemble de l'économie	2,4	3,1	2,6	1,2	0,2	0,1

Sources: ICN, ONSS, SPF ETCS, BNB.

(1) Augmentations salariales définies en commissions paritaires.

(2) Augmentations et primes octroyées par les entreprises en sus des conventions collectives interprofessionnelles et sectorielles; glissement des salaires résultant de changements dans la structure de l'emploi et erreurs de mesure; contribution à la variation des coûts salariaux, points de pourcentage.

(3) Contribution à la variation des coûts salariaux résultant de modifications des taux implicites de cotisation, points de pourcentage.

(4) Cotisations sociales effectives qui ne sont pas versées aux administrations publiques, y compris les primes pour assurances-groupe et fonds de pension ou institutions de retraite professionnelle, et cotisations imputées, à l'inclusion des indemnités de licenciement.

(5) Les coûts salariaux selon le concept économique ne correspondent pas aux données des comptes nationaux: ils comprennent également les réductions des cotisations pour groupes cibles et les subventions salariales, si bien que ce concept rend mieux compte des coûts salariaux réels des entreprises.

plus important, sous l'effet principalement de la conversion, en avril 2016, de l'exonération généralisée du précompte professionnel de 1 % en une diminution généralisée des cotisations. Alors que cette exonération était auparavant enregistrée comme une autre subvention sur la production, si bien que, dans les comptes nationaux, elle n'apparaissait pas dans la masse salariale, elle est désormais bel et bien prise en compte. De ce fait, la variation annuelle des coûts salariaux est biaisée à la baisse, alors même que cette modification méthodologique n'affecte pas le coût effectif du travail supporté par les employeurs. Les écarts entre ces concepts apparaissent faibles, et tous deux pointent un léger reflux des coûts salariaux en moyenne annuelle, ce qui est exceptionnel.

Dans la mesure où les coûts salariaux dans le secteur public se sont pour leur part alourdis, les coûts salariaux horaires dans l'ensemble de l'économie ont enregistré une très faible progression de 0,1 % sur un an.

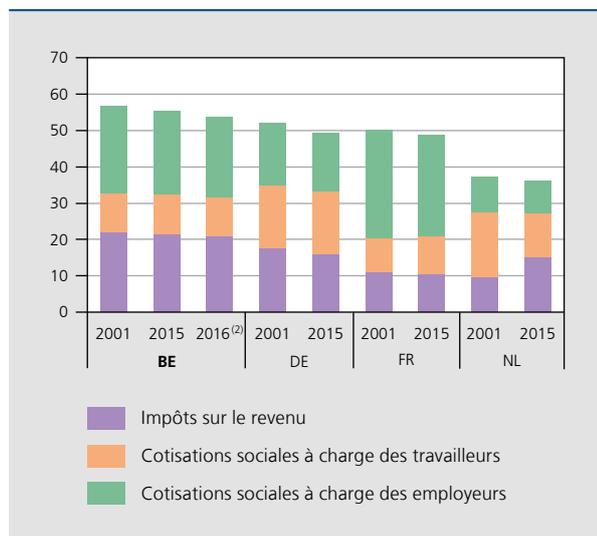
L'allègement des coûts salariaux à charge des employeurs ne signifie pas pour autant que les salaires nets

des travailleurs se sont eux aussi infléchis. Au contraire, le salaire net s'est accru en 2016, sous l'effet conjugué d'une modification du bonus fiscal à l'emploi, de hausses du forfait légal déductible des frais professionnels et de la quotité exemptée, ainsi que d'une réforme des tranches d'imposition. À compter de l'année de revenus 2016 (exercice fiscal 2017), le seuil de revenus à partir duquel s'applique la tranche d'imposition de 30 % sera progressivement relevé, et cette tranche d'imposition disparaîtra entièrement à partir de l'année de revenus 2018. Le montant des frais professionnels forfaitaires, qui avait déjà été majoré en 2015, a une nouvelle fois été sensiblement augmenté au début de 2016. De même, le bonus fiscal à l'emploi, un abattement d'impôt pour les travailleurs faiblement rémunérés, a encore été renforcé, après qu'il avait déjà été relevé en 2015.

De manière générale, le coin fiscal, c'est-à-dire la différence entre les coûts salariaux totaux incombant à l'employeur et le salaire net du travailleur, continue de diminuer sous l'effet de ces mesures. Pour autant, en

GRAPHIQUE 38 COMPARÉE AUX ÉTATS MEMBRES DE L'UE ET À SES PAYS VOISINS, LA BELGIQUE PRÉSENTE UN COÛT FISCAL TOUJOURS IMPORTANT⁽¹⁾

(prélèvements sur les revenus du travail, pourcentages des coûts du travail pour les employeurs)



Sources : CE, OCDE, BNB.

(1) Entreprises employant dix travailleurs au moins, pour un isolé sans charge de famille qui perçoit un salaire moyen. Cette comparaison ne tient pas compte des subventions salariales.

(2) Estimation provisoire pour la Belgique en 2016.

2016, il devrait demeurer supérieur en Belgique à celui des pays voisins.

Le handicap salarial cumulé depuis 1996 a disparu en 2016

Il est important pour la Belgique, économie ouverte dont les trois principaux pays voisins sont également ses trois plus grands partenaires commerciaux, que la croissance des salaires ne s'écarte pas trop de celle observée en moyenne en France, en Allemagne et aux Pays-Bas. Selon le secrétariat du Conseil central de l'économie (CCE), l'évolution des coûts salariaux horaires en Belgique s'est globalement inscrite en ligne avec la moyenne des trois pays voisins entre 1996 et 2005. Un handicap est apparu par la suite, qui a culminé à 4,8 % en 2008. Depuis lors, le handicap salarial s'est peu à peu résorbé, pour finalement disparaître entièrement en 2016 – la fourchette calculée selon les différentes estimations utilisées par le CCE s'établissant de -0,2 à 0,0 % –, à la

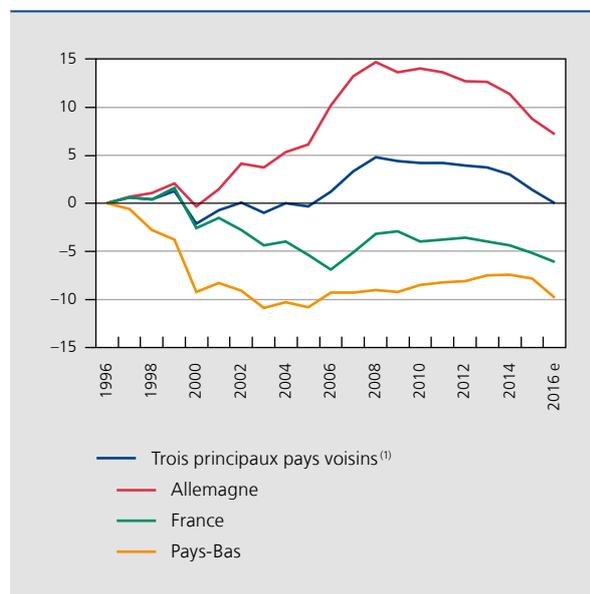
faveur, principalement, des mesures de modération salariale imposées par les pouvoirs publics. Les partenaires sociaux ne parvenant plus, depuis 2010, à s'accorder sur la norme salariale, qui détermine l'évolution des salaires conventionnels, c'est en effet le gouvernement lui-même qui a fixé cette norme.

Cette référence moyenne, telle qu'elle est définie par la loi, masque par ailleurs le fait que, durant cette période, un avantage salarial a été engrangé par rapport à la France et aux Pays-Bas, alors même que les entreprises belges accusent toujours un net handicap salarial vis-à-vis de leurs homologues allemandes.

Dans l'optique d'éviter à l'avenir tout dérapage dans l'évolution des coûts salariaux par rapport aux trois pays voisins, le gouvernement fédéral a établi durant l'automne de 2016 un projet de loi proposant une série de modifications à apporter à la loi de 1996 relative à la promotion de l'emploi et à la sauvegarde préventive de la compétitivité (cf. encadré 3).

GRAPHIQUE 39 LE HANDICAP DE LA BELGIQUE EN MATIÈRE DE SALAIRES HORAIRES A DISPARU EN 2016

(écarts en pourcentage de l'évolution cumulée depuis 1996 des coûts salariaux horaires dans le secteur privé par rapport aux trois principaux pays voisins)



Sources : CCE, BNB.

(1) Moyenne pondérée sur la base de l'importance relative du PIB.

Encadré 3 – Projet de loi modifiant la loi du 26 juillet 1996 relative à la promotion de l’emploi et à la sauvegarde préventive de la compétitivité

En 1996 a été promulguée la loi relative à la promotion de l’emploi et à la sauvegarde préventive de la compétitivité. Par ce texte, le gouvernement fédéral entendait aligner l’évolution des coûts salariaux sur celles observées chez les trois principaux partenaires commerciaux que sont l’Allemagne, la France et les Pays-Bas. Entre 2005 et 2008, la Belgique a cependant accumulé un handicap salarial, qui n’a pu être résorbé qu’en 2016. La pratique a donc montré que la loi ne suffisait pas toujours pour prévenir un dérapage des coûts salariaux. C’est ce qui a amené le gouvernement fédéral à proposer en 2016 une série d’adaptations, qui ont été précisées dans un projet de loi soumis à l’approbation du Parlement.

Ce projet applique les mêmes principes de base que la loi de 1996. Ainsi, la hausse des salaires nominaux attendue en moyenne dans les trois principaux pays voisins reste la référence pour déterminer la marge maximale de croissance des salaires, tandis que les partenaires sociaux continuent de négocier la norme salariale et que le fonctionnement des mécanismes d’indexation automatique est préservé. Si toutefois le handicap salarial venait à se creuser à un point tel que, à en juger par les perspectives disponibles à ce moment-là, il ne pourrait plus être résorbé dans les deux ans, le gouvernement pourrait, dans le respect de l’avis des partenaires sociaux, prendre des mesures permettant, le cas échéant, de limiter l’indexation.

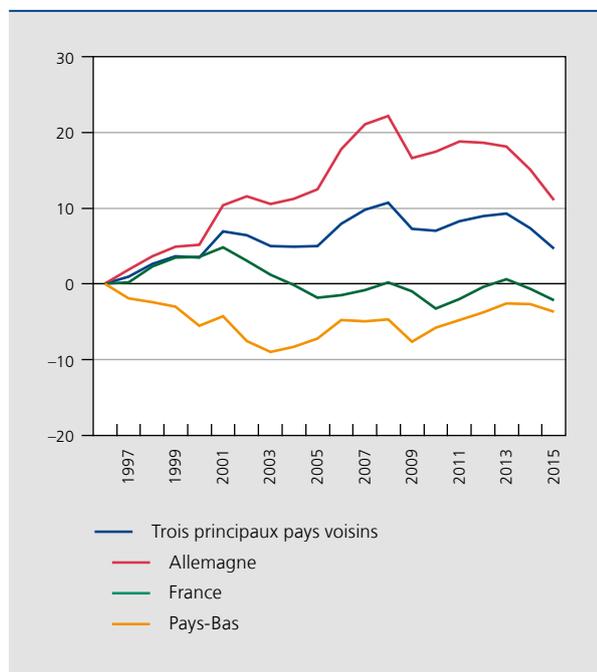
L’adaptation majeure concerne le mode de calcul mis en œuvre pour définir, tous les deux ans, la marge maximale disponible pour la croissance réelle des coûts salariaux. Désormais, le Conseil central de l’économie (CCE) doit prendre en considération, outre l’évolution attendue des coûts salariaux nominaux dans les pays voisins et les perspectives d’indexation en Belgique, un terme de correction et une marge de sécurité. Le terme de correction élargira la marge de négociation lorsque la marge de sécurité établie lors des négociations précédentes n’a pas été utilisée (ou ne l’a été que partiellement) ou quand un avantage en matière de coûts salariaux s’est dégagé. Si, en revanche, il est question d’un handicap salarial, il réduira la marge disponible. La marge de sécurité a quant à elle été instaurée pour tenir compte d’erreurs de prévision relatives à l’évolution attendue des coûts salariaux nominaux dans les pays voisins et à l’indexation en Belgique; elle se montera, au minimum, à 0,5 point de pourcentage. Grâce à ces adaptations, la marge maximale devrait automatiquement être corrigée lorsque l’évolution des coûts salariaux dans les pays voisins est surestimée et/ou quand l’inflation en Belgique est sous-estimée, si bien que les coûts salariaux ne pourront dériver longuement par rapport aux trois pays voisins.

Lors du calcul de la marge disponible, ni les subventions salariales, ni les réductions de charges découlant du tax shift lorsque celles-ci sont supérieures aux abattements accordés dans le cadre du pacte de compétitivité ne peuvent être prises en considération. Par ailleurs, le CCE doit calculer non seulement le handicap accumulé depuis 1996 au niveau des coûts salariaux horaires, mais aussi le handicap historique, c’est-à-dire le handicap salarial constitué par rapport aux trois pays voisins avant l’entrée en vigueur de la loi de 1996. Tant que ce handicap historique n’aura pas été ramené à zéro, des diminutions des cotisations sociales seront en partie automatiquement utilisées pour résorber cet écart.

Les amendements apportés à la loi de 1996 ont d’importantes conséquences sur le calcul du handicap salarial et, partant, de la marge de négociation disponible aux fins de la concertation sociale. Ainsi, la hausse des coûts salariaux horaires en 2016 est plus vive lorsqu’il ne peut être tenu compte des réductions des cotisations octroyées au titre du tax shift. Le projet de loi prévoit par ailleurs que le CCE est également tenu, dans ses rapports techniques, de calculer un handicap salarial absolu qui compare le niveau des salaires en Belgique avec ceux des pays voisins, ainsi qu’un handicap absolu tenant compte de l’écart de productivité. De plus, il doit aussi calculer un handicap salarial prenant en considération l’ensemble des baisses des cotisations sociales et des subventions salariales accordées depuis 1996 en Belgique et dans les pays voisins. Lors des négociations salariales, les partenaires sociaux devront aussi tenir compte de ces handicaps. Comme dans le cadre de la précédente loi, la référence en matière de handicap salarial reste cependant l’écart accumulé depuis 1996 en termes de croissance des coûts salariaux horaires. La norme salariale sur laquelle s’accorderont les partenaires sociaux sera d’ailleurs coulée dans une CCT du Conseil national du travail (CNT), ce qui lui procurera une valeur juridique solide et permettra de sanctionner tout dépassement.

GRAPHIQUE 40 LE HANDICAP EN MATIÈRE DE COÛTS SALARIAUX PAR UNITÉ PRODUITE⁽¹⁾ DIMINUE DEPUIS 2014

(écarts cumulés depuis 1996 pour le secteur des entreprises⁽²⁾ en Belgique, pourcentages)



Source : CE.

(1) Un signe positif implique que les coûts salariaux par unité produite progressent plus rapidement en Belgique qu'en moyenne dans les trois principaux pays voisins.

(2) Le secteur des entreprises se compose des branches d'activité NACE de B à N et comprend l'industrie, la construction et les services marchands. Il peut être considéré comme une approximation du secteur privé.

En janvier 2017, sur la base de ces nouvelles dispositions, le CCE a fixé à 1,1 % la marge maximale disponible pour l'augmentation des salaires réels pour la période 2017-2018. Cette marge a été reprise dans le projet d'accord interprofessionnel conclu par les partenaires sociaux. Le projet de loi prévoit également que le CCE chiffre l'écart historique en matière de coûts salariaux, c'est-à-dire celui qui prévalait en 1996. Cela n'avait pas encore été fait au moment de clôturer le présent Rapport.

Le handicap salarial, qui, jusqu'ici, sert de référence aux fins des négociations salariales, ne tient pas compte de l'évolution de la productivité. Cette dernière constitue pourtant un facteur important pour évaluer la croissance des coûts salariaux. D'un point de vue économique, une progression plus rapide des

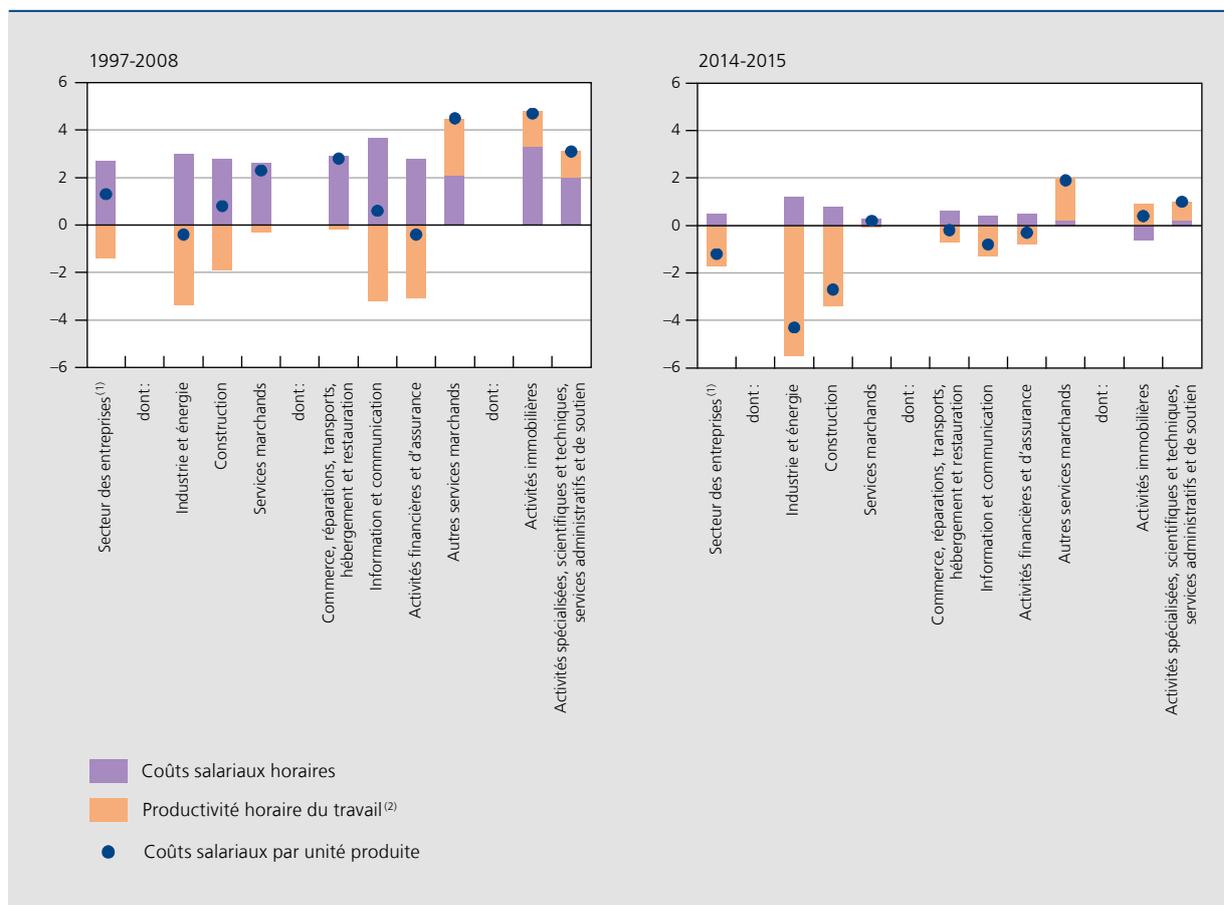
coûts salariaux horaires peut en effet être acceptable, pour autant qu'elle reflète une accélération des gains de productivité. Ces deux aspects sont pris en compte dans les coûts salariaux par unité produite. En Belgique, ces coûts se sont repliés en 2014 et en 2015, avant de se stabiliser en 2016. Le handicap sur le plan des coûts salariaux par unité produite s'est encore allégé, les pays voisins ayant enregistré une augmentation plus prononcée que la Belgique. Le handicap salarial cumulé depuis 1996 n'a toutefois pas encore totalement disparu ; il tient intégralement à l'évolution défavorable vis-à-vis de l'Allemagne.

Néanmoins, l'évolution des coûts salariaux horaires demeure aussi un indicateur important qu'il faut prendre en considération. En effet, les entrepreneurs peuvent tenter de compenser un dérapage des coûts salariaux horaires en procédant à des investissements qui vont accroître l'intensité en capital et, partant, réduire les forces de travail nécessaires au processus de production. Une telle réponse permet certes de comprimer sensiblement les coûts salariaux par unité produite, mais elle exerce une influence négative sur l'emploi.

La comparaison entre l'évolution des coûts salariaux par heure ouvrée et par unité produite dans le secteur des entreprises en Belgique au cours de la période récente, qui s'est caractérisée par une forte modération salariale, et celle notée de 1997 à 2008 – les premières mesures de modération salariale ayant été adoptées en 2009 et celles-ci ayant été accompagnées de réductions substantielles des cotisations sociales, la comparaison à partir de ce point pourrait être faussée – montre à quel point la politique de modération salariale a été efficace s'agissant de la croissance des coûts salariaux dans toutes les branches d'activité. La hausse annuelle moyenne des coûts salariaux par heure ouvrée et par unité produite dans la quasi-totalité des branches d'activité de 1997 à 2008 était en effet nettement supérieure à celle relevée en 2014 et 2015. En ce qui concerne l'ensemble du secteur des entreprises, les coûts salariaux par unité produite affichaient encore une progression annuelle moyenne de 1,3 % durant la période 1997-2008, alors qu'ils se sont infléchis de 1,2 % par an en 2014 et 2015. Cette diminution est due aux contractions observées dans l'industrie et dans la construction, ainsi qu'à la décélération marquée des coûts salariaux par unité produite dans les services marchands, à la faveur d'une quasi-stabilisation des coûts salariaux horaires.

GRAPHIQUE 41 LES COÛTS SALARIAUX SE SONT REPLIÉS DANS LA PLUPART DES BRANCHES DU SECTEUR DES ENTREPRISES

(croissance annuelle moyenne, pourcentages)



Sources: CE, ICN, BNB.

(1) Le secteur des entreprises se compose des branches d'activité NACE de B à N et comprend l'industrie, la construction et les services marchands. Il peut être considéré comme une approximation du secteur privé.

(2) Un signe positif implique que la productivité du travail en Belgique diminue.

3.2 Persistance de l'inflation élevée en Belgique

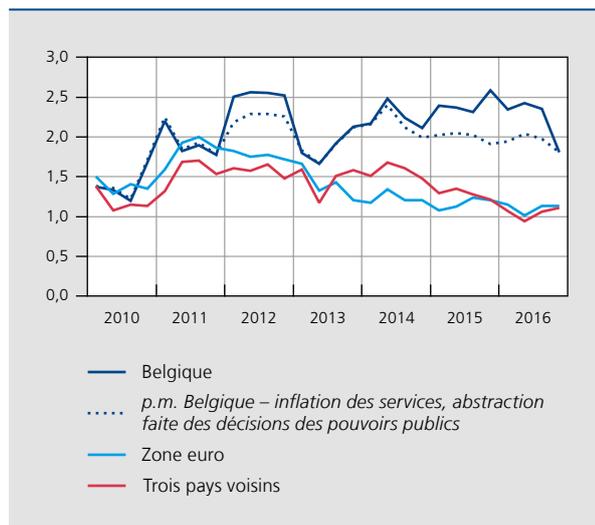
L'inflation des services est demeurée élevée en Belgique, contrairement au reste de la zone euro

Pour de nombreuses entreprises, les coûts salariaux constituent une part significative des coûts totaux de production et peuvent donc être un facteur important de la fixation des prix. Par conséquent, la modération salariale observée en Belgique depuis plusieurs années devrait tempérer l'évolution des prix. Cela devrait être particulièrement le cas des prix des services, les coûts salariaux représentant une plus grande part des coûts de production des services que d'autres composantes de l'indice des prix. Or, les renchérissements dans le secteur des services sont constamment demeurés élevés en Belgique.

L'inflation des services s'est montée à 2,2 % en 2016, contribuant ainsi à hauteur de 0,9 point de pourcentage à l'inflation totale, qui est pour sa part ressortie à 1,8 %. Les deux années précédentes, les prix des services avaient augmenté à un rythme globalement identique, à savoir de 2,4 % en 2015 et de 2,2 % en 2014. En revanche, dans les pays voisins, la hausse a systématiquement été inférieure, et elle a poursuivi son ralentissement, s'établissant à, respectivement, 1,6 % en 2014 et 1,3 % en 2015, avant d'encre reculer en 2016, pour retomber à 1 %. Dans la zone euro aussi, l'inflation des services a oscillé aux alentours de 1 % en 2016. Dans ce contexte, un groupe de travail, constitué d'experts du Bureau fédéral du plan, du SPF Économie et de la Banque, a été mis sur pied à la mi-2016 aux fins d'examiner les causes de la vive inflation des services en Belgique. Ce groupe devra faire rapport au ministre de l'Économie dans le courant de 2017.

GRAPHIQUE 42 L'INFLATION DES SERVICES RESTE ÉLEVÉE EN BELGIQUE, MAIS RALENTIT DANS LES TROIS PAYS VOISINS ET DANS LA ZONE EURO

(variations annuelles en pourcentage)



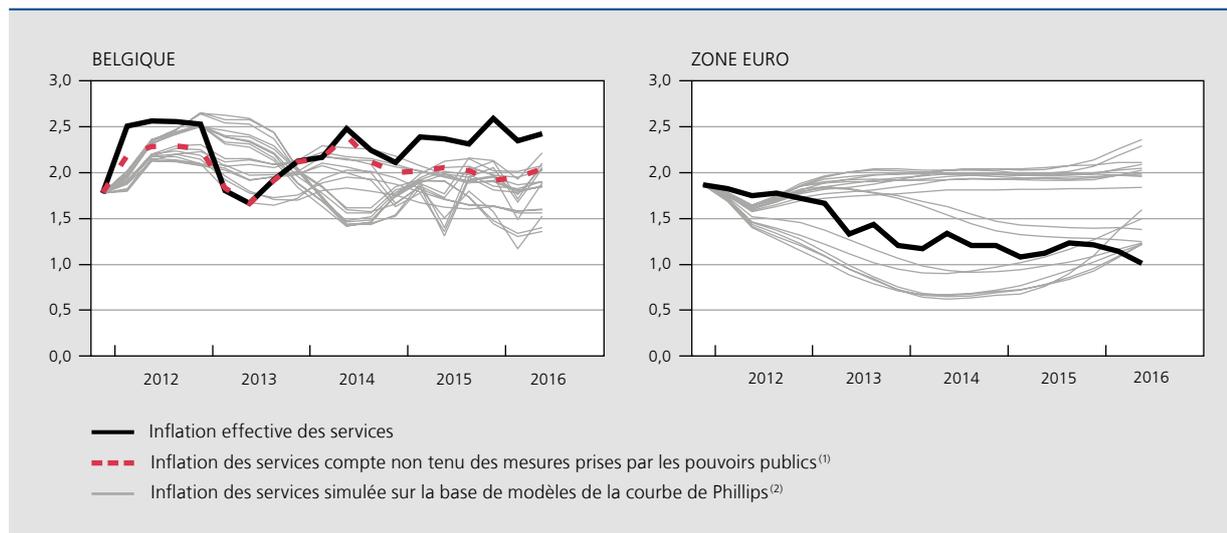
Sources : CE, BNB.

Outre par les coûts salariaux, les coûts des entreprises des branches des services sont également largement déterminés, comme dans d'autres branches d'activité, par ceux des biens de consommation intermédiaire, y compris ceux qui sont importés. Il s'agit par exemple des carburants, qui représentent un input important pour les services de transport, ou des produits alimentaires, pour l'horeca. Par ailleurs, les marges bénéficiaires des entreprises influencent aussi les prix de vente. Elles sont notamment liées à l'intensité de la concurrence : plus celle-ci est forte, plus le prix de vente doit être fixé de manière serrée, ce qui comprime les marges bénéficiaires des entreprises. La position dans le cycle conjoncturel joue également un rôle à cet égard : en général, l'inflation augmente en période de haute conjoncture, en raison de la demande accrue de biens de consommation, mais aussi de pressions plus fortes sur les salaires. Enfin, les décisions des pouvoirs publics exercent elles aussi une incidence considérable sur la formation des prix de certains services.

Compte tenu de leur inflation élevée en Belgique, l'évolution des prix des services mérite qu'on y consacre une analyse détaillée. À cette fin, on a recours à des courbes de Phillips, qui reflètent le lien entre les variables

GRAPHIQUE 43 CONTRAIREMENT À CELLE DE LA ZONE EURO, L'INFLATION DES SERVICES EN BELGIQUE EST PLUS ÉLEVÉE QUE LES PRÉVISIONS EFFECTUÉES SUR LA BASE DES VARIABLES MACROÉCONOMIQUES

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : BCE, BNB.

(1) Estimation de l'évolution de l'inflation des services, abstraction faite des mesures suivantes prises par les pouvoirs publics : les hausses des tarifs de la collecte des eaux usées en janvier 2012, janvier 2014 et janvier 2015, les augmentations des tarifs de la collecte des déchets en mai 2014 et mai 2015, le relèvement de la TVA sur les abonnements à la télédistribution en janvier 2012, l'assujettissement à la TVA des notaires à partir de janvier 2012, la hausse des tarifs des services médicaux due à l'harmonisation du ticket modérateur auprès des spécialistes en janvier 2015, et l'augmentation des droits d'inscription dans l'enseignement supérieur en Flandre en octobre 2015.

(2) Inflation des services obtenue sur la base de modèles de la courbe de Phillips, pour lesquels différentes spécifications ont été estimées, qui utilisent les variables suivantes : les coûts salariaux par unité produite (qui, outre les coûts salariaux horaires, tiennent aussi compte de la productivité) dans les branches des services, le PIB en volume, les prix à l'importation des concurrents hors zone euro, l'inflation passée des services, la confiance des consommateurs, les cours du pétrole, le taux de chômage et les investissements en volume. Les données portent sur la période allant du premier trimestre de 1998 au deuxième trimestre de 2016. La prévision conditionnelle de l'inflation des services commence au premier trimestre de 2012.

macroéconomiques conjoncturelles et les hausses des prix. L'inflation des services est à chaque fois estimée à l'aide d'un modèle à trois variables macroéconomiques. Les prévisions conditionnelles de l'inflation des services qui en découlent à partir de 2012 – c'est-à-dire l'année au cours de laquelle l'inflation des services en Belgique a commencé à s'écarter de celles des pays voisins et de la zone euro – indiquent que, depuis la fin de 2014, l'inflation effective des services en Belgique est nettement supérieure aux prévisions effectuées sur la base du contexte macroéconomique. Les déterminants qui expliquaient dans le passé une grande part de l'inflation des services ne sont dès lors plus d'application. Cette conclusion vaut d'ailleurs également si on fait débiter la prévision conditionnelle en 2009, soit à l'entame de la phase de modération salariale. Des facteurs autres que le contexte économique ont donc entraîné une accélération particulièrement vive de l'inflation des services ces dernières années.

L'écart d'inflation des services observé depuis 2012 entre la Belgique, d'une part, et les pays voisins ou la zone euro, d'autre part, n'est pas uniquement imputable aux hausses de prix « trop substantielles » enregistrées en Belgique. En effet, une analyse similaire pour la zone euro suggère que l'inflation effective des services y a été plutôt faible par rapport aux prévisions réalisées à l'aide des modèles macroéconomiques. Le degré de dispersion des estimations pour la zone euro est toutefois important, de sorte que les résultats en question sont moins fiables.

L'une des causes de la hausse de l'inflation des services en Belgique réside dans l'indexation des prix de certains services sur la base de l'évolution de l'indice des prix à la consommation ou d'un autre indicateur de prix. Ces prix sont adaptés une ou plusieurs fois par an, généralement à des moments fixes. Il s'agit par exemple de l'indexation des loyers, des tarifs des transports en commun et des primes d'assurance-incendie. Un tel comportement d'indexation fondé sur l'évolution récente des prix crée une forme de persistance de l'inflation. Ces mécanismes auraient dû conduire à une diminution de l'inflation des services concernés, à la suite de la baisse de l'inflation en 2014 et en 2015. Cela n'a toutefois été le cas que de manière limitée.

Par ailleurs, certains importants opérateurs de télécommunications ont relevé leurs tarifs en février 2015 et au début de 2016, faisant ainsi grimper l'inflation dans cette catégorie à 4,2 % en moyenne en 2016. Son poids dans les services étant de 6,5 %, elle a contribué à l'inflation des services à hauteur de 0,3 point de pourcentage. Elle l'avait freinée dans le passé, mais de manière moindre que dans les trois pays voisins: de 2012 à 2016, la

contribution des télécommunications au renchérissement des services avait été en moyenne de -0,04 point de pourcentage en Belgique, contre -0,19 point de pourcentage dans les pays voisins.

Les mesures prises par les pouvoirs publics ont elles aussi exercé une incidence significative sur l'inflation des services. En 2016, l'augmentation des droits d'inscription dans l'enseignement supérieur en Flandre (0,6 % du panier de consommation des ménages) a largement contribué – à hauteur de 0,4 point de pourcentage – à l'inflation des services jusqu'en septembre. Les relèvements des accises sur l'alcool et l'instauration de la taxe dite santé sur les sodas, mesures adoptées dans le cadre du tax shift, ont gonflé davantage encore les hausses des prix dans les cafés et les restaurants, jusqu'à 3,2 %, contre 2,7 % en 2015. Selon toute vraisemblance, les prix dans l'horeca ont également augmenté en raison de l'obligation d'utiliser une caisse blanche à partir de janvier 2016, mais l'effet de cette dernière mesure est difficilement dissociable d'autres adaptations de prix. En 2016, tout comme les années précédentes, ce sont les restaurants et les cafés, soit une part de 6,4 % dans le panier de consommation, qui ont le plus contribué à l'inflation des services, à savoir de 0,5 point de pourcentage environ, contre 0,4 point en 2015.

Au cours des années précédentes, certaines mesures prises par les pouvoirs publics avaient déjà alimenté l'inflation des services. Ainsi, les taxes indirectes sur certains services ont été majorées en 2012, tout comme les tarifs des services médicaux en 2015 et ceux de la collecte des eaux usées en 2014 et en 2015.

Si on fait abstraction de toutes les mesures précitées, l'évolution effective des prix dans les branches des services correspond mieux aux courbes de Phillips estimées, mais elle est toujours supérieure aux prévisions établies sur la base de la majorité des spécifications. Il semble dès lors qu'en Belgique, l'inflation des services, compte non tenu de l'incidence des décisions prises par les pouvoirs publics, oscille constamment aux alentours de 2 %, indépendamment du contexte macroéconomique. Cette situation peut s'expliquer en partie par le fait que les entreprises de services sont moins soumises à la concurrence, qu'elle soit domestique ou étrangère, que celles d'autres branches d'activité.

Dans son rapport au ministre de l'Économie, le groupe de travail procédera à une analyse plus approfondie des causes de l'inflation des services plus élevée en Belgique. Cette analyse portera notamment sur le secteur des télécommunications et sur les restaurants et les cafés, qui ont contribué de manière prépondérante à l'écart par rapport aux pays voisins.

TABLEAU 8 INCIDENCE ESTIMÉE SUR L'INFLATION TOTALE DE CERTAINES MESURES PRISES PAR LES POUVOIRS PUBLICS
(points de pourcentage)

	2014	2015	2016
Catégories influencées par le tax shift ⁽¹⁾			
Produits alimentaires	0,1	0,1	0,2
Tabac	0,1	0,1	0,1
Boissons rafraîchissantes	0,0	0,0	0,0
Boissons alcoolisées	0,0	0,0	0,1
Énergie	-0,3	0,0	0,3
TVA sur l'électricité	-0,3	0,0	0,2
Carburants	0,0	0,0	0,1
Influence sur l'inflation d'autres mesures prises par les pouvoirs publics ⁽²⁾			
Électricité	0,0	0,1	0,4
Droits d'inscription dans l'enseignement supérieur en Flandre	0,0	0,0	0,1
Harmonisation du ticket modérateur auprès des spécialistes	0,0	0,1	0,0
Hausse des tarifs de la collecte des déchets et de la collecte des eaux usées	0,0	0,1	0,0
Total	0,1	0,4	1,0

Sources: CE, BNB.

(1) Le tax shift a été annoncé à la fin de 2015 et a porté sur toutes les catégories mentionnées. Certaines d'entre elles avaient toutefois déjà précédemment fait l'objet de mesures, qui figurent donc aussi dans ce tableau.

(2) Liste non exhaustive de mesures. Le tableau ne présente que les mesures ayant une incidence d'au moins 0,1 point de pourcentage sur l'inflation totale.

D'autres composantes que l'inflation des services ont été influencées par des mesures

Pour pallier les répercussions défavorables du tax shift sur le budget de l'État, un certain nombre de mesures compensatoires ont été adoptées. Depuis la fin de 2015, celles-ci ont contribué au rebond de l'inflation. D'abord, en novembre 2015, les accises sur l'alcool ont été sensiblement alourdies. À partir de ce même mois, le système de cliquet a permis de relever graduellement les accises sur le diesel et, parallèlement, de réduire celles sur l'essence, fût-ce dans une moindre mesure. Ensuite, en janvier 2016, les accises sur le tabac ont à leur tour été majorées, tandis que la taxe soda a été instaurée. Ces montants d'accises poursuivront leur progression au cours des années à venir, de sorte que ces mesures influenceront sur l'inflation jusqu'en 2019 au moins. Enfin, la TVA sur l'électricité est repassée à 21 % en septembre 2015, après avoir été abaissée à 6 % en avril 2014.

D'autres mesures ont fait nettement gonfler les prix de l'énergie, notamment celui de l'électricité. Ainsi, à partir de la mi-2015, les intercommunales ont été soumises à l'impôt des sociétés, ce qui a été très largement répercuté sur les prix à la consommation. C'est également à ce moment que la Flandre a introduit le tarif « Prosumer », par lequel les consommateurs qui produisent eux-mêmes une partie de leur électricité verte rémunèrent l'utilisation du réseau électrique. Ensuite, en mars 2016, la cotisation sur l'énergie a été fortement augmentée en Flandre, passant de 3 euros environ à 100 euros par an pour un ménage moyen. En outre, la gratuité du paquet de base « électricité » a été supprimée en Flandre, ce qui a été visible dans l'indice à partir de mai 2016. Toutes ces mesures, combinées au relèvement de la TVA dans le cadre du tax shift, ont entraîné en 2016 une hausse des prix de l'électricité de 28 % en moyenne.

En novembre 2015, une nouvelle norme européenne d'émission pour les véhicules est entrée en vigueur (passage de l'Euro 5 à l'Euro 6). Les modifications techniques requises pour respecter cette norme ont elles aussi été répercutées sur le prix payé par le consommateur final pour son automobile. En outre, à partir de janvier 2016, la Flandre a augmenté la taxe de mise en circulation (TMC), influençant le renchérissement des prix des biens industriels non énergétiques de l'ordre de 0,1 point de pourcentage.

Enfin, à la fin d'août 2015, les partenaires de la Concertation de la chaîne agroalimentaire belge ont conclu un accord en vue de soutenir les éleveurs belges de vaches laitières. À cette fin, de septembre 2015 à mai 2016, le secteur de la distribution a versé 14 cents par litre de lait vendu à un fonds. Ce montant a été répercuté intégralement sur le prix à la consommation du lait et s'est donc reflété dans les taux d'inflation. Au terme de l'accord, il a en revanche fallu attendre plusieurs mois avant de pouvoir observer une baisse des prix.

Par conséquent, l'écart d'inflation entre la Belgique et les trois pays voisins s'est à nouveau creusé

En 2016, l'inflation totale en Belgique s'est établie à 1,8 %, contre 0,6 % l'année précédente. Ce rebond est en grande partie attribuable à une moindre diminution des prix des produits énergétiques, due, d'une part, aux mesures précitées qui ont mené à une augmentation du prix de l'électricité et, d'autre part, à la progression du cours du baril de Brent, de sorte que l'inflation des produits dérivés du pétrole s'est avérée moins négative qu'en 2015. De même, les produits alimentaires ont contribué à l'accélération de l'inflation, sous l'effet des mesures prises dans le cadre du tax shift et

TABLEAU 9 INDICE DES PRIX À LA CONSOMMATION HARMONISÉ
(pourcentages de variation par rapport à l'année précédente)

	2013	2014	2015	2016	Trois pays voisins
					2016
IPCH	1,2	0,5	0,6	1,8	0,3
Produits énergétiques	-4,6	-6,0	-8,0	-0,6	-4,4
Produits alimentaires	3,6	0,8	1,8	3,1	0,9
Inflation sous-jacente ⁽¹⁾	1,5	1,5	1,6	1,8	0,9
Services	1,9	2,2	2,4	2,2	1,0
Biens industriels non énergétiques	1,0	0,3	0,5	1,0	0,6
<i>p.m. Indice-santé</i> ⁽²⁾	1,2	0,4	1,0	2,1	-

Sources: CE, DGS.

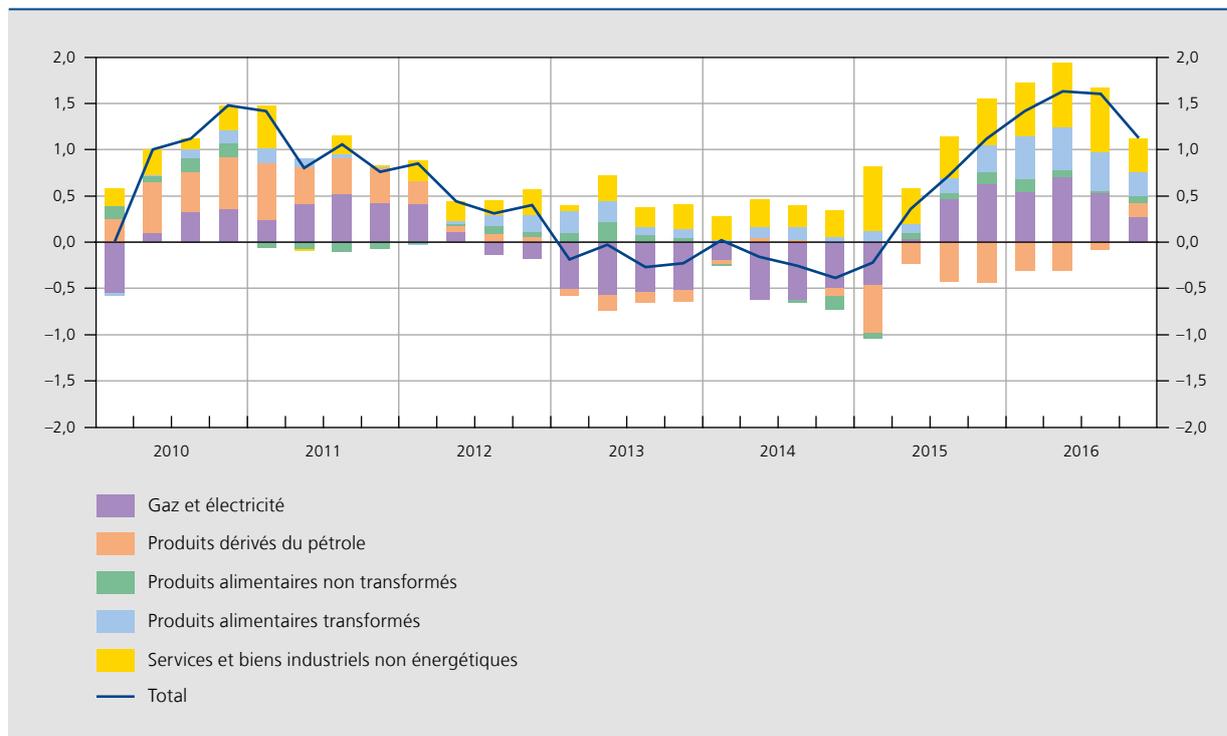
(1) Indice global des prix à la consommation harmonisé, abstraction faite des composantes volatiles, à savoir l'énergie et les produits alimentaires.

(2) Indice des prix à la consommation national, à l'exclusion des produits jugés nuisibles pour la santé, à savoir le tabac, l'alcool et les carburants.

de l'accord sur le lait: ces produits ont en moyenne renchéri de 3,1%, contre 1,8% en 2015. Par ailleurs, l'utilisation élargie, depuis janvier 2016, des données de scanner pour

calculer l'indice des prix, principalement en ce qui concerne les produits alimentaires, a semble-t-il exercé une influence haussière sur l'évolution des prix de cette catégorie.

GRAPHIQUE 44 L'ÉLECTRICITÉ, LES PRODUITS ALIMENTAIRES TRANSFORMÉS ET LES SERVICES ONT CONTRIBUÉ À L'ÉCART D'INFLATION ENTRE LA BELGIQUE ET LES TROIS PAYS VOISINS
(points de pourcentage)



Source: CE.

L'inflation sous-jacente, c'est-à-dire l'inflation totale abstraction faite des composantes volatiles que sont les produits alimentaires et l'énergie, est ressortie à 1,8 % en 2016, ne dépassant ainsi plus l'inflation totale pour la première fois depuis 2012. Comme indiqué précédemment, les prix des services ont poursuivi leur nette ascension. L'inflation des biens industriels non énergétiques, dont le poids dans l'inflation sous-jacente est moindre, s'est montée à 1 %, contre 0,5 % en 2015. Cette augmentation découle en grande partie des mesures (norme Euro 6 et hausse de la TMC) qui ont rendu l'achat de véhicules plus onéreux.

Les évolutions décrites ci-avant expliquent également l'écart d'inflation significatif, de l'ordre de 1,4 point de pourcentage, entre la Belgique et les trois pays voisins en 2016. Cet écart est principalement dû à l'électricité, aux produits alimentaires transformés et aux services, trois catégories dont les prix ont été lourdement influencés par les mesures prises par les pouvoirs publics. À l'inverse, les variations des prix des produits dérivés du pétrole ont contribué à réduire le différentiel d'inflation par rapport aux trois pays voisins. Les variations du cours du baril de Brent se répercutent traditionnellement davantage en Belgique que dans d'autres pays sur les prix à la consommation de ces produits. Les matières premières représentent en Belgique une plus grande part du prix à payer par le consommateur final, en raison, notamment, du très faible niveau des accises sur le mazout de chauffage, de sorte que les fluctuations du cours du baril de Brent exercent une incidence plus substantielle sur l'inflation mesurée. Le cours historiquement bas du baril de Brent observé ces dernières années, et retombé à un plancher au début de 2016, a donc modéré l'influence des fortes hausses de prix de l'électricité.

À la fin de l'année, l'écart d'inflation s'est atténué. Certaines mesures importantes, comme le relèvement de la TVA sur l'électricité et l'augmentation des droits

d'inscription dans l'enseignement supérieur en Flandre, ont alors cessé de se refléter dans l'évolution totale des prix. L'inflation en Belgique est néanmoins demeurée élevée, essentiellement en raison de la hausse du cours du baril de Brent. Dans les pays voisins, le renchérissement du pétrole a fait grimper l'inflation, qui est passée de 0,1 % au premier trimestre de 2016 à 0,8 % au dernier trimestre. La zone euro a elle aussi enregistré une évolution similaire.

L'indice-santé, c'est-à-dire l'indice des prix à la consommation national à l'exclusion de l'alcool, du tabac et des carburants, a progressé de 2,1 % en 2016, contre 1 % l'année précédente. Cet indicateur est notamment utilisé pour le calcul de l'indexation des salaires.

Tant les facteurs non récurrents, qui exercent une influence directe temporaire sur certaines composantes de l'inflation, que des facteurs plus structurels ont donc maintenu l'inflation à un niveau élevé. Les facteurs non récurrents sont toutefois susceptibles d'exercer des effets dits de second tour. Ainsi, les services dont l'évolution des prix est d'une certaine manière couplée à celle d'une mesure d'inflation génèrent un surcroît d'inflation. En outre, les mécanismes d'indexation automatique sont tels que les hausses de prix entraînent également à terme des augmentations salariales, celles-ci pouvant aussi engendrer de nouvelles hausses de prix. Dès lors, l'incidence directe initialement temporaire peut devenir structurelle. Une telle spirale prix-salaires est moins probable dans les trois principaux pays voisins, puisqu'ils n'appliquent pas d'indexation automatique. Par conséquent, les mesures prises par les pouvoirs publics qui font grimper les prix peuvent à terme éroder la compétitivité de notre pays. À cet égard, en introduisant un mécanisme de correction automatique en cas de dérapage imprévu, l'adaptation de la loi de 1996 relative à la promotion de l'emploi et à la sauvegarde préventive de la compétitivité pourrait permettre de faire obstacle à ce type d'évolutions.



Épargne et financement
de l'économie belge

4. Épargne et financement de l'économie belge

4.1 Les conditions de financement soutiennent les opérations des sociétés non financières

Les entreprises belges ont à nouveau étendu leurs actifs en 2016

En 2016, les entreprises belges ont mis à profit l'amélioration de leur rentabilité et la baisse de leurs coûts de

financement pour renforcer leurs capacités de production. Leurs investissements en capital fixe, notamment, sont restés substantiels durant les neuf premiers mois de l'année, se chiffrant à 41,6 milliards d'euros, après avoir déjà atteint un niveau élevé en 2015. En outre, certaines entreprises ont élargi le champ de leurs activités par le biais d'opérations de fusion et d'acquisition, y compris parfois au travers de prises de participation dans le capital de sociétés non résidentes. Depuis 2015, ces opérations transfrontalières

TABLEAU 10 TRANSACTIONS NETTES DES SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES
(données consolidées, milliards d'euros)

	2011	2012	2013	2014	2015	Neuf premiers mois	
						2015	2016
Actifs non financiers	56,3	54,4	53,3	58,4	59,5	45,2	41,5
Formation brute de capital fixe	50,9	52,5	52,7	55,9	57,8	41,3	41,6
Autres actifs non financiers ⁽¹⁾	5,5	1,9	0,5	2,4	1,7	3,9	-0,1
Actifs financiers	111,5	63,3	0,9	42,9	18,1	24,8	47,7
Numéraire et dépôts	1,4	-8,8	5,9	-7,5	-1,5	1,8	11,0
Actifs intragroupes ⁽²⁾	102,9	67,4	-0,8	57,4	18,9	22,9	-4,4
Autres	7,2	4,6	-4,3	-7,1	0,7	0,1	41,0
Engagements financiers	114,1	52,3	1,0	45,9	24,7	28,7	28,7
Crédits bancaires	3,7	-1,7	5,7	-2,7	0,2	1,1	2,1
Titres de créance	3,2	6,3	5,6	4,8	5,4	2,9	12,9
Engagements intragroupes ⁽²⁾	92,3	38,4	-6,3	34,5	17,8	23,8	20,0
Autres	15,0	9,3	-4,0	9,2	1,3	0,9	-6,3
<i>p.m. Excédent brut d'exploitation</i>	<i>86,4</i>	<i>85,2</i>	<i>85,8</i>	<i>88,9</i>	<i>94,8</i>	<i>72,2</i>	<i>76,4</i>

Sources: ICN, BNB.

(1) Comprennent la variation des stocks et les acquisitions d'actifs non financiers non produits.

(2) Transactions réalisées avec le secteur non bancaire étranger, ainsi qu'avec les institutions financières captives et les prêteurs non institutionnels, à l'exclusion de celles sur titres de créance.

ont soutenu les investissements directs à l'étranger, dont l'évolution récente est examinée de façon plus détaillée dans l'encadré 4. En 2016, la reprise de SABMiller par AB InBev a porté sur des montants colossaux. Elle explique à elle seule la majeure partie des 47,7 milliards d'euros de nouveaux actifs financiers acquis par les sociétés non financières au cours des neuf premiers mois de l'année⁽¹⁾.

Les investissements réalisés en 2016 par les sociétés non financières ont notamment été facilités par les ressources internes dégagées grâce à l'accroissement de leurs bénéfices. L'excédent brut d'exploitation qu'elles ont engrangé au cours des neuf premiers mois de l'année est en effet passé de 72,2 milliards d'euros en 2015 à 76,4 milliards

en 2016. Certaines entreprises n'ont pas consacré l'entièreté de cet excédent à la formation brute de capital fixe ou à des investissements directs. Le surplus est dès lors venu renforcer encore leurs réserves de liquidités. Au total, au cours des neuf premiers mois de 2016, les sociétés non financières ont ainsi accumulé 11 milliards d'euros sous la forme de numéraire ou de dépôts bancaires. À la fin du troisième trimestre, l'encours de ces réserves équivalait à 25,2 % du PIB, contre 24,2 % un an auparavant. L'augmentation des liquidités peut traduire un certain attentisme de la part des entreprises qui, dans le contexte actuel, peuvent manquer d'opportunités d'investissement ou de perspectives de rendement suffisamment certaines. Ces liquidités constituent cependant aussi un gage de développement futur, en ce sens qu'elles leur permettront de financer une partie de leurs projets à venir. Elles sont par ailleurs de nature à faciliter leur fonctionnement, en alimentant leur fonds de roulement.

(1) Cette acquisition n'ayant pas été finalisée à la fin du troisième trimestre de 2016, la majeure partie des fonds accumulés pour la financer étaient alors encore investis dans des actifs liquides. Dans les comptes financiers, cette opération n'apparaît donc pas encore parmi les investissements sous la forme de participations dans des sociétés étrangères.

Encadré 4 – Opérations de fusion et d'acquisition : les multinationales et l'économie belge

Porté notamment par le financement peu onéreux et par l'abondance de liquidités dont disposent certaines entreprises, le nombre d'opérations de fusion et d'acquisition dans le monde est reparti à la hausse ces dernières années, après qu'il s'était replié pendant la crise financière. Les opérations transfrontalières sont comptabilisées dans les statistiques des investissements directs étrangers (IDE) et donnent lieu à une importance croissante des multinationales.

À l'échelle mondiale, les investissements directs annuels exprimés en pourcentage du PIB ont atteint en 2015 leur niveau le plus élevé depuis l'éclatement de la crise financière en 2008, en raison, entre autres, de l'augmentation du nombre d'opérations de fusion et d'acquisition transfrontalières. C'est surtout dans l'industrie qu'une vague de consolidation a pu être observée en 2015. Cette tendance semble s'être poursuivie en 2016, bien que l'issue du referendum britannique sur la sortie de l'UE et, plus tard, celle du scrutin présidentiel aux États-Unis puissent entraver la reprise de l'internationalisation. Le niveau des investissements directs sous la forme de participations dans le capital social indique que, en Belgique également, les opérations de fusion et d'acquisition ont été relativement nombreuses à partir de 2015, en particulier celles opérées par des entreprises belges à l'étranger. Bien qu'il n'existe pas encore de statistiques annuelles pour 2016, celles-ci seront dans une large mesure déterminées par la reprise de SABMiller par AB InBev.

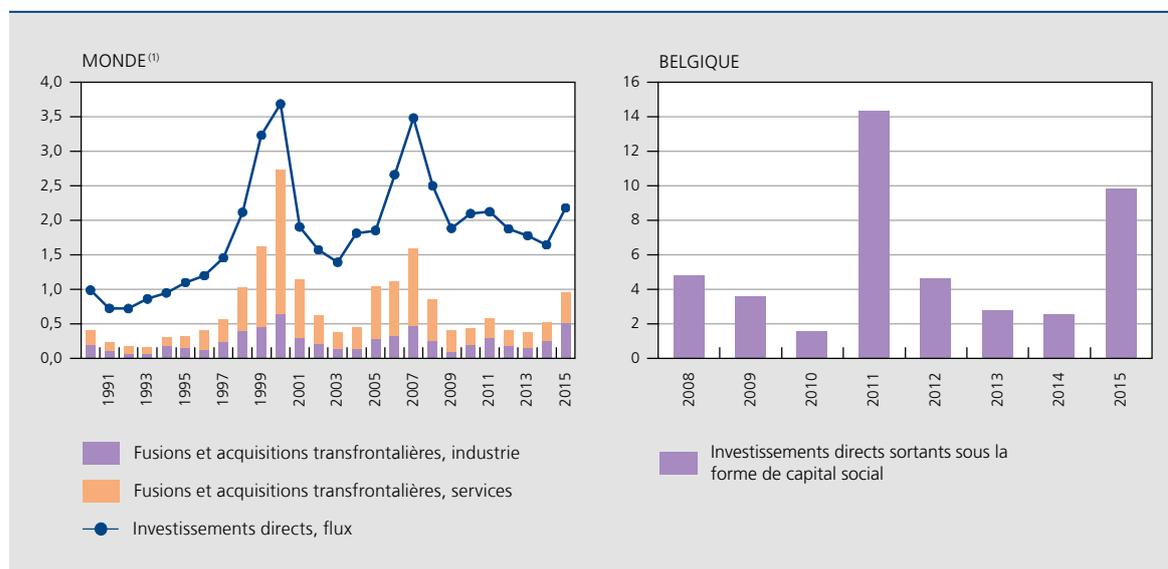
Dans ce contexte, le présent encadré examine le degré d'internationalisation des entreprises belges et les conséquences que celui-ci peut avoir pour l'économie belge. Il aborde par ailleurs les aspects tant financiers (les revenus nets que l'économie belge tire des IDE entrants et sortants) que réels (la contribution des multinationales à la valeur ajoutée, aux investissements et à l'emploi).

Les IDE confirment le statut d'économie ouverte de la Belgique. Les encours des IDE entrants et sortants exprimés en pourcentage du PIB (respectivement 215 et 213 % du PIB à la fin de 2015) dépassent de loin les moyennes des pays de la zone euro (132 et 156 % du PIB). Une part considérable de ces investissements portent cependant sur des capitaux en transit, ce qui s'explique notamment par les politiques menées afin d'attirer les IDE, en particulier par la voie d'incitants fiscaux tels que les intérêts notionnels⁽¹⁾.

(1) Pour de plus amples informations, cf. Duprez C. et Ch. Van Nieuwenhuyze (2016), « Les entrées et sorties d'investissements directs étrangers en Belgique », BNB, *Revue économique*, septembre, 49-67.

L'AUGMENTATION DES OPÉRATIONS DE FUSION ET D'ACQUISITION SOUTIEN LES INVESTISSEMENTS DIRECTS

(pourcentages du PIB, flux annuels)



Sources : CNUCED, BNB.

(1) Moyennes des flux de capitaux entrants et sortants.

La Belgique attire davantage d'investissements directs qu'elle n'en effectue à l'étranger. Sa position nette en matière d'investissements sortants s'établissait à -2 % du PIB à la fin de 2015. Il s'agit d'une situation atypique pour une économie développée et caractérisée par un total d'actifs extérieurs nets élevé, comme l'atteste également la position nette positive en matière d'investissements sortants des pays voisins.

INVESTISSEMENTS DIRECTS ÉTRANGERS ET RENDEMENT

(pourcentages du PIB, données pour 2015, sauf mention contraire)

	Belgique	Allemagne	France	Pays-Bas
Investissements directs nets à l'étranger (encours)	-2,0	17,8	22,7	100,6
Revenus provenant des investissements directs nets	-1,9	1,3	1,9	3,6
Rendement des investissements directs à l'étranger (pourcentages, moyennes 2013-2015)	2,5	5,0	4,9	4,6

Sources : BCE, BNB.

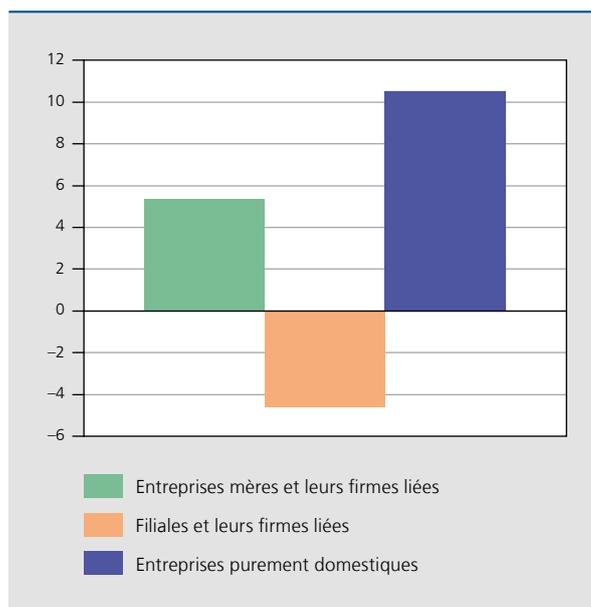
Contrairement à la situation qui peut être observée dans les pays voisins, les relations d'investissement direct de la Belgique avec l'étranger occasionnent actuellement une perte nette de revenus (-1,9 % du PIB en 2015), ce qui pèse sur le compte courant. Ce résultat financier défavorable est imputable tant à la position nette négative sur le plan des investissements directs sortants qu'au rendement relativement bas des investissements directs que la Belgique détient à l'étranger. Le rendement des investissements directs étrangers est déterminé par de nombreux

facteurs; au-delà d'éventuelles variations des taux de change et de la croissance sur les marchés étrangers, des facteurs fiscaux peuvent également jouer un rôle. Par comparaison avec les pays voisins, les marchés hors zone euro sont sous-représentés dans les IDE sortants de la Belgique, et les investissements sur ces marchés comprennent une grande quantité de crédits intragroupes octroyés à des fins d'optimisation fiscale en recourant au système des intérêts notionnels, et donc relativement peu de participations sous la forme d'actions, comme c'est le cas dans le cadre des opérations de fusion et d'acquisition.

Les multinationales (maisons mères et filiales) apportent une contribution notable à l'activité économique en Belgique. Bien qu'elles soient proportionnellement peu nombreuses (1 % du nombre total d'entreprises dans le secteur privé en 2014), elles génèrent une part considérable de la valeur ajoutée (38 %). Elles représentent toutefois une part moins large de l'emploi salarié (29 %) et affichent donc une productivité supérieure à la moyenne. Elles jouent également un rôle important dans la compétitivité vis-à-vis de l'étranger, dans la mesure où elles contribuent largement aux exportations nettes de la Belgique (à hauteur de 1,3 point de pourcentage du PIB en 2014). Enfin, les multinationales renforcent aussi le potentiel de croissance. De 2008 à 2014, elles ont constitué 33 % des investissements réels du secteur privé et pas moins de 63 % des investissements en R&D.

ÉVOLUTION DE L'EMPLOI: COMPARAISON DES MULTINATIONALES ET DES ENTREPRISES DOMESTIQUES⁽¹⁾

(pourcentages, variations entre 2008 et 2014)



Source: BNB.

(1) Seules les entreprises qui emploient du personnel et dont le statut n'a pas changé durant la période considérée (de domestique à multinationale, et inversement) ont été prises en compte.

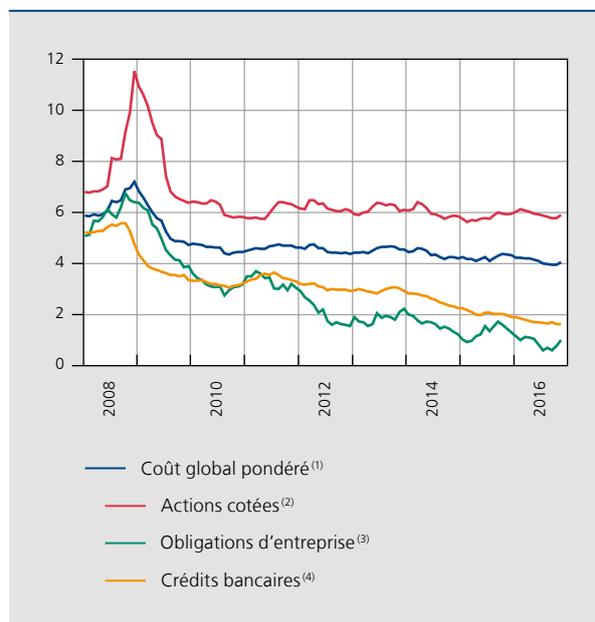
En dépit de ces avantages, entre 2008 et 2014, l'emploi semble avoir été moins stable dans les filiales de groupes étrangers établies en Belgique que dans les entreprises mères belges et les firmes purement domestiques. Bien qu'il s'agisse d'une période particulière – puisqu'elle a succédé à la crise financière, au cours de laquelle certaines entreprises ont subitement été confrontées à des capacités excédentaires – et que cette conclusion ne puisse dès lors pas être généralisée, les restructurations annoncées en 2016 par quelques grandes multinationales tendent à appuyer ce constat.

Les sources de financement non bancaires ont davantage été sollicitées en 2016

En dépit de la croissance des réserves de liquidités, certaines sociétés restent tributaires des sources de financement extérieures pour concrétiser leurs projets d'investissement, en particulier ceux de grande ampleur. En 2016, cela a été le cas d'AB InBev, qui a recouru à un emprunt obligataire pour financer une partie de sa reprise de SABMiller. Cette entreprise a ainsi été à l'origine de l'essentiel des 12,9 milliards d'euros de nouveaux engagements nets contractés sous la forme de titres de créance par les sociétés non financières au cours des neuf premiers mois de 2016. Bien que relativement exceptionnel par les montants concernés, cet emprunt obligataire s'inscrit dans la continuité d'une série d'opérations comparables effectuées depuis 2012, année à partir de laquelle cette source de financement est devenue encore plus avantageuse pour les firmes bénéficiant d'un accès à ce marché, à la suite de la baisse significative des taux de rendement à long terme.

GRAPHIQUE 45 LE COÛT DU FINANCEMENT OBLIGATAIRE RESTE LE MOINS ÉLEVÉ

(données mensuelles, pourcentages)



Sources : Barclays Capital, Thomson Reuters Datastream, BNB.

- (1) Obtenu en pondérant les coûts du financement par émission d'actions cotées, par émission d'obligations et par crédit bancaire par leurs parts respectives dans l'encours total de ces engagements financiers.
- (2) Coût estimé sur la base d'un modèle d'actualisation des dividendes (cf. encadré 19 du Rapport 2005).
- (3) Rendement d'un indice d'obligations libellées en euros émises par des sociétés non financières belges, d'une maturité de plus d'un an et assorties d'une notation supérieure à Baa; indice pondéré par les encours.
- (4) Taux moyen pondéré appliqué par les banques résidentes aux nouveaux crédits aux entreprises. La pondération est basée sur les encours respectifs des différents types de crédits.

Les sociétés non financières ont en outre été les bénéficiaires, jusqu'à concurrence de 20 milliards d'euros sur les neuf premiers mois de 2016, de financements intragroupes obtenus auprès soit d'entités liées localisées à l'étranger, soit de holdings financiers ou de sociétés de gestion de trésorerie établies en Belgique⁽¹⁾. L'importance des fonds collectés au travers de ce canal en 2016 est, à nouveau, en grande partie liée au financement de l'acquisition de SABMiller par AB InBev. Du reste, ces transactions sont le plus souvent déterminées par les activités de services financiers intragroupes assumées par certaines sociétés installées en Belgique. Ces activités sont devenues considérablement plus importantes à la suite de l'introduction, en 2005, de la déduction fiscale pour capital à risque. Cet avantage fiscal a notamment donné lieu à de considérables entrées d'investissements directs étrangers en Belgique, plus spécifiquement sous la forme d'investissements en capital social. Il a toutefois progressivement perdu une partie de son attrait à partir de 2012, notamment en raison de la baisse du taux de rendement des obligations linéaires (OLO) à dix ans émises par l'État belge, c'est-à-dire le taux de référence pour calculer le montant des intérêts notionnels pouvant être déduit de l'impôt des sociétés que doivent acquitter les entreprises établies en Belgique.

La croissance des crédits bancaires a été soutenue par la demande des PME et par des conditions d'octroi toujours plus favorables

Les PME, qui ont moins fréquemment accès au financement de marché ou aux apports de fonds provenant de sociétés liées que les grandes entreprises, ont quant à elles plus largement fait appel au crédit bancaire que les années précédentes. Les prêts qui leur ont été accordés par les banques résidentes ont ainsi progressé à un rythme annuel moyen de 3,6% au cours de la période allant du quatrième trimestre de 2015 au troisième trimestre de 2016. Les crédits octroyés aux grandes entreprises se sont eux aussi inscrits en hausse, mais dans une moindre mesure, affichant un taux de croissance moyen de 1,7% sur la même période. Au total, la croissance des crédits bancaires octroyés aux entreprises belges, toutes catégories confondues, a été vigoureuse en 2016. Exprimée en glissement annuel, elle a atteint 5,5% en novembre, contre 2,4% à la fin de 2015. Outre par un effet spécifique lié aux opérations d'AB InBev en fin d'année, la croissance des crédits a continué d'être soutenue par une demande en hausse – fût-ce, de manière moins intense qu'en 2015, selon l'appréciation des banques – et par des conditions

(1) Dans les comptes financiers de la Belgique, les sociétés holdings et de gestion de trésorerie sont regroupées au sein du secteur des « sociétés financières captives et prêteurs non institutionnels ».

TABLEAU 11 CROISSANCE DES CRÉDITS OCTROYÉS PAR LES BANQUES RÉSIDENTES AUX SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES, PAR TAILLE D'ENTREPRISE

(taux de croissance moyens annualisés⁽¹⁾, pourcentages)

	2005T1-2016T3	2005T1-2008T4	2009T1-2016T3	2015T4-2016T3
PME	5,1	9,1	2,9	3,6
Petites entreprises	4,9	9,3	2,6	3,8
Moyennes entreprises	5,4	8,8	3,6	3,3
Grandes entreprises	2,2	10,9	-2,4	1,7

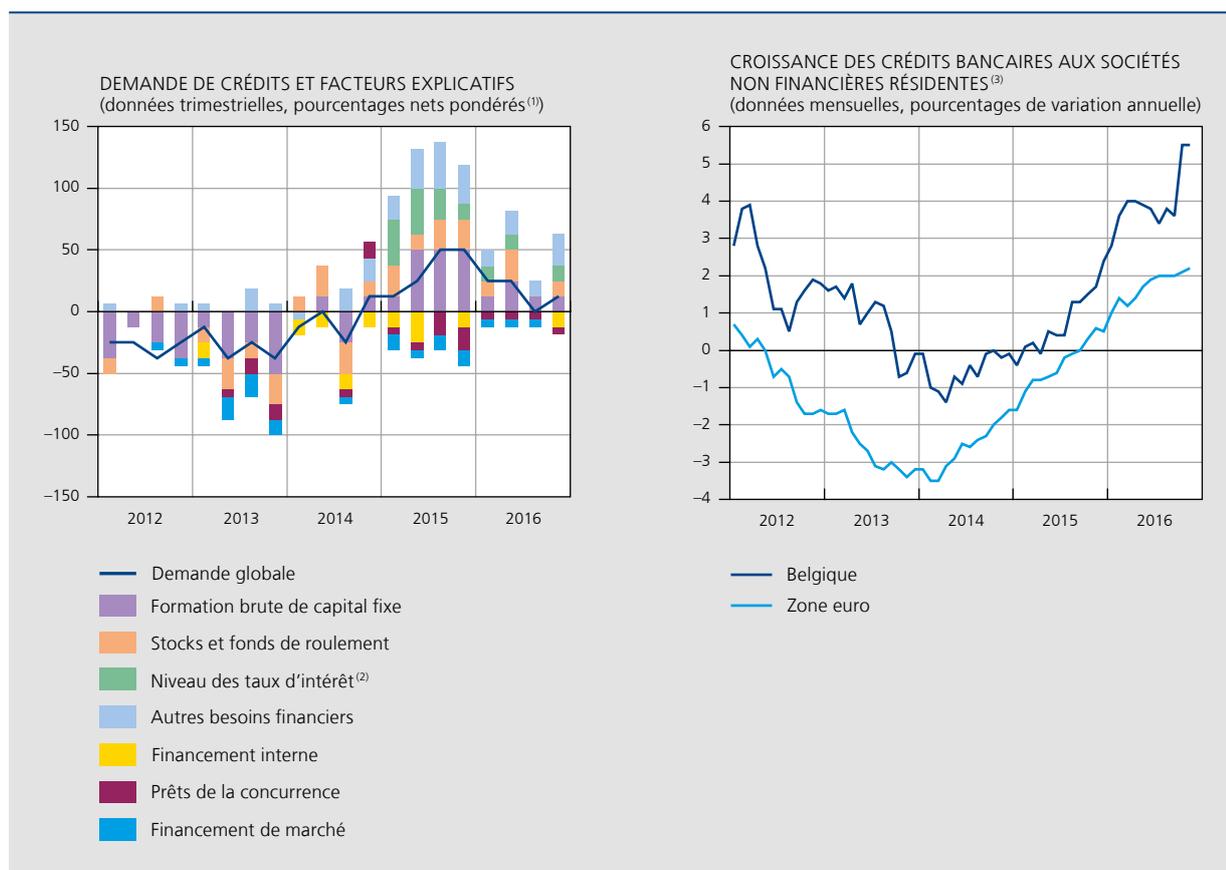
Source : BNB (Centrale des crédits aux entreprises).

(1) Moyennes annualisées des taux de croissance trimestrielle. Le deuxième trimestre de 2012 et le quatrième trimestre de 2014, qui sont marqués par une rupture de série, ne sont pas pris en compte.

d'octroi de crédits favorables. D'après les résultats de l'enquête sur la distribution du crédit bancaire (*Bank Lending Survey* – BLS), la demande de crédits a été étayée par les besoins de financement liés à la constitution des stocks et

des fonds de roulement, ainsi que par la nécessité de lever des fonds pour mettre sur pied des opérations de fusion et d'acquisition ou des restructurations. Les sollicitations de crédits en vue de couvrir des investissements en capital

GRAPHIQUE 46 HAUSSE SENSIBLE DES CRÉDITS BANCAIRES, MALGRÉ UN RALENTISSEMENT DE LA CROISSANCE DE LA DEMANDE



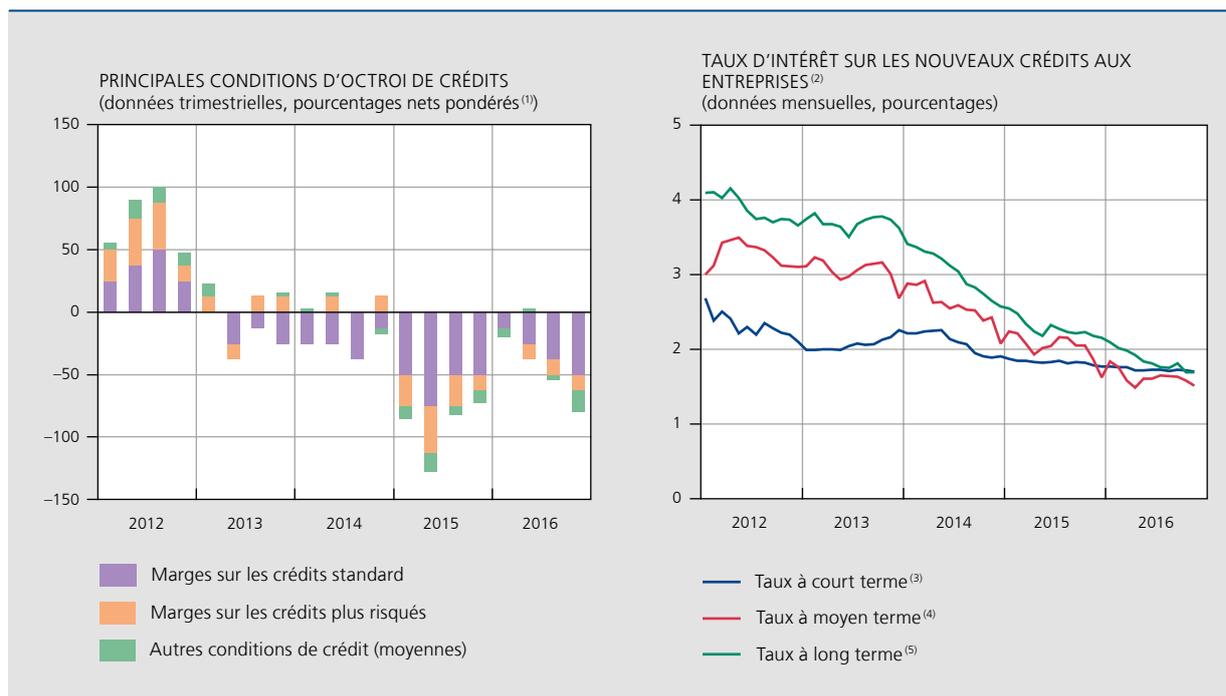
Sources : BCE, BNB.

(1) Un pourcentage positif (négatif) correspond à un facteur qui a contribué à l'accroissement (affaiblissement) de la demande de crédits.

(2) Ce facteur a été ajouté à l'enquête au premier trimestre de 2015.

(3) Uniquement les crédits octroyés par les banques résidentes (y compris les crédits titrisés).

GRAPHIQUE 47 DES CONDITIONS D'OCTROI DE CRÉDITS ENCORE PLUS FAVORABLES



Source : BNB (enquêtes BLS et MIR).

- (1) Un pourcentage positif (négatif) correspond à un durcissement (assouplissement) des conditions d'octroi.
- (2) Crédits d'un montant inférieur ou égal à un million d'euros.
- (3) Taux variable et période de fixation initiale du taux d'une durée inférieure à un an.
- (4) Période de fixation initiale du taux d'une durée supérieure à un an et inférieure à cinq ans.
- (5) Période de fixation initiale du taux d'une durée supérieure à cinq ans.

fixe ont elles aussi augmenté en 2016, quoique moins qu'en 2015.

La politique monétaire très accommodante menée par l'Eurosystème permet par ailleurs aux banques de la zone euro de se financer à très bas coût sur le marché monétaire. De plus, le programme étendu d'achats d'actifs (APP) et les opérations ciblées de refinancement à plus long terme (TLTRO) leur ont permis d'encore élargir leur capacité d'octroi de crédits, et ce à des taux débiteurs très attractifs. En Belgique, ces mesures se sont conjuguées à des révisions à la baisse des risques de crédit et à un degré de concurrence accru entre les institutions bancaires. Cela s'est notamment traduit par de nouveaux resserments des marges commerciales sur les crédits standard et, dans une moindre mesure, sur les crédits plus risqués. Au final, les taux d'intérêt à long terme sur les crédits octroyés aux sociétés non financières résidentes sont retombés à des niveaux planchers en 2016, équivalents à ceux des taux à court terme, ces derniers ayant eux-mêmes chuté à des niveaux historiquement bas. En outre, les banques belges ont également assoupli certaines conditions d'octroi autres que celles liées aux taux débiteurs, à savoir celles qui concernent les limitations en termes de volume et de

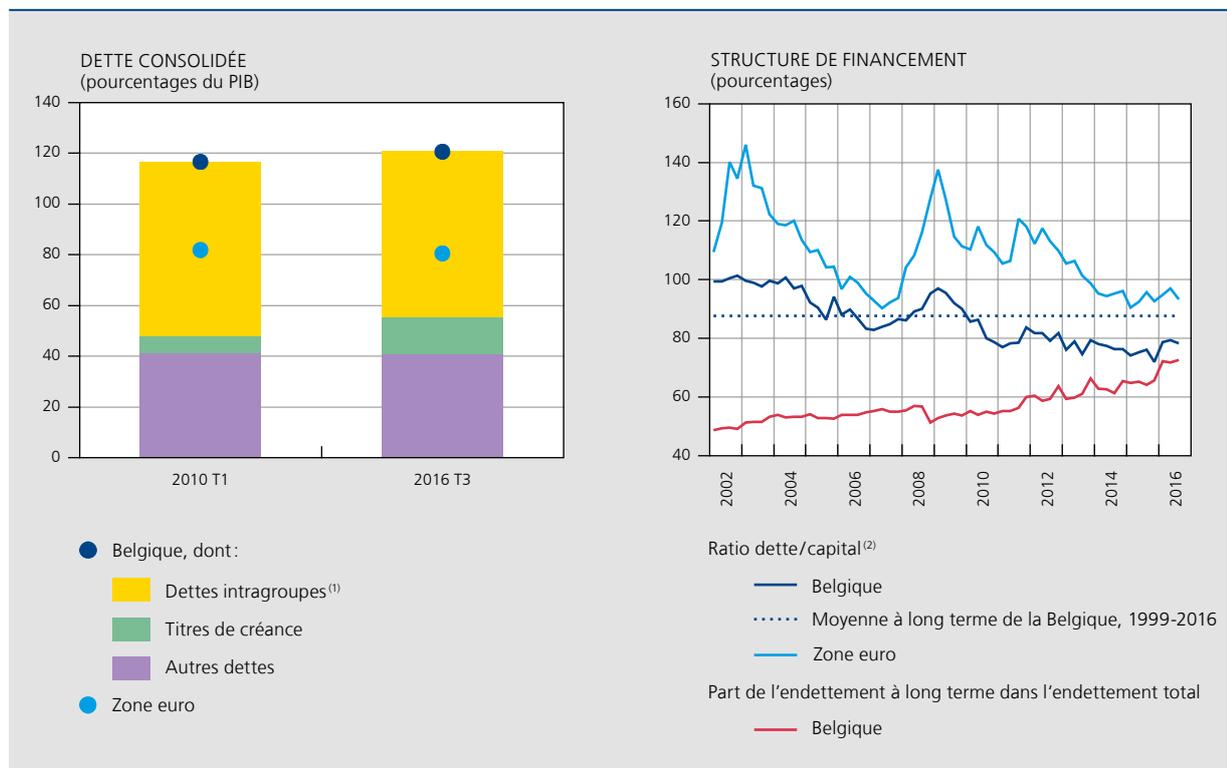
durée des prêts, ou d'autres clauses stipulées dans les contrats conclus avec les entreprises.

Le taux d'endettement des sociétés non financières reste élevé, mais leur structure de financement est robuste

Le taux d'endettement brut consolidé des sociétés non financières s'est accru, passant de 116,1 % du PIB à la fin de 2015 à 120,6 % en septembre 2016. Cette augmentation est cependant intégralement imputable aux transactions financières d'AB InBev, qui a recouru au financement par endettement préalablement à la reprise de SABMiller. Abstraction faite de ces opérations, le taux d'endettement aurait même légèrement reflué.

Le niveau d'endettement des sociétés non financières belges demeure élevé en comparaison des entreprises de la zone euro (80,5 % du PIB). Il convient cependant de nuancer ce constat, en ce sens que les dettes des sociétés non financières sont en grande partie constituées de financements intragroupes. Plutôt que de répondre à un réel besoin de financement, ce type d'opérations est souvent axé sur une redistribution des ressources au sein d'un

GRAPHIQUE 48 LE NIVEAU D'ENDETTEMENT DES ENTREPRISES EST ÉLEVÉ, MAIS LEUR STRUCTURE DE FINANCEMENT EST RELATIVEMENT SOLIDE



Sources : BCE, BNB.

(1) Crédits octroyés par le secteur non bancaire étranger et par le secteur des « institutions financières captives et prêteurs non institutionnels ».

(2) Données non consolidées.

groupe, éventuellement pour des raisons fiscales, dans le cadre de laquelle, en contrepartie d'un engagement, une créance d'un montant comparable est créée sur une entité du groupe. À l'exclusion de ces financements, le taux d'endettement des sociétés non financières s'est établi à 55,3 % du PIB.

Dans la zone euro, le taux d'endettement des sociétés non financières a culminé en 2010. En Belgique, ce taux a cependant continué de grimper quelque peu, sous l'effet du redressement du crédit bancaire (comptabilisé parmi les autres dettes) et de l'émission de titres de créance (obligations d'entreprise). L'encours de ces derniers a progressé au début de 2016, pour atteindre un niveau record de 15 % du PIB, contre 7,1 % au début de 2010. Bien que ce niveau ait été influencé à la hausse en 2016 par les transactions d'AB InBev, le recours au marché obligataire, influencé entre autres par l'environnement de taux bas, s'est systématiquement intensifié ces dernières années.

Le taux d'endettement relativement élevé des sociétés non financières et son alourdissement ne présentent toutefois pas de risques immédiats s'agissant de la

soutenabilité de l'endettement. En témoigne notamment la structure de financement relativement saine des sociétés non financières belges. Premièrement, les dettes sont assez faibles proportionnellement au capital, en comparaison tant de la moyenne à long terme que de la situation des entreprises de la zone euro. Le repli tendanciel du ratio dette/capital, qui était soutenu depuis 2006 par la déduction des intérêts notionnels, semble toutefois avoir pris fin. Depuis 2012, cette évolution peut être attribuée, entre autres, à la diminution de l'avantage fiscal qu'offrent les intérêts notionnels. Deuxièmement, les entreprises se financent de plus en plus à long terme, ce qui limite le risque de refinancement. La part des dettes à long terme (plus d'un an) dans la dette consolidée a atteint un maximum de 72,2 % au troisième trimestre de 2016. Cette part croissante coïncide avec un plus large recours à des sources de financement non bancaires, à savoir des obligations d'entreprise, dont l'échéance est en général plus longue. Enfin, en dépit de la hausse de l'endettement et de l'allongement des échéances, les charges d'intérêts (c'est-à-dire les paiements d'intérêts en pourcentage de l'excédent brut d'exploitation) sont restées orientées à la baisse, sous l'impulsion tant de

la politique monétaire accommodante que de l'augmentation de l'excédent brut d'exploitation.

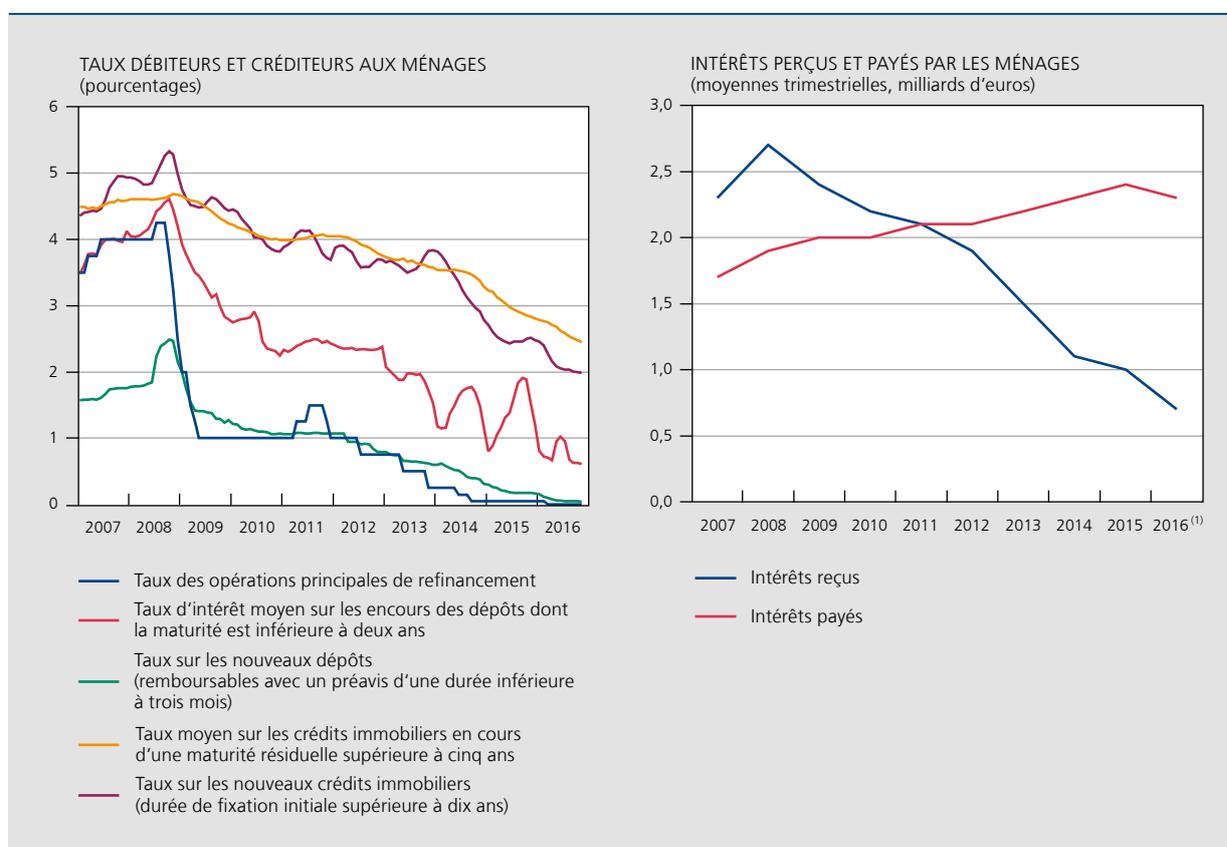
4.2 L'environnement de taux d'intérêt bas a des effets négatifs comme positifs sur les avoirs et engagements des particuliers

La baisse substantielle des taux du marché monétaire observée depuis 2009, sous l'effet, entre autres, de l'orientation très accommodante de la politique monétaire de la BCE, a été largement répercutée par les institutions financières sur les taux de détail qu'elles proposent à leur clientèle, notamment aux ménages, et ce tant pour les dépôts que pour les crédits. Alors que la transmission ne s'était opérée que de façon partielle jusqu'en 2013, elle a été beaucoup plus complète à partir de 2014, les marges commerciales des banques s'étant stabilisées depuis lors. Outre sur les taux bancaires de détail, la politique monétaire a aussi influé sur les autres types d'actifs porteurs d'intérêts, telles les obligations souveraines ou d'entreprise.

Les moindres rendements des actifs porteurs d'intérêts des ménages, dont les dépôts d'épargne constituent la fraction la plus importante, ont inévitablement pesé sur la rémunération que ceux-ci tirent des avoirs financiers qu'ils investissent dans ces types d'instruments. Les intérêts reçus se sont ainsi à nouveau inscrits en recul au cours des neuf premiers mois de 2016; ils se sont montés à 0,7 milliard d'euros en moyenne par trimestre, contre 1 milliard en 2015. En 2009, lorsque les taux étaient plus élevés, les intérêts perçus s'établissaient à 2,4 milliards en moyenne trimestrielle.

En revanche, l'environnement de taux d'intérêt bas a aussi des répercussions, bénéfiques cette fois, sur la situation financière des particuliers, car les nouveaux engagements sont conclus à des taux plus faibles. Les crédits existants peuvent également profiter de cet environnement lorsqu'ils sont assortis d'un taux d'intérêt variable ou grâce à des opérations de refinancement. La hausse substantielle des engagements a cependant en partie contrecarré ces effets sur l'évolution des intérêts payés par les ménages.

GRAPHIQUE 49 INFLUENCE DE L'ENVIRONNEMENT DE TAUX BAS SUR LES REVENUS ET SUR LES CHARGES D'INTÉRÊTS



Source : BNB.

(1) Moyennes des trois premiers trimestres.

Par ailleurs, le repli des taux d'intérêt a également affecté les prix des actifs. Ainsi, suivant les tendances généralement positives observées sur les marchés financiers, les ménages ont enregistré des effets de valorisation favorables sur leur patrimoine financier entre 2009 et 2016, ce qui a atténué l'effet de compression sur les revenus. Ce sont essentiellement les portefeuilles d'actions et de fonds d'investissement qui leur ont permis de bénéficier de plus-values au cours de ces années. Toutefois, dans un contexte de marchés financiers volatils, ces effets de valeur ont été moins importants en 2016. Alors que les actions ont encore enregistré une hausse de prix (équivalente à 7,1 milliards) durant les trois premiers trimestres de l'année, le portefeuille de fonds d'investissement détenu par les ménages a subi des effets de valorisation négatifs limités (-2,6 milliards). Au total, les pertes encourues sur les marchés financiers, en raison de la hausse du taux d'intérêt de la Réserve fédérale, de l'essoufflement de l'activité économique en Chine et du referendum britannique, ont été limitées tant dans le temps qu'en termes de volume.

Globalement, même si les revenus d'intérêts des ménages ont fortement diminué depuis le début de la crise

financière, leur patrimoine financier n'a pas cessé de s'étoffer ces huit dernières années. Sur ce plan, leur portefeuille a gonflé tant en raison de revalorisations d'actifs (174 milliards d'euros) qu'à la suite de nouveaux placements (203 milliards d'euros).

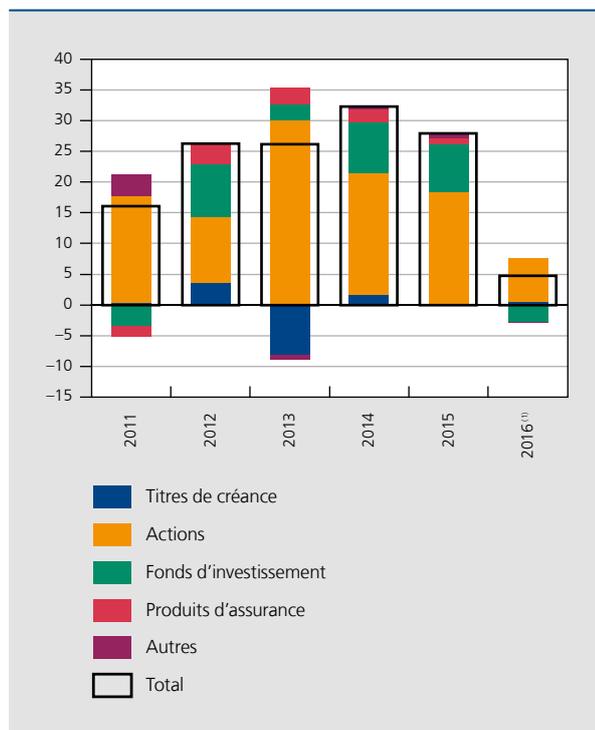
Par ailleurs, les prix de l'immobilier résidentiel ont plus que doublé en termes nominaux depuis l'an 2000, et le tassement constaté pendant la grande récession s'est avéré très limité au regard de celui qu'ont accusé bon nombre d'États membres de la zone euro, que ce soit en termes d'ampleur ou de durée. La croissance des prix immobiliers n'a ensuite pas cessé de s'éroder entre 2011 et 2014, avant de s'inscrire en forte hausse en 2015, malgré les réformes de la fiscalité immobilière, en particulier en Région flamande. En 2016, l'évolution à un an d'écart des prix immobiliers s'est nettement infléchie, affichant une augmentation d'à peine 0,7% sur l'ensemble des trois premiers trimestres. En termes réels, les prix immobiliers auraient en revanche affiché une légère baisse de 0,9%.

En 2016, la déviation des prix de l'immobilier résidentiel par rapport à la valeur d'équilibre déterminée par des modèles économétriques qui prennent en compte des déterminants fondamentaux, tels que le revenu disponible des ménages, les taux d'intérêt hypothécaires et les pressions démographiques, était estimée à 6%. Ce niveau s'inscrit en retrait de celui de 2015, année où la surévaluation de ce marché s'était fortement accentuée, jusqu'à atteindre 10,9% au quatrième trimestre, essentiellement en raison de l'absence de pressions négatives sur la croissance des prix immobiliers à la suite de la réforme du bonus logement en Région flamande.

L'activité sur le marché de l'immobilier résidentiel a été lourdement affectée par la régionalisation et par les réformes de la déductibilité des emprunts hypothécaires entrées en vigueur le 1^{er} janvier 2015. Cela a tout spécialement été le cas en Région flamande, où le nombre de transactions sur le marché secondaire a sensiblement progressé durant le dernier trimestre de 2014, avant de chuter l'année suivante. En 2016, l'activité immobilière est repartie à la hausse, traduisant surtout un retour à un niveau plus proche de celui généralement observé. Au total, en Belgique, le nombre de transactions immobilières a augmenté de 11,3% au cours des trois premiers trimestres de l'année sous revue.

Comme le montre l'encadré ci-après, l'incidence, négative d'un côté, positive de l'autre, de taux d'intérêt faibles sur les revenus et sur la valeur des actifs financiers des ménages est complexe et dépend notamment de la position financière (débitrice ou créditrice) des ménages, ainsi que de la composition de leur patrimoine, laquelle varie selon le niveau de richesse.

GRAPHIQUE 50 LES EFFETS DE VALORISATION DES ACTIFS FINANCIERS DES MÉNAGES ONT ÉTÉ POSITIFS
(milliards d'euros; données annuelles, sauf mention contraire)



Source : BNB.

(1) Neuf premiers mois.

Encadré 5 – Effets de répartition des taux bas et des valorisations des actifs

La faiblesse persistante des taux d'intérêt influence la situation financière des ménages de différentes manières. Afin de jauger l'incidence de l'environnement de taux bas, une distinction très réductrice est parfois opérée entre les ménages qui épargnent et ceux qui empruntent, les épargnants devant subir une perte de revenus d'intérêts tandis que les emprunteurs peuvent rembourser plus facilement leurs crédits. Pourtant, les mécanismes de transmission de la politique monétaire en général, et les effets finaux de la faiblesse des taux d'intérêt en particulier, sont d'une telle complexité qu'une analyse trop simpliste est susceptible de livrer une image fortement biaisée. La politique actuelle de taux d'intérêt bas contribue ainsi elle aussi à stabiliser l'environnement macroéconomique et financier qui soutient la croissance et l'emploi, exerçant par là même une incidence indirecte sur les revenus du travail des ménages (ou sur leur préservation). Par ailleurs, la faiblesse des taux d'intérêt entraîne bel et bien des effets de revenu négatifs, puisqu'elle pèse sur les revenus tirés d'actifs financiers. Elle augmente toutefois également la valeur des obligations, des actions et de l'immobilier, exerçant ainsi des effets de valorisation positifs. En outre, la politique de taux bas induit aussi des effets de revenu positifs, en ce qu'elle facilite le remboursement des dettes. Comme la composition et la taille du patrimoine net varient d'un ménage (ou d'un groupe de ménages) à l'autre, l'incidence de revenus ou de charges d'intérêts plus faibles et d'effets de valorisation positifs sera différente pour chacun d'eux.

La complexité de cette matière peut être illustrée grâce aux données de l'enquête sur le patrimoine et la consommation des ménages (*Household Finance and Consumption Survey – HFCS*)⁽¹⁾. Les résultats les plus récents de cette enquête portent sur l'année 2014. Selon ceux-ci, neuf ménages sur dix bénéficient de revenus du travail à titre de salariés, disposent d'un revenu provenant de leur portefeuille d'actifs financiers (et perçoivent à ce titre des intérêts ou des dividendes) ou remboursent des dettes (et paient donc des intérêts). Il s'avère qu'un tiers des ménages relèvent des trois catégories à la fois : ils perçoivent un salaire, touchent des revenus financiers et remboursent des dettes. Qui plus est, la grande majorité des ménages qui remboursent des dettes perçoivent également des revenus tirés d'actifs financiers, tandis que, inversement, près de la moitié des ménages bénéficiant d'un revenu tiré d'actifs financiers remboursent également des dettes. Les constats qui précèdent montrent bien que la population ne peut être subdivisée simplement en groupes spécifiques selon qu'une évolution donnée des taux leur est profitable ou non.

La taille et la composition du patrimoine net varient considérablement d'un ménage à l'autre. Les avoirs des ménages du quintile de patrimoine net le plus bas – c'est-à-dire les 20 % des ménages les moins nantis – sont limités et se composent pour l'essentiel de dépôts et d'autres actifs réels (véhicules ou autres objets de valeur). Le patrimoine des trois quintiles intermédiaires, dénommés ici par facilité la « classe moyenne », se compose principalement du logement propre, auquel s'ajoutent surtout des dépôts ainsi que – dans une moindre mesure – des pensions complémentaires et des assurances-vie individuelles. Cette classe moyenne supporte par ailleurs la plus grande charge hypothécaire en termes moyens. Les ménages plus nantis du quintile le plus élevé possèdent une habitation dont la valeur est en moyenne supérieure à celle des ménages des quintiles inférieurs, mais cette habitation représente une proportion plus réduite (moins de la moitié) du patrimoine total de ces ménages plus riches. En effet, leurs avoirs sont également constitués d'autres biens immobiliers et de différents actifs financiers.

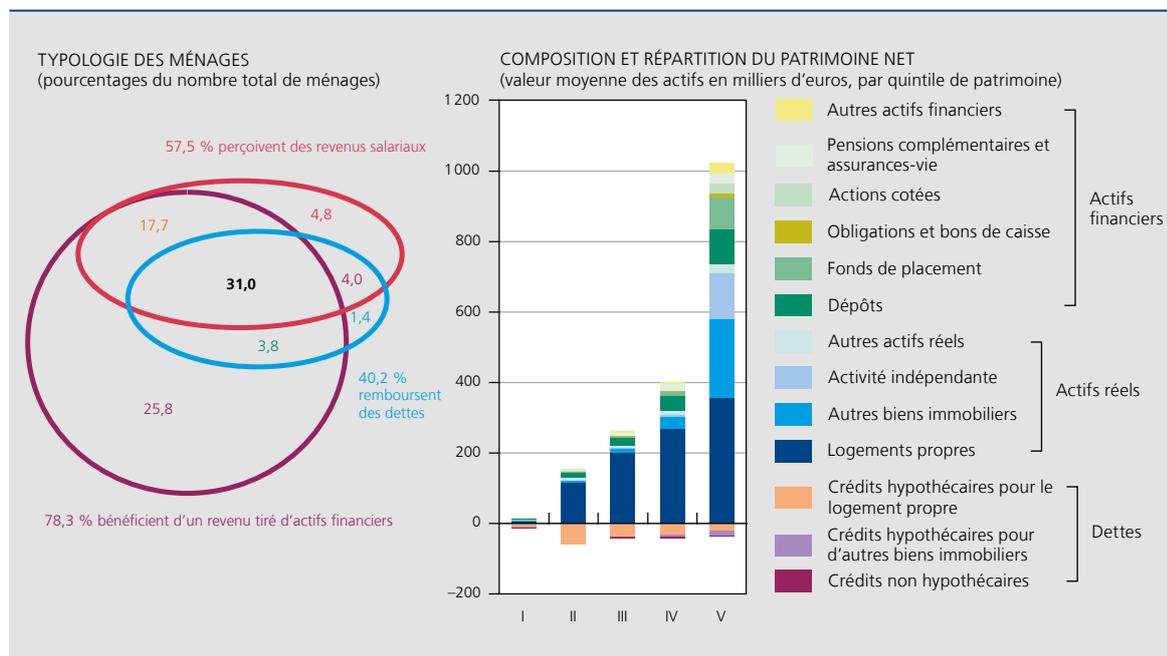
Les informations en matière de répartition semblent indiquer que les effets de valorisation positifs découlant de la politique de taux d'intérêt bas se manifestent principalement dans le quintile de patrimoine le plus élevé, puisque les ménages appartenant à ce quintile sont quasiment les seuls à posséder des actions, des obligations et des fonds de pension. Les assurances-vie et les fonds de pension complémentaires – qui sont typiquement axés sur le plus long terme et augmentent donc en valeur lorsque les taux d'intérêt diminuent – sont répartis un peu plus équitablement entre les quintiles de patrimoine supérieurs. L'immobilier, et en particulier le logement propre, est la principale composante du patrimoine pour l'ensemble des quintiles. Chaque quintile bénéficie donc de ces gains de capital, mais ce sont les ménages les plus fortunés qui en tirent l'avantage le plus important en termes absolus, leurs biens immobiliers affichant les valeurs les plus élevées. La baisse du coût de financement du logement due à la faiblesse des taux d'intérêt profite

(1) Pour une description de l'enquête et une analyse des résultats pour 2014, cf. Du Caju Ph. (2016), « La répartition du patrimoine en Belgique : premiers résultats de la deuxième vague de la *Household Finance and Consumption Survey (HFCS)* », BNB, *Revue économique*, septembre, 29-47.



ASPECTS DE RÉPARTITION COMPLEXES LIÉS AUX TAUX FAIBLES ET AUX VALORISATIONS DES ACTIFS

(2014)



Source : BNB (HFCS 2014).

essentiellement aux quintiles de patrimoine net intermédiaires, puisque le quintile le plus bas ne comporte que peu de ménages ayant contracté un prêt hypothécaire ou possédant une maison. Les ménages composant les quintiles intermédiaires assument, en termes absolus et par rapport à leurs actifs, une plus grande charge hypothécaire que les ménages issus du quintile le plus riche.

Globalement, les effets de répartition de l'environnement de taux bas sont difficiles à évaluer. La faiblesse des taux d'intérêt fait perdre aux ménages les plus nantis des revenus tirés d'actifs financiers, mais ils profitent aussi le plus des plus-values réalisées. Ce sont surtout les ménages des quintiles intermédiaires qui sont les plus à même de financer leurs crédits immobiliers grâce à la réduction des charges d'intérêts. Tandis que le taux de leurs dépôts diminue, la valeur de leur logement augmente. Pour leur part, les ménages les moins nantis ne profitent généralement pas de plus-values; ceux qui parmi eux détiennent de l'épargne perdent des revenus, tandis que ceux qui ont souscrit des crédits à la consommation et ceux, en nombre limité, qui sont propriétaires de leur logement bénéficient d'intérêts moindres sur leurs prêts. En outre, il est difficile de mesurer les effets indirects de la politique de taux bas sur les patrimoines et sur les revenus des ménages. En effet, cette politique garantit la stabilité macrofinancière nécessaire, qui est non seulement cruciale pour le bon fonctionnement de l'économie, mais qui constitue également un prérequis pour la préservation et la croissance du revenu du travail et du patrimoine financier des ménages.

Nouveaux actifs financiers: la quête de rendement marque le pas

Toutefois, en dépit de l'environnement de taux d'intérêt bas, les ménages belges ont continué de donner la préférence à l'épargne sous la forme d'actifs liquides, par

exemple sur des comptes d'épargne, ou d'actifs à long terme mais peu risqués, tels les produits d'assurance avec capital garanti. Durant les trois premiers trimestres de 2016, les particuliers ont ainsi placé, en termes nets, un total de 11,5 milliards d'euros sur leurs dépôts, ce qui représente un accroissement d'un montant supérieur

à celui enregistré l'année précédente. Les produits d'assurance, à l'exclusion de ceux sans garantie de capital (branche 23), et les fonds de pension ont pour leur part drainé 8,4 milliards d'euros. Les dépôts, d'un côté, et les produits d'assurance, de l'autre, ont ainsi canalisé la grande majorité de l'épargne des particuliers durant les neuf premiers mois de l'année, le reste étant consacré à des achats de parts de fonds d'investissement (pour 3,8 milliards, soit un montant nettement en retrait des 13 milliards enregistrés pour la période correspondante de 2015). Enfin, les ménages ont continué de se délester de leurs titres de créance, à concurrence de 8,9 milliards. Bien que ces produits ne soient associés qu'à un risque de contrepartie modéré, le risque de taux peut avoir pesé sur l'attrait de ce type d'actifs. Les particuliers ont également cédé des actions, à raison de 0,5 milliard. La quête de rendement qui s'était

dessinée à partir de 2013 a donc semblé marquer le pas en 2016.

Plusieurs facteurs ont pu influencer sur les choix de placement des particuliers, parmi lesquels, d'une part, le manque de confiance et l'incertitude qui favorisent une position attentive et stimulent l'épargne de précaution dans un contexte de marchés financiers volatils et d'inquiétudes inhérentes à la situation politique internationale et, d'autre part, le traitement fiscal des différents actifs financiers.

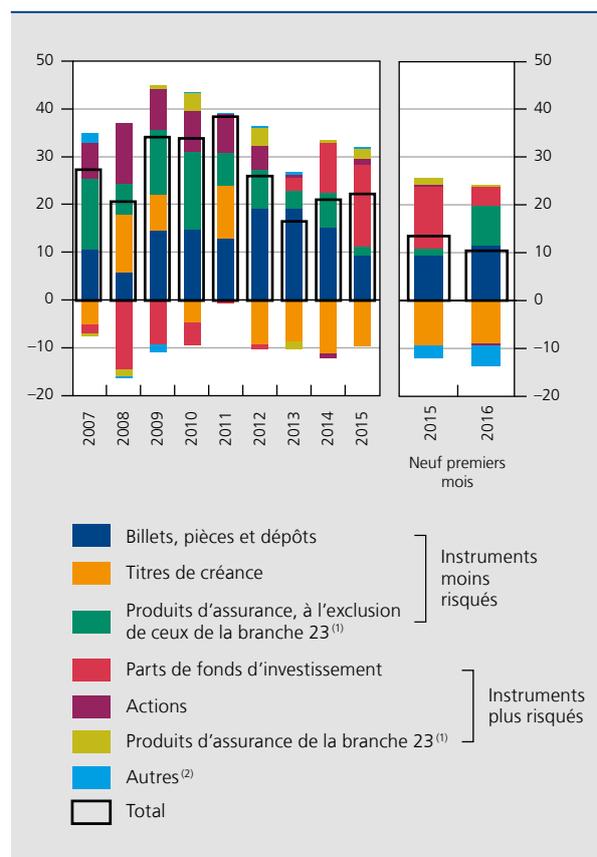
En 2016, les ménages ont été touchés par plusieurs épisodes de détérioration de la confiance, portant soit, en début d'année, sur leur perception de l'environnement économique général et sur l'appréciation de leur situation financière, soit, à l'automne, plus spécialement sur le marché du travail.

Diverses modifications ont également été apportées à la taxation des revenus des actifs mobiliers. Ainsi, le précompte mobilier sur les intérêts, dividendes et royalties a de nouveau augmenté le 1^{er} janvier 2016, passant de 25 à 27 %, avant d'être porté à 30 % au début de 2017. Certains produits bénéficient toutefois toujours d'un taux préférentiel, tels les comptes d'épargne réglementés (exemption sur les premiers 1 880 euros d'intérêts, qui, dans le contexte actuel de taux très bas, n'a guère été mise à profit, taxation à 15 % au-delà), les contrats d'assurance assortis d'un taux d'intérêt garanti (sous certaines conditions) et certains bons d'État spécifiques (intérêts précomptés à 15 % pour l'emprunt Leterme).

Par ailleurs, outre ces taxes structurelles sur les revenus du patrimoine financier, une taxe sur la spéculation financière a été introduite le 1^{er} janvier 2016. Cet impôt, qui s'élevait à 33 % des plus-values réalisées dans un délai de six mois, s'appliquait aux seuls particuliers et portait sur les actifs cotés en bourse (actions, certificats d'actions, warrants, options ou autres instruments financiers dont le sous-jacent est une action). Cette taxe a toutefois été abolie au début de 2017.

L'alourdissement du précompte mobilier, d'une part, et la taxe sur la spéculation, d'autre part, ont pu décourager les particuliers d'investir sur les marchés d'actions et favoriser entre autres les investissements immobiliers. De 2013 à 2016, l'activité des ménages sur les marchés d'actions s'est inscrite en net recul par rapport aux quatre années précédentes. En termes cumulés, les transactions nettes en actions se sont montées à 30 milliards d'euros entre le premier trimestre de 2009 et la fin de 2012, tandis qu'elles ont été pratiquement nulles (0,5 milliard) entre 2013, lorsque le précompte mobilier est passé de 21 à 25 %, et 2016, où il a grimpé à 27 %.

GRAPHIQUE 51 PRÉFÉRENCE POUR LES PLACEMENTS LIQUIDES OU À LONG TERME MAIS PEU RISQUÉS
(milliards d'euros)



Source : BNB.

(1) Cette rubrique inclut les droits nets des ménages sur les réserves techniques d'assurance, sur les fonds de pension et sur les réserves de garanties standard.

(2) Cette rubrique comprend, dans la mesure où ils sont recensés, les crédits commerciaux et divers actifs sur les administrations publiques et sur les institutions financières.

Le taux d'endettement des ménages a poursuivi sa progression

La faiblesse des taux d'intérêt a également continué de soutenir la demande de crédits des ménages et, en particulier, celle de crédits hypothécaires. Bien que les banques aient encore un peu durci leurs conditions de crédit hors taux d'intérêt, le rythme de croissance des crédits hypothécaires s'est stabilisé à 5,4 % environ. Conséquence de la croissance soutenue et persistante de l'encours des crédits hypothécaires, qui a culminé à 205 milliards d'euros, le taux d'endettement brut des ménages a poursuivi sa progression tendancielle pour s'établir à 59,1 % du PIB au troisième trimestre de 2016. Depuis le début de 2016, le taux d'endettement des ménages belges dépasse légèrement la moyenne de la zone euro, où un processus de désendettement est en cours depuis la fin de 2009 et où le taux d'endettement des ménages s'est progressivement replié, revenant de 63,9 à 58,7 % du PIB, au troisième trimestre de 2016.

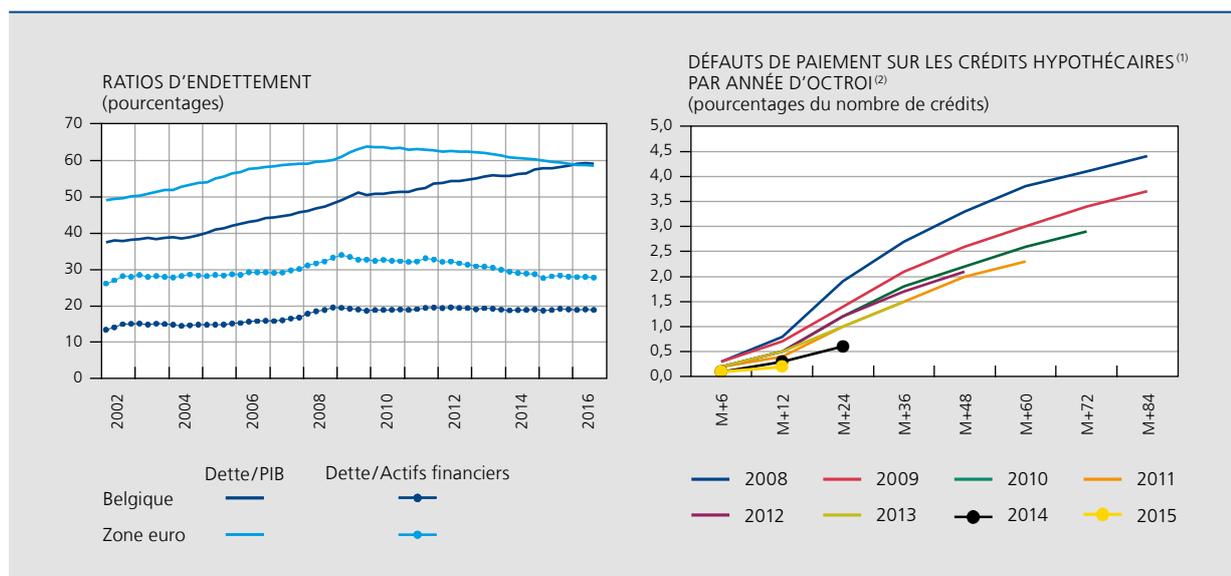
Par ailleurs, les données microéconomiques fournies par l'enquête HFCS révèlent des vulnérabilités importantes dans la structure d'endettement (ou « poches de risque »). Plus précisément, au regard de leurs revenus ou de leurs actifs liquides, un certain nombre de ménages contractent des dettes élevées (comme il ressort

par exemple de la quotité, ou *loan-to-value*, c'est-à-dire le rapport entre le montant prêté et la valeur du bien immobilier) ou disposent d'une capacité de remboursement limitée. Ainsi, selon les résultats de l'enquête menée en 2014, 13 % de l'encours de la dette hypothécaire seraient remboursés par des ménages devant y consacrer plus de 40 % de leur revenu disponible. En général, ces ménages possèdent également peu d'actifs et recourent relativement plus souvent à des crédits à quotité plus élevée.

Telles sont les raisons pour lesquelles le CERS a émis en novembre une mise en garde formelle contre les risques accrus liés au marché hypothécaire belge, tout comme il l'a fait pour sept autres pays. La capacité de remboursement des ménages risque notamment d'être mise à mal par un environnement macroéconomique moins propice, comme une hausse des taux d'intérêt ou une dégradation de la situation sur le marché de l'emploi et de la conjoncture. Dans le but d'anticiper un tel scénario, la Banque, en sa qualité d'autorité macroprudentielle, a d'ores et déjà pris différentes mesures qui devraient limiter les risques liés au marché immobilier et l'augmentation du taux d'endettement des ménages.

À ce stade, le niveau relativement bas et stable des arriérés de paiement des particuliers enregistrés par la Centrale

GRAPHIQUE 52 LE TAUX D'ENDETTEMENT DES MÉNAGES POURSUIT SA PROGRESSION, MAIS LE NOMBRE DE DÉFAUTS DE PAIEMENT DEMEURE RELATIVEMENT MODESTE



Sources : BCE, BNB.

(1) Un défaut de paiement est enregistré lorsqu'une somme due n'a pas été payée ou l'a été incomplètement dans les trois mois suivant son échéance, ou lorsqu'une somme due n'a pas été payée ou l'a été incomplètement dans le mois suivant une mise en demeure par recommandé.

(2) Les crédits sont regroupés selon leur année d'octroi. Les courbes montrent, pour chaque année, le nombre de crédits en défaut, en pourcentage du nombre total original de crédits, après un certain nombre de mois suivant leur octroi. Les régularisations éventuelles de crédits ne sont pas prises en compte.

des crédits (en pourcentage du nombre total de crédits) révèle toutefois que les charges de remboursement actuelles de la plupart des ménages restent sous contrôle. S'agissant des crédits hypothécaires, le pourcentage de contrats en défaut de paiement a même quelque peu régressé. Cette baisse va de pair avec l'embellie du climat macroéconomique et, en particulier, avec le fléchissement du nombre de chômeurs. En outre, bien que la dette des ménages ait progressé, la politique monétaire accommodante a permis une légère diminution de leurs charges d'intérêts totales, notamment parce qu'ils ont refinancé des emprunts en cours. Par ailleurs, il est probable que, dans ce cas, les conditions de crédit hors taux d'intérêt aient également été adaptées, ce qui a pu comprimer d'autant plus la charge de remboursement. Grâce à ces refinancements, qui portent souvent un taux fixe, les ménages réussissent à conserver des conditions de taux avantageuses sur l'ensemble de la durée restante de leurs crédits; le risque lié à une éventuelle hausse du taux est dès lors transféré aux banques.

En dépit du nouvel accroissement du taux d'endettement, la situation financière agrégée des ménages n'en reste pas moins plutôt saine, comme le confirme entre autres le rapport entre leurs dettes et leurs actifs financiers, qui est stable et, en Belgique, inférieur à celui de

la zone euro. D'ailleurs, les ménages belges possèdent, en pourcentage du PIB, le plus gros patrimoine financier net de la zone euro.

Ce patrimoine financier élevé contribue également à la situation financière favorable de l'économie belge, à savoir sa position extérieure nette. En effet, la différence entre les actifs et les engagements financiers des secteurs nationaux se traduit par une position créditrice nette envers l'étranger lorsque les actifs dépassent les engagements, ou par une position débitrice nette dans le cas inverse. Grâce à l'important patrimoine net des ménages, la Belgique fait partie, avec les Pays-Bas, l'Allemagne, l'Autriche et la Finlande, d'un groupe restreint de pays créditeurs nets au sein de la zone euro. À la fin de juin 2016, les créances nettes sur l'étranger se montaient à 201 milliards d'euros, soit 48,3% du PIB, selon les statistiques des comptes financiers nationaux.

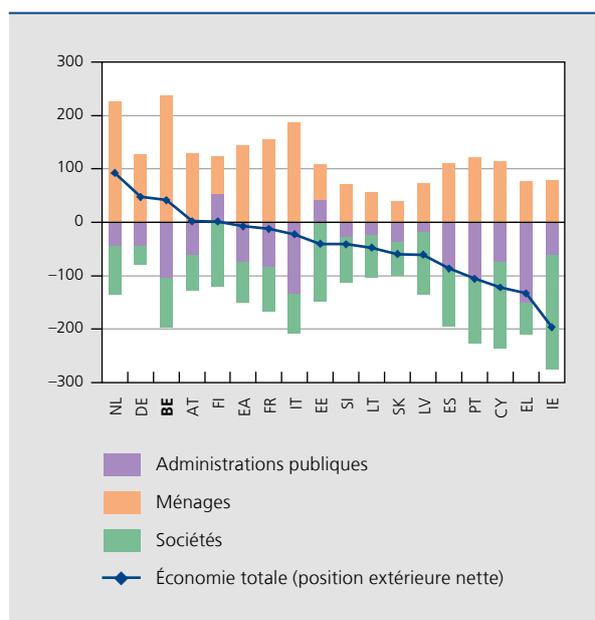
4.3 Les banques belges ont à nouveau dégagé de bons résultats en 2016

Au cours des neuf premiers mois de 2016, les banques belges ont confirmé les bons résultats qu'elles avaient enregistrés en 2015. Le rendement annualisé des fonds propres a atteint un niveau proche de 10%, tandis que celui des actifs est ressorti à 0,6%. Le secteur dans son ensemble a engrangé un bénéfice de 4,8 milliards d'euros, contre 4,4 milliards sur la même période en 2015. En dépit de la réorientation des activités vers le marché belge opérée dans le passé, un tiers des bénéfices nets des institutions financières ont été réalisés hors du territoire, étant donné la forte présence que celles-ci ont maintenue sur quelques « marchés stratégiques » étrangers, comme l'Europe de l'Est et du Sud-Est, les Pays-Bas, l'Irlande, la Suisse et le Luxembourg. À l'inverse de ce qui avait été observé en 2015, les banques ont toutefois vu se contracter certaines sources structurelles de revenus, et elles n'ont plus bénéficié dans la même ampleur de certains facteurs temporaires qui avaient joué auparavant. Ainsi, le résultat brut d'exploitation s'est contracté de près de 200 millions d'euros par rapport à la période correspondante de 2015.

L'environnement de taux bas se traduit par un léger recul du résultat net d'intérêts

Le repli du résultat brut d'exploitation sur les neuf premiers mois de 2016 s'explique notamment par une modeste diminution du résultat net d'intérêts, de l'ordre de près de 100 millions d'euros, et ce en dépit de la croissance soutenue du crédit au secteur privé non bancaire belge. La marge d'intérêt a atteint en 2016 un niveau similaire à celui de l'année précédente, mettant

GRAPHIQUE 53 PATRIMOINE FINANCIER NET⁽¹⁾
(pourcentages du PIB, fin de juin 2016)



Sources : BCE, BNB.

(1) Différence entre l'encours des actifs et passifs financiers. En raison de la grande volatilité de leurs données, le Luxembourg et Malte ne sont pas repris dans le graphique.

TABLEAU 12 COMPTE DE RÉSULTATS DES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT BELGES

(données sur une base consolidée; milliards d'euros, sauf mention contraire)

	2012	2013	2014	2015	Neuf premiers mois		Pourcentages du produit bancaire
					2015	2016	
Résultat net d'intérêts	13,6	13,3	14,5	14,9	11,2	11,2	67,2
Résultat hors intérêts	4,5	7,0	6,2	7,1	5,6	5,5	32,8
Résultat net des commissions (y compris les commissions versées aux agents)	4,5	5,0	5,3	5,9	4,5	4,2	25,3
Profits et pertes (non) réalisés sur instruments financiers ⁽¹⁾	0,0	0,8	-0,1	1,2	1,2	0,8	
Autres revenus hors intérêts	0,0	1,3	0,9	0,1	-0,1	0,5	
Produit bancaire	18,1	20,3	20,7	22,0	16,8	16,6	100,0
Dépenses opérationnelles	-13,0	-12,4	-12,7	-12,9	-9,9	-9,9	59,5 ⁽²⁾
Résultat brut d'exploitation	5,0	8,0	8,0	9,1	6,9	6,7	
Réductions de valeur et provisions	-2,6	-3,0	-1,3	-1,3	-0,6	-0,7	
Provisions pour pertes sur créances	-2,0	-2,3	-1,3	-1,1	-0,9	-0,7	
Réductions de valeur sur autres actifs financiers	0,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Autres réductions de valeur et provisions	-1,5	-0,6	0,1	-0,1	0,3	0,0	
Autres composantes du compte de résultats	-0,8	-1,8	-2,2	-1,7	-1,9	-1,3	
Profit ou perte net(te)	1,6	3,3	4,5	6,1	4,4	4,8	

Source: BNB.

(1) Cette rubrique contient les profits (pertes) net(te)s réalisé(e)s sur les actifs et passifs financiers non évalués à leur juste valeur par le biais du compte de résultats, les profits (pertes) net(te)s sur les actifs et passifs financiers détenus à des fins de transaction et évalués à leur juste valeur par le biais du compte de résultats et les profits (pertes) net(te)s lié(e)s à la comptabilité de couverture.

(2) Rapport coûts/revenus du secteur bancaire belge.

fin à la tendance haussière observée de manière quasi ininterrompue depuis 2008. Elle s'est chiffrée à, en moyenne, 168 points de base, contre 169 sur les neuf premiers mois de 2015.

Les diverses composantes de cette marge ont toutefois été mises sous pression en 2016. En raison de l'accroissement de la concurrence sur le marché belge, les marges commerciales des banques se sont rétrécies sur certains produits. Ces dernières marges correspondent à la différence entre les taux appliqués aux crédits octroyés ou aux dépôts collectés par la banque, d'une part, et le taux de marché correspondant, d'autre part. Autre composante de la marge d'intérêt totale, la marge d'intermédiation, déterminée par l'évolution de la courbe des taux, a également été mise sous pression pour les nouvelles transactions, comme le montre le nouveau resserrement de l'écart entre les taux à dix ans et à un mois. La structure du bilan des banques belges, caractérisée par des passifs à plus court terme que les actifs, a toutefois permis, jusqu'ici, d'atténuer cet effet.

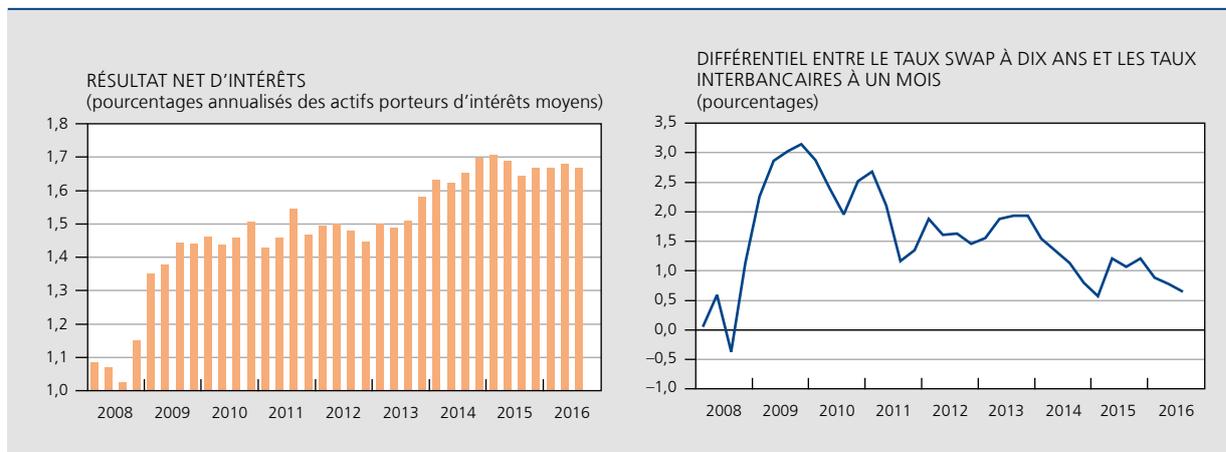
En 2016, le moindre rendement des actifs des banques a encore pu être globalement compensé par la réduction

de leur coût de financement. S'agissant plus particulièrement des dépôts des ménages belges, la plupart d'entre elles ont rabaissé les rendements offerts sur les carnets de dépôts et sur les comptes à vue, lesquels sont revenus à, respectivement, 0,11 % (y compris la prime de fidélité) et 0,00 %. Ces mesures, prises principalement au cours du deuxième trimestre, ont donné lieu à un élargissement temporaire de la marge d'intérêt. Celle-ci est repartie à la baisse dès le troisième trimestre.

Le niveau plancher auquel a été ramené le taux de rendement des dépôts laisse toutefois très peu de place pour une nouvelle diminution, ce qui devrait peser sur la marge d'intérêt à l'avenir. Ce phénomène est renforcé par la vente de titres de dette à haut rendement, potentiellement facilitée par l'APP de la BCE. Les nombreux refinancements de crédits hypothécaires observés depuis 2014, qui entraînent une accélération de l'essoufflement du rendement de ce portefeuille, exercent le même effet, même si les nouveaux crédits octroyés le sont avec une marge commerciale plus élevée que les prêts initiaux. À cet égard, les pénalités de remboursement perçues par les banques pour les opérations de refinancement ont été

GRAPHIQUE 54 LA MARGE D'INTÉRÊT DES BANQUES BELGES EST RESTÉE ÉLEVÉE EN 2016

(données trimestrielles, sur une base consolidée)



Sources : Thomson Reuters Datastream, BNB.

moins lourdes au cours des neuf premiers mois de 2016, et elles ont donc moins fortement soutenu la marge et les revenus d'intérêts. En effet, les refinancements, tant internes qu'externes, sont retombés à 18 milliards d'euros, soit un niveau toujours considérable, mais néanmoins inférieur à celui de la période correspondante de 2015 (31 milliards). Ils ont également probablement

porté sur des prêts assortis de taux d'intérêt plus bas, car ils avaient déjà souvent été refinancés dans le passé, ce qui a aussi limité le montant des indemnités de emploi perçues en 2016.

Différentes sources du résultat hors intérêts ont fortement reculé

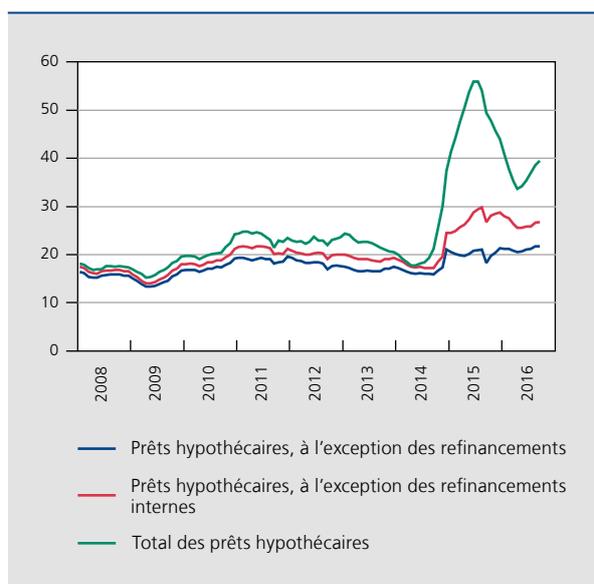
Le résultat hors intérêts s'est également replié, revenant de 5,6 milliards d'euros au cours des neuf premiers mois de 2015 à 5,5 milliards en 2016. Cette évolution résulte principalement de la contraction, de l'ordre de 0,3 milliard, du résultat net des commissions, en raison des moindres revenus de commissions générés par la vente de fonds d'investissement, et, dans une plus large mesure, lors de l'émission et du transfert de titres. La volatilité observée sur les marchés financiers et plusieurs facteurs fiscaux ont en effet ralenti ce type d'opérations. Les profits sur instruments financiers se sont eux aussi inscrits en baisse, les gains non réalisés, actés lorsque la valeur de marché des titres détenus augmente, ayant été moins importants. À l'inverse, mais dans une moindre mesure, les gains relatifs à la vente de titres ont progressé, reflétant la vente d'actions et de titres de dette à haut rendement. Le résultat hors intérêts a aussi été soutenu par d'autres sources de revenus, tels les dividendes perçus.

Les dépenses opérationnelles sont restées relativement stables, tandis que les provisions pour pertes sur créances ont à nouveau diminué

Se chiffrant à 9,9 milliards d'euros au cours des neuf premiers mois de 2016, les dépenses opérationnelles des banques

GRAPHIQUE 55 LES REFINANCEMENTS DE CRÉDITS HYPOTHÉCAIRES SONT RESTÉS ÉLEVÉS EN 2016, FÛT-CE À UN NIVEAU MOINDRE QU'EN 2015

(nouveaux crédits hypothécaires, production cumulée sur une période de neuf mois ; milliards d'euros)



Source : BNB.

belges sont restées à un niveau proche de celui de 2015. Contrairement aux années précédentes, les dépenses relatives aux rémunérations du personnel se sont très légèrement tassées pour l'ensemble du secteur, les programmes de rationalisation mis en œuvre par certaines institutions commençant à porter leurs fruits. Les autres dépenses opérationnelles sont demeurées stables, en dépit d'une hausse des taxes et contributions bancaires. Cette dernière résulte notamment de l'alourdissement de la contribution versée au fonds de résolution bancaire unique européen.

La conjonction de la régression du revenu bancaire et de la stabilisation des dépenses opérationnelles a donné lieu à une modeste détérioration du rapport coûts/revenus du secteur bancaire belge, qui est passé de 58,9 % au cours des neuf premiers mois de 2015 à 59,5 % en 2016.

Les réductions de valeur et les provisions, qui avaient déjà renoué avec un niveau favorable à la suite du resserrement à l'œuvre depuis 2011, se sont encore infléchies en 2016. Le montant de 0,7 milliard d'euros comptabilisé pour les trois premiers trimestres est lié pour moitié environ à des portefeuilles étrangers. Le faible montant des provisions nettes reflète tant l'amélioration de la qualité des actifs des banques que la reprise de provisions excédentaires enregistrées dans le passé.

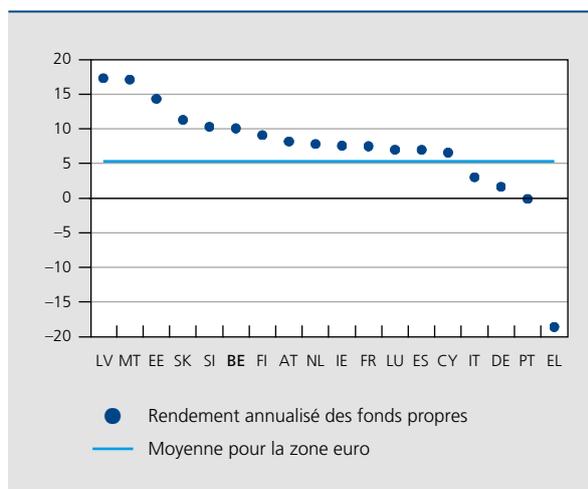
Face aux défis à venir, les banques prennent différentes mesures pour maintenir un niveau de profit suffisant

Qu'il soit calculé proportionnellement aux fonds propres ou au total des actifs, le taux de rendement du secteur bancaire belge a atteint le double de la moyenne de la zone euro en 2016. Cette rentabilité relativement élevée est cependant en partie imputable à des développements exceptionnels, tels que la déduction fiscale de pertes passées par une des principales banques. Le rendement sur fonds propres de 10 % flatte dès lors quelque peu la position de rentabilité réelle du secteur. En tout état de cause, on ne peut pas s'attendre à ce qu'il retrouve un niveau similaire à celui observé avant le déclenchement de la crise. Néanmoins, les banques belges disposent d'une profitabilité récurrente saine. En dépit d'un léger recul au cours de l'année sous revue, elle leur assure un point de départ favorable à l'aube d'une période durant laquelle leur capacité de générer des profits sera mise à l'épreuve.

En effet, les revenus tirés de plus-values sur le portefeuille d'instruments financiers ou de la vente de titres ne devraient plus être aussi significatifs qu'ils ne l'avaient été ces dernières années. En outre, les revenus issus des pénalités de remboursement des crédits hypothécaires sont eux aussi de nature temporaire. Par ailleurs, si

GRAPHIQUE 56 LE RENDEMENT DES FONDS PROPRES DU SECTEUR BANCAIRE BELGE EST PLUS ÉLEVÉ QUE DANS LA PLUPART DES PAYS DE LA ZONE EURO

(données pour les six premiers mois de 2016, pourcentages)



Source : BCE.

l'environnement de taux d'intérêt faibles persiste dans la zone euro, la marge d'intérêt sera comprimée. Un relèvement vif et soudain des taux d'intérêt pourrait toutefois également être négatif pour les institutions qui ne se seraient pas suffisamment couvertes contre une remontée des taux à court terme, faisant grimper leur coût de financement alors que le rendement de nombreux actifs est fixé à moyen ou à long terme. Enfin, le très bas niveau des provisions pour pertes sur créances ne semble pas soutenable, ne serait-ce que parce qu'il résulte en partie de la reprise de provisions. La digitalisation des services bancaires entraînera aussi, à terme, un accroissement de la concurrence sur certains segments-clés, telle la gestion d'actifs, ce qui pourrait peser sur la capacité des banques belges de générer des profits sur ces activités.

Même si elle pose de nombreux défis aux acteurs existants, la digitalisation de l'offre bancaire ouvre aussi de multiples opportunités d'améliorer l'efficacité de leurs activités. C'est dans ce but que beaucoup de banques ont annoncé, dans le passé et à nouveau en 2016, de vastes mesures de rationalisation de leurs dépenses, portant notamment sur le réseau d'agences et sur les effectifs. Encore limitée en 2016, la réduction des dépenses devrait se concrétiser davantage à l'avenir. Si ces mesures s'accompagnent de risques potentiels tant au niveau opérationnel qu'en termes de gouvernance ou de perte potentielle de compétences, elles s'inscrivent dans le cadre du processus inéluctable d'adaptation de la structure des coûts des banques à leurs nouveaux modèles d'entreprise. Ainsi, même si le rapport coûts/revenus des banques belges a récemment retrouvé

son niveau d'avant la crise, ce redressement a en partie été soutenu par des phénomènes temporaires, soulignant la nécessité de réformer plus en profondeur la structure des coûts du secteur. La transition vers ces nouveaux modèles d'entreprise se caractérise par ailleurs par la recherche d'une plus grande diversification des sources de revenus, privilégiant entre autres les activités génératrices de commissions, moins dépendantes des taux. À cet égard, le tassement de ces autres revenus observé en 2016 suggère que leur capacité de compenser de manière structurelle la réduction attendue des revenus d'intérêts doit être envisagée avec prudence.

Si, malgré ces différentes mesures, les banques estimaient ne pas pouvoir atteindre un niveau suffisant de profitabilité, elles pourraient être tentées d'adopter un comportement de quête de rendement, par exemple en gonflant, dans certains portefeuilles, la part de sous-segments plus risqués mais offrant en contrepartie des rendements supérieurs. De tels comportements n'ont pas été relevés de manière généralisée au sein du secteur bancaire belge, comme l'a également montré l'augmentation significative, au cours de l'année sous revue, des montants placés par les banques belges auprès des banques centrales.

L'octroi de crédits hypothécaires par les banques belges reste soutenu

Les banques belges semblent toutefois se concentrer plus fortement qu'auparavant sur le marché hypothécaire domestique. Le bas niveau des taux d'intérêt a contribué à un nouvel élargissement du portefeuille de crédits hypothécaires en 2016. L'encours total des prêts hypothécaires aux ménages belges est passé de 174,9 milliards d'euros à la fin de septembre 2015 à 184,2 milliards à la fin de septembre 2016, ce qui représente une croissance annuelle supérieure à 5 %. Au cours de cette période, la production brute de prêts hypothécaires s'est montée à 50,6 milliards d'euros. À hauteur de 14,7 milliards, il s'agissait de refinancements internes, les refinancements externes, c'est-à-dire ceux entraînant un changement de banque pour l'octroi du crédit, se chiffrant quant à eux à 6,9 milliards d'euros.

En 2015 et en 2016, le rebond des crédits hypothécaires ne s'est plus accompagné d'un durcissement marqué des conditions d'octroi de crédits, comme cela avait été le cas entre 2012 et 2014. Certes, la part, dans la nouvelle production, des prêts hypothécaires dont la maturité contractuelle est supérieure à 25 ans a, une fois encore, été proche de 2 % en 2016. Toutefois, en dépit de la faiblesse des taux d'intérêt, le pourcentage de nouveaux prêts pour lesquels le rapport entre la charge de crédit mensuelle et le revenu de l'emprunteur (ratio debt-service-to-income – DSTI) est supérieur à 50 % ne s'est plus replié. De manière

plus marquée, le bas niveau des taux d'intérêt a également donné lieu à une nouvelle hausse des montants moyens empruntés dans le cadre de nouveaux crédits. Cela a entraîné un nouveau déplacement de la production vers des niveaux moyens plus élevés du ratio loan-to-value (LTV), qui rapporte le montant du crédit hypothécaire à la valeur du bien financé. Même si ces développements sont restés contenus dans les limites prescrites par la politique d'octroi de crédits des banques, ils ont eu pour effet qu'une part non négligeable de la nouvelle production est restée caractérisée par des ratios LTV et DSTI considérables.

Les évolutions observées en termes de critères d'octroi de crédits font partie des différentes vulnérabilités récemment identifiées sur le marché hypothécaire belge. La croissance soutenue des crédits hypothécaires a entraîné un nouvel alourdissement de l'endettement des ménages, tandis que les prix et la surévaluation du marché immobilier résidentiel ont une fois encore augmenté en 2015, avant de diminuer quelque peu. Ces constatations ont amené la Banque, dans le cadre de sa mission d'autorité de surveillance macroprudentielle en Belgique, à prolonger une mesure macroprudentielle appliquée depuis 2013 et à annoncer son intention d'introduire, dès 2017, une nouvelle mesure ciblant plus spécifiquement les prêts dont le ratio LTV est élevé. La section A de la partie « Réglementation et contrôle prudentiels » du présent Rapport expose ces différentes actions en détail.

Les expositions envers les secteurs non financier et financier ont augmenté en 2016

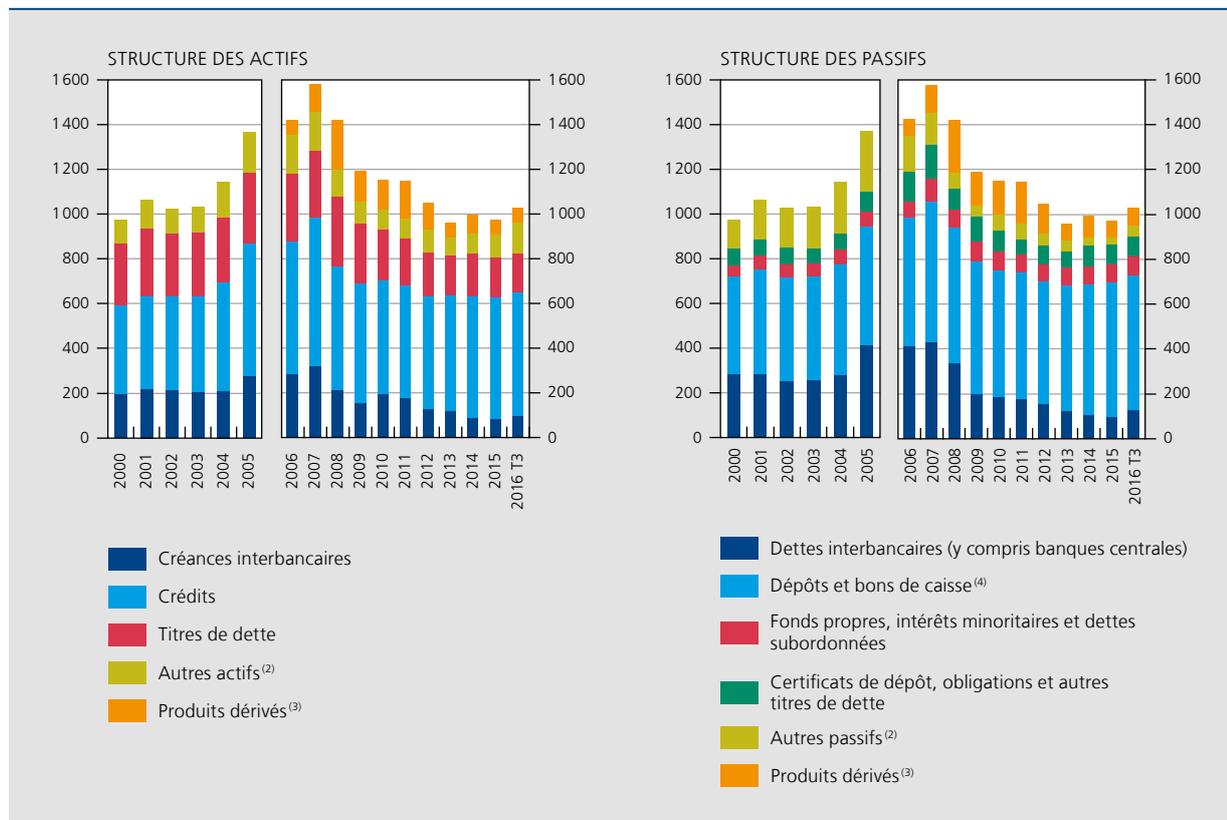
L'extension du portefeuille domestique de crédits hypothécaires s'inscrit dans le processus plus large de recentrage des banques belges tant sur leur fonction traditionnelle d'intermédiation que sur leurs marchés stratégiques, le marché belge en tête. De 2008 à 2013, les banques belges ont procédé à une réduction de leurs activités, qui s'est principalement concentrée sur les opérations transfrontalières, fortement développées avant la crise financière. Le total du bilan des banques belges est retombé de 1 578 milliards d'euros à la fin de 2007, soit 458 % du PIB, à 961 milliards à la fin de 2013. Depuis lors, le bilan agrégé du secteur bancaire a oscillé aux alentours de 1 000 milliards d'euros ; il s'établissait à 1 030 milliards à la fin de septembre 2016, soit 246 % du PIB.

Par rapport à la fin de 2015, les principaux postes figurant à l'actif des banques se sont accrus durant les neuf premiers mois de 2016.

Les prêts aux particuliers, principalement octroyés sous la forme de crédits hypothécaires, sur le marché belge et sur

GRAPHIQUE 57 LE PROCESSUS DE DELEVERAGING DES BANQUES BELGES A PRIS FIN

(structure du bilan des établissements de crédit belges; données en fin de période, sur une base consolidée⁽¹⁾; milliards d'euros)



Source : BNB.

(1) Données établies selon les normes comptables belges jusqu'en 2005 (Belgian GAAP) et selon les normes IAS/IFRS à partir de 2006.

(2) Les « autres actifs » comprennent principalement les avoirs auprès des banques centrales, les actions, les actifs tangibles et intangibles et les actifs d'impôts différés.

(3) Les produits dérivés comprennent principalement les positions courtes, les passifs autres que les dépôts et les titres de dette, les provisions et les obligations au titre des prestations définies.

(4) Les produits dérivés sont évalués à leur valeur de marché, y compris, à partir de 2007, les produits à recevoir et les charges à payer (qui ne sont pas repris dans les données relatives à 2006).

(5) Depuis le troisième trimestre de 2014, les bons de caisse ne sont plus inclus dans les « dépôts et bons de caisse » mais dans les « certificats de dépôt, obligations et autres titres de dette ». Les passifs liés à des actifs transférés ne sont plus inclus dans les « autres passifs » mais répartis entre différentes rubriques du passif.

certaines marchés stratégiques étrangers, ont grimpé de 9 milliards d'euros, pour atteindre un total de 230 milliards, soit 22 % de l'actif total du secteur bancaire belge. Le portefeuille des crédits aux sociétés non financières belges est passé de 115 milliards d'euros à la fin de 2015 à 120 milliards à la fin de septembre 2016, soit 12 % du total de l'actif.

Les expositions envers le secteur public sous la forme de prêts et de titres de dette, qui s'étaient fortement concentrées sur les autorités publiques belges à la suite des turbulences sur les marchés d'emprunts d'État en 2011 et en 2012, ont reculé de 2 milliards d'euros. Cette baisse reflète surtout une diminution des expositions envers le secteur public belge, à la suite notamment de ventes dans le cadre du PSPP de la BCE, même si la part de la Belgique dans l'encours des expositions envers le secteur public restait proche de 50 % à la fin de septembre 2016.

L'encours des crédits aux établissements financiers bancaires (94,5 milliards d'euros à la fin de septembre 2016) et non bancaires (27,1 milliards), qui s'était lourdement contracté à partir de 2007, est reparti à la hausse, bondissant de 12,7 milliards d'euros sur les trois premiers trimestres de 2016. Les banques ont notamment placé sur le marché de gros l'excédent des dépôts collectés auprès du secteur privé non financier, et ce principalement dans le cadre d'opérations *reverse repo* (financement octroyé en échange de garanties). Elles ont toutefois aussi obtenu une partie du financement nécessaire à ces activités à l'occasion d'opérations *repo* (financement reçu en échange de garanties), ce qui pourrait indiquer une potentielle quête de rendement, possible si les contreparties ou les garanties mobilisées diffèrent par leur qualité. Ainsi, les transactions de gros se sont également intensifiées au passif des banques, fût-ce dans une moindre mesure qu'à l'actif. Les banques belges ont aussi plus amplement recouru au financement des banques

centrales, profitant notamment du programme TLTRO II pour obtenir un financement bon marché.

En 2016, le financement des banques belges s'est toutefois essentiellement caractérisé par un net accroissement des dépôts des ménages et des sociétés non financières, ce qui constitue une autre facette de la transition des banques belges vers un modèle d'activité plus traditionnel. Depuis 2007, la part de ce type de financement dans le total bilanciel du secteur s'est globalement inscrite en hausse, atteignant 48 % à la fin de septembre 2016. L'encours des dépôts des ménages a gonflé de 19 milliards d'euros au cours des neuf premiers mois de l'année, pour s'établir à 359 milliards d'euros. Cette augmentation a surtout été le fait des comptes à vue, tandis que le montant des dépôts d'épargne n'a quasiment plus varié.

Les évolutions constatées dans le bilan n'ont pas détérioré la qualité des actifs

Les différents développements observés dans le bilan des banques belges au cours de l'année 2016, tel le déplacement de la production de crédits hypothécaires vers des ratios LTV plus élevés, n'ont pas entraîné de dégradation de la qualité des débiteurs. Le pourcentage de prêts ayant fait l'objet de réductions de valeur a une nouvelle fois diminué, revenant de 3,6 % à la fin de 2015 à 3,4 % à la fin de septembre 2016, sous l'effet combiné d'un recul du montant total des prêts non performants et d'un accroissement du portefeuille total. Ces statistiques

consolidées englobent tant les portefeuilles belges que les portefeuilles étrangers des banques belges. De manière générale, ces derniers comportent, en moyenne, toujours une plus grande part de prêts non performants. Le ratio a notamment baissé de manière significative pour les prêts aux sociétés non financières. En ce qui concerne plus spécifiquement les crédits hypothécaires belges, même si certaines poches de risque subsistent, la qualité des portefeuilles des banques belges s'est légèrement améliorée en 2016, le pourcentage de prêts hypothécaires en défaut revenant de 1,2 % à la fin de 2015 à 1,1 % à la fin d'octobre 2016.

La position de solvabilité et de liquidité des banques belges reste confortable

Toutes autres choses restant égales par ailleurs, la meilleure qualité des débiteurs entraîne un amoindrissement de la probabilité de défaut moyenne des actifs bancaires, telle qu'établie selon les modèles internes des banques. Dans le calcul du montant des actifs pondérés par les risques, cet impact positif a toutefois été plus que compensé par une augmentation des expositions faisant l'objet de risques de crédit. Les actifs pondérés par les risques sont ainsi passés de 345 milliards d'euros à la fin de 2015 à 358 milliards à la fin de septembre 2016. Le capital Tier 1 de base (Common Equity Tier 1 capital – CET1) s'étant dans le même temps élargi de 53 à 55 milliards, le ratio CET1 des banques belges est resté stable, à un niveau moyen de 15,4 %. Les banques belges occupent ainsi, en moyenne, une position de solvabilité confortable, bien au-delà des exigences réglementaires, comme l'ont également montré les tests de résistance menés par l'ABE⁽¹⁾.

(1) Pour plus de détails concernant ces tests, cf. la section C.2 de la partie « Réglementation et contrôle prudentiels ».

TABLEAU 13 VENTILATION DU CAPITAL TIER 1 ET DES ACTIFS PONDÉRÉS PAR LES RISQUES, RATIOS DE SOLVABILITÉ ET DE LIQUIDITÉ
(données en fin de période, sur une base consolidée; milliards d'euros, sauf mention contraire)

	2012	2013	2014	2015	Septembre 2016
Capital Tier 1	55,9	55,6	53,4	55,1	57,0
dont:					
Common Equity Tier 1	–	–	51,5	53,3	55,2
Actifs pondérés par les risques	352,7	339,4	349,8	345,4	357,7
dont:					
Risque de crédit	301,0	287,7	290,1	282,8	298,3
Ratio Tier 1 (pourcentages)	15,9	16,4	15,3	16,0	15,9
Ratio Common Equity Tier 1 (pourcentages)	–	–	14,7	15,4	15,4
Ratio de couverture de liquidité (pourcentages)				137,0	135,0

Source: BNB.

Depuis 2016, ces exigences prennent graduellement en compte différents coussins prévus dans la directive sur les exigences de fonds propres (CRD IV). Le coussin de conservation, qui consiste en une marge fixe au-delà du minimum requis, s'élevait à 0,625 % en 2016, et il passera à 2,5 % en 2019. Un coussin contracyclique, fixé à 0 % en Belgique en 2016, devra être activé en cas de croissance excessive des crédits dans l'économie. Enfin, comme le permet la directive CRD IV, des surcharges de fonds propres sont requises de la part de huit banques en raison de leur importance systémique au niveau national. La directive prévoit également la disparition graduelle de mesures transitoires d'ici à 2018. En considérant que le régime final de la directive CRD IV soit d'application, le ratio CET1 reviendrait à 15,2 %, soit un niveau qui reste toutefois toujours appréciable.

Même si la part des actifs grevés des banques belges a augmenté en 2016, à la suite notamment de l'accroissement des transactions *repo*, la position de liquidité du secteur est restée confortable. Le ratio de couverture de liquidité à court terme (liquidity coverage ratio – LCR) s'est en moyenne affiché en modeste repli, revenant de 137 % la fin de 2015 à 135 % à la fin de

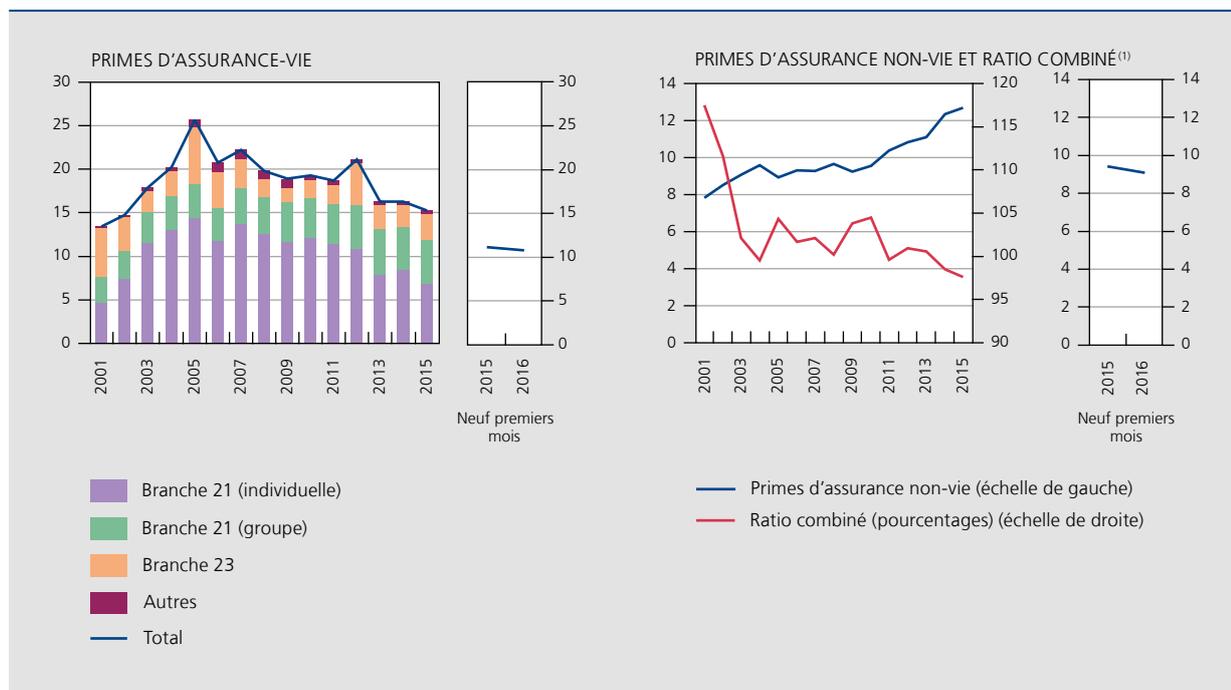
septembre 2016. Il demeure toujours nettement supérieur aux exigences réglementaires.

4.4 La rentabilité du secteur des assurances s'est affaiblie en 2015 et en 2016

Considéré globalement, le résultat net des entreprises d'assurance s'est inscrit en recul à partir de 2012. Il est retombé à 1,2 milliard d'euros en 2015, tandis que le rendement des fonds propres est revenu à 8,2 %, contre 20 % en moyenne avant la crise. Selon les indications partielles disponibles pour les neuf premiers mois de l'année, cette tendance négative se serait poursuivie en 2016. Les données collectées sur une base consolidée pour un échantillon de cinq groupes d'assurance belges montrent en effet que le rendement annualisé des fonds propres se serait de nouveau légèrement réduit, à 7,4 %. Une certaine prudence s'impose néanmoins dans l'interprétation de ces chiffres, dans la mesure où ils ne couvrent pas la totalité du secteur. Ce sont toutefois les seules informations exploitables, les données détaillées trimestrielles établies sur la base des comptes statutaires individuels des sociétés d'assurance n'étant plus disponibles à la suite de

GRAPHIQUE 58 L'ENCAISSEMENT EST EN BAISSÉ POUR L'ASSURANCE-VIE ET POUR L'ASSURANCE NON-VIE

(données sur une base sociale ; milliards d'euros, sauf mention contraire)



Source : BNB.

(1) Le ratio combiné rapporte la somme des coûts de sinistres et des frais opérationnels aux primes nettes perçues.

l'entrée en vigueur en 2016 du nouveau cadre réglementaire Solvabilité II.

Alors que le résultat non technique du secteur – à savoir principalement les revenus de placements non imputés aux activités d'assurance-vie et non-vie, ainsi que les résultats exceptionnels et les impôts – restait négatif (-0,6 milliard d'euros en 2015), la diminution de la rentabilité a principalement été imputable à la détérioration du résultat de l'assurance-vie. Sa contraction, jusqu'à 0,2 milliard en 2015, en dépit d'importantes plus-values de réalisations, s'expliquait tant par la baisse des revenus d'investissements, en raison de la faiblesse continue des taux d'intérêt et de la matérialisation progressive du risque de réinvestissement, que par celle des primes collectées. L'encaissement des primes brutes d'assurance-vie a continué de ralentir durant les neuf premiers mois de 2016, l'environnement de taux bas rendant ces produits peu attractifs aux yeux des épargnants. Avec un encaissement de 10,7 milliards d'euros, elles se sont repliées de 3,2 % par rapport à la même période de 2015.

Pour sa part, la rentabilité du secteur non-vie s'est nettement améliorée jusqu'en 2015, sous l'effet d'une hausse des primes encaissées. En 2015, les activités non-vie avaient dégagé un bénéfice de 1,6 milliard d'euros. Un retournement s'est toutefois produit en 2016: sur les neuf premiers mois, les primes nettes collectées se sont tassées de 3,6 % par rapport à l'année précédente. Le ratio net combiné, qui rapporte la somme des coûts de sinistres et des frais opérationnels aux primes nettes perçues, est cependant resté proche de 100 %, ce qui montre que les entreprises d'assurance maintiennent un sain équilibre entre les coûts d'assurance et les primes perçues. Il convient toutefois de noter que cette bonne performance globale ne concerne pas toutes les branches d'activité du secteur de l'assurance non-vie, certaines d'entre elles affichant des coûts supérieurs aux primes.

Outre par le robutage des primes, la rentabilité des compagnies d'assurances est toujours mise sous pression par des taux garantis élevés

Parallèlement à la baisse des primes, l'environnement de taux d'intérêt bas pèse lui aussi sur les revenus d'investissements. C'est particulièrement vrai dans le cas de l'assurance-vie, qui se caractérise par une durée moyenne des passifs plus longue que celle des actifs et par des taux garantis à honorer toujours élevés.

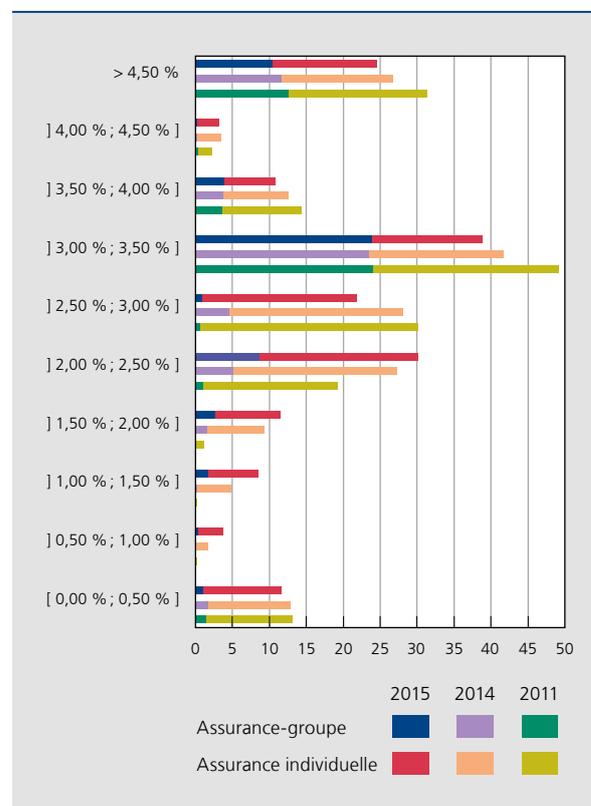
Le total des réserves d'inventaire relatives aux contrats à taux garanti est revenu de 168,2 à 164,3 milliards d'euros entre la fin de 2014 et la fin de 2015, dernière période pour laquelle les données du reporting annuel détaillé

sont disponibles. Ce fléchissement de l'encours des réserves est imputable à l'assurance individuelle, dans le cadre de laquelle il s'est réduit de près de 5 %. S'agissant de l'assurance-groupe, le montant des réserves affiche une progression de 3 %. Bien qu'on observe une lente diminution de l'importance des contrats assortis d'un taux garanti supérieur à 2 % au profit de contrats offrant des taux inférieurs, les contrats en cours, hérités du passé et dont le rendement garanti sur les réserves constituées et/ou encore à constituer par les primes futures était supérieur à 4,5 %, représentaient 24,5 milliards d'euros en 2015, soit encore 15 % des réserves d'inventaire, contre 26,7 milliards en 2014 et 31,3 milliards en 2011.

Si la faiblesse actuelle des taux persiste, de substantiels montants de titres à notation élevée (AAA ou AA) arrivant à échéance devront être réinvestis dans des placements moins rémunérateurs, de sorte que le rendement effectif des actifs pourrait en théorie ne plus suffire pour couvrir les taux garantis par les contrats conclus auparavant. L'encours des contrats d'assurance-vie offrant des taux de

GRAPHIQUE 59 LES CONTRATS À TAUX GARANTI ÉLEVÉ RESTENT IMPORTANTS

(ventilation des réserves d'inventaire d'assurance-vie selon le rendement garanti par contrat individuel; données en fin de période, milliards d'euros)



Source : BNB.

rendement garantis et le niveau de ces taux sont donc des paramètres de risque particulièrement importants pour les compagnies d'assurances en période de repli des taux d'intérêt des placements sans risque.

Les assureurs réagissent en adaptant leurs produits et en réduisant leurs coûts

La persistance de taux d'intérêt bas a amené les entreprises d'assurance à commercialiser des contrats plus conformes aux conditions de marché, le rendement garanti moyen des contrats de la branche 21 ayant été raboté de 2,91 % en 2014 à 2,82 % en 2015, à savoir, plus spécifiquement, de 2,72 à 2,64 % pour l'assurance individuelle et de 3,25 à 3,19 % pour l'assurance-groupe. Elles ont également limité dans le temps la garantie de taux et ont promu les contrats de la branche 23, qui sont adossés à des fonds de placement et ne proposent pas de rendement garanti. Des produits hybrides, associant les caractéristiques des branches 21 et 23, ont également été développés.

Afin de préserver leur potentiel de rentabilité, les entreprises d'assurance poursuivent l'adaptation de leurs activités et de la structure de leurs coûts. Des modèles d'entreprise garantissant une rentabilité durable, y compris lorsque les conditions économiques sont défavorables, constituent en effet une condition nécessaire à la préservation de la stabilité de l'ensemble du secteur. À cet égard, s'appuyant sur des analyses transversales établies pour l'ensemble du secteur, la Banque a décidé de mener quelques actions ciblant certaines compagnies en vue de les amener à renforcer durablement leur solvabilité.

En outre, il n'est pas exclu qu'il faille procéder à de nouvelles réductions des charges d'exploitation, le cas échéant par des consolidations, pour aligner la structure des coûts sur la compression du volume des activités. Dans ce contexte, plusieurs assureurs ont annoncé

des restructurations, ce qui s'inscrit dans le cadre de la tendance baissière de l'emploi dans le secteur des assurances. Selon Assuralia, le nombre moyen de travailleurs dans les entreprises d'assurance est revenu de 23 300 en 2008 à 22 800 en 2015. De leur côté, les intermédiaires d'assurance (agents et courtiers) ont vu leur nombre moyen revenir de 10 900 à 9 600.

Plusieurs mesures réglementaires ont été mises en place

La réglementation prudentielle précédemment en vigueur imposait à tous les assureurs de comptabiliser une provision complémentaire annuelle, communément appelée « provision clignotant », en vue de faire face à leurs engagements nonobstant l'environnement de taux bas. Depuis 2013, plus aucune dispense n'avait été accordée à cet égard. Dans un souci de prudence et de continuité, les provisions complémentaires ainsi constituées, qui représentaient 6,6 milliards d'euros à la fin de 2015, ont été maintenues lors du passage à Solvabilité II. Elles devront également encore être alimentées, sauf en cas de dispense conditionnelle renouvelable annuellement.

Pour sa part, le taux d'intérêt maximum pour les assurances-vie de longue durée a été ramené de 3,75 à 2 % au début de février 2016, niveau auquel il sera maintenu en 2017. Parallèlement, s'agissant des pensions complémentaires, le taux de rendement garanti par les employeurs a été fixé, à partir du 1^{er} janvier 2016, à 1,75 % pour les cotisations patronales et personnelles. Sans cette révision à la baisse, le système des pensions complémentaires aurait pu être délaissé par les employeurs, qui, pas plus que les compagnies d'assurances, n'auraient été en mesure de servir les taux garantis.

La Banque a également recommandé aux entreprises d'assurance de limiter la distribution des bénéfices aux

TABLEAU 14 ÉVOLUTION DES TAUX GARANTIS ET PROVISIONS COMPLÉMENTAIRES

(données sur une base sociale; pourcentages, sauf mention contraire)

	2011	2012	2013	2014	2015
Taux d'intérêt à long terme (OLO à dix ans)	4,01	2,06	2,56	0,83	0,98
Rendement garanti moyen sur les contrats existants	3,17	3,12	3,04	2,91	2,82
Assurance-groupe	3,59	3,54	3,41	3,25	3,19
Assurance individuelle	3,01	2,95	2,88	2,72	2,64
Provision complémentaire (milliards d'euros)	2,5	3,0	4,1	5,5	6,6

Source : BNB.

actionnaires et aux assurés afin de préserver leur résilience structurelle à long terme, de même qu'elle leur a conseillé d'évaluer le niveau de leurs marges d'intérêt. À cet égard, de nouvelles dispositions réglementaires en matière de participation aux bénéficiaires ont été introduites; celles-ci autorisent la Banque à imposer dans certains cas des limites à la distribution des bénéficiaires, en prenant en considération la situation de rentabilité et de solvabilité des compagnies d'assurances. L'amélioration de la solvabilité des établissements financiers grâce à la mise en réserve des bénéficiaires et/ou à l'émission de capital constituera un facteur-clé pour relever les nouveaux défis posés par la conjoncture économique et par les exigences réglementaires croissantes. Compte tenu de ces contraintes, la Banque attend également des entreprises d'assurance qu'elles n'envisagent qu'avec circonspection la réalisation de plus-values, cette dernière devant s'inscrire dans le cadre d'une stratégie préventive, destinée essentiellement à couvrir des obligations contractuelles.

Par ailleurs, depuis le 1^{er} janvier 2016, les assureurs appliquent le régime de contrôle prudentiel Solvabilité II. Ce nouveau cadre, qui constitue un changement radical pour le secteur, impose aux assureurs de détenir suffisamment de fonds propres éligibles pour couvrir les exigences en capital, appelées « Capital de solvabilité requis » (Solvency Capital Requirement – SCR). L'évaluation du portefeuille à la valeur de marché, même si elle entraîne une plus grande volatilité du montant des fonds propres, permet de mieux jauger les risques financiers encourus par les assureurs, ce qui permet à son tour une meilleure prise en compte de l'effet du niveau des taux d'intérêt sur leur solvabilité future.

La position de solvabilité des entreprises d'assurance belges est globalement solide mais reste hétérogène

À la fin de septembre 2016, le ratio de solvabilité du secteur, calculé en rapportant les fonds propres éligibles

au SCR, s'établissait à 165,4%. Les fluctuations du ratio dans le courant de l'année s'expliquent tant par les variations des fonds propres, affectés par la volatilité des marchés financiers, que par l'évolution du montant du SCR de chaque entreprise. Malgré la diminution observée au troisième trimestre, le niveau de solvabilité moyen du secteur reste confortable. Il apparaît, en moyenne, suffisamment solide pour faire face à une période prolongée de taux d'intérêt bas, comme l'ont également montré les tests de résistance menés par l'AEAPP⁽¹⁾. Cette situation agrégée masque toutefois une certaine hétérogénéité: si beaucoup d'assureurs sont bien capitalisés, l'analyse de la marge de solvabilité sous Solvabilité II révèle que la position de certains d'entre eux est nettement plus fragile. La Banque a demandé aux institutions concernées de mettre en place des mesures spécifiques pour satisfaire aux exigences. L'environnement de taux d'intérêt bas, associé à la mise en œuvre du nouveau cadre réglementaire prudentiel, pourrait donner lieu à une restructuration des entités les plus faibles du secteur ou à une absorption par d'autres plus robustes. La Banque suit ces développements avec attention.

La composition du bilan des compagnies d'assurances ne pointe pas de quête de rendement généralisée

Confrontées au bas niveau des taux de rendement de leurs portefeuilles traditionnels, certaines compagnies d'assurances cherchent à réorienter leurs investissements vers des actifs plus rémunérateurs pour respecter les engagements qu'elles ont contractés dans le cadre de contrats d'assurance-vie. Même si l'évolution du portefeuille est lente et proportionnelle à la longue maturité des actifs, on observe toutefois depuis plusieurs années une diminution de la part des obligations d'État. À la fin de septembre 2016, les obligations, dont le montant

(1) À ce propos, cf. la section D de la partie « Réglementation et contrôle prudentiels ».

TABLEAU 15 ÉVOLUTION DES FONDS PROPRES, DES EXIGENCES EN CAPITAL ET DU RATIO SCR
(milliards d'euros, sauf mention contraire)

	01-01-2016	31-03-2016	30-06-2016	30-09-2016
Capital de solvabilité requis	17,9	18,3	18,0	19,2
Total des fonds propres éligibles	32,9	31,5	32,8	31,8
Ratio SCR (pourcentages)	183,7	171,8	182,0	165,4

Source: BNB.

TABLEAU 16 COMPOSITION DU BILAN DES COMPAGNIES D'ASSURANCES

(2016T3, valeur de marché, milliards d'euros)

Actif		Passif	
Investissements	279,4	Provisions techniques, hors branche 23	245,5
Obligations souveraines	147,5	Provisions vie, hors santé	211,7
Obligations d'entreprise	62,4	Provisions non-vie, hors santé	17,6
Prêts et prêts hypothécaires	27,0	Provisions santé	16,2
Actions et participations	16,1		
Fonds d'investissement	13,4		
Actifs immobiliers	7,8		
Autres investissements	5,3		
Autres actifs	28,5	Autres passifs	33,7
Actifs liés aux activités de la branche 23	31,0	Provisions techniques de la branche 23	30,5
Total actif	338,9	Total passif	309,7
		Excédent de l'actif sur le passif	29,1

Source: BNB.

atteignait 209,8 milliards d'euros, représentaient toujours la plus grande part des investissements, répartis entre obligations gouvernementales (147,5 milliards) et obligations d'entreprise (62,4 milliards). Plus de 60 % des obligations étaient des titres à notation élevée (AAA ou AA). Le portefeuille de prêts, qui est en progression depuis plusieurs années, se chiffrait à 27 milliards à la fin du troisième trimestre de 2016, ce qui correspond

à 10 % des investissements. L'expansion de ce type de portefeuilles traduit la diversification des investissements des assureurs et signale une possible quête de rendement par certaines compagnies. La valeur des actifs détenus pour couvrir les provisions techniques des contrats de la branche 23 s'établissait à 31 milliards d'euros. Ces actifs ont essentiellement pris la forme de parts d'organismes de placement collectif.



Finances publiques

5. Finances publiques

5.1 La situation des finances publiques belges a décliné

Les administrations publiques belges ont clôturé l'année 2016 sur un besoin de financement de 2,8% du PIB, ce qui représente une nette dégradation par rapport à 2015. Le déficit de financement s'est en effet alourdi de 0,3 point de pourcentage du PIB, s'approchant ainsi à nouveau du seuil considéré comme un déficit excessif au titre du cadre budgétaire européen. La dette publique est également repartie à la hausse, s'établissant à 106,6% du PIB.

La hausse du déficit de financement est à imputer à un repli des recettes et à une légère progression des dépenses primaires en pourcentage du PIB, qui ont comprimé le solde primaire de 0,6 point de pourcentage du PIB, si bien que celui-ci est redevenu négatif pour la première fois depuis 2012. Les charges d'intérêts, pour leur part, ont encore baissé, de 0,3 point de pourcentage du PIB.

De même, le solde de financement structurel, qui s'obtient en procédant à une correction de l'incidence des facteurs cycliques et temporaires, s'est aggravé en 2016 comparativement à l'année précédente. Le déficit budgétaire structurel a augmenté de 0,2 point de pourcentage du PIB, soit moins que le déficit de financement nominal. Les facteurs non récurrents ont eu un impact positif sur le solde budgétaire nominal de 0,1 point de pourcentage du PIB en 2016, alors qu'ils l'avaient amélioré de 0,3 point de pourcentage en 2015. En revanche, l'incidence de la conjoncture sur les finances publiques est demeurée pour ainsi dire inchangée. Le solde primaire structurel, qui rend mieux compte de la politique budgétaire discrétionnaire puisqu'il n'est pas influencé par l'évolution des charges d'intérêts, s'est creusé de 0,5 point de pourcentage du PIB. De manière générale, la situation des finances publiques belges a régressé en 2016. Dès lors, aucune amélioration structurelle du solde de financement n'a été réalisée ces trois dernières années. Il n'en demeure pas moins nécessaire de poursuivre sur la voie de l'assainissement des finances publiques.

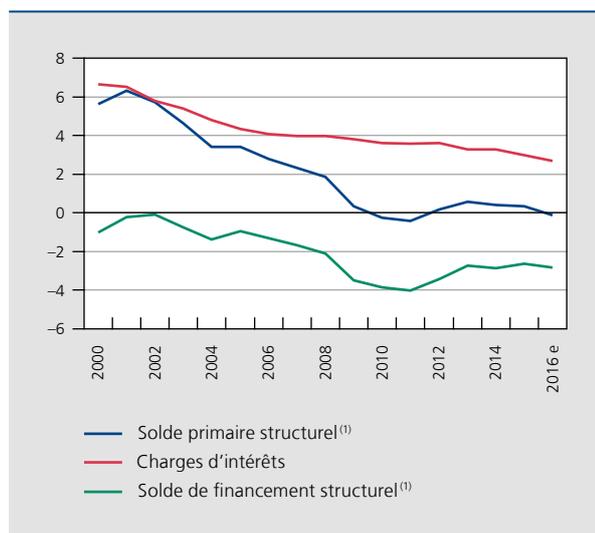
TABLEAU 17 SOLDE DE FINANCEMENT ET DETTE DE L'ENSEMBLE DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES
(pourcentages du PIB)

	2000	2012	2013	2014	2015	2016 e
Recettes	49,0	51,6	52,7	52,0	51,3	50,9
Dépenses primaires	42,4	52,2	52,4	51,8	50,9	51,0
Solde primaire	6,6	-0,6	0,3	0,2	0,5	-0,1
Charges d'intérêts	6,7	3,6	3,3	3,3	3,0	2,7
Solde de financement	-0,1	-4,2	-3,0	-3,1	-2,5	-2,8
Dette publique	108,8	104,1	105,4	106,5	105,8	106,6

Sources: ICN, BNB.

GRAPHIQUE 60 TANT LE SOLDE PRIMAIRE STRUCTUREL QUE LE SOLDE DE FINANCEMENT STRUCTUREL SE SONT INSCRITS EN RETRAIT EN 2016

(pourcentages du PIB)



Sources : CE, ICN, BNB.

(1) Pour le calcul du solde primaire structurel et du solde de financement structurel, la composante cyclique est définie sur la base de la méthode de la CE.

Les objectifs budgétaires n'ont pas non plus été atteints en 2016

La politique budgétaire des États membres doit être conforme aux règles budgétaires européennes fixées par

le traité de Maastricht et par le pacte de stabilité et de croissance. La Belgique relève actuellement du volet préventif de ce pacte, mais il va sans dire qu'elle est tenue de respecter également les règles du volet correctif. En d'autres termes, son déficit budgétaire ne peut excéder la valeur de référence de 3 % du PIB et sa dette publique doit être ramenée à 60 % du PIB à un rythme satisfaisant.

En 2016, la Belgique n'est cependant pas parvenue à redresser son solde budgétaire structurel du minimum requis de 0,6 point de pourcentage du PIB. Le programme de stabilité d'avril 2016 tablait pourtant sur une telle évolution. L'amélioration structurelle réalisée en 2015 était d'ailleurs déjà demeurée largement inférieure à ce seuil.

En se fondant sur ses prévisions d'automne, la CE est parvenue à la conclusion que, en 2016, la Belgique courait le risque de dévier significativement de la trajectoire d'ajustement sur la voie de l'objectif budgétaire à moyen terme (OMT), une exigence centrale du volet préventif du pacte de stabilité et de croissance. Cet objectif consiste actuellement en un équilibre budgétaire structurel. Selon la CE, vu le risque d'écart significatif pour 2016, ce risque pourrait subsister durant les années 2016 et 2017 considérées conjointement. Cette conclusion demeure d'ailleurs inchangée s'il est tenu compte de l'incidence budgétaire directe de la crise des réfugiés et des mesures de sécurité supplémentaires, qui ont entraîné des dépenses additionnelles estimées à 0,2 % du PIB en 2016.

TABLEAU 18 NORMES EN MATIÈRE DE SOLDE DE FINANCEMENT DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES

(objectifs des programmes de stabilité, sauf mention contraire; pourcentages du PIB)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Solde budgétaire nominal							
Avril 2013	-2,5	-2,0	-0,5	0,4			
Avril 2014		-2,1	-1,4	-0,4	0,6		
Avril 2015			-2,5	-2,0	-1,0	-0,2	
Avril 2016				-2,5	-1,4	-0,4	-0,2
Novembre 2016 (projet de budget)				-2,9	-1,7	-0,4	-0,3
<i>p.m. Réalisation</i>	-3,0	-3,1	-2,5	-2,8 e			
Solde budgétaire structurel							
Avril 2013	-1,8	-1,2	0,0	0,75			
Avril 2014		-1,4	-0,7	0,0	0,75		
Avril 2015			-2,0	-1,3	-0,6	0,0	
Avril 2016				-1,7	-0,8	0,0	0,0
Novembre 2016 (projet de budget)				-2,4	-1,1	0,0	0,0
<i>p.m. Réalisation</i>	-2,7	-2,9	-2,6	-2,8 e			

Sources : CE, ICN, SPF Budget et contrôle budgétaire, SPF Finances, BNB.

La Belgique est encore soumise, jusqu'à la fin de 2016, à la règle dite transitoire en matière de dette. Celle-ci implique une amélioration annuelle minimale du solde structurel permettant une diminution suffisamment rapide de l'endettement. D'après l'analyse que la CE a effectuée sur la base de ses prévisions d'automne, la Belgique aurait à première vue engrangé en 2016 des progrès insuffisants pour respecter la règle de la dette. Par voie de conséquence, la CE examinera dans un nouveau rapport établi conformément à l'article 126, paragraphe 3, du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne si, compte tenu de tous les facteurs pertinents, la Belgique respecte le critère de la dette.

Aucune amélioration structurelle des finances publiques n'ayant été enregistrée en 2016, l'effort requis pour parvenir à l'équilibre structurel a une nouvelle fois été reporté aux prochaines années. La tendance observée ces dernières années, à savoir le report continu des objectifs à une date ultérieure, s'est dès lors également poursuivie en 2016.

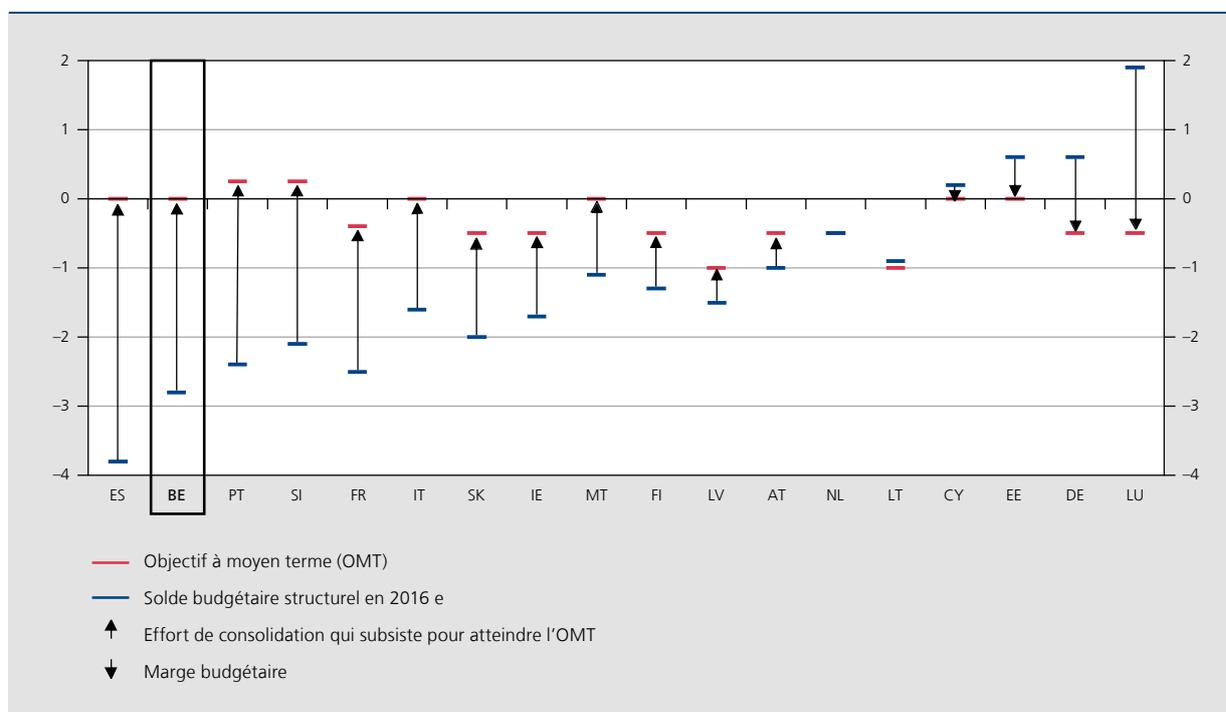
Un équilibre budgétaire structurel doit être atteint à moyen terme

Les pouvoirs publics se doivent de dégager des situations budgétaires saines et de les préserver en réduisant

résolument et durablement le déficit budgétaire jusqu'à parvenir à un équilibre structurel. En procédant de la sorte, la dette publique, qui dépasse pour l'heure toujours nettement le critère des 60 % du PIB fixé par le traité de Maastricht, devrait diminuer. Il s'agit d'une étape nécessaire afin de constituer des coussins pour l'avenir et de créer la marge nécessaire pour absorber les coûts du vieillissement. Ces coûts demeurent en effet considérables, même s'ils sont atténués par les mesures adoptées dans le cadre de la réforme des pensions.

La Belgique pourrait assurer la soutenabilité de ses finances publiques, à condition de se tenir au cadre budgétaire européen. Le respect de l'OMT constitue, comme évoqué précédemment, le cœur du volet préventif du pacte de stabilité et de croissance. Dans son programme de stabilité d'avril 2016, la Belgique a revu cet objectif à la baisse, le ramenant d'un excédent structurel de 0,75 % du PIB à un équilibre structurel. Cet objectif vaut à partir de 2017 et est conforme, puisque plus ambitieux, à l'OMT minimal calculé par la CE. La révision de l'OMT a été rendue possible essentiellement par le repli des coûts estimés du vieillissement consécutivement à la réforme des pensions. Si la trajectoire vers un équilibre budgétaire structurel est suivie de façon constante, il se dégagera une marge budgétaire qui pourra

GRAPHIQUE 61 LA BELGIQUE DOIT ENCORE PROCÉDER À UNE AMÉLIORATION ASSEZ SENSIBLE DE SON SOLDE BUDGÉTAIRE STRUCTUREL POUR RÉALISER SON OBJECTIF À MOYEN TERME⁽¹⁾
(pourcentages du PIB)



Sources: CE, BNB.

(1) Le graphique présente des données relatives aux États membres de la zone euro, à l'exclusion de la Grèce. Aucun nouvel OMT n'a encore été défini pour ce pays, étant donné qu'il est soumis à un programme d'ajustement. Les pays ont été classés en fonction de l'ampleur de l'effort de consolidation à fournir.

être utilisée pour compenser les coûts liés au vieillissement. D'une part, les moyens dégagés par l'allégement des charges d'intérêts qui découle de la résorption plus rapide de la dette pourront être consacrés à ces dépenses. D'autre part, une fois que la dette aura été ramenée à un niveau nettement plus bas qu'actuellement, l'objectif d'un équilibre structurel pourra être quelque peu assoupli.

Selon les estimations, le solde budgétaire structurel de la Belgique en 2016 devrait consister en un déficit de 2,8 % du PIB. D'après les projections économiques établies en décembre 2016 par la Banque, il devrait revenir à 2,1 % du PIB en 2017 et se maintenir autour de ce niveau au cours des deux années suivantes. Pour réaliser l'objectif à moyen terme, il y a donc lieu d'améliorer considérablement ce solde. Sur la base des données de 2016, la Belgique doit consentir un effort plus important encore que tout autre pays de la zone euro, hormis l'Espagne. Plusieurs États, comme les Pays-Bas, la Lituanie, Chypre, l'Estonie, l'Allemagne et le Luxembourg, ont atteint, voire dépassé, leur OMT et jouissent donc d'une certaine marge budgétaire.

La dégradation du déficit se situe au niveau du pouvoir fédéral

La bonne gestion des deniers publics relève de la responsabilité de chaque autorité et, partant, de chaque sous-secteur. La sixième réforme de l'État, dont le volet budgétaire est pour l'essentiel entré en vigueur en 2015, a toutefois encore induit quelques transferts de compétences et de moyens y afférents en 2016. Ainsi, les infrastructures hospitalières ont été transférées de la sécurité sociale vers les communautés et les régions. Par ailleurs, une nouvelle diminution structurelle de 1,25 milliard

d'euros des transferts de recettes fiscales du pouvoir fédéral vers les communautés et les régions a été appliquée, comme le prévoit la loi spéciale du 6 janvier 2014, portant à 2,5 milliards la contribution des communautés et des régions à l'effort d'assainissement.

Dans ce contexte institutionnel, le rebond du déficit nominal de l'ensemble des administrations publiques belges s'explique par le seul alourdissement des comptes de l'Entité I, qui regroupe le pouvoir fédéral et la sécurité sociale. Étant donné l'étiologie du besoin de financement de l'Entité II, qui rassemble les communautés et les régions ainsi que les pouvoirs locaux, l'Entité I est à elle seule responsable de la quasi-totalité du déficit de l'ensemble des administrations publiques.

Le déficit du pouvoir fédéral est passé de 2,4 % du PIB en 2015 à 2,7 % en 2016. La sécurité sociale a clôturé l'exercice sur un budget en équilibre. En dépit de leur contribution susvisée à l'assainissement, les communautés et les régions ont pu ramener leur déficit de 0,3 à 0,2 % du PIB. Les quatre principales entités fédérées, à savoir les Communautés flamande et française ainsi que les Régions wallonne et de Bruxelles-Capitale, ont clôturé 2016 en déficit. Enfin, les pouvoirs locaux ont pu consolider le surplus de 0,1 % du PIB qu'ils avaient engrangé en 2015.

Une bonne coordination budgétaire interne est indispensable

Les nombreuses interactions budgétaires qui existent entre les différents niveaux de pouvoir appellent une coordination efficace et opérationnelle.

TABEAU 19 SOLDES DE FINANCEMENT DE L'ENSEMBLE DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES ET PAR SOUS-SECTEUR
(pourcentages du PIB)

	2013	2014	2015	2016 e
Entité I	-2,6	-2,5	-2,3	-2,7
Pouvoir fédéral ⁽¹⁾	-2,5	-2,5	-2,4	-2,7
Sécurité sociale	0,0	0,0	0,1	0,0
Entité II	-0,5	-0,5	-0,2	-0,1
Communautés et régions ⁽¹⁾	-0,2	-0,4	-0,3	-0,2
Pouvoirs locaux	-0,2	-0,2	0,1	0,1
Total	-3,0	-3,1	-2,5	-2,8

Sources : ICN, BNB.

(1) Ces chiffres tiennent compte, à partir de 2015, des avances sur les additionnels régionaux à l'IPP, même s'il convient, d'après la méthodologie du SEC 2010, de considérer ces avances comme de pures transactions financières et de ne comptabiliser les additionnels régionaux qu'au moment de l'enrôlement. L'approche retenue ici correspond à celle suivie pour la formulation des objectifs budgétaires qu'on retrouve dans les recommandations de la section « Besoins de financement des pouvoirs publics » du Conseil supérieur des finances ou dans les programmes de stabilité.

À cet effet, l'accord de coopération du 13 décembre 2013 entre l'État fédéral, les communautés, les régions et les commissions communautaires organise et formalise cette coordination. Il prévoit que, dans le cadre de l'établissement des programmes de stabilité, les objectifs budgétaires annuels soient répartis, en termes nominaux et structurels, entre les différents sous-secteurs sur la base d'un avis de la section « Besoins de financement des pouvoirs publics » du Conseil supérieur des finances. Ce partage doit être approuvé formellement par une décision du Comité de concertation, organe réunissant le Premier ministre et les ministres-présidents des entités fédérées.

En 2016, comme en 2015, le Comité de concertation n'a pu s'accorder sur la répartition des objectifs budgétaires. Les communautés et les régions ont simplement pris acte de la répartition proposée par le pouvoir fédéral, qui prévoit un équilibre structurel pour l'ensemble des pouvoirs publics en 2018, ce qui correspond aussi à l'objectif à moyen terme que s'est fixé la Belgique. Un équilibre structurel est également mentionné dans le programme de stabilité pour les sous-secteurs. S'agissant des entités fédérées individuelles, le programme ne stipule ni de phasage précis ni d'objectifs pour 2016.

Des incertitudes découlant de la mise en œuvre de la sixième réforme de l'État ont pesé sur les concertations en 2015 et en 2016. Elles concernaient notamment le calcul des avances sur les additionnels régionaux à l'impôt des personnes physiques et le financement des compétences transférées en matière d'infrastructures hospitalières. Une fois ces problèmes résolus, des accords de coopération devraient être conclus entre les membres du Comité de concertation lors des discussions des prochaines moutures des programmes de stabilité. Cette préoccupation figure d'ailleurs dans les dernières recommandations que le Conseil de l'UE a adressées à la Belgique.

5.2 Les recettes ont continué de se replier

En 2016, les recettes des administrations publiques ont diminué de 0,4 point de pourcentage du PIB. La tendance baissière enregistrée ces dernières années s'est ainsi poursuivie. Ce recul s'explique par des mesures, mais également par des facteurs imprévus.

Les recettes provenant des prélèvements sur les revenus du travail se sont contractées de 0,9 point de pourcentage

TABLEAU 20 RECETTES DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES ⁽¹⁾
(pourcentages du PIB)

	2012	2013	2014	2015	2016 e
Recettes fiscales et parafiscales	44,3	45,2	45,0	44,5	44,0
Prélèvements applicables essentiellement aux revenus du travail	26,0	26,5	26,3	26,0	25,2
Impôt des personnes physiques ⁽²⁾	11,5	11,8	11,7	11,5	11,1
Cotisations sociales ⁽³⁾	14,5	14,7	14,5	14,5	14,0
Impôts sur les bénéficiaires des sociétés ⁽⁴⁾	3,0	3,1	3,2	3,4	3,6
Prélèvements sur les autres revenus et sur le patrimoine ⁽⁵⁾	4,0	4,4	4,4	4,2	4,2
Impôts sur les biens et sur les services	11,3	11,2	11,1	10,9	11,1
dont:					
TVA	6,9	7,0	6,9	6,7	6,8
Accises	2,1	2,1	2,1	2,1	2,2
Recettes non fiscales et non parafiscales ⁽⁶⁾	7,3	7,5	7,1	6,8	6,9
Recettes totales	51,6	52,7	52,0	51,3	50,9

Sources: ICN, BNB.

(1) Conformément au SEC 2010, les recettes de l'ensemble des administrations publiques n'incluent ni le produit des droits de douane que celles-ci transfèrent à l'UE, ni les recettes directement perçues par l'UE.

(2) Principalement le précompte professionnel, les versements anticipés, les rôles et les centimes additionnels à l'IPP.

(3) Y compris la cotisation spéciale pour la sécurité sociale et les contributions des non-actifs.

(4) Principalement les versements anticipés, les rôles et le précompte mobilier.

(5) Principalement le précompte mobilier des particuliers, le précompte immobilier (y compris le produit des centimes additionnels), les droits de succession et les droits d'enregistrement.

(6) Revenus de la propriété, cotisations sociales imputées, transferts courants et en capital provenant des autres secteurs et ventes de biens et de services produits, en ce compris les rémunérations des garanties octroyées par l'État sur les prêts interbancaires.

du PIB, et ce presque entièrement en raison des mesures prises dans le cadre du tax shift figurant dans le tableau 21, suivant lesquelles les prélèvements sur le travail ont été fortement diminués dans le but de renforcer la compétitivité des entreprises, de promouvoir l'emploi et d'accroître le pouvoir d'achat des ménages. Une adaptation des barèmes d'imposition visant à soutenir le pouvoir d'achat, en particulier celui des salariés à faibles et à moyens revenus, et une majoration des frais professionnels forfaitaires déductibles ont entraîné un tassement de 0,3 point de pourcentage du PIB des recettes issues de l'impôt des personnes physiques (IPP). Les cotisations sociales, quant à elles, se sont infléchies de 0,5 point de pourcentage du PIB en raison de l'abaissement, à partir du 1^{er} avril 2016, du taux des cotisations patronales, dont 0,2 point de pourcentage du PIB a été financé par la limitation des subventions salariales sous la forme de versements réduits du précompte professionnel.

Les mesures prises dans le cadre du tax shift continueraient également de grever les recettes issues de l'IPP et les cotisations sociales au cours des prochaines années. Cet affaiblissement de la pression fiscale sur le travail est souhaitable, puisque ces charges comptent en Belgique parmi les plus lourdes de la zone euro. En effet, les dernières statistiques de la CE font apparaître que, en 2014, le taux

de prélèvement implicite sur le travail était supérieur de 8,3 points de pourcentage à la moyenne de la zone euro.

L'allègement des prélèvements sur le travail mis en œuvre en 2016 a en partie été compensé par un report vers des assiettes fiscales moins néfastes pour l'activité économique. Les impôts sur les biens et sur les services ont progressé de 0,1 point de pourcentage du PIB. Les recettes issues de la TVA se sont ainsi inscrites en légère hausse, principalement en raison de l'entrée en vigueur, le 1^{er} septembre 2015, du relèvement de la TVA sur la consommation d'électricité des ménages, qui a produit pleinement ses effets en 2016. En outre, les alourdissements successifs des accises sur le diesel, le tabac et l'alcool ont entraîné une augmentation, certes modeste, des revenus tirés des accises. Les mesures d'accroissement des recettes décidées jusqu'ici sont toutefois insuffisantes pour financer entièrement le glissement fiscal. Par conséquent, le tax shift explique en grande partie la baisse sensible du ratio des recettes enregistrée en 2016 et attendue pour les années à venir.

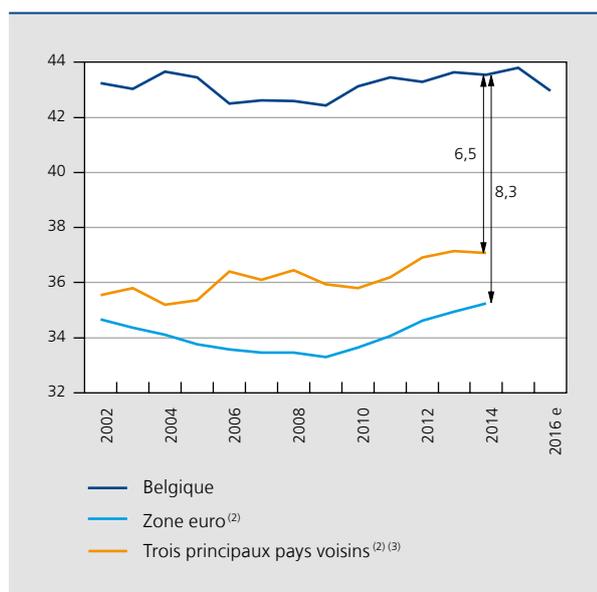
Les impôts sur les bénéfices des sociétés ont progressé de 0,2 point de pourcentage du PIB. Cette augmentation est notamment attribuable au recouvrement d'avantages fiscaux accordés aux entreprises par les pouvoirs publics au moyen du système de décisions fiscales anticipées relatives aux bénéfices excédentaires (*excess profit rulings*), ces avantages ayant été considérés comme des aides d'État illégales par la CE. Par ailleurs, la réduction du taux de référence pour la déduction des intérêts notionnels, celui-ci étant couplé à la chute du taux sur les obligations de l'État belge à dix ans, a exercé un effet ascendant sur l'impôt des sociétés à percevoir.

Les prélèvements sur les autres revenus et sur le patrimoine se sont pratiquement stabilisés. En effet, l'incidence du relèvement, de 25 à 27 %, du taux normal du précompte mobilier en vigueur depuis le 1^{er} janvier 2016 a été compensée par une baisse de rendement due à la faiblesse des taux d'intérêt. En outre, la possibilité pour les PME de créer des réserves de liquidation sur lesquelles elles s'acquittent d'un prélèvement de 10 % au titre de l'impôt des sociétés entraîne une contraction des recettes sur le précompte mobilier, ce dernier n'étant plus dû en cas de cessation de la société.

Les mesures prises par les communautés et les régions ont contribué à une hausse de leurs recettes fiscales de l'ordre de 0,1 point de pourcentage du PIB. Ceci est dû en grande partie à la réforme de la cotisation au Fonds de l'énergie (Energiefonds) en Région flamande, qui correspond à un prélèvement annuel par raccordement au réseau électrique. Le produit est destiné, notamment, à résorber la dette historique accumulée par les gestionnaires du réseau de

GRAPHIQUE 62 LES PRÉLÈVEMENTS SUR LE TRAVAIL SONT ÉLEVÉS EN BELGIQUE

(taux de prélèvement implicite sur le travail⁽¹⁾, pourcentages des coûts salariaux)



Sources : CE, BNB.

(1) Défini comme l'ensemble des prélèvements sur les revenus du travail versés aux administrations publiques, divisé par la masse salariale. Calculé sur la base des comptes nationaux.

(2) Moyennes non pondérées.

(3) France, Allemagne et Pays-Bas.

TABLEAU 21 PRINCIPALES MESURES FISCALES ET PARAFISCALES ⁽¹⁾

(millions d'euros, différences par rapport à l'année précédente)

	2014	2015	2016 e	
			Total	dont: Tax shift
Total des mesures fiscales	209	-434	984	356
Mesures fiscales structurelles	318	-21	989	356
Pouvoir fédéral et sécurité sociale	298	-103	551	356
Impôt des personnes physiques	-56	-492	-1 643	-1 680
Impôt des sociétés	100	82	226	339
Prélèvements sur les autres revenus et sur le patrimoine	131	50	493	460
Impôts sur les biens et sur les services	123	257	1 475	1 237
Communautés et régions et pouvoirs locaux	20	82	438	n.
Mesures non récurrentes	-109	-413	-5	n.
dont:				
Régularisation fiscale	488	-837	-276	n.
Accords fiscaux et décisions de justice	-159	174	-25	n.
Contribution du secteur de l'énergie pour les sites non utilisés	0	0	120	n.
Impôt de liquidation	0	-367	-124	n.
Droits d'enregistrement:				
effet d'anticipation de la réforme du bonus logement	150	-150	0	n.
<i>Excess profit rulings</i>	0	0	500	n.
Mesures relatives aux cotisations sociales ⁽²⁾	-285	-174	-2 011	-1 872
Total	-76	-608	-1 027	-1 516
<i>p.m. Pourcentages du PIB</i>	<i>0,0</i>	<i>-0,1</i>	<i>-0,2</i>	<i>-0,4</i>

Sources: Documents budgétaires, BNB.

(1) Il s'agit généralement de l'incidence des mesures telle que présumée dans les documents budgétaires. Celle-ci peut différer de l'incidence finale.

(2) Y compris, en 2016, 764 millions d'euros de réduction des cotisations sociales financée par la diminution des subventions salariales sous la forme de versements réduits du précompte professionnel.

distribution dans le cadre du financement des énergies renouvelables. L'adaptation des droits de donation dans toutes les régions et un système de bonus logement moins généreux en Région wallonne et en Région flamande ont également concouru à la hausse de leurs recettes fiscales.

Les recettes non fiscales et non parafiscales se sont accrues de 0,1 point de pourcentage du PIB, principalement sous l'effet de la taxe kilométrique pour les poids lourds instaurée par les régions.

5.3 La baisse des dépenses a marqué le pas

La tendance à la modération des dépenses primaires qui s'était esquissée ces dernières années a été moins

manifeste en 2016. Le ratio des dépenses rapportées au PIB est ainsi demeuré quasiment inchangé. En termes nominaux, les dépenses ont donc évolué à un rythme similaire à celui de l'expansion de l'activité économique.

Les gouvernements issus des élections de mai 2014 ont pris de nombreuses mesures d'économie en vue de ralentir l'évolution des dépenses primaires. Le pouvoir fédéral entend comprimer sensiblement ses frais de fonctionnement, ce qui passe notamment par une réduction de l'emploi public et par une diminution des achats de biens et de services. Le saut d'index opéré en 2015 répondait également à cette volonté. La croissance des dépenses de sécurité sociale est pour sa part tempérée par une série de mesures dont l'objectif est de freiner, entre autres, la progression du coût des soins de santé. À l'instar du niveau fédéral, les communautés et les régions ont elles

TABLEAU 22 DÉPENSES PRIMAIRES DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES

(déflatées par le déflateur du PIB; pourcentages de variation par rapport à l'année précédente, sauf mention contraire)

	2012	2013	2014	2015	2016 e	Moyenne 2000-2015
Niveau observé ⁽¹⁾	52,2	52,4	51,8	50,9	51,0	47,4
1. Croissance réelle observée	2,9	0,3	0,5	-0,4	1,6	2,6
2. Influence des facteurs non récurrents ou budgétairement neutres ⁽²⁾	1,1	-1,4	0,3	-0,3	0,3	0,0
3. Influence des facteurs conjoncturels ⁽²⁾	0,1	0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0
4. Effet de l'indexation ^{(2),(3)}	0,3	0,6	-0,4	0,0	0,3	0,0
5. Croissance réelle corrigée (1 - 2 - 3 - 4)	1,4	1,0	0,6	0,0	1,0	2,6

Sources: DGS, ICN, BNB.

(1) Pourcentages du PIB.

(2) Contribution à la croissance réelle observée des dépenses primaires.

(3) Effet découlant de l'écart entre l'indexation effective (ou théorique pour les années 2015 et 2016, en raison du saut d'index) des rémunérations de la fonction publique et des prestations sociales, d'une part, et l'évolution du déflateur du PIB, d'autre part. Les autres effets qui résultent de décalages entre l'inflation mesurée par le déflateur du PIB et l'évolution des facteurs-prix influençant les autres catégories de dépenses, qu'ils soient liés aux mécanismes d'indexation ou à une évolution différente des prix de certaines catégories de dépenses, ne font, quant à eux, pas l'objet d'une correction, faute, notamment, d'informations suffisantes.

aussi décidé de procéder à des économies, notamment en matière de subsides. Enfin, les pouvoirs locaux ont également dû prendre des mesures de restriction pour maintenir leurs finances saines.

En 2016, plusieurs facteurs imprévus sont toutefois venus contrecarrer la politique d'assainissement des finances publiques par le biais des dépenses. Parmi ceux-ci figurent les efforts exceptionnels, de l'ordre de 0,2 % du PIB, consentis à la fois en matière de sécurité et de lutte contre le terrorisme et pour gérer l'afflux de demandeurs d'asile. Divers éléments non récurrents ont par ailleurs alourdi les dépenses. Il s'agit notamment de remboursements d'impôts à Ethias et à Elia à la suite de décisions de justice, ainsi que de la recapitalisation par Dexia de sa filiale Dexia Crédit Local. En outre, le décalage entre l'indexation des prestations sociales et des rémunérations du secteur des administrations publiques, d'une part, et l'inflation, d'autre part, a également soutenu la croissance des dépenses primaires. À l'inverse, la conjoncture a exercé un effet légèrement bénéfique sur les dépenses primaires, en contribuant à la baisse des allocations de chômage.

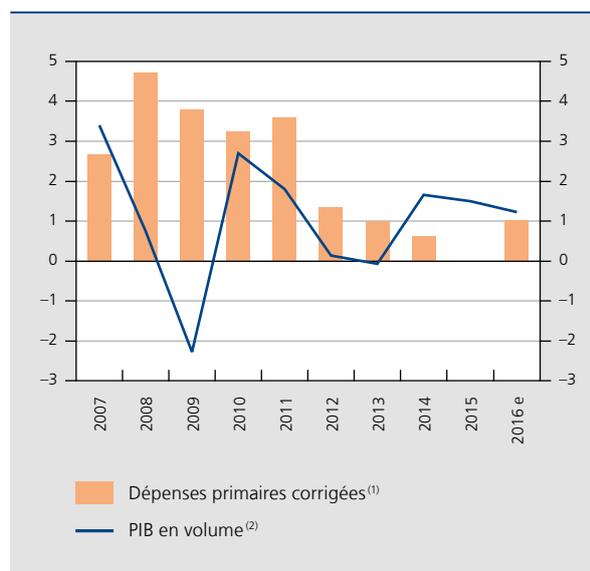
Corrigées pour tenir compte tant des facteurs temporaires que de l'incidence conjoncturelle et du décalage entre l'inflation et l'indexation, les dépenses primaires réelles ont grimpé de 1 % en 2016, soit un taux de progression qui, à l'instar de ceux des années précédentes, reste contenu et inférieur à la croissance du PIB en volume.

Les rémunérations des travailleurs du secteur des administrations publiques représentent un quart des dépenses

primaires, soit 12,4 % du PIB en 2016. Ce ratio reflète le niveau comparativement élevé de l'emploi public en Belgique. Près de 850 000 personnes travaillent dans l'ensemble

GRAPHIQUE 63 DÉPENSES PRIMAIRES DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES ET PIB

(pourcentages de variation par rapport à l'année précédente)



Sources: ICN, BNB.

(1) Dépenses primaires déflatées par le déflateur du PIB et corrigées de l'incidence des facteurs conjoncturels, non récurrents et budgétairement neutres, ainsi que de l'effet de l'indexation. Ce dernier est l'effet découlant de l'écart entre l'indexation effective (ou théorique pour les années 2015 et 2016, en raison du saut d'index) des rémunérations de la fonction publique et des prestations sociales, d'une part, et l'évolution du déflateur du PIB, d'autre part.

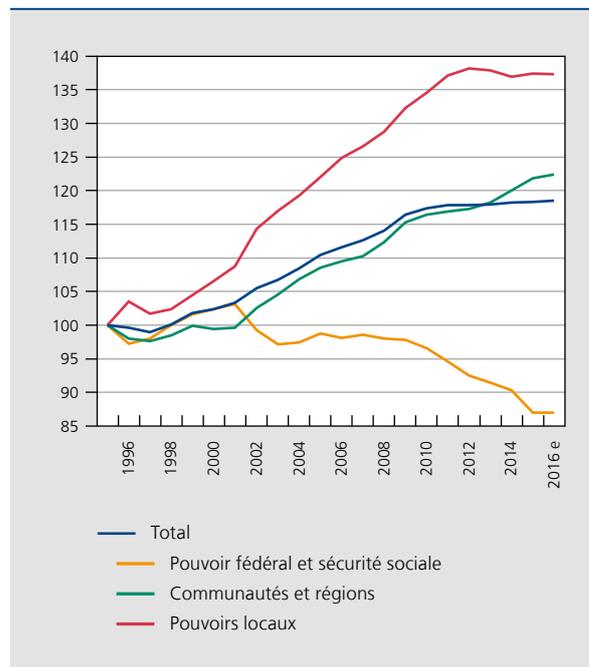
(2) Données corrigées des effets de calendrier.

des administrations publiques; 45 % de ces effectifs sont occupés dans les communautés et les régions, 37 % auprès des pouvoirs locaux et à peine 18 % auprès de l'administration fédérale et de la sécurité sociale. Cette répartition a sensiblement varié au fil du temps puisqu'elle a notamment été influencée par la distribution des compétences entre les sous-secteurs des administrations publiques. Cela avait surtout été le cas dans la foulée de la réforme de l'État de 1988 et, dans une moindre mesure, de la réforme des polices de 2001. Les autres réformes de l'État ont donné lieu à des transferts de fonctionnaires plus limités. Dans l'ensemble, l'emploi public a enregistré une croissance vigoureuse entre 2000 et 2010. Ce n'est que depuis 2011 que le nombre total de fonctionnaires est relativement stable.

S'agissant de 2016, outre l'emploi, d'autres déterminants de la masse salariale des administrations publiques ont évolué de manière atone. Il en va ainsi des hausses salariales conventionnelles et de la dérive des salaires, quasiment nulles. En revanche, les rémunérations ont été indexées en milieu d'année, à la suite du franchissement de l'indice pivot en mai. En raison du saut d'index opéré en 2015, la précédente adaptation des salaires de la fonction publique à l'évolution des prix remontait au début de l'année 2013. Au total, la part dans le PIB des rémunérations des travailleurs du secteur public s'est rétrécie de 0,1 point de pourcentage par rapport à 2015.

GRAPHIQUE 64 EMPLOI PUBLIC PAR SOUS-SECTEUR

(moyennes annuelles, indices 1995 = 100)



Sources: ICN, BNB.

Encadré 6 – Améliorer l'efficacité des administrations publiques

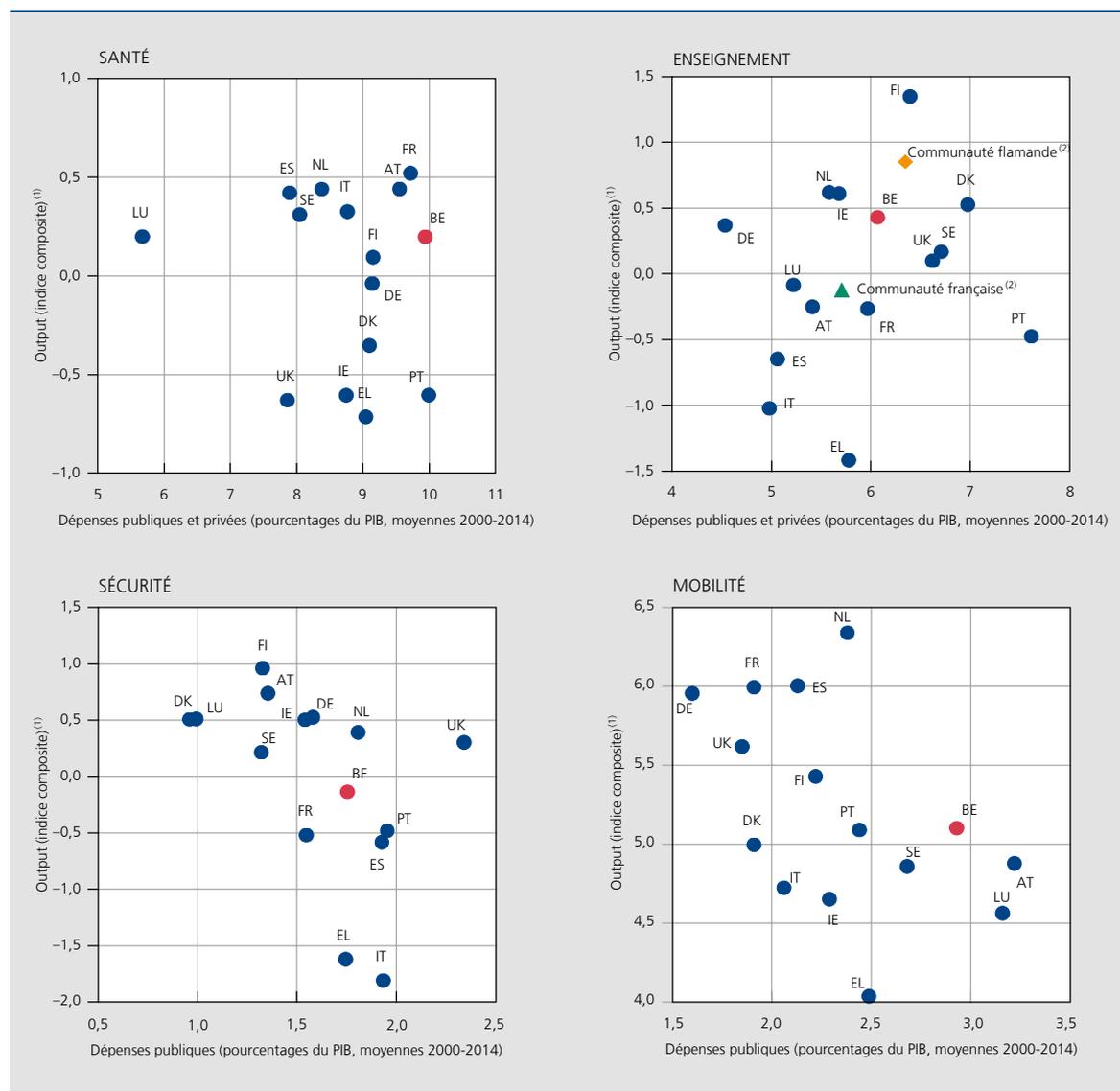
L'efficacité se définit par la capacité d'obtenir les meilleurs résultats qui soient en mettant en œuvre aussi peu de ressources que possible. La recherche de l'efficacité est une nécessité pour le secteur des administrations publiques. Elle consiste à améliorer les services rendus à la collectivité ou à réduire les dépenses publiques, voire à poursuivre ces deux objectifs simultanément.

L'analyse de l'efficacité des administrations publiques est une entreprise malaisée, en particulier lorsqu'il s'agit de mesurer l'output. En effet, les informations sur la qualité des prestations font souvent défaut. Par ailleurs, comme les services publics sont par définition non marchands, ils ne font pas l'objet d'une fixation des prix qui permettrait de quantifier objectivement leur valeur. Des indicateurs pertinents peuvent néanmoins être identifiés pour certaines fonctions. C'est notamment le cas pour l'action publique en matière de santé, d'enseignement, de sécurité et de mobilité. Ces différents indicateurs peuvent être combinés en un indice composite par fonction. Ainsi, l'espérance de vie, le taux de mortalité infantile ou l'accessibilité des soins figurent parmi ceux retenus en matière de santé. Pour ce qui est de l'éducation, les scores des élèves aux tests PISA de l'OCDE sont pris en compte, de même que, par exemple, la part de la population détenant un diplôme de l'enseignement secondaire ou supérieur. En matière de sécurité, l'indice repose uniquement sur des résultats d'enquêtes, notamment quant à l'impartialité perçue du système judiciaire ou quant à la proportion de répondants qui se disent victimes d'agressions ou de vols. L'output de la fonction mobilité est quant à lui approximé sur la base d'un indice composite relatif aux infrastructures de transport (route, rail, eau, air) publié par le Forum économique mondial (World Economic Forum – WEF). Cet encadré tente d'évaluer l'efficacité relative de la Belgique dans ces quatre fonctions par rapport à celle des autres pays d'Europe occidentale.



L'input, en revanche, peut assez simplement être mesuré sur la base des dépenses consenties. Les données utilisées pour établir cette comparaison proviennent de la classification COFOG (Classification of the Functions of Government) des comptes nationaux, qui répartit les dépenses publiques par fonction. Toutefois, dans certains domaines, une partie non négligeable des dépenses sont assumées par les ménages, sans qu'il soit possible d'isoler les contributions respectives des dépenses publiques et privées dans le résultat final. Pour ne pas biaiser l'analyse, il est alors opportun de confronter à l'output obtenu l'ensemble des dépenses consenties. Dans cette optique, les dépenses des administrations publiques sont ainsi complétées par celles des ménages issues de la classification COICOP (Classification of Individual Consumption by Purpose). Par ailleurs, les dépenses sont considérées sur la

EFFICIENCE DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES



Sources : CE, WEF, BNB.

- (1) À l'exception de la fonction « mobilité », dont l'output est tiré d'une enquête du WEF, les indices composites élaborés pour mesurer l'output sont inspirés de ceux proposés dans Eugène, B. (2008), *The efficiency frontier as a method for gauging the performance of public expenditure: A Belgian case study*, NBB Working Paper 138, septembre.
- (2) Les indicateurs utilisés pour la comparaison internationale n'étant pas tous disponibles au niveau des Communautés flamande et française, les résultats pour celles-ci sont estimés de manière approximative sur la base des résultats de l'enquête PISA 2015 pour l'output et sur la base d'une estimation des dépenses par élève en 2012 pour les inputs.

base de moyennes établies sur les 15 dernières années, étant donné que les résultats actuels sont typiquement attribuables aux dépenses consenties sur une période relativement longue. De ce fait, toute inflexion récente dans l'évolution des dépenses, sous l'effet de la grande récession et de la crise de la dette en Europe, ainsi que des mesures prises dans leur foulée par les pouvoirs publics, par exemple, est quelque peu diluée dans l'input mesuré.

La Belgique obtient d'assez bons résultats en matière de santé. Ce score tient notamment à la qualité des infrastructures de santé et à la satisfaction générale des bénéficiaires de soins de santé, mais aussi au faible temps d'attente requis pour obtenir un rendez-vous médical. Cet output élevé s'obtient cependant au prix de dépenses particulièrement importantes, puisque seul un autre pays dépense davantage sur le plan de la santé.

En matière d'enseignement, ce sont l'Allemagne et la Finlande que l'analyse désigne comme les pays les plus performants parmi tous ceux qui ont été examinés. Les pays d'Europe méridionale affichent des niveaux de dépenses très variés, mais leurs résultats sont au final les moins bons. La Belgique se situe assez près de la ligne reliant les pays comparativement efficaces, dans une posture intermédiaire: les dépenses et les résultats y sont inférieurs à ceux de la Finlande, tandis qu'ils sont supérieurs à ceux de l'Allemagne. La Belgique se positionne au-dessus de la moyenne en ce qui concerne la part des personnes diplômées de l'enseignement supérieur, mais dans la moyenne pour ce qui est de la proportion de personnes titulaires d'un diplôme du secondaire. En Belgique, les résultats diffèrent nettement entre les communautés. D'après l'enquête PISA évaluant les acquis scolaires, les élèves de la Communauté flamande obtiennent un score supérieur à celui de leurs homologues de la Communauté française.

En matière de sécurité, la Belgique occupe de nouveau une position intermédiaire dans le classement, puisque sept pays font preuve d'une plus grande efficacité: ils engrangent de meilleurs résultats tout en dépensant moins. Le Danemark et la Finlande se révèlent être les pays les plus efficaces sur le plan de l'ordre et de la sécurité, talonnés par l'Autriche et le Luxembourg. La France et le Royaume-Uni enregistrent des résultats comparables à ceux de la Belgique en termes d'efficacité, mais en opérant des choix radicalement différents: moins de dépenses et moins de résultats pour la France, plus de dépenses et plus de résultats pour le Royaume-Uni. Enfin, les pays d'Europe méridionale figurent en queue de peloton.

L'efficacité des dépenses publiques en matière de mobilité est plutôt médiocre en Belgique. D'importantes ressources sont consacrées à cette fonction, mais pour un résultat moyen. L'Autriche et le Luxembourg sont encore moins efficaces que la Belgique, laquelle est, en termes tant de dépenses que de qualité, moins performante que l'Allemagne, la France, les Pays-Bas, l'Espagne, le Royaume-Uni et la Finlande. Les autres pays dépensent moins que la Belgique, mais ils affichent aussi de moins bons résultats.

La Belgique n'apparaît jamais dans le groupe des pays les plus efficaces, mais elle ne fait pas davantage partie de ceux qui sont considérés comme les moins efficaces. Ses performances sur le plan de l'efficacité peuvent donc être qualifiées de moyennes. Ce constat se rapproche des résultats de l'enquête de 2015 du WEF, dont les répondants attribuaient à la Belgique le même niveau d'efficacité qu'à la France, devant les pays d'Europe méridionale mais derrière le reste de l'Europe des Quinze.

En Belgique, les administrations publiques recèlent donc un indéniable potentiel de gains d'efficacité, et ce dans chacune des quatre fonctions étudiées. La nature des gains d'efficacité à rechercher diffère toutefois selon les fonctions.

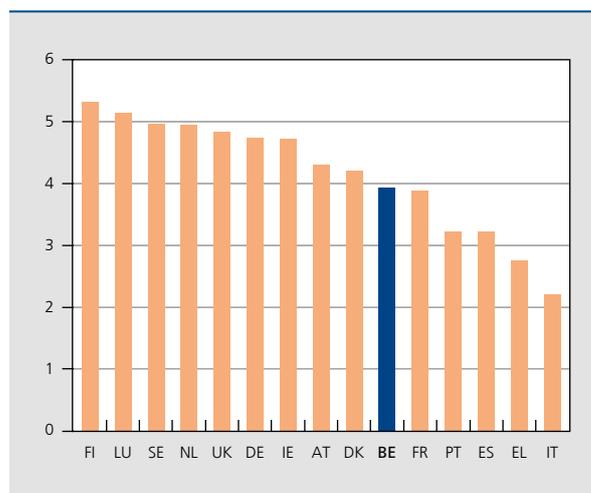
La maîtrise des dépenses doit s'envisager sur le plan des soins de santé, une fonction dans laquelle la Belgique obtient de bons résultats. En l'occurrence, le défi consisterait à contenir la tendance haussière des dépenses sans affecter la qualité des soins. Malheureusement, l'analyse n'est pas en mesure de fournir la recette à appliquer. Tout au plus constate-t-on que c'est au niveau des hôpitaux que les dépenses sont comparativement les plus élevées en Belgique.

Pour des fonctions comme l'enseignement et la mobilité, il devrait être possible d'améliorer les résultats de l'action publique sans alourdir le budget alloué. Ici encore, la méthode à mettre en œuvre pour atteindre de meilleures



EFFICIENCE GLOBALE DES POUVOIRS PUBLICS

(évaluée par les répondants sur une échelle allant de 1 à 7, enquête menée en 2015)



Source: WEF (Global Competitiveness Report).

performances sort du cadre de la présente analyse. Il est toutefois permis d'esquisser l'une ou l'autre piste en examinant la composition des dépenses dans les pays les plus efficaces. Sous cet angle, les données suggèrent que, en matière de mobilité, il y aurait peut-être lieu d'envisager d'augmenter les dépenses d'investissement tout en limitant les frais de fonctionnement et les subsides y afférents.

Dans le domaine de l'ordre public et de la sécurité, la Belgique pourrait être pénalisée par des facteurs ne relevant pas de son contrôle, comme sa situation géographique centrale propice aux trafics en tous genres. Dans cette hypothèse, il semble délicat de confronter ses performances à celles de pays très différents. Quoi qu'il en soit, des gains d'efficience sont certainement possibles à cet égard.

Ces prochaines années, la plus grande efficience de l'action des pouvoirs publics devrait en tout état de cause constituer un objectif-clé pour tous les niveaux de pouvoir en Belgique. Tout d'abord, pour concrétiser cet objectif, il convient d'adopter une approche structurelle permettant d'analyser l'éventail des missions des pouvoirs publics et d'opérer des choix. Ensuite, il faut examiner quel niveau de pouvoir est le mieux à même de s'acquitter de ces missions; il y a en effet lieu d'éviter les chevauchements et de viser des économies d'échelle. Enfin, il convient de tendre vers l'organisation la plus adéquate du fonctionnement des différents services publics, notamment en optimisant les applications informatiques et en simplifiant les procédures. Les réformes éventuellement nécessaires doivent être envisagées dans une perspective à long terme et être mises en œuvre rigoureusement.

Les autres catégories de dépenses courantes se sont inscrites en hausse en 2016. Les achats de biens et de services ont, à l'instar des rémunérations, été soutenus par le surcroît de dépenses en matière de sécurité et de lutte contre le terrorisme. Ces dépenses exceptionnelles ont annihilé l'effet des mesures d'économie définies précédemment par le gouvernement fédéral, lesquelles prévoyaient notamment une réduction structurelle des crédits

de fonctionnement. Les subventions aux entreprises ont également sensiblement augmenté par rapport à l'année précédente. En Région flamande, cet accroissement est imputable, entre autres, au versement du Fonds de l'énergie en faveur des gestionnaires du réseau de distribution. Les transferts courants ont eux aussi progressé, à la suite, entre autres, du relèvement temporaire de la contribution de la Belgique au budget de l'UE.

Les investissements consentis en 2016 représentaient toujours, à 2,4% du PIB, une faible part des dépenses des administrations publiques. Ce ratio reste inférieur au niveau observé en moyenne dans l'UE. Par ailleurs, il compense à peine l'amortissement des investissements publics réalisés dans le passé. Dès lors, les investissements nets, qui reflètent l'évolution du stock de capital, sont demeurés quasiment nuls. Étant donné que la formation brute de capital fixe contribue largement à renforcer le potentiel de croissance de l'économie, les initiatives visant à la favoriser sont les bienvenues.

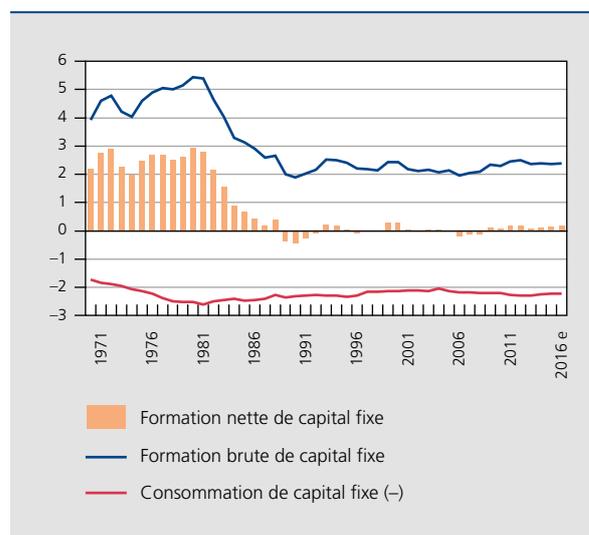
Les prestations sociales, qui constituent près de la moitié des dépenses primaires, sont restées inchangées par rapport au PIB. Cette stabilisation masque néanmoins des tendances diverses au sein des branches de la sécurité sociale. La hausse des dépenses relatives aux indemnités de maladie-invalidité demeure préoccupante, même si elle a été moins vive en 2016 que les années précédentes. À l'inverse, les dépenses de chômage se sont inscrites en baisse pour la troisième année de suite, un mouvement à mettre sur le compte d'une dynamique favorable sur le marché du travail, mais aussi de diverses mesures d'économie venues circonscrire le droit aux allocations.

Le vieillissement démographique fait grimper les dépenses de pensions

Depuis quelques années, le vieillissement de la population transparaît dans l'évolution des dépenses publiques. Cette tendance est appelée à se poursuivre au cours des prochaines décennies. Le Comité d'étude sur le vieillissement (CEV) prévoit ainsi dans son rapport de 2016 que les dépenses totales liées aux pensions et aux soins de santé s'alourdiront de 4 points de pourcentage du PIB entre 2016 et 2060. L'ensemble des autres prestations sociales devraient se contracter de 1,8 point de pourcentage du PIB, étant entendu que ce sont surtout les dépenses relatives aux indemnités de chômage et aux allocations familiales qui devraient s'inscrire en retrait. Il importe dès lors de brider l'augmentation des dépenses de pensions et de soins de santé pour préserver la soutenabilité des finances publiques et assurer la viabilité de la protection sociale à long terme.

Depuis 2011, le nombre de retraités a enflé, affichant une progression annuelle de l'ordre de 1,5 à un peu plus de 2%, alors que la hausse avait encore été très limitée durant la première décennie qui avait suivi le tournant du siècle. Les dépenses publiques liées aux pensions se sont ainsi accrues, passant de 9,3% du PIB en 2010 à 10,3% en 2016. Pour cette dernière année, ces dépenses ont grimpé de 3,7% en termes nominaux. Il va sans dire que l'incidence du vieillissement complique la résorption du déficit budgétaire.

GRAPHIQUE 65 LES INVESTISSEMENTS PUBLICS COMPENSENT À PEINE LA DÉPRÉCIATION
(pourcentages du PIB)



Sources : ICN, BNB.

Au vu du vieillissement, le gouvernement fédéral a, lors de son entrée en fonction en octobre 2014, annoncé un train de mesures destinées à approfondir la réforme du système des pensions. Cette réforme, qui vise en substance à maintenir les travailleurs plus longtemps en emploi, doit comprimer les dépenses de pensions, augmenter l'emploi et soutenir l'activité économique. En 2015, le gouvernement avait déjà adopté une série de mesures importantes. Ainsi, l'âge légal de la pension avait été relevé, tandis que les conditions de départ anticipé à la retraite avaient été renforcées, que le nombre de personnes pouvant prétendre à une pension de survie avait été limité et que le bonus de pension avait été supprimé. Le gouvernement a par ailleurs approuvé plusieurs adaptations ciblant les pensions de la fonction publique, de même qu'il a durci les conditions à remplir pour pouvoir bénéficier du système de chômage avec complément d'entreprise.

En 2016, le gouvernement a lancé une série de démarches visant à poursuivre l'adaptation des régimes de pension. Ces mesures portent notamment sur l'harmonisation, entre les trois régimes de pension, de la bonification pour diplôme dans le calcul de la pension, sur la suppression des tantièmes et régimes préférentiels liés aux pensions de la fonction publique, sur l'instauration d'une pension mixte dans le secteur public (contractuel/fonctionnaire) et sur la réforme de la pension pour inaptitude des fonctionnaires. Les modalités d'application de ces propositions n'ont toutefois pas encore été concrétisées et font toujours l'objet de discussions entre les différentes parties

GRAPHIQUE 66 SOINS DE SANTÉ, MALADIE-INVALIDITÉ, CHÔMAGE ET REVENU D'INTÉGRATION

(données déflatées par le déflateur du PIB; pourcentages de variation par rapport à l'année précédente, sauf mention contraire)



Sources : Documents budgétaires, ICN, BNB.

(1) Dépenses corrigées de l'effet de l'indexation, découlant de l'écart entre l'indexation effective (ou théorique pour les années 2015 et 2016, en raison du saut d'index) des prestations sociales, d'une part, et l'évolution du déflateur du PIB, d'autre part.

concernées. Par ailleurs, le Comité national des pensions a été chargé de préparer un certain nombre de réformes. Il doit se pencher sur la prise en compte de la pénibilité du travail dans le calcul des droits à la pension, sur la possibilité d'établir un régime de pension à temps partiel et sur l'instauration d'un système à points pour la pension.

Les dépenses de soins de santé doivent être maintenues sous contrôle

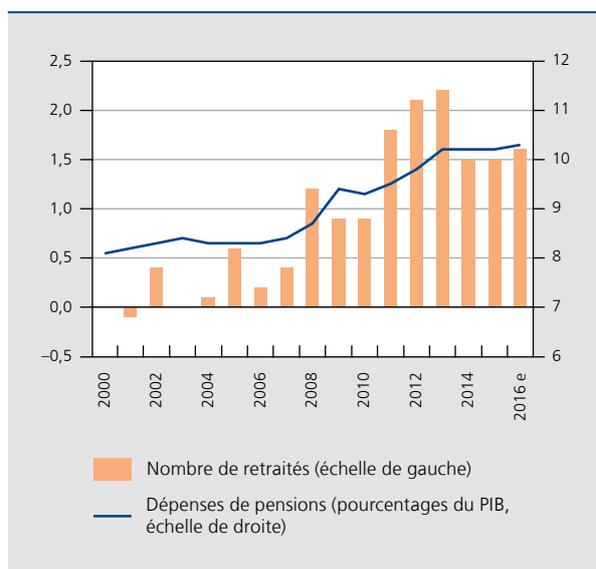
Les dépenses publiques de soins de santé seront influencées dans les décennies à venir par les besoins supplémentaires associés à la population grandissante des personnes âgées. Les besoins en matière de soins de santé s'amplifieront en effet, sous l'influence, notamment, de la demande d'aménagements spéciaux pour le diagnostic et le traitement de certaines affections et maladies propres à cette classe d'âge. Il convient toutefois de noter que

le vieillissement n'est qu'un des facteurs expliquant le gonflement des dépenses de soins de santé, qui sont également entraînées à la hausse par la demande, liée au bien-être, et donc ascendante, de soins de santé et par l'augmentation des coûts des traitements, liée entre autres aux rapides avancées technologiques.

Les dépenses publiques de soins de santé au sens strict (définition des comptes nationaux) se sont établies à 7% du PIB en 2016. Leur alourdissement reste modéré au regard du rythme d'accroissement robuste qui était enregistré il y a quelques années encore. Les dépenses sont demeurées contenues grâce aux nouvelles mesures d'économie, telles la non-indexation des honoraires dans le secteur médical en 2016 et l'instauration d'un mécanisme dit *patent cliff*, qui signifie que l'intervention pour les médicaments dont le brevet a expiré diminue immédiatement et significativement.

GRAPHIQUE 67 LE NOMBRE DE RETRAITÉS S'INSCRIT EN NETTE HAUSSE DEPUIS QUELQUES ANNÉES

(pourcentages de variation annuelle, sauf mention contraire)



Sources : ICN, Service fédéral des Pensions, BNB.

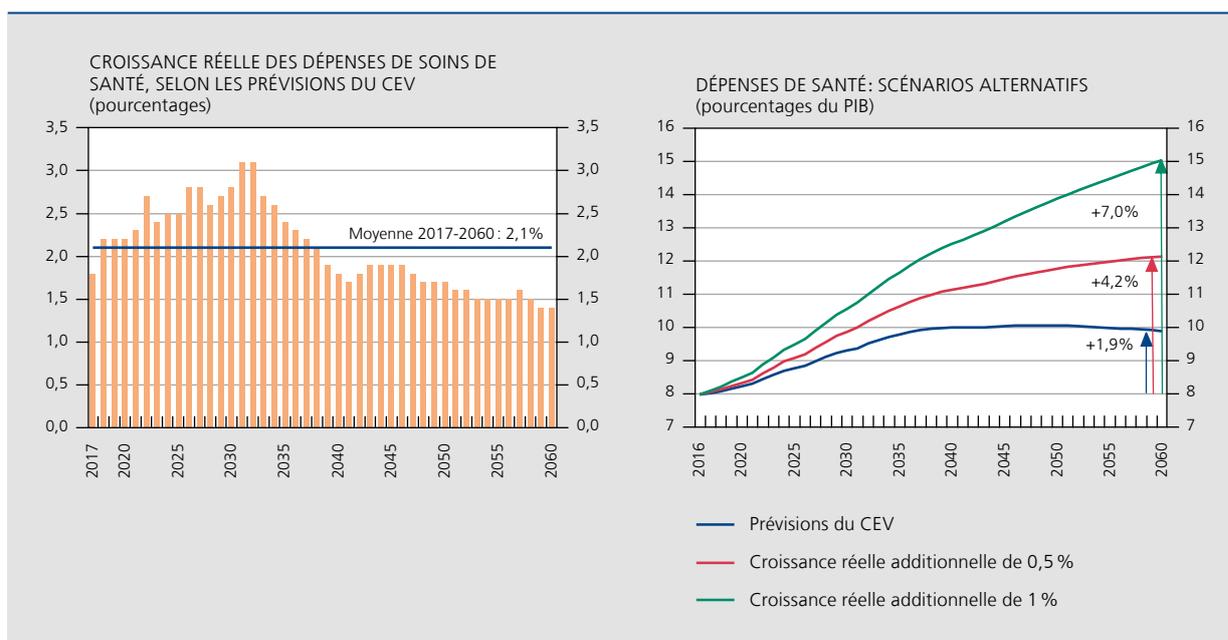
D'après les prévisions du CEV, les dépenses de soins de santé au sens large afficheront un taux de progression réel moyen de 2,1 % sur la période 2017-2060, tandis que la croissance

économique potentielle s'élèverait à 1,6% en moyenne durant ce même laps de temps. Par conséquent, les dépenses devraient rebondir de 1,9 point de pourcentage du PIB d'ici la fin de cet horizon temporel. Si les dépenses de soins de santé venaient à enfler plus rapidement qu'escompté, les coûts liés au vieillissement grimperaient considérablement. Ainsi, une hausse des dépenses de 2,6 ou de 3,1 % par an renforcerait leur effet, qui ressortirait à 4,2 points de pourcentage du PIB dans le premier cas et à 7 points de pourcentage du PIB dans le second. Il importe dès lors d'exercer un contrôle strict sur l'évolution des dépenses de soins de santé.

Les taux très bas, voire négatifs, ont induit une nouvelle contraction des charges d'intérêts

Les charges d'intérêts ont continué de s'alléger en 2016, reculant de 0,3 point de pourcentage du PIB. Dans la mesure où le taux d'endettement ne s'est pas encore infléchi, cette évolution est, comme en 2015, intégralement imputable au repli du taux d'intérêt implicite. Celui-ci, qui est calculé en rapportant le montant des charges d'intérêts à l'encours de la dette à la fin de l'année précédente, reste orienté à la baisse aussi longtemps que les taux du marché payés sur les nouvelles émissions demeurent inférieurs aux taux des titres et emprunts de la dette publique arrivés à échéance. Tel a encore été le cas en 2016. À court terme, les taux négatifs enregistrés tout au long de l'année ont permis à l'État d'être rémunéré pour emprunter à moins

GRAPHIQUE 68 DÉPENSES PUBLIQUES EN MATIÈRE DE SOINS DE SANTÉ AU SENS LARGE (1)



Sources : CEV, BNB.

(1) Définition utilisée par le CEV pour les dépenses publiques de soins de santé dans son rapport annuel de 2016. Celle-ci inclut, outre les soins de santé au sens des comptes nationaux, d'autres rubriques, notamment la plupart des autres prestations sociales en nature et le Fonds flamand d'assurance-soins.

d'un an en émettant des certificats de trésorerie. À moyen terme, le Trésor a également pu émettre des obligations linéaires à cinq ans assorties d'un coupon négatif. Les rendements des obligations de référence à dix ans ont fluctué sous le seuil de 1% tout au long de 2016. Ils se sont réduits durant la première moitié de l'année, retombant à un plancher de 0,15% en moyenne au mois d'août, avant de remonter au quatrième trimestre.

5.4 La tendance haussière du taux d'endettement ne s'est pas encore infléchie

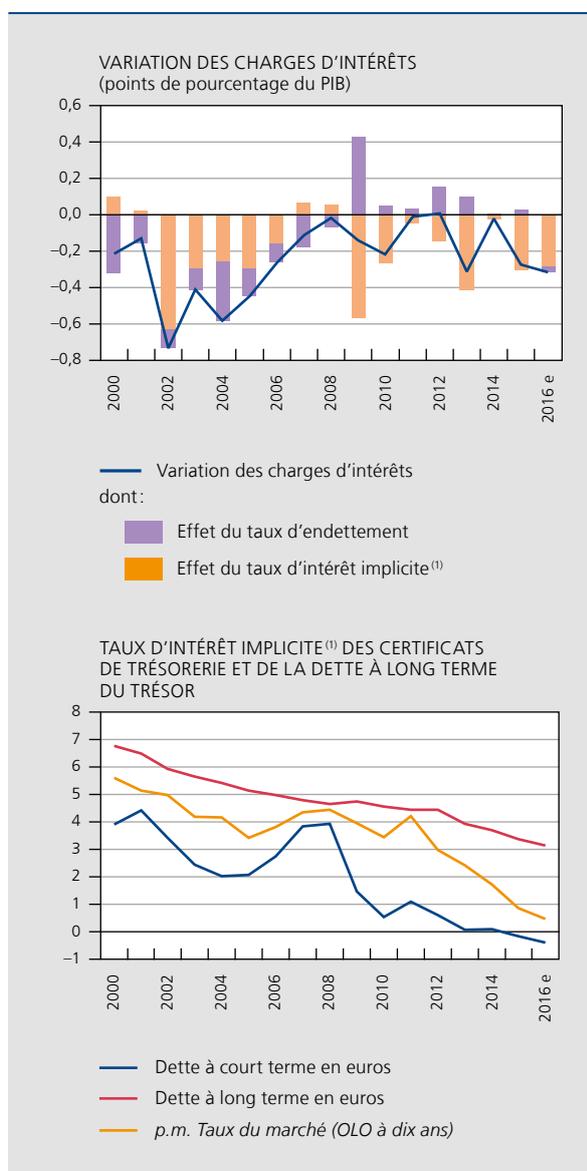
À la fin de 2016, la dette publique belge avait grimpé à 106,6% du PIB. La Belgique n'est donc toujours pas parvenue à enrayer la montée du taux d'endettement qui s'est amorcée en 2008, après l'éclatement de la crise financière. Dans la zone euro, en revanche, le taux d'endettement décroît depuis 2015.

La dynamique intérêts-croissance a pourtant été favorable en 2016. La progression nominale du PIB a en effet été supérieure au taux implicite sur la dette publique pour la première fois depuis 2011, ce qui a automatiquement fait refluer la dette publique exprimée en pourcentage du PIB. Cet effet a toutefois été partiellement contrebalancé par le léger déficit budgétaire primaire.

Cela étant, l'accentuation du taux d'endettement tient intégralement à des facteurs exogènes, qui influent sur la dette mais pas sur le solde de financement. Ainsi, la dette publique a été grevée par la progression des prêts octroyés dans le cadre de la politique en matière de logement social. Les impôts déjà enrôlés mais non encore encaissés, tout comme les engagements de pension découlant de la reprise antérieure de fonds de pension d'entreprises, ont également exercé un effet haussier. De plus, la gestion de la dette a, elle aussi, contribué à l'alourdissement de l'endettement. De fait, les swaps de taux d'intérêt et d'autres produits dérivés conclus à l'automne de 2014 afin de pouvoir émettre en 2015 et en 2016 des obligations souveraines aux conditions d'intérêt alors en vigueur ont généré des coûts. En outre, les paiements d'intérêts sur la base de caisse ont été supérieurs à ceux imputés sur la base des transactions, qui servent de référence pour les charges d'intérêts dans les comptes des administrations publiques. Cette situation provient du fait que le taux facial du coupon des obligations émises ces dernières années était supérieur au taux d'intérêt du marché. Par voie de conséquence, un effet baissier équivalent aux primes d'émission s'exerce sur la dette au cours de l'année d'émission, la valeur d'émission des titres excédant leur valeur nominale. Cet effet s'annihile cependant

GRAPHIQUE 69 LA BAISSÉ DES CHARGES D'INTÉRÊTS EST IMPUTABLE À UNE NOUVELLE DIMINUTION DU TAUX IMPLICITE

(pourcentages, sauf mention contraire)



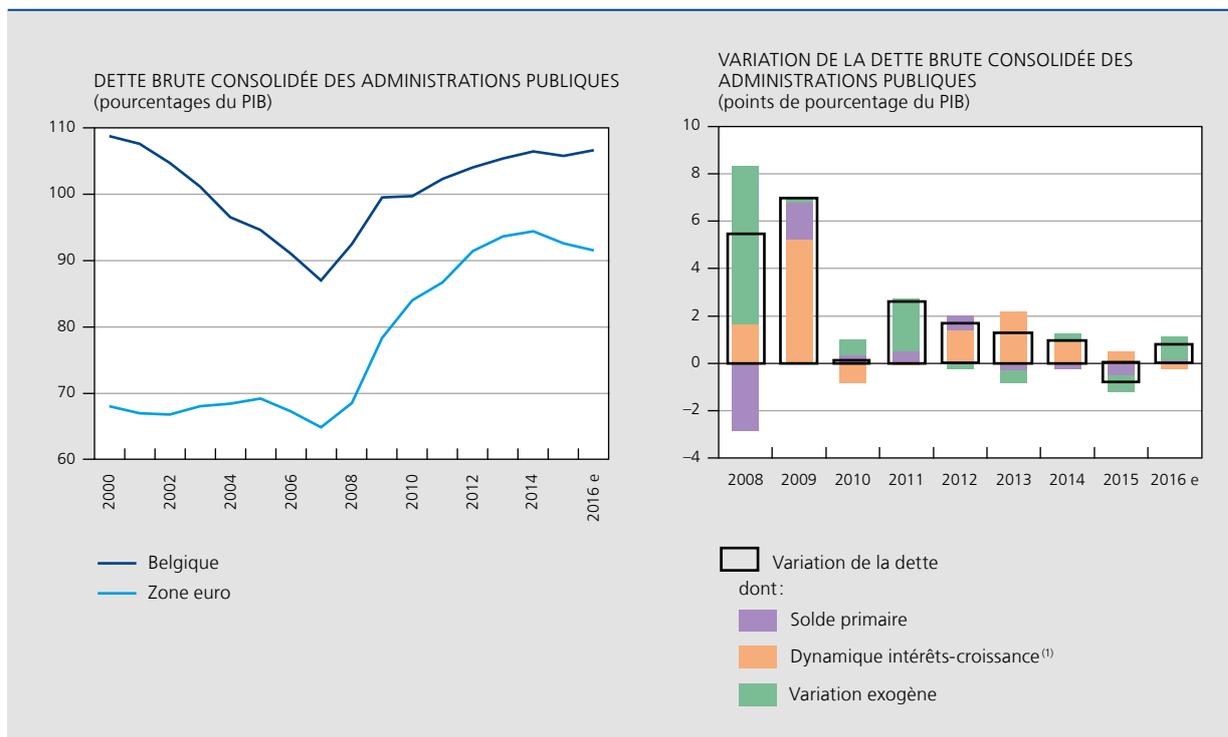
Sources: ICN, SPF Finances, BNB.

(1) Rapport entre les charges d'intérêts de l'année en cours et l'endettement à la fin de l'année précédente.

progressivement au fil des paiements de coupons plus élevés. En 2016, des primes d'émission considérables ont encore été réalisées, tempérant quelque peu l'effet haussier des autres facteurs liés à la gestion de la dette.

Afin d'imprimer une trajectoire descendante durable au taux d'endettement, il convient de dégager des excédents primaires substantiels de manière prolongée. D'après les calculs de la CE, la Belgique aurait dû redresser son solde structurel de 2,6% du PIB en 2016 pour satisfaire au

GRAPHIQUE 70 LE TAUX D'ENDETTEMENT EST REPARTI À LA HAUSSE EN 2016



Sources: CE, ICN, BNB.

(1) Écart entre le taux implicite sur la dette et la croissance nominale du PIB, multiplié par le rapport entre la dette à la fin de l'année précédente et le PIB de la période considérée.

critère de la dette – qui consiste à resserrer d'un vingtième par an l'écart entre le taux d'endettement actuel et la norme des 60 %. De ce point de vue également, il est crucial de parvenir à un équilibre structurel.

La durée moyenne de la dette publique s'est une nouvelle fois allongée

C'est de loin le pouvoir fédéral qui, avec 85 % environ, s'arrogue la majeure partie de la dette publique belge. En 2016, le solde brut à financer par l'État fédéral s'est établi à 43,5 milliards d'euros, soit un montant un peu plus élevé que l'année précédente. La dette à moyen et à long termes échéant en 2016 a certes été moindre, mais le déficit de financement en termes de caisse s'est sensiblement creusé.

Plus encore que les deux années précédentes, les besoins de financement ont surtout été satisfaits au travers de l'émission d'OLO. Près de 90 % des OLO émises en 2016 ont été assorties d'une échéance de dix ans au moins; des obligations ont notamment été placées pour une durée de 50 ans. Ce faisant, le Trésor est parvenu à ancrer le bas niveau du taux d'intérêt des titres publics sur une longue période. Si le volume des certificats de trésorerie – des titres de créance à court terme – a progressé de 1,2 milliard d'euros, il est demeuré faible au regard des volumes émis pendant la crise financière. De manière générale, la durée moyenne du portefeuille de dettes a augmenté pour la septième année d'affilée, passant à 8,7 ans, alors qu'elle était encore inférieure à six ans en 2009.

TABLEAU 23 BESOINS ET MOYENS DE FINANCEMENT DE L'ÉTAT FÉDÉRAL

(milliards d'euros)

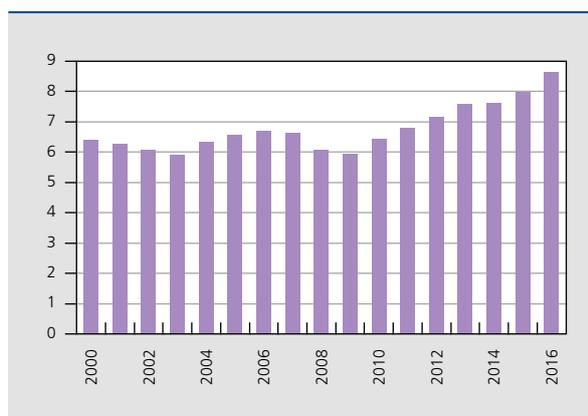
	2014	2015	2016
Solde brut à financer	38,2	41,0	43,5
Besoins bruts de financement	32,9	37,0	38,5
Déficit (+) ou excédent (-) budgétaire ⁽¹⁾	10,5	9,0	12,6
Dettes à moyen et à long termes échéant dans l'année	22,4	28,0	25,9
En euros	22,4	28,0	25,9
En devises	0,0	0,0	0,0
Rachats et échanges (titres échéant l'année suivante ou ultérieurement)	5,3	4,0	5,0
Autres besoins de financement	0,0	0,3	0,0
Moyens de financement	35,7	40,7	42,3
Obligations linéaires (OLO)	31,8	35,6	37,6
Bons d'État et autres	3,8	5,1	4,7
Variation nette de la dette à court terme en devises	0,0	0,0	0,0
Variation de l'encours des certificats de trésorerie	1,8	-1,1	1,2
Variation nette des autres dettes à court terme en euros et des actifs financiers	1,4	1,4	0,1

Source : SPF Finances.

(1) Le solde budgétaire est établi sur la base de caisse et tient compte, entre autres, des opérations financières qui ne figurent pas dans le solde de financement des administrations publiques, dont le calcul, conformément au SEC 2010, s'effectue sur la base des transactions.

GRAPHIQUE 71 POURSUITE DE L'ALLONGEMENT DE LA DURÉE MOYENNE DE LA DETTE PUBLIQUE

(durée moyenne de la dette publique fédérale, en années)



Source : SPF Finances.



Une économie dynamique et inclusive

6. Une économie dynamique et inclusive

6.1 La Belgique, une économie en mutation

Globalisation et nouvelles technologies modifient profondément la structure des économies avancées, ...

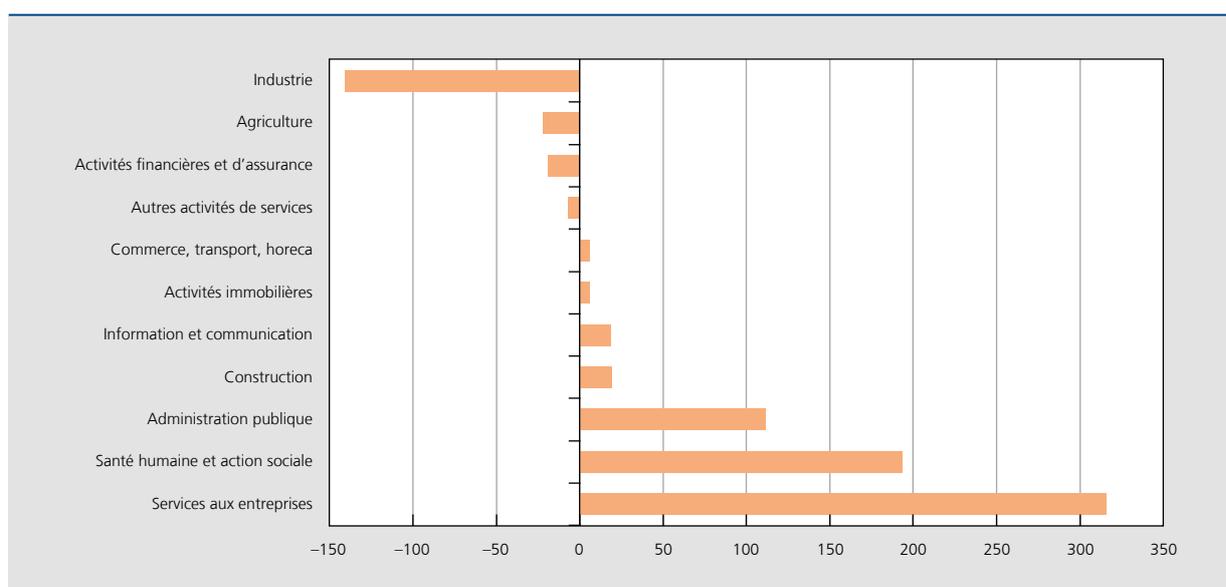
Ces dernières décennies, l'économie mondiale a subi de profondes mutations. Couplées aux réductions des coûts de transport et des barrières aux échanges d'informations, les avancées technologiques ont bouleversé les modes de distribution et de création de valeur, voire

les relations avec la clientèle. Elles ont donné lieu à d'importantes restructurations des filières de production, tant au niveau local, par le recours accru à la sous-traitance, qu'au niveau mondial, par la réorganisation des chaînes de valeur globales.

Si ces changements représentent naturellement des opportunités d'expansion économique pour les économies avancées, d'une part par la création de nouveaux besoins, d'autre part par l'accroissement de la demande des pays émergents, ils sont également les moteurs d'une profonde réorganisation des structures économiques. En effet,

GRAPHIQUE 72 DEPUIS 2000, NET REcul DE L'EMPLOI DANS LES SECTEURS INDUSTRIEL, AGRICOLE ET FINANCIER ET FORTE HAUSSE DES CRÉATIONS NETTES D'EMPLOIS DANS LES BRANCHES DES SERVICES AUX ENTREPRISES, DE LA SANTÉ ET DE L'ADMINISTRATION

(variations en milliers de personnes entre 2000 et 2015)



Source : ICN.

des pans entiers de l'activité sont relocalisés à l'échelle mondiale, non seulement dans les filières de production industrielle, mais aussi, pour une large part, dans les services.

... entraînant une importante réallocation de l'emploi entre les secteurs et les entreprises

Au cours des dernières décennies, ces mutations se sont traduites en Belgique par de considérables destructions d'emplois dans plusieurs secteurs, tels ceux de l'industrie, de l'agriculture et des activités financières et d'assurance. Entre 2000 et 2015, plus de 140 000 suppressions nettes de postes de travail ont ainsi été comptabilisées dans l'industrie, tandis que 22 000 l'ont été dans l'agriculture, prolongeant ainsi les tendances observées depuis le milieu des années 1970 dans la première branche, et depuis plus longtemps encore dans la seconde, et que 19 000 emplois ont été perdus dans les activités financières et d'assurance.

Aux yeux de la population, ces mutations se matérialisent plus particulièrement par les restructurations d'entreprises qu'elles impliquent. À cet égard, 2016 ne manque pas d'exemples illustrant l'ampleur des conséquences qui en découlent sur le marché du travail. Sur l'ensemble de l'année, 125 entreprises ont introduit une procédure de licenciement collectif, touchant plus de 12 000 travailleurs. Pour le seul mois de septembre, la perte de 5 500 postes de travail a ainsi été annoncée, soit plus que pour l'ensemble de l'année 2015.

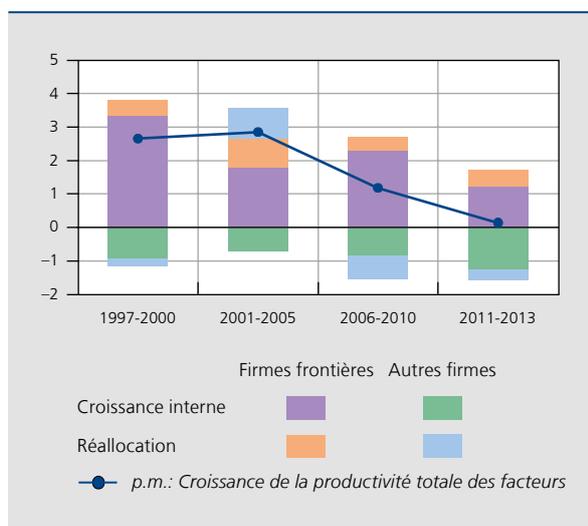
La réallocation des ressources est génératrice de croissance économique

Ces évolutions doivent toutefois être replacées dans le contexte d'un marché du travail sur lequel un demi-million d'emplois ont été créés en termes nets entre 2000 et 2015, auxquels il faut ajouter 59 000 postes supplémentaires en 2016. Elles ne sont pas étrangères au bon fonctionnement du marché du travail, constamment animé par des destructions et des créations de postes de travail. Selon les statistiques de DynaM, établies sur la base des données de l'ONSS, rien qu'en 2014, plus de 205 000 emplois ont été créés, tandis que 180 000 autres ont été perdus.

Plus globalement, ces réallocations des ressources au sein d'une économie reflètent le dynamisme de celle-ci. La réallocation de l'emploi et du capital des secteurs et des entreprises en déclin vers des secteurs et des entreprises en expansion génère des gains de productivité, seule source de croissance durable.

Hormis lors de la crise, on observe en effet que la réallocation des ressources des firmes les moins efficaces vers les entreprises plus efficaces, et en particulier vers celles proches

GRAPHIQUE 73 CROISSANCE DE LA PRODUCTIVITÉ TOTALE DES FACTEURS ET RÉALLOCATION DES RESSOURCES
(moyennes par sous-période, points de pourcentage)



Source : BNB.

Sur la base de données individuelles relatives aux entreprises belges occupant au moins une personne et enregistrées auprès de la Centrale des bilans entre 1996 et 2013. Une firme « frontière » figure parmi les 5 % les plus productives de sa branche d'activité.

de la frontière d'efficacité technologique, a contribué positivement à l'accroissement de la productivité agrégée en Belgique. Cette source de croissance est cependant très limitée depuis 2010. On remarque également l'influence déterminante d'un nombre relativement restreint d'entreprises sur l'évolution agrégée de la productivité. Ce sont les gains de productivité enregistrés par les firmes se situant à la frontière d'efficacité, définies comme les 5 % les plus productives, qui constituent la principale source de croissance. Les autres firmes, qui peuvent accuser un retard technologique plus ou moins conséquent, contribuent quant à elles négativement à l'augmentation de la productivité et voient donc en général leur handicap s'aggraver.

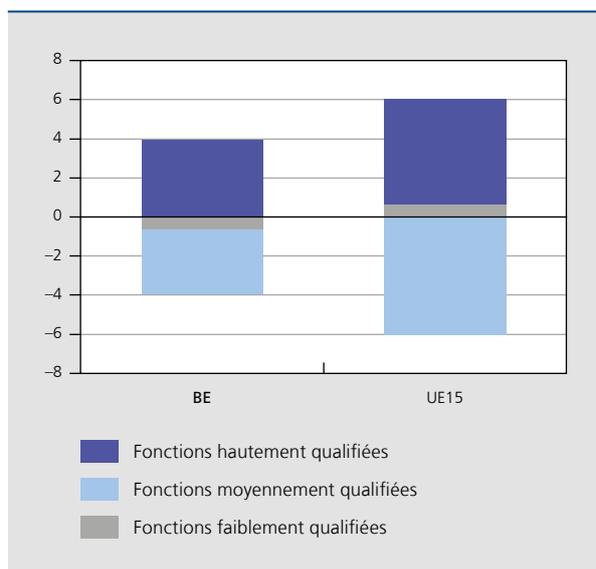
La composante interne de la hausse de la productivité est particulièrement importante pour les branches de l'industrie et des télécommunications et services informatiques. Pour les branches du commerce et des autres services marchands, c'est la réallocation des ressources aux meilleures entreprises qui contribue le plus à l'amélioration des performances économiques.

Ces évolutions suscitent une inquiétude croissante au sein de la population

Les mutations du tissu économique et de l'organisation de la production affectent l'ensemble de la population, mais tous les individus n'y font pas face dans les mêmes conditions.

GRAPHIQUE 74 ÉVOLUTION DE L'EMPLOI SELON LE NIVEAU DE QUALIFICATION REQUIS POUR LA FONCTION AU COURS DE LA PÉRIODE 2000-2013

(parts dans le total, variations en points de pourcentage)



Source: CE (EFT).

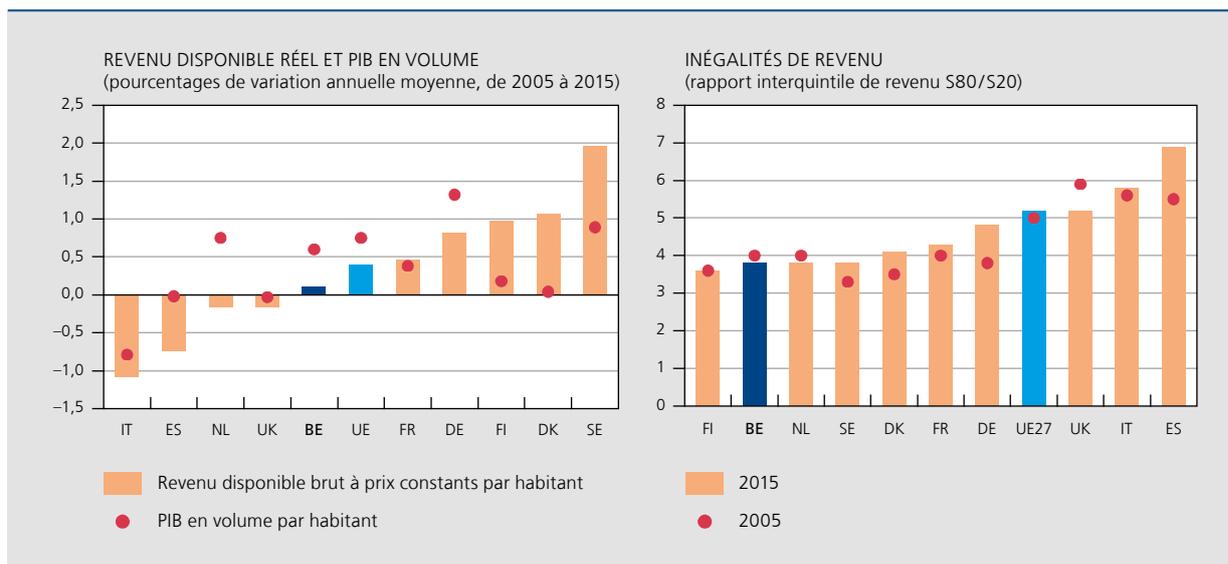
Ainsi, la mondialisation et les changements technologiques entraînent, en Belgique comme dans d'autres économies avancées, d'importantes modifications dans la composition de la demande de travail. La demande concernant des professions hautement qualifiées s'est renforcée, au détriment des professions moyennement

qualifiées. Les professions faiblement qualifiées ont, quant à elles, été moins touchées, les tâches exercées dans le cadre de ces emplois étant difficilement délocalisables car elles impliquent souvent un fort contenu relationnel et de proximité. À cet égard, on observe une évolution différente selon le genre: le nombre d'emplois peu qualifiés a progressé pour les femmes, tandis qu'il a diminué pour les hommes. Une polarisation accrue de la demande de travail s'est ainsi fait jour. On a également observé un glissement d'une partie des emplois vers des contrats de travail flexibles (contrats à durée déterminée et intérim), aux dépens des contrats à durée indéterminée.

Tout changement de position étant source d'incertitudes, il est possible que ces dernières aient été amplifiées par l'environnement économique peu porteur et par le sentiment que les gains n'étaient pas partagés par tous. Cela remet en question le contrat social qui sous-tend nos sociétés, en particulier par les personnes que ces évolutions fragilisent le plus.

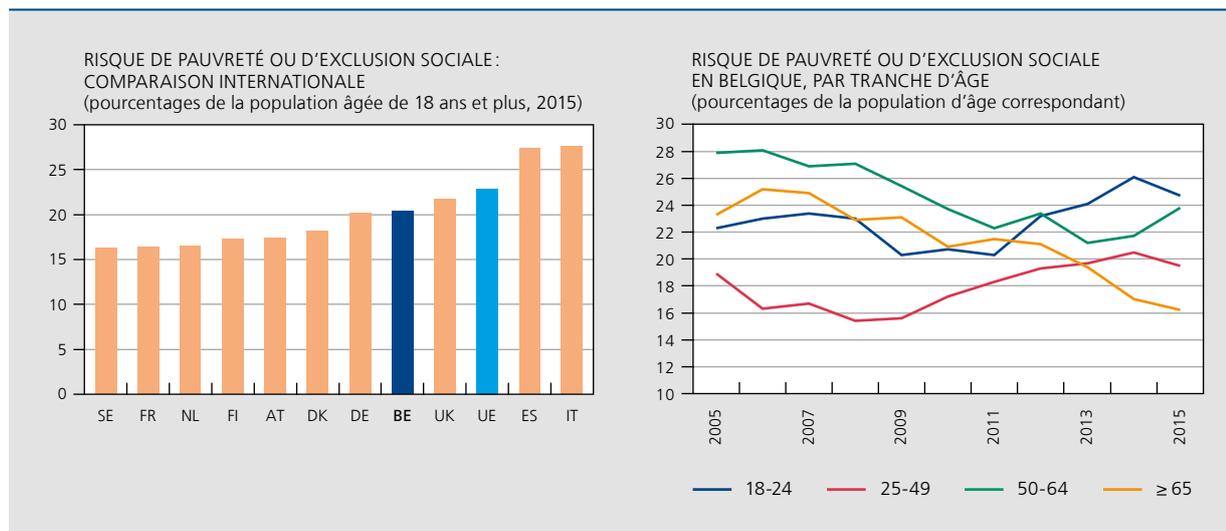
Entre 2005 et 2015, soit pendant la période qui a englobé la grande récession et la crise dans la zone euro, mais aussi, en partie, la phase de rapide expansion qui les a précédées et celle de faible croissance qui s'est ensuivie, le pouvoir d'achat moyen par habitant a augmenté en Belgique à un rythme annuel moyen de 0,1 %, soit un taux en retrait de 0,5 point de pourcentage par rapport à la croissance du PIB par tête. Ce retard résulte de la conjonction d'un transfert de revenus de la Belgique vers le reste du monde, à la suite de la perte des termes de l'échange encourue et d'un

GRAPHIQUE 75 LE POUVOIR D'ACHAT MOYEN ET LA DISPERSION DES REVENUS SONT RESTÉS STABLES EN BELGIQUE DURANT CES DIX DERNIÈRES ANNÉES



Source: CE.

GRAPHIQUE 76 EN BELGIQUE, LE RISQUE DE PAUVRETÉ OU D'EXCLUSION SOCIALE EST INFÉRIEUR À LA MOYENNE EUROPÉENNE MAIS PLUS ÉLEVÉ QUE CHEZ NOS VOISINS OU DANS LES PAYS NORDIQUES



Source : CE.

recul de la part des revenus nets de la propriété revenant aux particuliers. En revanche, la part des salaires dans le PIB a retrouvé en 2015 le niveau qu'elle affichait au début de 2005. Elle s'était amplifiée durant la crise, avant de se replier en 2014 et en 2015, sous l'effet de la modération salariale. L'importance des prestations sociales a quant à elle augmenté.

Au cours de cette période, la dispersion dans la distribution des revenus s'est légèrement resserrée en Belgique, ce qui tranche avec son accentuation dans de nombreux pays. L'inégalité est mesurée ici comme le rapport entre le revenu disponible total des 20 % de personnes ayant les revenus les plus élevés et celui des 20 % d'individus ayant les revenus les plus bas, un ajustement étant appliqué pour tenir compte de la composition du ménage auquel appartient l'individu.

L'indicateur européen de la pauvreté dans le cadre de la stratégie « Europe 2020 » comptabilise le pourcentage de personnes confrontées à au moins un des trois risques suivants : pauvreté monétaire, privation matérielle grave ou faible intensité de travail. En Belgique, un adulte sur cinq est considéré comme encourant un risque de pauvreté ou d'exclusion sociale. Cette proportion est nettement plus faible en Suède, en France et aux Pays-Bas. Ce classement moyen de la Belgique s'explique principalement par la moins bonne situation des individus hors emploi et par

le poids plus élevé de ces derniers au sein de la population des 18 ans et plus.

Une ventilation par tranche d'âge révèle que c'est parmi les jeunes qu'on compte la plus grande proportion de personnes présentant un risque de pauvreté ou d'exclusion sociale, et ce pourcentage va croissant. Ce groupe a été affecté par la crise économique et financière. À l'inverse, on constate depuis 2013 une décreue du nombre d'individus à risque de pauvreté ou d'exclusion sociale parmi les 65 ans et plus.

La tentation d'un repli protectionniste, en réaction à ces nombreuses mutations, se manifeste de plus en plus dans les sociétés avancées. Elle ne constitue toutefois pas une solution à long terme. Pour pouvoir absorber les profonds bouleversements du tissu économique, il est essentiel d'assurer un fonctionnement optimal de l'économie, ce qui passe par la mise en place des différents outils permettant une réallocation rapide et efficace des ressources productives et, de manière complémentaire, une croissance plus inclusive. Ces outils doivent faciliter la mise en place des conditions nécessaires à l'insertion rapide sur le marché du travail, en particulier des jeunes, mais aussi au développement de l'activité économique et de l'emploi, notamment en favorisant l'innovation et la création d'entreprises et en réduisant les obstacles aux ajustements, de manière à stimuler la productivité totale des facteurs.

6.2 Accroître le potentiel de développement de l'économie en facilitant la réallocation des ressources

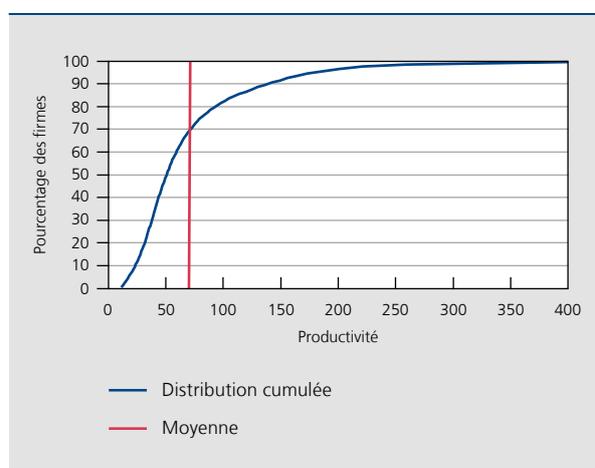
Des firmes hétérogènes et une dynamique entrepreneuriale trop faible

En Belgique, comme dans la plupart des autres économies avancées, les performances des entreprises sont très hétérogènes. Ainsi, bien qu'elles soient, en moyenne, parmi les plus productives d'Europe, le niveau de productivité apparente du travail de près de 70 % d'entre elles est inférieur à cette moyenne.

Les entreprises se situant au sommet de la distribution de productivité ont tendance à être de grande taille et à participer directement aux chaînes de valeur globales, que ce soit en tant qu'exportateurs, importateurs ou multinationales. Ces quelques sociétés contribuent de manière significative à la création de valeur ajoutée et d'emplois en Belgique. Elles sont aussi à l'origine d'une très large part des investissements, qu'ils soient tangibles – en bâtiments et en équipements – ou, surtout, intangibles – notamment en R&D. Par exemple, en 2014, les 2 % de firmes belges qui faisaient partie de groupes internationaux ont généré 47 % de la valeur ajoutée et 38 % de l'emploi du secteur privé. Elles ont par ailleurs représenté 42 % des investissements tangibles et 74 % des investissements intangibles. Ces firmes, qui jouissent déjà d'un avantage technologique important, sont donc également celles qui investissent le plus dans l'amélioration de leur efficacité.

GRAPHIQUE 77 DISTRIBUTION DE LA PRODUCTIVITÉ APPARENTE DU TRAVAIL EN BELGIQUE⁽¹⁾

(milliers d'euros par équivalent temps plein, 2014)



Source : BNB.

(1) Échantillon d'entreprises occupant au moins 20 employés.

Parmi les entreprises moins efficaces, on retrouve par contre principalement des firmes ne participant pas du tout au processus de globalisation. Ainsi, si 85 % d'entre elles n'exercent aucune activité en dehors de l'économie domestique, elles ne fournissent que 30 à 35 % de la valeur ajoutée et de l'emploi, 40 % des investissements tangibles et à peine 11 % des investissements intangibles. Elles risquent de voir leur handicap technologique s'aggraver et leurs performances économiques et financières stagner.

Or, selon des travaux de l'OCDE⁽¹⁾, il semblerait qu'une fraction croissante des entreprises parviennent à se maintenir en activité alors que leurs performances justifieraient une cessation, et ce parce que, par exemple, la valeur ajoutée qu'elles produisent ou les profits qu'elles enregistrent sont négatifs, ou encore parce que leur chiffre d'affaires est insuffisant pour couvrir leurs frais financiers durant une certaine période. Ces firmes, dites entreprises zombies, représenteraient près de 10 % des entreprises actives en Belgique, alors que ce pourcentage est sensiblement moins élevé dans d'autres pays (un peu moins de 2 % en France, 4 % au Royaume-Uni et 5 % en Italie). En poursuivant leurs activités, elles auraient accaparé en Belgique près de 15 % des emplois et du stock de capital en 2013. Ce phénomène témoigne d'un fonctionnement sous-optimal des marchés des biens et des services.

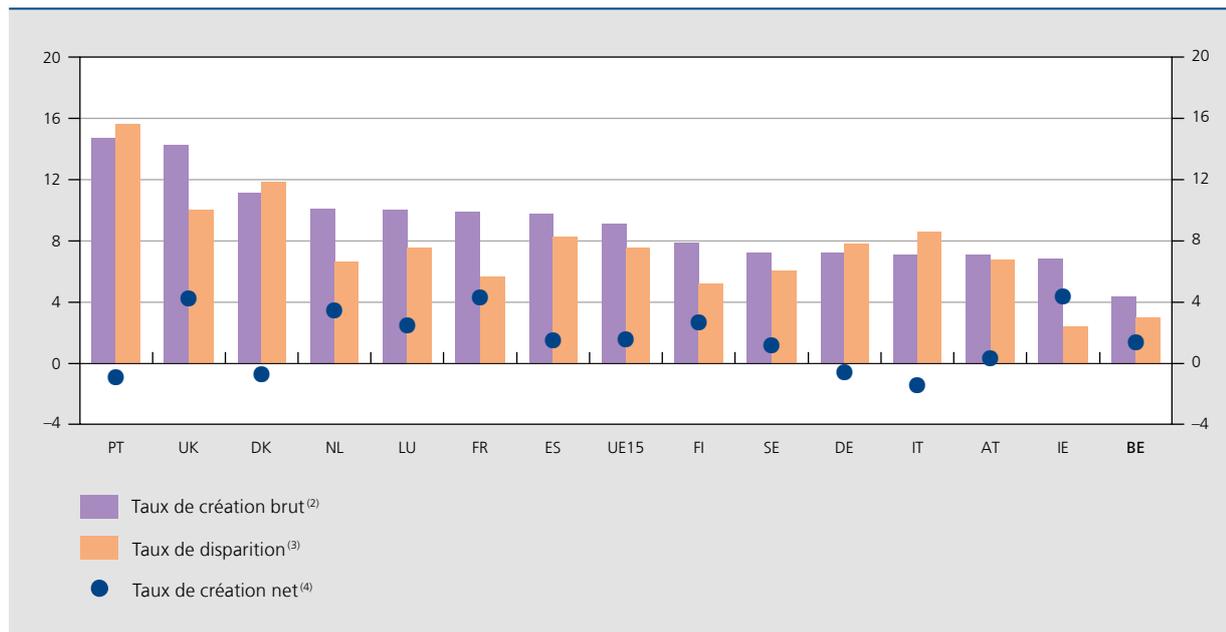
La sortie des entreprises les moins performantes, associée à l'expansion des meilleures d'entre elles ou à l'entrée de nouvelles firmes, participe en effet au processus permanent de réallocation des inputs. En Belgique, les données disponibles auprès d'Eurostat indiquent que tant le taux de création que celui de disparition d'entreprises sont très faibles, et ce depuis longtemps, que ce soit par rapport aux pays voisins ou à la moyenne de l'UE15. Ce constat, couplé à l'observation d'une plus grande prévalence de firmes dites zombies, illustre un manque structurel de dynamisme dans la réallocation des ressources. Or, pour pouvoir réinsérer sur le marché du travail les nombreux demandeurs d'emploi issus de restructurations et pour soutenir un développement économique durable, il est important d'accroître le nombre de créations d'entreprises, qu'elles soient petites ou grandes, tout en libérant les ressources captées par les firmes les moins performantes. Selon des données plus récentes, mais propres à la Belgique, il apparaît que les créations d'entreprises se sont toutefois accélérées en 2016.

Sur le plan individuel, créer sa propre société peut en effet être un vecteur de réinsertion professionnelle. Sur le plan macroéconomique, la création d'entreprises reposant

(1) Cf. Adalet McGowan M., D. Andrews et V. Millot (2017), *The Walking Dead? Zombie Firms and Productivity Performance in OECD Countries*, OECD Economics Department WP n° 1372.

GRAPHIQUE 78 LE TAUX DE CRÉATION BRUT D'ENTREPRISES EN BELGIQUE RESTE LE PLUS FAIBLE DE L'UE15⁽¹⁾

(pourcentages, 2014)



Source : CE.

(1) UE15, à l'exclusion de la Grèce.

(2) Nombre de créations d'entreprises en t divisé par le nombre d'entreprises actives en t .

(3) Nombre de disparitions d'entreprises en t divisé par le nombre d'entreprises actives en t .

(4) Différence entre le taux de création brut et le taux de disparition en t .

sur la mise en œuvre de projets innovants constitue également une source de nouveaux gisements d'emplois de qualité. De ce point de vue, il ressort de l'analyse des données du Global Entrepreneurship Monitor que, malgré un faible niveau de création d'entreprises, l'entrepreneuriat en Belgique est davantage tourné vers la croissance, notamment au travers du développement de nouveaux produits et de l'internationalisation des activités.

Réunir les conditions nécessaires à une économie plus résiliente, allouant efficacement les ressources

Dans un contexte économique en transition, un renforcement général des multiples aspects de la compétitivité hors coût s'avère fondamental pour accroître le potentiel de croissance de l'économie et pour allouer plus efficacement les ressources. Pour cela, le raffermissement du caractère innovant de l'économie ne peut s'effectuer sans un environnement favorable. Au vu des nombreux facteurs d'influence, il est dès lors essentiel de mettre l'accent sur leur complémentarité.

Ajuster la réglementation aux besoins actuels et futurs

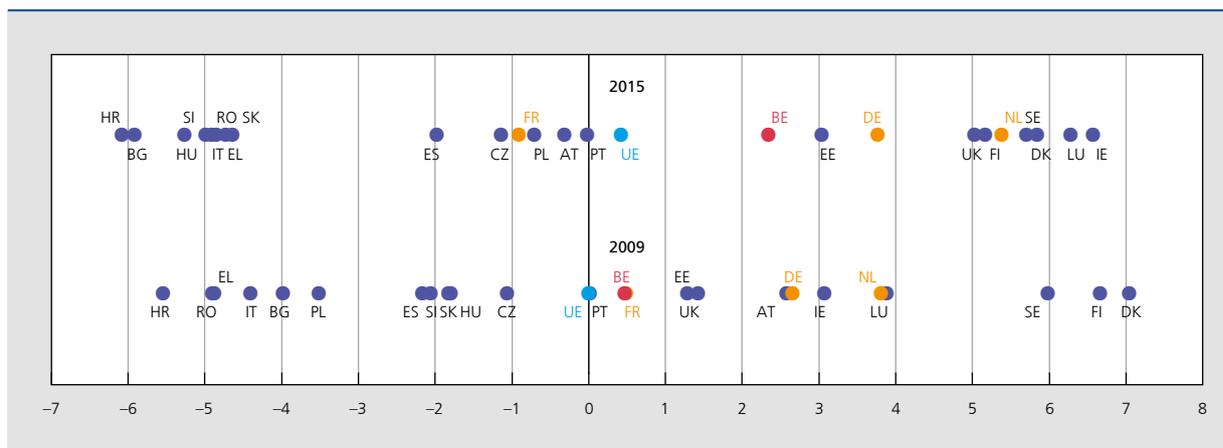
Le cadre réglementaire constitue une dimension essentielle en vue d'assurer le fonctionnement optimal de l'ensemble

de l'économie. Il détermine en effet le contexte général au sein duquel les entreprises et les individus évoluent et s'adaptent. Trop contraignant, il serait un frein à l'allocation optimale des ressources car il offrirait aux firmes inefficaces une trop grande protection contre la concurrence éventuelle de nouveaux entrants. Une moindre exposition des firmes existantes à la concurrence réduirait également leur incitation à innover et à combler leur éventuel retard technologique. Le niveau optimal de réglementation est bien sûr sujet à débat. Il faut trouver un équilibre entre l'indispensable protection des consommateurs, des travailleurs et des entreprises et le degré de flexibilité qui sous-tend un fonctionnement fluide des marchés. Par ailleurs, non seulement un cadre réglementaire clair doit permettre d'éviter l'émergence et le maintien d'un climat d'incertitude nuisible aux investissements, et donc à la croissance potentielle, mais il doit aussi corriger les imperfections des marchés et éviter certains comportements nocifs.

De multiples indicateurs permettent d'appréhender les différents aspects de la réglementation dans une perspective de comparaison internationale et d'en suivre les développements. À cet égard, il ressort que, globalement, le cadre réglementaire évolue favorablement en Belgique depuis 2009. En 2015, la Belgique se positionnait au-dessus des moyennes de l'UE et de la France, mais en deçà de celles

GRAPHIQUE 79 LE CADRE RÉGLEMENTAIRE A ÉVOLUÉ DE MANIÈRE RELATIVEMENT FAVORABLE DEPUIS 2009, ...

(indice synthétique de réglementation, une valeur plus élevée indique une situation plus propice au développement de l'activité économique; moyenne de l'UE⁽¹⁾ en 2009 = 0)



Sources : IMD, WEF, calculs BNB.

(1) UE, à l'exclusion de Chypre, de Malte, de la Lettonie et de la Lituanie.

de l'Allemagne et des Pays-Bas, ainsi que de celles des pays nordiques, qui occupent la tête des classements internationaux. Cette embellie est survenue dans un contexte institutionnel qui a subi de profonds changements. À la suite de la sixième réforme de l'État, de nombreuses compétences ont en effet récemment été transférées aux régions.

Au niveau des régions, plusieurs initiatives ont également été prises en vue de concilier le cadre réglementaire et les nouveaux besoins de l'économie. Ainsi par exemple, le plan stratégique 2025 de la Région de Bruxelles-Capitale implique la mise en place progressive de certaines mesures telles que l'introduction d'un Small Business Act ou la réduction des charges administratives pesant sur les entreprises, en particulier sur les PME, notamment en cas de transmission de sociétés. En Wallonie, un plan de simplification administrative (« Ensemble Simplifions 2016-2020 ») a également été lancé, qui met l'accent, entre autres, sur le développement d'une série de services en ligne destinés aux entreprises. Enfin, en Flandre, les autorités proposeront, d'ici 2020, que toutes les transactions administratives avec les entreprises s'effectuent par le biais de canaux numériques. Plusieurs décrets existants seront également coordonnés en un seul décret relatif à l'administration.

Les bonnes performances globales masquent cependant les évolutions contrastées de plusieurs dimensions du cadre réglementaire belge.

Ainsi, si on considère les données d'enquêtes collectées par le WEF et l'IMD, qui interrogent des dirigeants

d'entreprise, la réglementation en Belgique continue d'être perçue comme relativement plus contraignante qu'ailleurs, surtout pour se conformer aux exigences de l'administration publique. De plus, il appert que le cadre légal et réglementaire est, de manière générale, considéré comme n'encourageant pas suffisamment la mise sur pied d'activités commerciales et comme pénalisant la compétitivité des entreprises. Enfin, les politiques publiques ne sont que trop rarement adaptables en cas de changements importants dans l'économie.

Dans le contexte actuel, ces contraintes, réelles ou perçues, peuvent restreindre les capacités d'ajustement des acteurs économiques. Des mesures s'imposent à cet égard pour adapter le cadre légal et réglementaire aux nouvelles évolutions de l'économie, particulièrement dans les secteurs innovants, à fort potentiel de croissance.

Récemment, plusieurs réformes ont également été adoptées au niveau fédéral. À ce propos, l'un des axes du « Plan PME » instauré par le gouvernement fédéral est la simplification administrative. Un autre angle d'action a été l'établissement d'un cadre plus propice au développement de l'e-commerce, en modifiant la réglementation relative au travail de nuit, et à celui de l'économie collaborative, en définissant un cadre fiscal approprié.

D'autres aspects font état d'une situation plus favorable en Belgique. Ainsi par exemple, la réglementation belge est telle que l'économie est extrêmement ouverte aux échanges internationaux depuis de nombreuses années. De plus, il appert qu'elle encourage aussi fortement les

investissements et l'implantation d'entreprises multinationales, vecteurs essentiels de diffusion technologique au niveau local.

Améliorer la gouvernance publique

Outre un cadre réglementaire adéquat, un gouvernement et des institutions performantes contribuent également à mettre en place un environnement favorable au développement soutenu et résilient de l'économie. L'analyse de la gouvernance, telle que proposée par la Banque mondiale, repose sur cinq dimensions, à savoir l'efficacité du gouvernement⁽¹⁾, la stabilité politique, l'état de droit, la lutte contre la corruption et l'écoute et la responsabilité⁽²⁾.

L'indicateur qui agrège ces cinq aspects a peu évolué pour la Belgique depuis 2009, se situant à un niveau supérieur à la moyenne de l'UE. La Belgique se positionne en deçà des résultats de deux de nos pays voisins – l'Allemagne et les Pays-Bas –, mais également de ceux des pays scandinaves, qui sont les plus performants en la matière. Il ressort de l'examen des différentes composantes que c'est dans le domaine de l'état de droit que les marges d'amélioration sont les plus vastes, vraisemblablement en raison de la lourdeur du processus judiciaire en Belgique. C'est d'ailleurs sur cet aspect que la Belgique se démarque le plus par rapport à ses pays voisins.

(1) L'efficacité du gouvernement évalue la perception de la qualité des services publics et de la qualité et du degré d'indépendance de la fonction publique vis-à-vis des pressions politiques, l'application des politiques et la crédibilité de l'engagement du gouvernement.

(2) L'écoute et la responsabilité évaluent dans quelle mesure les citoyens d'un pays peuvent participer à la sélection de leurs gouvernements, la liberté d'expression, la liberté d'association et la liberté de la presse.

Des infrastructures de qualité pour soutenir la création d'activité

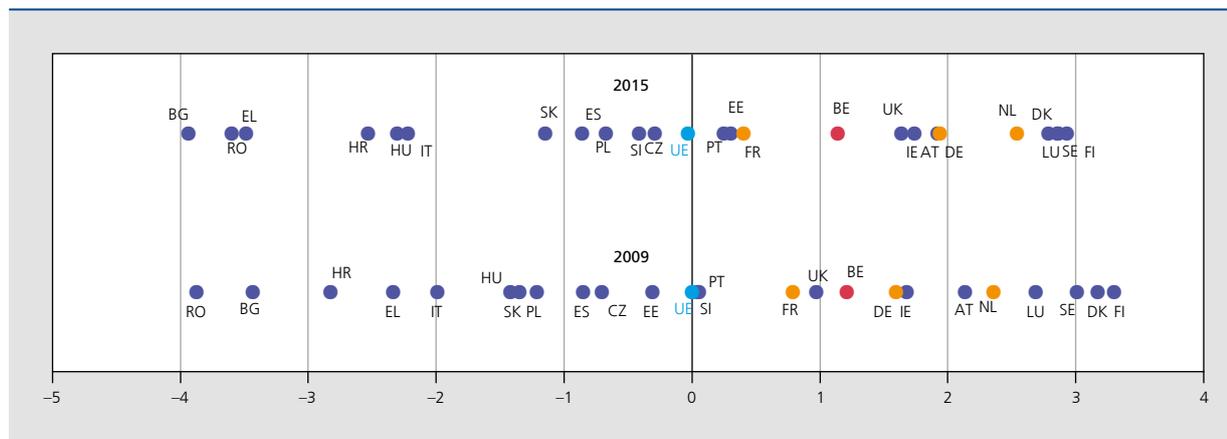
La présence d'infrastructures de transport et de communication de qualité détermine largement l'attractivité économique d'un pays. Elle contribue également à améliorer la productivité. À ce titre, en favorisant la mobilité du travail ainsi que les flux physiques de biens et les échanges d'informations, les investissements en ces matières constituent donc un important facteur d'ajustements fluides et efficaces de l'économie et, plus généralement, d'allocation optimale des ressources.

Si la Belgique dispose de très bonnes infrastructures portuaires et aéroportuaires, qui lui permettent de jouer un rôle central dans les chaînes de valeur européennes et de se positionner au-dessus de la moyenne européenne en matière d'indicateurs de qualité des infrastructures, certains maillons des réseaux de transport se sont néanmoins détériorés ces dernières années, en particulier par rapport aux trois pays voisins. C'est notamment le cas des réseaux de transport ferroviaire et routier, qui sont en effet régulièrement saturés, surtout aux abords des grandes villes du pays, et qui se sont dégradés ces dernières années.

Des solutions doivent être apportées aux limites du fonctionnement de certaines infrastructures, en mettant l'accent sur l'indispensable complémentarité des investissements à réaliser. Il convient de marquer un point d'inflexion vis-à-vis des actions menées dans le passé, spécialement en matière de fiscalité, en vue de rendre plus attractive l'utilisation des transports publics

GRAPHIQUE 80 ... TANDIS QUE LES PERFORMANCES EN MATIÈRE DE GOUVERNANCE N'ONT PAS PROGRESSÉ

(indice synthétique de gouvernance, une valeur plus élevée indique une situation plus propice au développement de l'activité économique; moyenne de l'UE⁽¹⁾ en 2009 = 0)

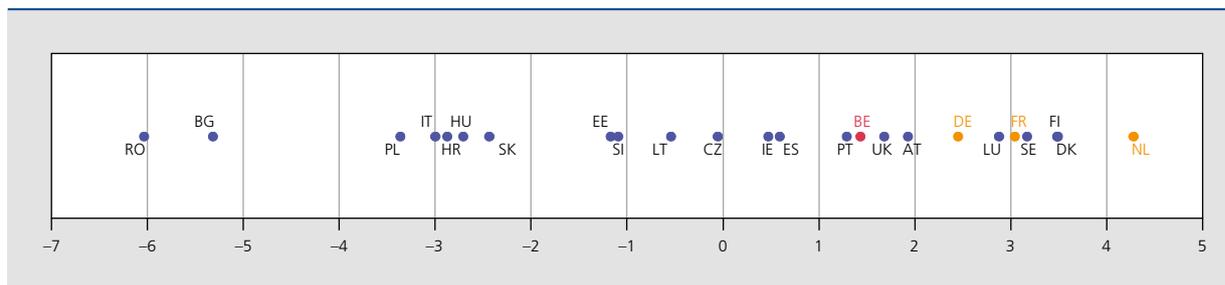


Sources : Banque mondiale, calculs BNB.

(1) UE, à l'exclusion de Chypre, de Malte, de la Lettonie et de la Lituanie.

GRAPHIQUE 81 LES PERFORMANCES EN MATIÈRE D'INFRASTRUCTURES S'INSCRIVENT EN DEÇÀ DE CELLES DES PAYS VOISINS

(indice synthétique d'infrastructures, une valeur plus élevée indique une situation plus propice au développement de l'activité économique; moyennes 2012-2015; moyenne de l'UE = 0)



Sources : CE, IMD, WEF, calculs BNB.

réduisant la congestion et respectueux de l'environnement. Dans le même temps, les nouvelles technologies peuvent aussi être mobilisées pour une meilleure exploitation des infrastructures existantes. Les problèmes de mobilité ne s'arrêtant pas aux frontières administratives du pays, il faut aussi garantir une certaine coordination entre les différentes initiatives qui ont été prises, de manière à en maximiser les retombées.

Par ailleurs, il revient aux autorités de définir un cadre réglementaire stable permettant aux différents acteurs du marché de l'énergie de procéder aux investissements nécessaires à la mise à disposition d'infrastructures adaptées aux évolutions des marchés énergétiques, et ce en suffisance et dans les délais requis. Il en va par exemple ainsi pour la conversion du réseau belge de gaz à faible pouvoir calorifique (gaz L) en un réseau de gaz à haut pouvoir calorifique (gaz H), qui doit être achevée à l'horizon de 2030. Il s'agit, d'une part, de convertir matériellement quelque 1,5 million de connexions et, d'autre part, de veiller à ce que la substitution des fournitures de gaz pauvre néerlandais par du gaz d'autres origines se concrétise afin d'assurer la sécurité d'approvisionnement des clients concernés.

S'agissant du marché de l'électricité, la volonté de la Belgique de devenir une économie à faibles émissions de carbone, entre autres grâce à un renforcement de la production d'énergies renouvelables et à une plus grande efficacité du côté de la demande d'électricité, implique également des investissements destinés à adapter les infrastructures à une plus grande décentralisation et une plus grande réactivité du réseau de distribution au travers d'une numérisation accrue. L'adaptation des réseaux au niveau transfrontalier ne doit pas non plus être négligée pour garantir la circulation de l'électricité au sein du marché européen.

Le déficit de culture d'entreprendre est le principal obstacle à la réallocation des ressources par la création de nouvelles entreprises

Un cadre réglementaire flexible et efficace, une gouvernance adéquate et des infrastructures de qualité sont autant de conditions nécessaires, mais pas suffisantes, à l'allocation optimale des ressources. Les entrepreneurs ont eux aussi un rôle à jouer. Or, leur nombre est relativement réduit en Belgique.

À cet égard, il appert que la dynamique entrepreneuriale est influencée, outre par le caractère innovant de l'économie, par de nombreux facteurs qui peuvent être regroupés en cinq catégories de déterminants : le cadre réglementaire, les conditions de marché, l'accès au financement, les compétences entrepreneuriales et, enfin, la culture d'entreprendre. Une récente étude⁽¹⁾ positionne la Belgique dans ces cinq catégories, et ce vis-à-vis de l'ensemble des pays de l'UE15. Il ressort ainsi de l'analyse de ces indicateurs que la Belgique a affiché le niveau de culture d'entreprendre le moins élevé de l'UE15 entre 2009 et 2015.

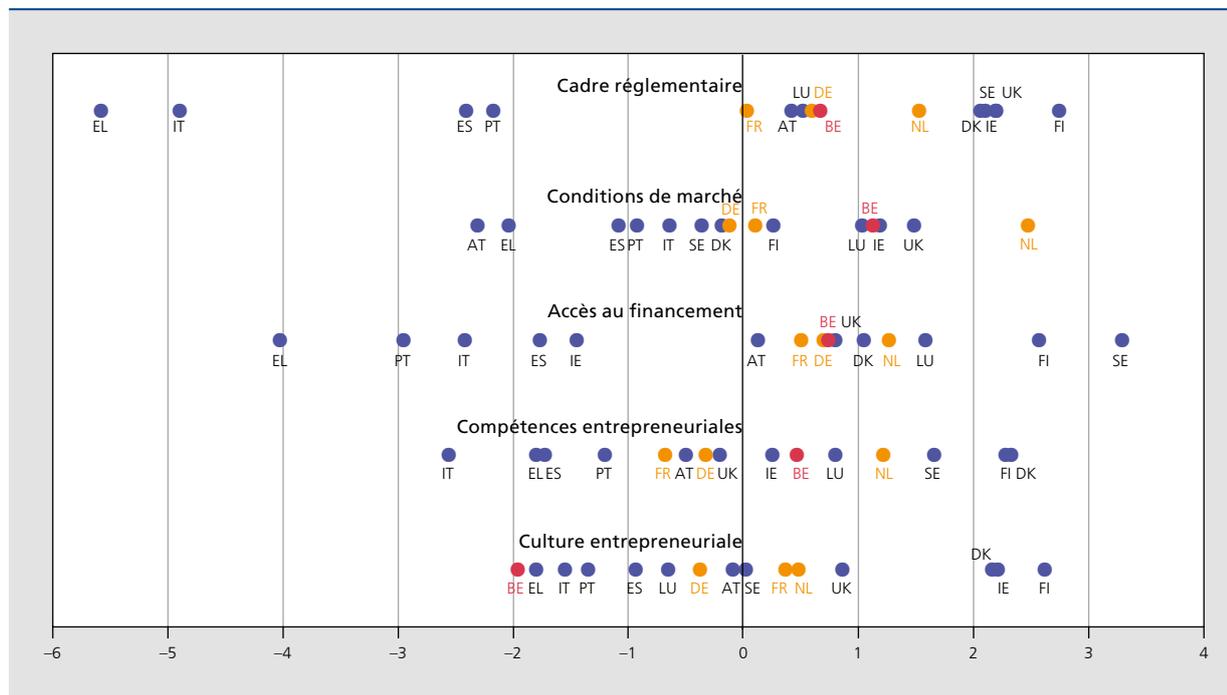
Pour ce qui est des quatre autres déterminants, la Belgique se situe au-dessus de la moyenne européenne. C'est dans la catégorie « conditions de marché » que la situation relative de la Belgique est la meilleure : elle s'y classe quatrième sur 15, après les Pays-Bas, le Royaume-Uni et l'Irlande. S'agissant du cadre réglementaire, de l'accès au financement et des compétences entrepreneuriales, la Belgique fait légèrement mieux que la moyenne.

Des marges d'amélioration existent pour chacun des déterminants. Au cours des années 2015 et 2016, les pouvoirs publics ont adopté une série de mesures favorables à la dynamique entrepreneuriale, comme l'instauration d'un

(1) Cf. De Mulder J. et H. Godefroid (2016), « Comment stimuler l'entrepreneuriat en Belgique? », BNB, *Revue économique*, septembre, 69-87.

GRAPHIQUE 82 LA CULTURE D'ENTREPRENDRE LA PLUS FAIBLE D'EUROPE ENTRE 2009 ET 2015

(position de la Belgique et des pays de l'UE15 dans les cinq catégories de déterminants de l'entrepreneuriat, une valeur plus élevée indiquant une situation plus propice au développement de l'activité économique; moyennes 2009-2015; moyenne de l'UE15 = 0)



Sources : Banque mondiale, BCE, CE, FMI, GEM, IMD, OCDE, WEF, calculs BNB.

« tax shelter » destiné aux start-up ou l’allègement de certaines charges administratives dans le cadre du « Plan PME » instauré par le gouvernement fédéral. De plus, des avancées en matière d’harmonisation des statuts de salarié et d’indépendant ont été réalisées. Les trois régions du pays ont également mis en place diverses stratégies visant à stimuler la création d’entreprises, par exemple en favorisant les synergies entre les différents organismes soutenant les personnes qui souhaitent se lancer dans un tel processus.

Néanmoins, au vu d’un tel éventail de facteurs d’influence, ces mesures de stimulation doivent être mises en œuvre à la fois en insistant sur leurs complémentarités et en veillant à la coordination des actions menées par les différents niveaux de pouvoir.

Un déficit de culture d’entreprendre se révélant être le principal obstacle à l’entrepreneuriat en Belgique, il est essentiel d’en promouvoir une vision positive, ce qui contribuera à réduire la crainte de l’échec et la stigmatisation de celui-ci, à encourager la créativité et la prise de risques et à considérer le démarrage d’une activité comme un choix professionnel particulièrement intéressant et utile à la fois pour l’individu et pour la société dans son ensemble. Vivifier la culture d’entreprendre requiert une approche résolument multidisciplinaire, notamment au

niveau des écoles et des médias. Parmi les initiatives récentes, des plans d’action régionaux destinés à familiariser les jeunes avec la dynamique entrepreneuriale dans le cadre de leur parcours scolaire ont aussi été développés. De même, la définition du statut d’« étudiant entrepreneur » constitue une avancée positive.

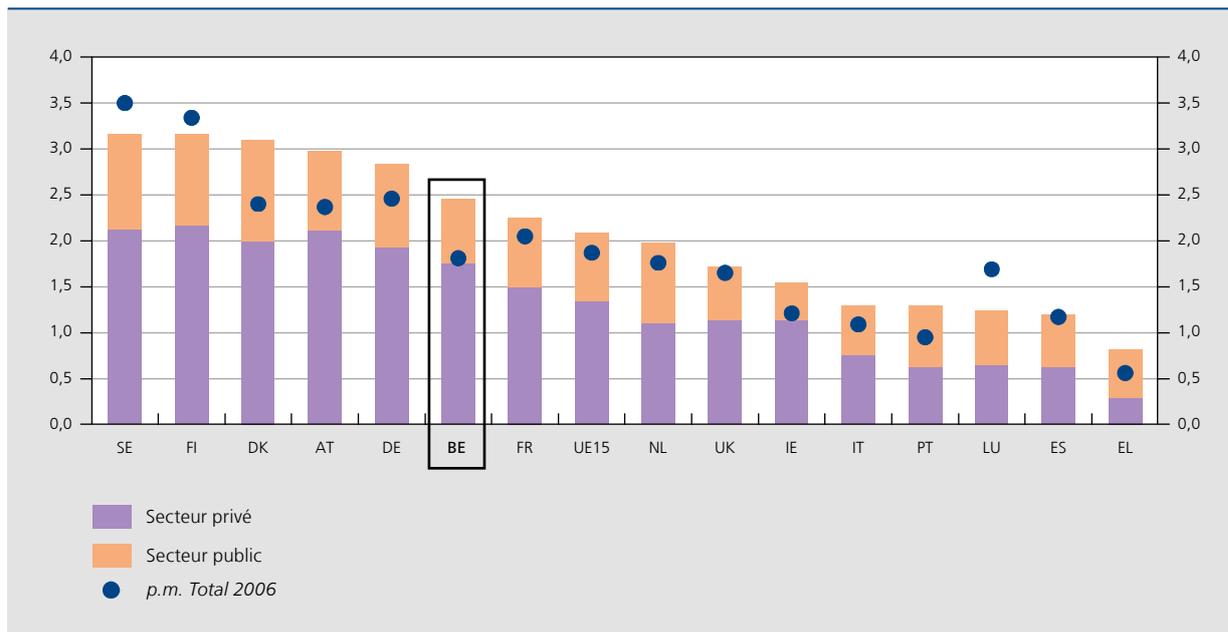
Au-delà des dépenses de R&D, stimuler l’ensemble de l’écosystème d’innovation

Afin d’entretenir et d’amplifier la dynamique positive issue de la création de nouvelles entreprises, plusieurs conditions doivent également être réunies pour en assurer le développement ultérieur par le biais de l’innovation. Celle-ci permet en effet aux nouvelles firmes et, plus largement, aux sociétés établies, de se différencier et de se rapprocher de la frontière technologique.

L’innovation contribue à rendre les processus de production plus efficaces, est susceptible de limiter les coûts de production et améliore la qualité des biens et des services offerts. Elle permet par ailleurs de créer des produits nouveaux et, ainsi, de répondre aux nouvelles demandes provenant de nouveaux marchés. Les investissements en actifs intangibles, et en particulier les dépenses de R&D, sont l’un des principaux moteurs de ce processus.

GRAPHIQUE 83 LES DÉPENSES DE R&D DE LA BELGIQUE SONT SUPÉRIEURES À LA MOYENNE DE L'UE15, ...

(dépenses de R&D en pourcentage du PIB; 2014, sauf mention contraire)



Source: CE.

En Belgique, les dépenses de R&D maintiennent la tendance haussière amorcée il y a plusieurs années, atteignant quelque 2,5 % du PIB en 2014. Les investissements en R&D y sont supérieurs à la moyenne de l'UE15 ainsi qu'à ceux des pays voisins, à l'exception de l'Allemagne. Ils sont toutefois encore inférieurs à l'objectif de 3 % du PIB fixé dans le cadre de la stratégie Europe 2020.

La proportion des dépenses de R&D consenties par le secteur public est par contre plus faible en Belgique (28,5 %) qu'en moyenne dans l'UE15 (35,7 %), de même qu'elle masque une forte hétérogénéité entre les trois régions du pays, la part des investissements publics en R&D étant notamment plus modeste en Région wallonne.

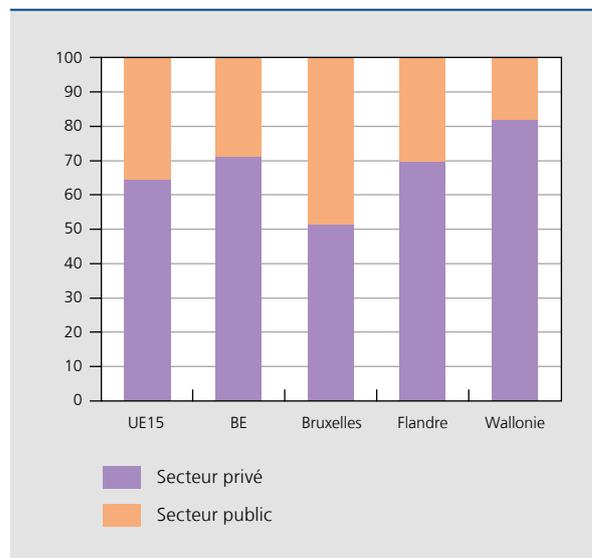
Au-delà de ces deux constats, les performances en matière d'innovation et de R&D des entreprises belges sont relativement hétérogènes. En effet, les dépenses de R&D sont majoritairement le fait de grandes sociétés, parmi lesquelles des filiales de multinationales, et sont concentrées dans deux branches d'activité spécifiques, à savoir la pharmacie et la chimie.

Ces investissements ont été stimulés grâce, entre autres, à l'existence d'un cadre fiscal attractif. Bien que le niveau agrégé de R&D soit encourageant, il convient d'inciter davantage de firmes, en particulier les entreprises purement domestiques, à effectuer des dépenses en la matière et, plus généralement, en actifs intangibles. Plus précisément,

les efforts sur le plan de la R&D doivent être élargis, notamment à destination des PME. Avec une telle concentration des efforts de recherche, la grande majorité des sociétés belges ne bénéficient pas directement des effets positifs

GRAPHIQUE 84 ... MAIS LES DÉPENSES DE R&D DU SECTEUR PUBLIC DEMEURENT RELATIVEMENT FAIBLES ...

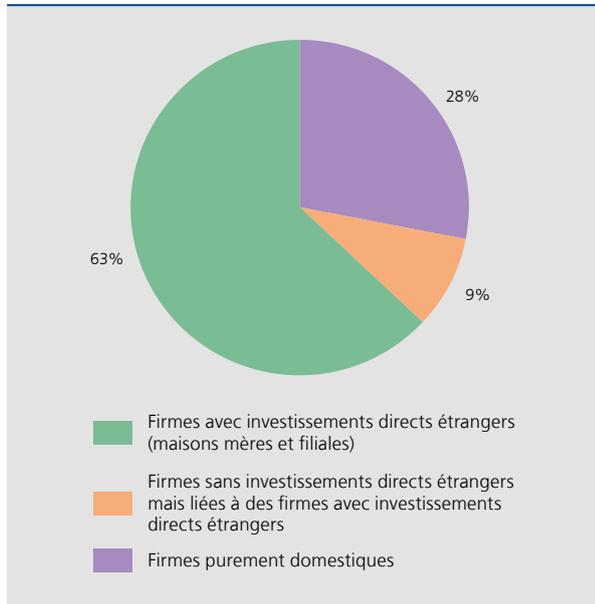
(dépenses de R&D par secteur en pourcentage des dépenses totales, 2013)



Source: CE.

GRAPHIQUE 85 ... ET LES INVESTISSEMENTS EN ACTIFS INTANGIBLES RESTENT PRINCIPALEMENT LE FAIT DES GRANDES ENTREPRISES, SOUVENT MULTINATIONALES

(pourcentages des investissements totaux en actifs intangibles, moyennes 2008-2014)



Source : BNB.

générés par les comportements innovants; elles ne peuvent en bénéficier qu'au travers de leurs relations avec des entreprises qui innovent. Or, cette concentration réduit l'incidence des effets de débordement associés aux innovations.

Bien que les dépenses de R&D soient un élément important, caractériser l'écosystème d'innovation en

se fondant sur ce seul indicateur en procure une vision incomplète. Le Moniteur européen d'innovation publié par la CE évalue annuellement les performances agrégées des États membres en s'appuyant sur un indicateur synthétique recouvrant huit domaines: les ressources humaines, les systèmes de recherche, le financement, les investissements des entreprises, la collaboration, les actifs intellectuels, les innovateurs, ainsi que les effets économiques de l'innovation.

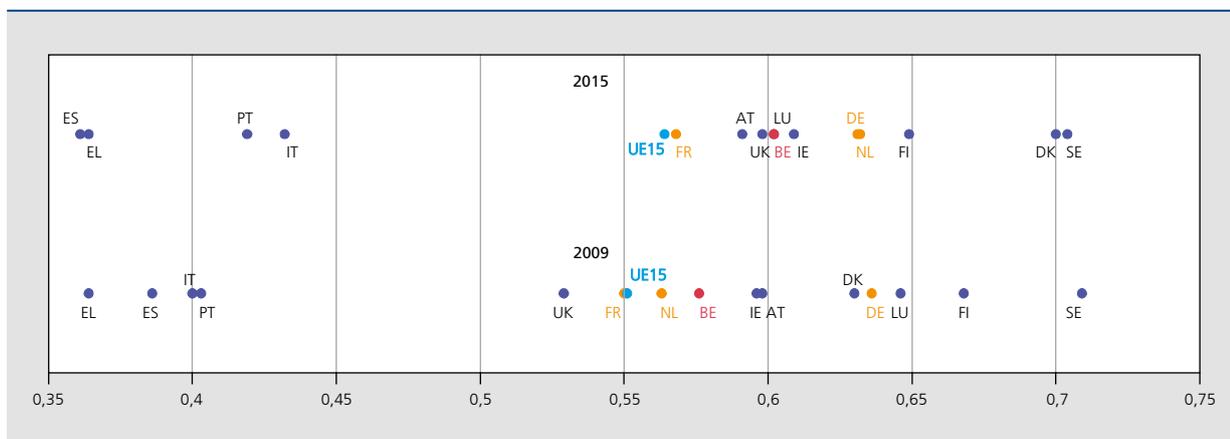
En se basant sur cet indicateur synthétique, il appert que la position de la Belgique s'est globalement renforcée entre 2009 et 2015. L'écosystème d'innovation est relativement plus développé en Belgique qu'en moyenne dans l'UE15. En 2015, la Belgique a, selon ce moniteur, été un « strong innovator », bien que ses performances se soient inscrites en deçà de celles des « innovation leaders » que sont la Suède, le Danemark, la Finlande et deux de nos pays voisins (l'Allemagne et les Pays-Bas). Les performances néerlandaises ont dépassé celles de la Belgique entre 2009 et 2015. Par conséquent, il est essentiel de poursuivre et de stimuler la dynamique actuelle d'amélioration de l'écosystème d'innovation belge.

Plusieurs constats peuvent être tirés quant à l'évolution des différentes catégories de déterminants depuis 2009 entre la Belgique, les pays voisins, la moyenne de l'UE et les pays les plus développés sur le plan de l'innovation en 2015.

Depuis 2009, les performances de la Belgique ont progressé dans les catégories suivantes: les ressources humaines, les systèmes de recherche, la collaboration, ainsi que les investissements des entreprises, estimés notamment par les dépenses de R&D du secteur privé.

GRAPHIQUE 86 LES PERFORMANCES EN MATIÈRE D'INNOVATION DE LA BELGIQUE SONT SUPÉRIEURES À CELLES DE L'UE15

(indice d'innovation, échelle allant de 0 = peu innovant à 1 = fortement innovant)



Source : CE (European Innovation Scoreboard dataset).

Bien que les effets économiques de l'innovation se soient également légèrement amplifiés, la Belgique enregistre un faible niveau dans cette catégorie par rapport aux autres déterminants. Or, il est essentiel de transformer les comportements innovants en produits et processus nouveaux afin que l'économie dans son ensemble puisse en tirer profit.

Le financement, mesuré entre autres par la part de R&D du secteur public, est le déterminant qui a accusé le plus vif repli en Belgique entre 2009 et 2015. Les catégories « actifs intellectuels », mesurant une série d'aspects liés au développement de brevets, et « innovateurs », qui estime la proportion des entreprises introduisant des innovations de produits, de processus, de marketing ou d'organisation, ont également évolué défavorablement.

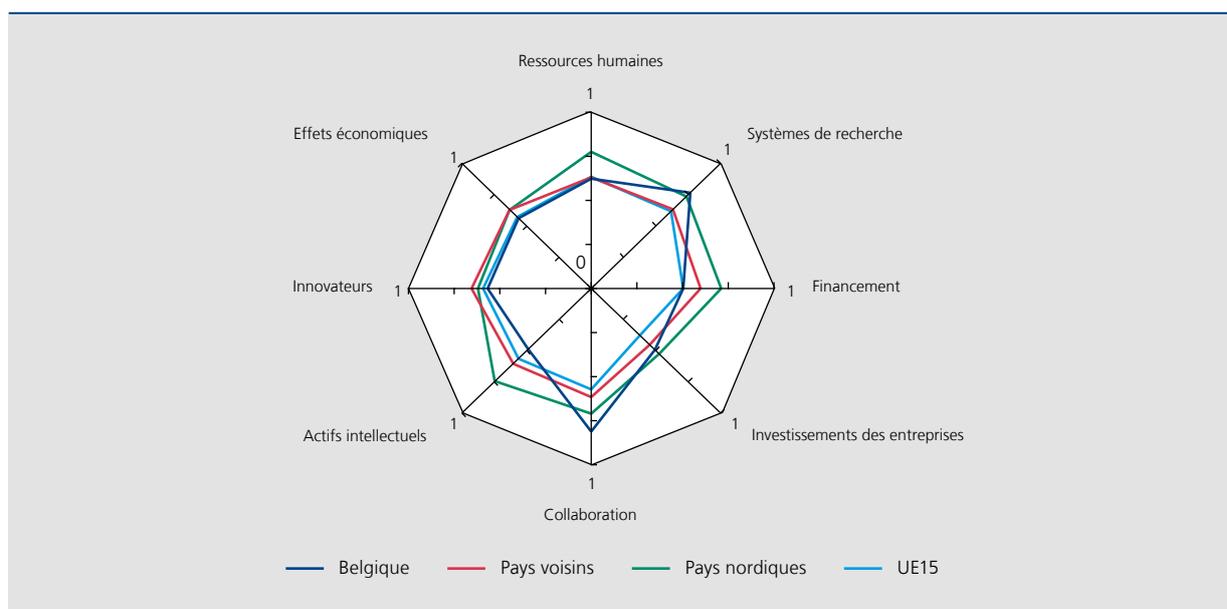
Selon ce moniteur européen, on peut globalement mettre en avant les atouts de la Belgique en matière d'innovation. Pour ce qui est des ressources en capital humain, des systèmes de recherche, mais aussi de la collaboration, la Belgique affiche des performances supérieures aux moyennes de l'UE15 et des pays voisins. Cette dernière dimension mesure, entre autres, la collaboration entre les PME innovantes ainsi que les partenariats public-privé en matière de recherche. À l'opposé, c'est au niveau des effets économiques de l'innovation, des brevets et du financement que les marges d'amélioration sont les plus amples.

Les trois régions du pays sont également toutes considérées, au même titre que la Belgique, comme des « strong innovators ». Bien que l'ensemble des données ne soient pas disponibles pour tous les déterminants de l'innovation, des dynamiques différentes sont toutefois observées.

Plus précisément, les performances globales de la Région de Bruxelles-Capitale ont diminué de 11 % entre 2013 et 2015. Le moniteur constate néanmoins que cette région enregistre de bons résultats en termes de collaboration entre les PME, de capital humain et d'exportations de produits de moyenne et de haute technologies. Des progrès peuvent néanmoins être enregistrés concernant les dépenses de R&D, tant du secteur public que du secteur privé. En Wallonie, les performances agrégées en matière d'innovation ont aussi reculé de 11 % sur la même période. Les dépenses privées de R&D et les exportations de biens de moyenne et de haute qualités sont relativement supérieures à la moyenne de l'UE, tandis que les innovations organisationnelles et en marketing sont plutôt moins développées, tout comme les dépenses publiques de R&D. Par contre, comparativement à ses performances de 2013, la Flandre maintient quant à elle sa position. En particulier, l'innovation en termes de produits et de processus y est bien présente, tout comme la collaboration entre les PME. Toutefois, comme en Wallonie, les dépenses publiques de R&D pourraient être plus importantes, de même que les innovations sur les plans du marketing et de l'organisation.

GRAPHIQUE 87 DÉTERMINANTS DE L'INNOVATION

(échelle allant de 0 = peu favorable à 1 = très favorable au développement de l'innovation, 2015)



Source : CE (European Innovation Scoreboard dataset).

Au final, bien que les dépenses de R&D et l'indicateur synthétique soient tous deux plus élevés en Belgique qu'en moyenne dans l'UE15, il n'en demeure pas moins que des avancées en matière d'innovation sont encore possibles. À cet égard, hormis certains aspects fiscaux, la majorité des compétences ont été régionalisées. Il convient dès lors que les différentes régions du pays adoptent de nouvelles mesures encourageant les dépenses de R&D et l'amélioration de la diffusion de l'innovation dans l'ensemble de l'économie. Innovante, celle-ci sera en effet plus apte à capter les bénéfices des mutations, de même qu'elle sera mieux armée pour permettre l'insertion du plus grand nombre sur le marché du travail.

Saisir les opportunités de croissance sur les marchés extérieurs

La globalisation ne doit pas être considérée que comme une menace; elle constitue également une opportunité. La Belgique étant une petite économie ouverte, un important levier d'ajustement et d'essor de l'économie du pays consiste à tirer davantage profit du plus grand dynamisme de certains marchés extérieurs, et notamment de celui des pays émergents.

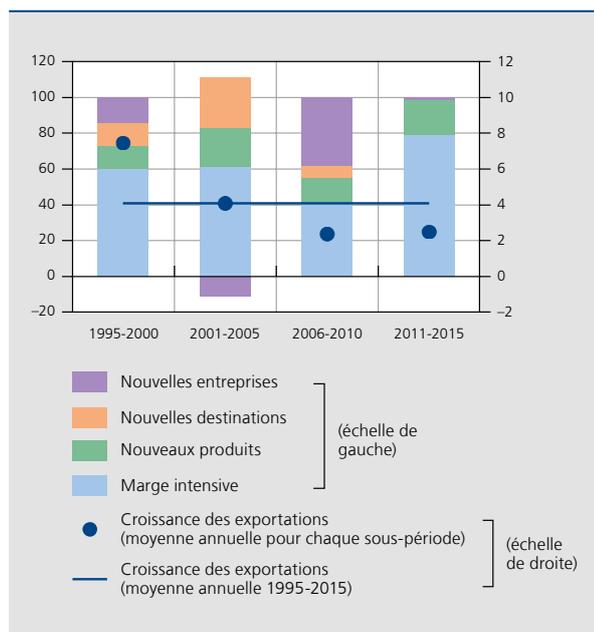
Le développement de ces marchés représente en effet une opportunité pour les entreprises exportatrices belges, qu'elles desservent directement ces nouveaux marchés ou qu'elles en bénéficient indirectement au travers de leur intégration au sein des chaînes globales de valeur. Pour les entreprises exportatrices belges, la globalisation constitue donc une opportunité de croissance qui est à la fois extensive, en pénétrant de nouveaux marchés, et intensive, en augmentant les exportations à destination de leurs marchés traditionnels.

L'analyse de données microéconomiques permet de ventiler la progression des exportations entre ces différentes marges, et ce en distinguant trois sources de croissance extensive, à savoir l'apparition de nouveaux exportateurs, la pénétration de nouvelles destinations et l'introduction de nouveaux produits sur des marchés existants.

La marge intensive est prépondérante dans l'évolution des exportations belges depuis 1995. Entre 1995 et 2015, elle a concouru à hauteur de 60 % à la progression des exportations. Ce pourcentage a même grimpé à presque 80 % ces dernières années. Ainsi, ce sont donc principalement les exportations de produits déjà commercialisés sur les marchés étrangers qui ont représenté l'essentiel de la croissance de nos exportations. S'agissant des marges extensives, ce sont les parts des nouveaux produits qui, entre 2011 et 2015, en ont constitué la majorité. Durant cette même période, la contribution des entreprises qui se lancent dans des activités d'exportation a été à peine positive.

GRAPHIQUE 88 LES MARGES INTENSIVES CONTRIBUENT MAJORITAIREMENT AUX EXPORTATIONS DE LA BELGIQUE

(croissance des exportations et contribution des marges intensive et extensives – biens en valeur; contribution cumulée à la croissance, sauf mention contraire)



Sources: ICN, BNB.

6.3 Faciliter et accélérer les transitions vers l'emploi, pour un marché du travail plus inclusif

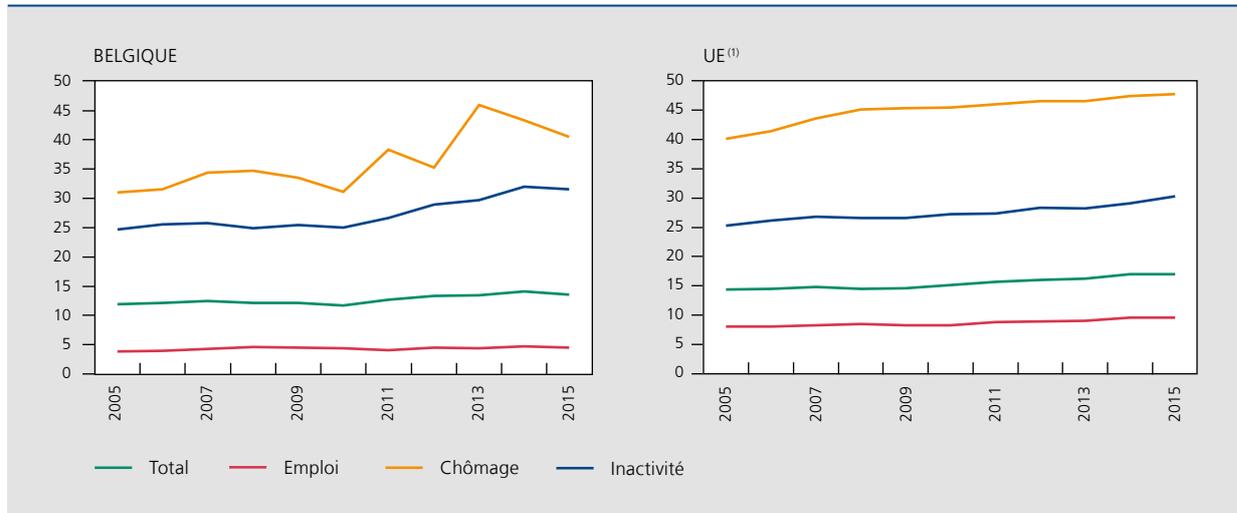
En Belgique, l'insécurité d'emploi, les inégalités salariales et le risque de pauvreté sont limités pour les travailleurs, ...

La distribution des risques de pauvreté témoigne de l'importance d'une intégration durable sur le marché du travail, assortie d'emplois de qualité et de rémunérations suffisantes.

En Belgique, le risque de pauvreté – définie comme le fait d'avoir un revenu inférieur au seuil de pauvreté – est très faible pour les personnes en emploi. En 2015, la proportion de travailleurs pauvres était de 4,5 %. Dans l'UE, seule la Finlande affichait un pourcentage plus faible encore, à 3,5 %. La menace de pauvreté

GRAPHIQUE 89 EN BELGIQUE, LE RISQUE DE PAUVRETÉ EST NETTEMENT MOINDRE POUR LES TRAVAILLEURS

(pourcentages de la population âgée de 18 à 64 ans)



Source : CE.

(1) À l'exclusion de la Croatie.

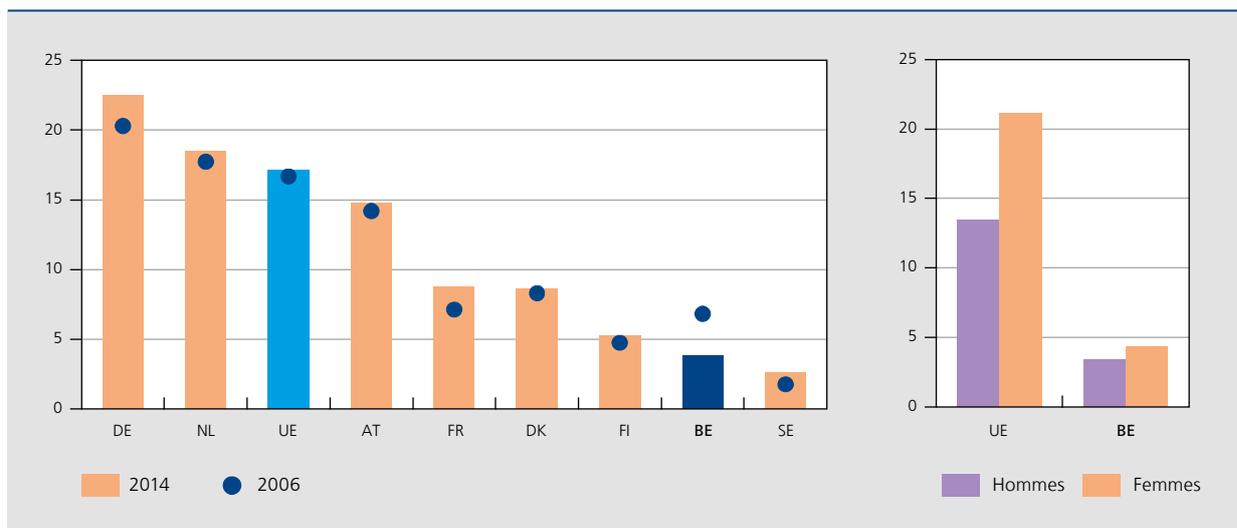
est nettement plus sensible pour les personnes à la recherche d'un emploi (40,4 %) ou inactives (31,5 %). Cet indicateur est resté relativement stable en Belgique ces dix dernières années, en dépit de la grande récession. Seul le risque encouru par les chômeurs a augmenté à partir du début de la décennie, en raison, notamment, de la crise, du renforcement du suivi du

comportement de recherche d'emploi et des réformes de l'assurance-chômage.

Parmi les éléments généralement pris en considération pour apprécier la qualité d'un emploi figurent non seulement le salaire reçu, mais également la perception du niveau de rémunération des autres travailleurs. Sur ce plan,

GRAPHIQUE 90 LA PART DES TRAVAILLEURS À BAS SALAIRE EST L'UNE DES PLUS FAIBLES DE L'UE

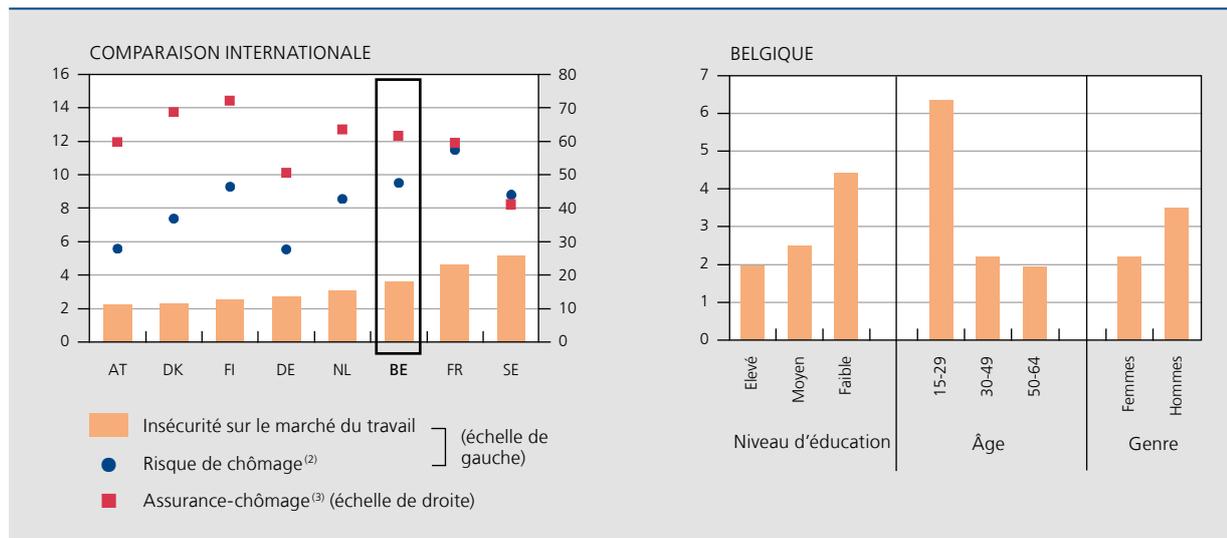
(pourcentages de salariés dont le salaire est inférieur aux deux tiers du salaire horaire national brut médian, 2014)



Source : CE.

GRAPHIQUE 91 EN BELGIQUE, L'INSÉCURITÉ SUR LE MARCHÉ DU TRAVAIL⁽¹⁾ EST FAIBLE ET DÉCROÎT AVEC LE NIVEAU D'ÉDUCATION ET L'ÂGE

(pourcentages, 2013)



Source : OCDE.

(1) Définie en termes de perte de revenus attendue en raison du chômage. Cette perte dépend du risque de chômage et de la générosité de l'assurance-chômage.

(2) Défini en termes de risque de perte d'emploi et de durée attendue de chômage.

(3) Définie en termes de taux de remplacement et de taux de couverture, soit le pourcentage des DEI ayant droit à des allocations de chômage.

la Belgique est également bien classée, puisqu'elle se caractérise à la fois par une rémunération du travail élevée, avec un salaire horaire médian dans le secteur privé de 17 euros bruts par heure en 2014, et par une dispersion limitée. En effet, la tension salariale, définie comme le ratio entre les rémunérations horaires du neuvième et du premier déciles, s'établissait à 2,4 en 2014, soit un rapport similaire à celui observé dans les pays nordiques et légèrement en deçà de celui des pays voisins.

En Belgique, la part des travailleurs à bas salaire, c'est-à-dire ceux dont la rémunération est inférieure aux deux tiers du salaire horaire national brut médian, est d'ailleurs l'une des plus faibles d'Europe, à moins de 4 %. Au sein de ce groupe, les hommes et les femmes y sont représentés dans des proportions quasi similaires, alors que, en moyenne dans l'UE, un écart important se marque en défaveur des femmes. La forte diminution enregistrée en Belgique entre 2006 et 2014 résulte de l'abolition de la dégressivité du salaire minimum pour les travailleurs de moins de 21 ans, qui sont surreprésentés au sein du groupe des travailleurs à bas salaire. En 2016, le gouvernement a envisagé de rétablir cette dégressivité.

De plus, l'insécurité sur le marché du travail, que l'OCDE estime en combinant le risque de chômage, la durée attendue du chômage et le taux de remplacement des allocations de chômage par rapport au salaire antérieur, est tenue en Belgique, à 3,6 %. Ce résultat s'explique

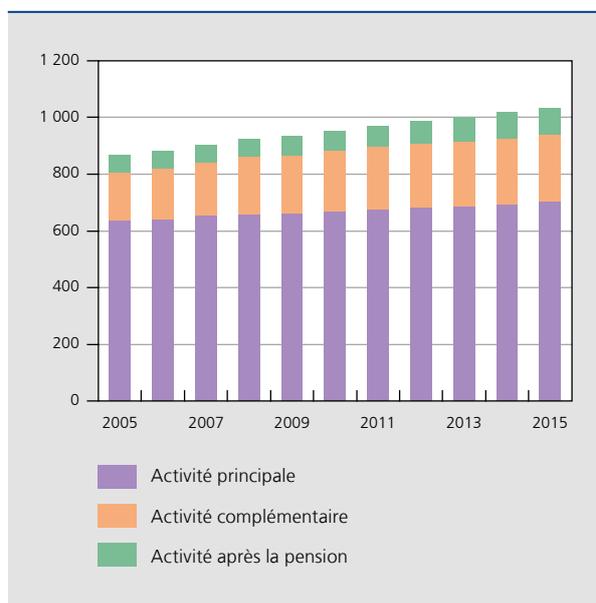
notamment par les pertes de revenus relativement réduites en cas de chômage, sauf pour les plus qualifiés. L'insécurité d'emploi est néanmoins nettement plus grande pour les jeunes, les hommes et les peu qualifiés. L'éducation permet donc de s'insérer plus aisément, mais aussi plus durablement, sur le marché du travail.

... mais le besoin croissant de flexibilité vient modifier l'organisation et le fonctionnement traditionnels du marché du travail

L'organisation du travail semble cependant évoluer vers une plus grande flexibilité, notamment en raison du développement des nouvelles technologies. La crise économique et les difficultés qui en découlent pour s'insérer sur le marché du travail traditionnel, de même que les réformes de l'assurance-chômage, contribuent également à cette flexibilisation accrue. Dans le chef des travailleurs, elle est entre autres soutenue par l'autorisation de cumuler revenu et pension, ainsi que par les facilités offertes par le statut d'indépendant à titre complémentaire. Le besoin qu'éprouvent les travailleurs d'équilibrer leurs vies professionnelle et privée participe également à ces évolutions, tout comme la féminisation du marché du travail. En effet, les femmes sont plus fréquemment occupées à temps partiel. Si le salariat classique, défini comme un contrat à durée indéterminée à temps plein, demeure la forme d'emploi la plus répandue, de nouvelles formules de travail tendent à se

GRAPHIQUE 92 SUCCÈS GRANDISSANT DU STATUT D'INDÉPENDANT

(milliers de personnes)



Source : INASTI.

multiplier. Pour un même individu, celles-ci se succèdent, voire se juxtaposent, tout au long de sa carrière. De plus en plus de personnes cumulent ainsi plusieurs activités, éventuellement sous différents statuts : travailleur salarié sous contrat temporaire, intérimaire, à temps plein ou à temps partiel, étudiant, étudiant-entrepreneur, ou encore indépendant à titre principal ou complémentaire.

Selon les données de l'INASTI, entre 2005 et 2015, le nombre d'indépendants à titre principal a ainsi augmenté de 11 %, tandis que celui des personnes exerçant une activité indépendante à titre complémentaire a crû de 39 % et celui des actifs après la pension de 55 %.

Pour certains travailleurs qui peinent à trouver un emploi salarié, notamment les jeunes et les personnes d'origine étrangère, ces statuts offrent un accès au marché du travail. D'autres optent quant à eux pour ces formules en raison du haut degré de flexibilité et d'autonomie qu'elles leur confèrent. Elles induisent toutefois un plus grand risque que le salariat à durée indéterminée. Le statut d'indépendant à titre complémentaire permet de limiter ce risque, ce qui explique certainement son succès.

Si la proportion de contrats temporaires a été relativement stable (en moyenne 8,5 % de l'emploi salarié entre 2000 et 2015), la part relative des contrats à court terme (moins d'un an) s'est élargie, passant de 75 % en 2005 à 82 % en 2015. Celle des contrats à très court terme

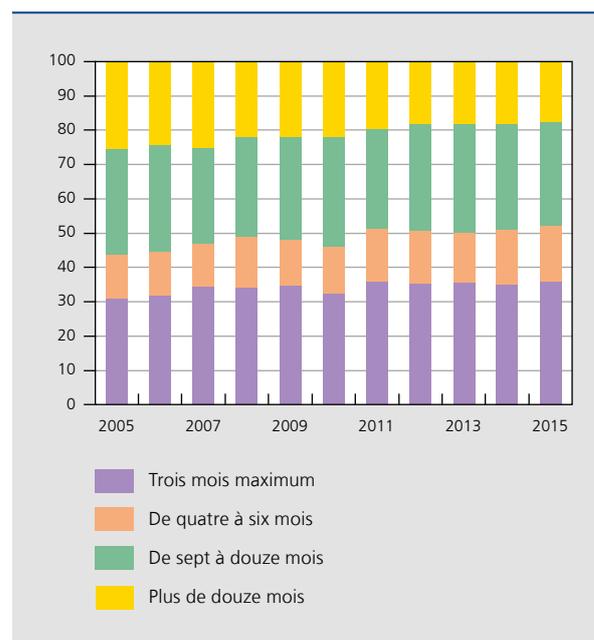
(trois mois ou moins) a quant à elle grimpé de 31 à 36 %. L'emploi temporaire est nettement plus fréquent parmi les jeunes : en 2015, il représentait 37 % de l'emploi salarié des 15-24 ans, contre 9 % pour les 15-64 ans. Ces chiffres corroborent les données relatives à l'insécurité sur le marché du travail, qui est considérablement plus élevée pour les jeunes travailleurs.

Tout comme le statut d'indépendant, ces types de contrats peuvent, pour d'aucuns, constituer un accès plus aisé au marché du travail que le salariat classique, dans le cadre duquel la compétition avec des travailleurs expérimentés est plus rude. La multiplication des contrats de travail temporaires touche néanmoins surtout les peu qualifiés, ce qui complique leur parcours professionnel et réduit leurs droits en matière de protection sociale. Les ménages ayant des revenus modestes ou irréguliers représentent aussi potentiellement un risque plus élevé en matière de crédits. Il existe plusieurs dispositifs publics leur facilitant l'accès au financement, notamment à des fins d'acquisition d'un logement.

Le sentiment de sécurité d'emploi comporte de multiples facettes. Le risque de perdre son emploi, le délai dans lequel il est possible d'en retrouver un et les conditions de travail futures sont autant de facteurs qui doivent être pris en compte. Or, tant au niveau de la stabilité de l'emploi

GRAPHIQUE 93 PROPORTION CROISSANTE DE CONTRATS TEMPORAIRES DE (TRÈS) COURTE DURÉE

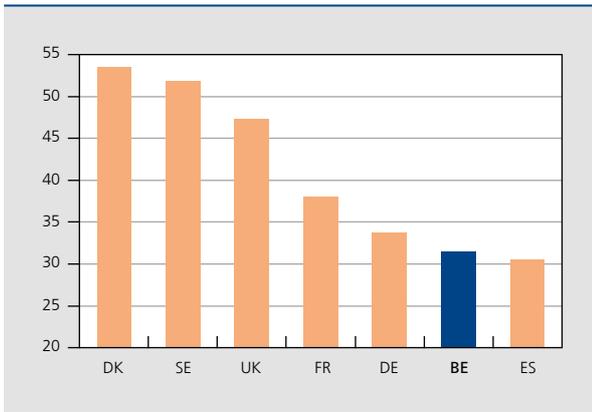
(pourcentages du total des contrats temporaires)



Source : CE.

GRAPHIQUE 94 TRANSITIONS DU CHÔMAGE VERS L'EMPLOI: COMPARAISON INTERNATIONALE ⁽¹⁾

(pourcentages des personnes qui étaient au chômage un an auparavant, 2014)



Source: CE.

(1) Taux de transition estimés pour un homme âgé de 35 à 39 ans, non marié et possédant un niveau d'éducation moyen.

qu'à celui des conditions de travail, la Belgique affiche de bons scores. Par contre, le taux de retour à l'emploi s'y révèle plus faible que dans les autres pays.

Le système d'assurance-chômage belge a la particularité de ne pas être limité dans le temps, sauf si le

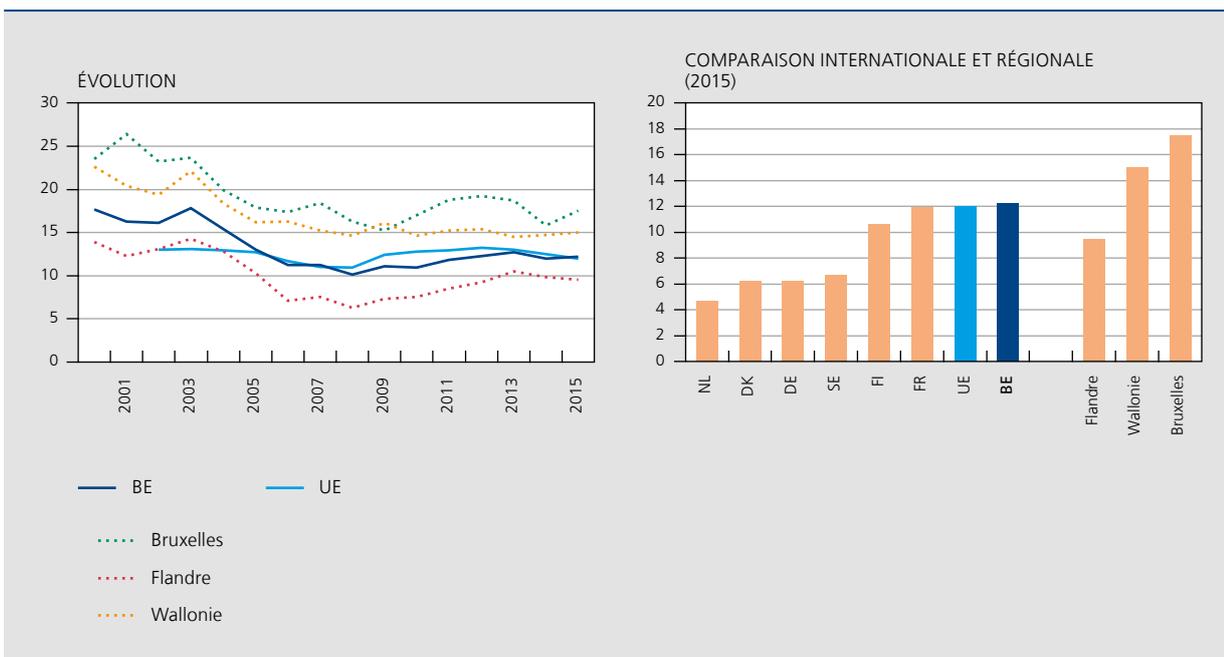
demandeur d'emploi est sanctionné. La proportion de chômeurs de très longue durée (plus de 36 mois) est institutionnellement plus grande en Belgique que dans d'autres pays qui disposent d'un dispositif distinct pour les personnes demeurant sans emploi pendant une longue période. Ces dernières ayant un taux de transition plus faible, cela influe sur la comparaison internationale de manière défavorable pour la Belgique, car les données harmonisées ne permettent pas de tenir compte de la durée déjà passée au chômage. Il convient néanmoins de faciliter ces transitions vers l'emploi, en agissant sur les différents leviers que sont les formations initiale et continue, l'accompagnement des demandeurs d'emploi et la création d'opportunités pour eux grâce aux nouveaux postes ouverts par les entreprises, ce qui va de pair avec une croissance durable de l'économie.

La formation initiale, clé de l'insertion professionnelle des jeunes

Pour les jeunes ne disposant pas d'une expérience professionnelle préalable, l'insertion sur le marché du travail dépend principalement de leur niveau de formation initiale. En Belgique, 12 % des 15-24 ans ne travaillent pas et ne participent ni à l'éducation ni à la formation. Cette proportion est supérieure à celles enregistrées dans les

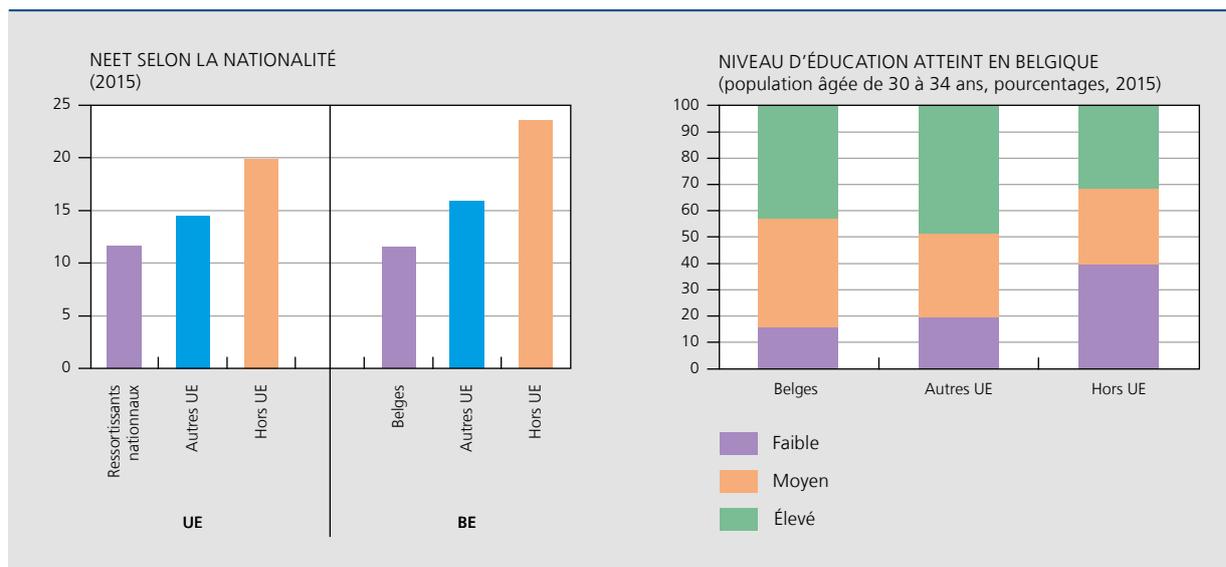
GRAPHIQUE 95 EN BELGIQUE, 12% DES JEUNES SONT SANS EMPLOI ET NE PARTICIPENT NI À L'ÉDUCATION NI À LA FORMATION (NEET ⁽¹⁾)

(pourcentages de la population âgée de 15 à 24 ans)



Source: CE.

(1) Not in Education, Employment or Training.



Source: CE.

pays voisins. Ce sont les Pays-Bas, le Danemark, l'Allemagne et la Suède qui affichent les meilleures performances, leurs taux y étant inférieurs de moitié. De fortes disparités sont observées entre les régions. La Flandre, où ce taux est inférieur à 10 %, fait mieux que les deux autres régions (15 % en Wallonie et 17,5 % à Bruxelles). Alors que de nets progrès avaient été enregistrés entre 2000 et 2008, ceux-ci se sont ensuite partiellement étioilés. Ces jeunes ne possèdent pas un bagage suffisant pour s'intégrer durablement sur le marché du travail. Ils rencontrent plus de difficultés en période de ralentissement conjoncturel, lorsqu'ils sont, plus encore qu'en temps normal, confrontés à la concurrence d'autres jeunes mieux formés ou de travailleurs expérimentés. Cette situation génère un coût individuel et social élevé, à court et, surtout, à plus long termes, compte tenu de l'allongement des carrières.

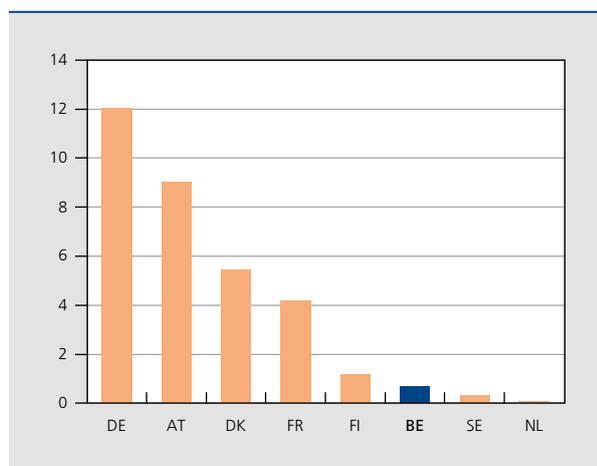
Parmi ces jeunes présentant un risque d'exclusion du marché du travail, certains groupes sont surreprésentés, en particulier les étrangers non européens. Ce phénomène n'est certes pas propre à la Belgique, mais il est néanmoins très marqué dans notre pays. Les jeunes étrangers à l'UE ont moins fréquemment été préscolarisés, leurs résultats scolaires sont moins bons par la suite, et leur niveau de formation est en moyenne inférieur à celui des Belges, quand bien même ils sont nés sur le territoire national. Ces différences sont notamment induites par les barrières linguistiques et culturelles et par le manque de formation des enseignants pour faire face à des publics de plus en plus diversifiés.

Globalement, le système éducatif belge tend à reproduire les inégalités socio-économiques. Malgré les faibles coûts d'inscription et l'existence de bourses d'études pour les familles à bas revenus, on observe une segmentation parmi les établissements scolaires. Les écoles les plus défavorisées manquent de moyens pour attirer et conserver des professeurs expérimentés. De plus, l'orientation des élèves vers des établissements d'enseignement général, technique ou professionnel s'effectue de manière précoce. Pour relever ces défis, les communautés ont récemment entrepris de stimuler la participation à l'enseignement préscolaire, surtout pour les groupes sous-représentés, de renforcer la mixité sociale et culturelle dans les écoles, de retarder et de mieux accompagner les choix d'orientation, ainsi que de limiter les redoublements.

L'enseignement de type professionnel ou technique est aussi de plus en plus mis en valeur et soutenu par les pouvoirs publics et les entreprises. Ces formations moins longues permettent une insertion rapide sur le marché du travail. Ces cursus sont en outre mieux à même de capter les besoins en constante évolution des entreprises. La formation en alternance offre ainsi potentiellement d'importants débouchés. Elle tend par ailleurs à être généralisée à l'ensemble des secteurs et des niveaux d'études. Actuellement, l'apprentissage reste pourtant une formule peu développée en Belgique, comparativement à certains pays comme l'Allemagne, l'Autriche ou le Danemark, où il rencontre un franc succès. En Belgique, ces études à vocation professionnelle constituent encore souvent un second choix.

GRAPHIQUE 97 L'APPRENTISSAGE EST PEU DÉVELOPPÉ EN BELGIQUE

(pourcentages de la population âgée de 15 à 29 ans, 2014)



Source : CE.

Dans le même temps, de plus en plus de jeunes poursuivent des études supérieures. En 2015, près de 43 % de la population âgée de 30 à 34 ans étaient titulaires d'un diplôme de l'enseignement supérieur, soit 8 points de pourcentage de plus qu'en 2000. Parmi les nouvelles générations, les femmes sont désormais plus nombreuses que les hommes à posséder un tel diplôme : on compte trois femmes diplômées pour deux hommes. Elles ont ainsi de meilleures perspectives de carrière. Des systèmes de garde d'enfants et de services aux personnes disponibles en suffisance et accessibles

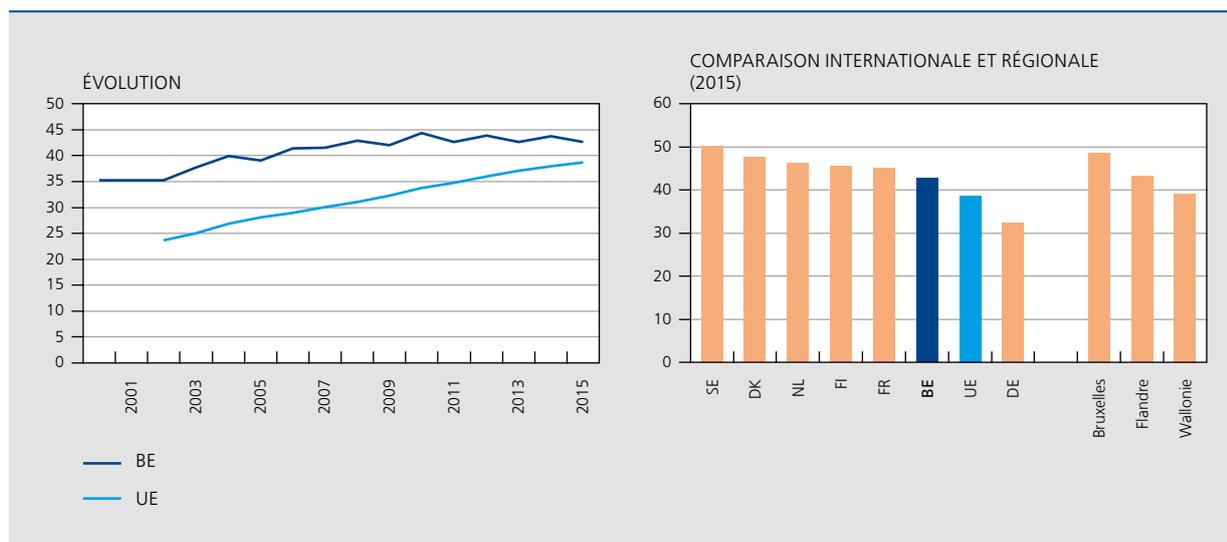
financièrement contribuent eux aussi à une répartition équilibrée des perspectives d'emploi selon le genre.

Parmi les diplômés du supérieur, les proportions de ceux qui ont opté pour les filières scientifiques et d'ingénierie sont en revanche plus réduites en Belgique qu'en moyenne dans l'UE. Il s'agit pourtant d'orientations rémunératrices auxquelles correspondent quantité de métiers dits critiques. S'inscrivant en contradiction avec les besoins de l'économie et la nécessité de stimuler le potentiel d'innovation de nos entreprises, le pourcentage de diplômés de ces filières a reculé entre 2005 et 2015. Cette inadéquation entre les filières dans lesquelles s'engagent les étudiants et les besoins du marché pourrait ne pas être étrangère à la diminution du taux d'emploi des travailleurs hautement qualifiés entre 2000 et 2015, de 84,4 à 81,8 %. Il ne suffit plus aujourd'hui de posséder un diplôme pour s'assurer un emploi : les choix d'orientation sont eux aussi déterminants.

À cet égard, les choix continuent de varier selon le genre. Les femmes sont surreprésentées dans les branches de l'éducation et de la santé, mais sous-représentées dans celles de l'ingénierie et des sciences. Ces choix se reflètent aussi dans le profil des rémunérations et expliquent en partie l'écart salarial entre les hommes et les femmes. À 6,6 % en Belgique en 2014, la différence de salaire horaire brut figurait parmi les plus faibles de l'UE. L'accès aux postes de direction reste moins aisé pour les femmes, tant dans les entreprises privées que dans le secteur public.

GRAPHIQUE 98 LA BELGIQUE COMPTE DE PLUS EN PLUS DE JEUNES DIPLÔMÉS DE L'ENSEIGNEMENT SUPÉRIEUR

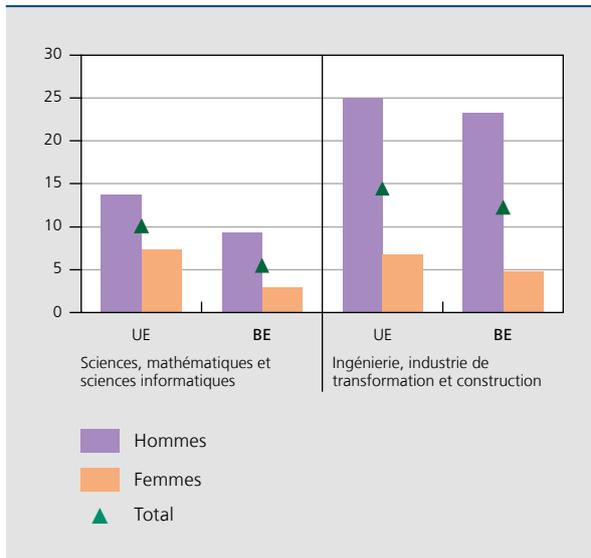
(pourcentages de la population âgée de 30 à 34 ans)



Source : CE.

GRAPHIQUE 99 TROP PEU D'ÉTUDIANTS OPTENT POUR LES FILIÈRES SCIENTIFIQUES ET D'INGÉNIERIE

(pourcentages de diplômés du supérieur selon l'orientation du programme et le genre par rapport au nombre total de diplômés, 2014)



Source: CE.

Des transitions du chômage vers l'emploi plus aisées grâce à des politiques actives et à une assurance-chômage efficace

La question de la formation ne concerne pas que les jeunes. Dans le contexte de l'allongement des carrières et des mutations technologiques, les travailleurs doivent

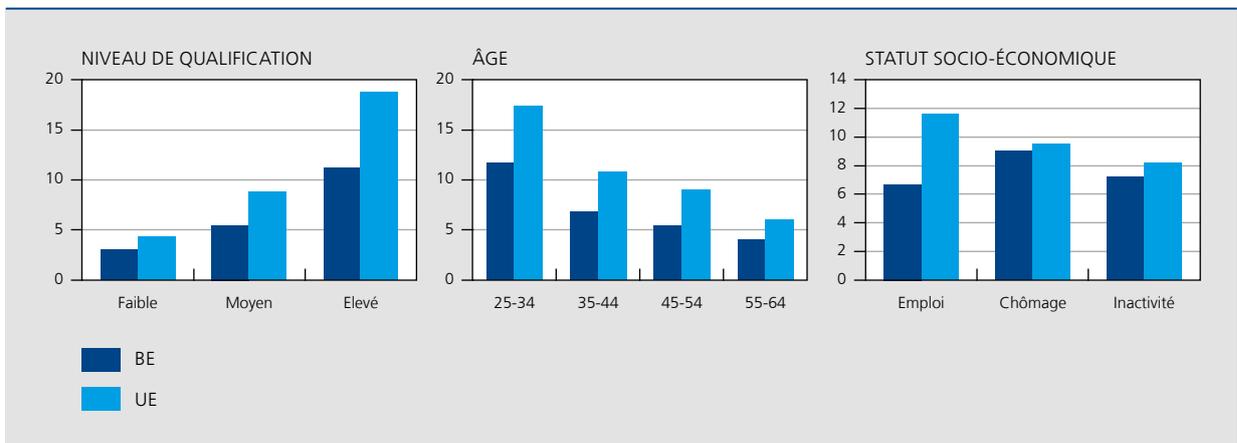
pouvoir acquérir des compétences leur permettant d'envisager une reconversion dans d'autres fonctions ou secteurs d'activité, et ce tout au long de leur carrière. La formation continue représente un outil indispensable à cet égard. Pourtant, en 2015, à peine 7% des travailleurs âgés de 25 à 64 ans avaient suivi une formation. La Belgique se situe ainsi loin du Danemark et de la Suède, où cette proportion atteint près du tiers des travailleurs, mais aussi bien en deçà de la moyenne de l'UE.

Certains groupes affichent des taux peu élevés de participation à des formations, notamment les travailleurs peu qualifiés et ceux âgés de 55 ans et plus. Par contre, le taux de participation à des formations des demandeurs d'emploi en Belgique est proche de la moyenne européenne. Cela reflète l'ampleur des politiques de formation mises en œuvre par les services publics de l'emploi (SPE).

Outre celle du niveau de formation, les analyses du taux de transition du chômage vers l'emploi soulignent aussi l'importance de la conjoncture, de l'âge et de la durée déjà passée au chômage. Plus cette dernière est longue, plus le taux de retour à l'emploi diminue. De manière générale, cette dépendance négative vis-à-vis de la durée s'explique soit par la dépréciation progressive du capital humain des personnes hors emploi, soit par un effet de découragement menant à une recherche moins active. Elle peut aussi être le résultat d'un processus de sélection dans le temps: les caractéristiques des personnes restant au chômage plus longtemps seraient en moyenne moins favorables en termes d'employabilité que celles des personnes qui sont rapidement retournées à l'emploi. Ces explications

GRAPHIQUE 100 LE NIVEAU DE QUALIFICATION, L'ÂGE ET LE STATUT SOCIO-PROFESSIONNEL ONT UNE INCIDENCE SUR LA PARTICIPATION À LA FORMATION CONTINUE

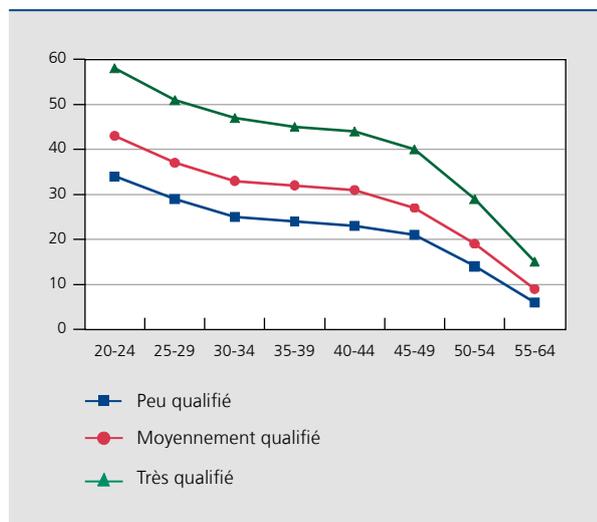
(pourcentages, 25-64 ans, personnes ayant suivi une formation au cours des quatre dernières semaines, 2015)



Source: CE.

GRAPHIQUE 101 LE TAUX DE RETOUR À L'EMPLOI⁽¹⁾ DIMINUE EN FONCTION DE L'ÂGE ET DU NIVEAU DE QUALIFICATION

(pourcentages de chômeurs un an auparavant, 2014)



Source : CE.

(1) Taux de transition estimés selon un modèle multivarié basé sur les données belges, pour un homme non marié.

ne s'excluent pas mutuellement. Le constat d'un retour à l'emploi moins aisé après une longue période de chômage a conduit à prôner une intervention plus précoce dans l'accompagnement des demandeurs d'emploi, tout en maintenant une certaine sélectivité. À cette fin, les SPE peuvent recourir à des modèles de *profiling* pour repérer, sur la base de critères objectifs, ceux qui, parmi les nouveaux inscrits, courent le plus grand risque de s'enliser dans le chômage. Les demandeurs d'emploi les plus vulnérables sont les faiblement qualifiés, les plus âgés et les ressortissants hors UE. Le passé professionnel et l'état de santé sont également des facteurs pris en compte pour assurer une intervention efficace auprès des bénéficiaires.

Maintenir en emploi les travailleurs de 50 ans et plus et relever le taux de retour à l'emploi des chômeurs de cette même tranche d'âge

On observe en Belgique une chute particulièrement marquée de la probabilité de retour à l'emploi des 50-64 ans par rapport à toutes les tranches d'âge inférieures.

Ce gradient par âge s'explique en partie par la corrélation entre l'âge et la durée du chômage : il y a plus de chômeurs de longue durée parmi les plus âgés que parmi les jeunes. Étant donné que les salaires augmentent avec l'expérience, les demandeurs d'emploi plus âgés bénéficient souvent, avant de perdre leur emploi, d'une rémunération supérieure à celle des jeunes. Cela influence

à la hausse leur salaire de réserve, ce qui les conduit à prendre moins d'offres en considération et à allonger leur durée de chômage. Dans tous les systèmes de chômage, le revenu de remplacement est fonction du salaire antérieur. Durant la phase initiale, les plus âgés ont donc droit à des allocations plus élevées. En outre, certains pays ont adopté des règles renforçant encore cette générosité, par exemple au travers d'une allocation complémentaire forfaitaire à partir de 50 ans ou d'une prolongation de la durée d'indemnisation. En Belgique, un tel système a notamment existé sous la forme des « compléments d'ancienneté », qui ont été supprimés le 1^{er} janvier 2015. Ces allocations de chômage plus favorables se traduisent en moyenne par un taux de retour à l'emploi plus faible.

Parallèlement aux paramètres de l'assurance-chômage, d'autres caractéristiques institutionnelles influencent également le taux de retour à l'emploi des plus âgés. Ainsi, il a été courant dans le passé, à l'époque où on enregistrait à la fois une croissance soutenue de la population en âge de travailler et une conjoncture économique médiocre, de favoriser les départs anticipés à la pension, soit en instaurant un dispositif spécifique (telle la « prépension » en Belgique), soit en adaptant des régimes existants (chômage ou assurance-maladie), par exemple en supprimant la condition de recherche d'emploi tout en permettant à ces personnes de percevoir des allocations identiques à celles des chômeurs. Comme rappelé dans le chapitre 2 de cette partie du Rapport, ces mesures ont graduellement été durcies ou abrogées.

Outre les facteurs liés à l'offre de travail, aux institutions et aux politiques favorisant les retraits anticipés, la demande de travailleurs expérimentés est également un facteur déterminant. Recruter un travailleur âgé peut s'avérer onéreux pour une entreprise, notamment en Belgique, où l'ancienneté joue un rôle important dans la progression salariale, même en tenant compte de la productivité. Une partie de l'expérience accumulée au cours de la carrière est de nature spécifique et ne sera pas nécessairement valorisée chez un nouvel employeur. Pour ce dernier, l'horizon de la pension peut lui aussi constituer un frein, la période de rendement de son investissement étant (potentiellement) plus courte qu'avec un travailleur jeune. Enfin, une discrimination à l'embauche basée sur l'âge n'est dans certains cas pas exclue.

Les dispositions prises dans le cadre de la loi « Travail faisable et maniable », présentées à la section 2.3 de cette partie du Rapport, devraient permettre aux travailleurs et aux employeurs d'adapter plus facilement leurs conditions de travail, notamment en prenant en compte la dimension de la carrière.

Enfin, ces différents leviers de renforcement de l'insertion sur le marché du travail doivent être considérés comme complémentaires aux mesures prises en matière de coût

salarial. La réduction du coin fiscal et parafiscal contribue en effet à amplifier les incitants financiers de la demande et de l'offre de travail.

Encadré 7 – Indicateurs complémentaires au PIB pour la Belgique

Le présent encadré résume les principaux résultats des indicateurs complémentaires au PIB, dont la première mise à jour annuelle a été publiée au début de février 2017 par le Bureau fédéral du plan (BFP). Conformément à la loi du 14 mars 2014, cet ensemble d'indicateurs vise à mesurer « la qualité de vie, le développement humain, le progrès social et la durabilité de notre économie ».

Les indicateurs ont été établis selon une approche similaire à celle utilisée dans le cadre de la première publication, parue en 2016. 67 indicateurs ont été retenus, qui informent sur trois dimensions du développement durable : « Ici et maintenant », « Plus tard » et « Ailleurs ». Lorsque cela s'avérait pertinent, ces indicateurs ont été ventilés en fonction du genre, de l'âge, du niveau de revenu ou du niveau d'éducation. Des comparaisons internationales ont été réalisées pour 56 d'entre eux, pour lesquels les données étaient disponibles. Pour des informations détaillées sur les méthodologies mises en œuvre pour sélectionner les thèmes et les indicateurs et pour effectuer les ventilations, les lecteurs intéressés sont invités à consulter le rapport publié par le BFP en février 2016⁽¹⁾.

Tendances des indicateurs

Par leur variété, les indicateurs complémentaires au PIB livrent des informations pertinentes à propos d'une large palette de questions. Ainsi, dans le présent Rapport, ils permettent d'enrichir l'analyse de la position des individus dans la société et sur le marché du travail, mais aussi celle de la dette publique, ou encore celle de la position financière extérieure de l'économie.

Au-delà de leur utilisation spécifique, ces indicateurs permettent également de formuler quelques premières observations générales quant à l'évolution et à la soutenabilité du bien-être, de même qu'au développement de la société. Reprenant les principes exposés dans le rapport du BFP, cette évaluation repose uniquement sur l'évolution des indicateurs, selon qu'ils s'approchent ou s'écartent des objectifs auxquels la plupart d'entre eux sont reliés. Ces objectifs sont définis politiquement, soit au niveau belge, soit aux niveaux européen et mondial.

Cette évaluation doit être interprétée avec prudence, dans la mesure où elle ne dit rien sur le niveau actuel des indicateurs, ni sur leur rythme d'évolution. La pertinence des objectifs par rapport aux connaissances scientifiques n'a pas non plus été testée. En outre, pour environ la moitié des indicateurs, peu de données sont disponibles, en raison d'une fréquence d'observation faible ou d'une disponibilité récente.

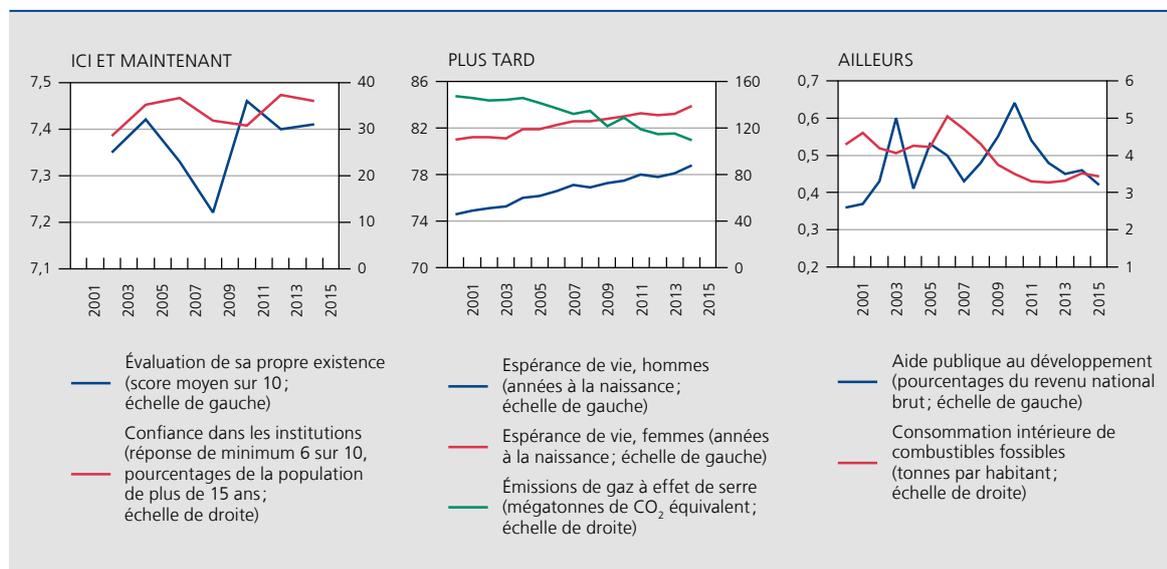
La dimension « Ici et maintenant » regroupe 38 indicateurs qui permettent de répondre aux questions portant sur le bien-être des Belges et sur son évolution. Il ne s'en dégage pas de tendance systématique :

- Le bien-être subjectif est resté stable entre 2002 et 2014.
- La plupart des indicateurs qui ressortissent aux thèmes « Santé » et « Éducation et formation » évoluent favorablement. Seul l'indicateur portant sur le report ou sur l'annulation de soins de santé pour raisons financières se détériore.
- Si les inégalités de revenus ont évolué de manière positive, les autres indicateurs du thème « Niveau de vie et pauvreté » s'éloignent de leurs objectifs.

(1) Cf. <http://www.plan.be/publications/publication-1541-fr-indicateurs+complementaires+au+piib>.



SÉLECTION D'INDICATEURS COMPLÉMENTAIRES AU PIB⁽¹⁾



Source: BFP.

(1) Pour chacune des trois dimensions de l'ensemble des indicateurs complémentaires au PIB, les indicateurs retenus ici ont été choisis de manière à éviter de doubles emplois par rapport aux séries utilisées par ailleurs dans le présent Rapport.

- En ce qui concerne la majorité des indicateurs relatifs aux thèmes « Travail et temps libre » et « Vie en société », les améliorations constatées depuis 1990 ont en partie été annihilées par des évolutions en sens opposé durant ces cinq dernières années.
- Parmi les cinq derniers indicateurs de la dimension « Ici et maintenant », trois (émissions de PM_{2,5}, NO_x et morts sur les routes) progressent en direction de leurs objectifs, tandis que celui relatif à la dépendance énergétique s'en éloigne. L'indicateur se rapportant aux victimes de catastrophes naturelles est trop variable pour qu'on puisse en tirer des conclusions significatives.

La dimension « Plus tard » inclut 35 indicateurs qui portent sur la capacité des Belges et de la société de maintenir, voire d'augmenter, le bien-être à l'avenir. La plupart des indicateurs de cette dimension tendent vers leurs objectifs sur toute la période depuis 1990 comme sur les cinq dernières années. Les exceptions les plus notables sont les suivantes :

- L'espérance de vie en bonne santé a diminué ces cinq dernières années.
- L'évolution a aussi été défavorable pour la proportion des jeunes sans emploi ne participant ni à l'éducation, ni à la formation, pour le stress au travail ainsi que pour la part des diplômés de l'enseignement supérieur.
- Les indicateurs relatifs aux populations d'oiseaux des champs et à la pêche durable (thème « Territoires et écosystèmes »), deux des rares indicateurs de diversité biologique disponibles sur une longue période, s'éloignent de leurs objectifs.
- Dans le thème « Capital économique », l'indicateur de la dette publique s'éloigne de son objectif depuis 2007.
- Dans le thème « Mobilité et transport », s'agissant du transport de marchandises, la part de la route s'éloigne de son objectif depuis 1990, mais elle s'en est néanmoins rapprochée ces cinq dernières années.

La dimension « Ailleurs » rassemble huit indicateurs qui permettent de répondre à la question « Comment le développement de la société en Belgique influence-t-il la capacité des autres pays de se développer et le bien-être de leur population ? »

- Les indicateurs issus des thèmes « Ressources naturelles » et « Climat et énergie » sont liés à des capitaux environnementaux globaux, comme le système climatique et les ressources de matières premières. Ces indicateurs évoluent vers leurs objectifs.
- Mesurée en pourcentage du PIB, l'aide publique au développement a en moyenne été plus élevée durant les années 2000-2010 que dans les années 1990. Elle diminue depuis 2010, et était revenue en 2015 à un niveau inférieur à celui de 1990.

Considérées globalement depuis la crise économique et financière de 2008, les évolutions des indicateurs portant sur des thèmes environnementaux sont en général plus positives que celles des indicateurs se rapportant à des thèmes sociaux. En effet, la grande récession et la longue période de faible croissance qui s'est ensuivie ont exercé une influence défavorable sur de nombreux indicateurs sociaux, tel le risque de pauvreté et d'exclusion sociale, tandis que le ralentissement économique a entraîné un allègement de certaines pressions environnementales.

Comparaison internationale

De manière générale, la comparaison du niveau des indicateurs par rapport à la moyenne européenne ou à celles des pays voisins place la Belgique dans une position favorable pour les indicateurs sociaux, mais défavorable pour les indicateurs environnementaux. Cela tient aux faits que, d'une part, le système de protection sociale est plus développé en Belgique que dans beaucoup d'autres pays européens et, d'autre part, la Belgique est un pays où la pression environnementale est forte, en raison de la densité de population élevée et de la présence d'un secteur industriel centré sur des activités intermédiaires plus polluantes que la moyenne.

Ventilation des indicateurs

27 des 67 indicateurs complémentaires au PIB sont répartis suivant des catégories pertinentes de la population. Les ventilations en fonction du genre montrent que beaucoup des différences entre les hommes et les femmes s'amenuisent, même si certains écarts substantiels perdurent. Les divergences observées selon le niveau de formation persistent, voire s'aggravent. Enfin, comme illustré au début de ce chapitre, la situation des jeunes se détériore, alors que celle des personnes âgées s'améliore.

Les ventilations selon le niveau de revenu portent sur des indicateurs appartenant à quatre thèmes: « Bien-être subjectif », « Niveau de vie et pauvreté », « Santé » et « Vie en société ». Ces répartitions font état d'une situation plus favorable pour les catégories dont les revenus sont les plus élevés:

- Dans le thème « Bien-être subjectif », l'évaluation de sa propre existence fait apparaître que celle-ci a tendance à augmenter avec le revenu. Toutefois, les intervalles de confiance calculés dans ce cadre sont relativement importants, et cette tendance devra être confirmée par d'autres observations.
- Dans le thème « Niveau de vie et pauvreté », les indicateurs de risque de pauvreté et d'exclusion sociale, d'intensité de travail très faible et de privation matérielle sévère révèlent des valeurs très élevées dans le quintile des revenus les plus bas, des valeurs trois à cinq fois plus basses dans le deuxième quintile et des valeurs très faibles ou nulles dans les trois autres quintiles.
- La ventilation par revenu des indicateurs de la « Santé » montre aussi que plus le quintile de revenu est élevé, plus la part des fumeurs, des obèses et des personnes déprimées est faible, et moins il y a de reports ou d'annulations de soins pour raisons financières.
- Dans le thème « Vie en société », la confiance généralisée, le sentiment de sécurité dans les espaces publics et la confiance dans les institutions s'accroissent parallèlement au niveau de revenu. L'indicateur des contacts avec les amis et la famille est par contre stable en fonction du revenu. La répartition de l'indicateur relatif aux victimes



de cambriolage ou d'agression a tendance à augmenter avec le niveau de revenu, même si ce mouvement n'est pas très net.

Pistes pour les travaux futurs

Les indicateurs complémentaires au PIB continueront d'être mis à jour chaque année; ils pourront varier en fonction de l'évolution des connaissances et des débats sociétaux.

Dans les années qui viennent, le BFP poursuivra ses travaux sur les indicateurs complémentaires au PIB en vue d'en mettre au point de nouveaux destinés à compléter l'ensemble actuel, d'en améliorer la convergence avec les indicateurs de développement durable, en particulier dans le contexte du suivi des objectifs de développement durable de l'ONU, et d'approfondir les recherches sur les indicateurs composites. À cet égard, le BFP explore les possibilités d'élaborer des indicateurs composites propres à la Belgique pour chacune des trois principales dimensions du développement durable.

Réglementation et contrôle prudentiels

A. Politique macroprudentielle

Les activités menées par la Banque au titre de son mandat macroprudentiel ont pour objectif de garantir la stabilité financière dans son ensemble. La Banque assume cette responsabilité pour partie en collaboration avec la BCE, à laquelle un certain nombre de compétences en matière de politique macroprudentielle ont été conférées dans le cadre du mécanisme de surveillance unique (MSU).

Au cours de l'année sous revue, la Banque a continué à surveiller les risques liés à l'immobilier résidentiel et à suivre l'adéquation des dispositions politiques prises, et a adopté de nouvelles mesures afin de répondre aux vulnérabilités constatées. La Banque doit également prendre périodiquement un certain nombre de décisions macroprudentielles. Elles consistent à fixer, chaque trimestre, le taux du coussin de fonds propres contracyclique applicable aux expositions de crédit en Belgique et à dresser, chaque année, la liste des banques d'importance systémique nationale. La Banque a par ailleurs contribué à la création en Europe de conditions de concurrence équitables au niveau macroprudentiel au travers d'un cadre prévoyant la reconnaissance de règles macroprudentielles imposées par des autorités étrangères.

Le cadre macroprudentiel reste en pleine évolution. Au cours du troisième trimestre de l'année sous revue, la Commission européenne a publié un document de consultation relatif à la révision du volet macroprudentiel de la réglementation européenne. La Banque plaide à ce sujet en faveur d'une plus grande flexibilité pour les autorités macroprudentielles nationales, prônant plus précisément un élargissement des mécanismes affectés à des fins macroprudentielles et une simplification des procédures d'utilisation de ces instruments. Le document de consultation fait particulièrement référence aux vulnérabilités et aux risques présents dans le secteur non financier ainsi qu'aux nouvelles réglementations permettant de les encadrer. La Banque a poursuivi l'élaboration de son cadre d'analyse en prévision d'un éventuel élargissement de la politique macroprudentielle au domaine non bancaire.

1. Immobilier résidentiel

La progression soutenue des crédits hypothécaires a contribué à la poursuite de la hausse du taux d'endettement des ménages belges, qui a atteint, pour la première fois, un niveau supérieur à la moyenne de la zone euro. Ces évolutions se sont inscrites dans le contexte d'une nouvelle accélération des prix de l'immobilier en 2015 et, dans une moindre mesure, en 2016. La forte croissance de l'endettement hypothécaire reflète notamment la part importante, dans la production récente de crédits hypothécaires, de prêts caractérisés par des niveaux élevés de ratios *loan-to-value*, qui rapporte le montant du crédit hypothécaire à la valeur du bien financé et *debt-service-to-income*, qui rapporte l'apurement mensuel de dette au revenu de l'emprunteur. En outre, la dynamique favorable observée par le passé en matière

de resserrement des conditions d'octroi de crédit semble avoir touché à sa fin en 2015 et 2016. Confrontés à des évolutions moins favorables sur le marché résidentiel belge, les segments plus risqués des portefeuilles de crédits hypothécaires pourraient être une source de pertes sur créances plus élevées que ce que les banques avaient escompté, surtout si la concurrence sur le marché poussait les banques à ne pas tenir suffisamment compte des risques précités lorsqu'elles établissent leurs marges commerciales.

Au cours des dernières années, la Banque a suivi de près les risques liés à ces évolutions générales de marché, plus particulièrement dans les sous-segments plus risqués⁽¹⁾. Dans leurs analyses des risques menaçant la stabilité

(1) Cf. le Rapport macroprudentiel 2016 de la Banque.

financière en Belgique, l'OCDE, le FMI, la BCE et le CERS attirent une nouvelle fois l'attention sur les développements observés dans le marché de l'immobilier résidentiel. Une étude horizontale détaillée menée par le CERS sur les risques liés au marché de l'immobilier résidentiel dans tous les États membres de l'Union européenne a débouché durant l'année sous revue sur un avertissement adressé à huit États membres, dont la Belgique. Se basant sur une analyse des risques à moyen terme, cet avertissement somme les autorités belges d'être attentives à l'exacerbation de vulnérabilités liées à l'octroi de crédits hypothécaires et au taux d'endettement des ménages. Selon les estimations du CERS, les autorités belges ont certes déjà pris des mesures adéquates, mais celles-ci pourraient ne pas suffire à totalement remédier à ces risques.

En 2016, avec l'accord des autorités européennes et conformément à l'article 458 du Règlement sur les exigences de fonds propres (CRR⁽¹⁾) ainsi qu'à l'article 5 du Règlement relatif au mécanisme de surveillance unique (Règlement MSU⁽²⁾), la Banque a prorogé d'un an la mesure macroprudentielle prise en 2013⁽³⁾. Cette mesure, en vigueur jusqu'au 28 mai 2017, prévoit une augmentation forfaitaire – égale à 5 points de pourcentage – des

coefficients de pondération de risque applicables aux emprunts hypothécaires belges pour lesquels les exigences de fonds propres sont calculées au moyen de modèles internes. Elle renforce la résistance du marché et des établissements de crédit vis-à-vis d'éventuelles pertes plus importantes que prévu sur des prêts hypothécaires belges, au cas où certains risques précis se matérialiseraient. L'encadré 8 présente une analyse de l'incidence de la mesure sur la tarification de crédits hypothécaires. Au mois de juin, étant donné que certaines vulnérabilités liées au marché – telles que la part non négligeable des nouveaux emprunts hypothécaires caractérisés par un ratio « *loan-to-value* » élevé – ne s'étaient malgré tout pas résorbées davantage, la Banque a fait publiquement part de son intention de prendre une mesure supplémentaire, visant plus spécifiquement les sous-segments à emprunts risqués. Cette nouvelle mesure macroprudentielle conduirait à la formation d'un coussin supplémentaire de 600 millions d'euros environ constitué de fonds propres de base de catégorie 1 (*common equity Tier 1 capital*, CET 1). La taille de ce coussin serait calculée en appliquant des valeurs minimums pour perte en cas de défaut (*loss given default*, LGD) plus élevées aux emprunts affichant des quotités indexées supérieures à 80 % à l'instant de formation du coussin. Cette mesure vise donc un objectif double : le secteur résistera encore mieux à d'éventuels chocs dans le marché hypothécaire belge et la production d'emprunts à quotité supérieure à 80 % se voit découragée. Si elle est approuvée par les institutions européennes compétentes, cette mesure devrait entrer en vigueur au mois de mai 2017.

(1) Règlement (UE) n° 575/2013 du Parlement européen et du Conseil du 26 juin 2013 concernant les exigences prudentielles applicables aux établissements de crédit et aux entreprises d'investissement et modifiant le règlement (UE) n° 648/2012.

(2) Règlement (UE) n° 1024/2013 du Conseil du 15 octobre 2013 confiant à la Banque centrale européenne des missions spécifiques ayant trait aux politiques en matière de surveillance prudentielle des établissements de crédit.

(3) Cette mesure est initialement entrée en vigueur par le biais d'un règlement de la Banque approuvé par arrêté royal du 8 décembre 2013, puis mise en œuvre en 2014 pour une période de deux ans en vertu de l'article 458 du CRR.

Encadré 8 – Incidence de l'augmentation forfaitaire de la pondération de risque applicable aux emprunts hypothécaires belges

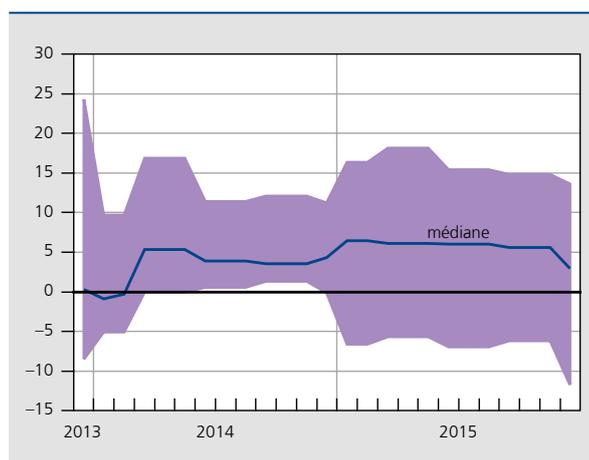
Le présent encadré expose une évaluation de l'incidence de l'augmentation de cinq points de pourcentage de la pondération de risque sur les marges sur crédits hypothécaires belges consentis par des banques qui calculent les exigences de fonds propres applicables à ces prêts à l'aide de modèles internes (*internal ratings-based banks*, banques suivant une approche fondée sur les notations internes, ci-après dénommées « banques NI »)⁽¹⁾. Bien que les effets de cette mesure en termes de fonds propres supplémentaires soient immédiatement perceptibles, des effets indirects sur la provision de crédit peuvent se manifester aussi : comme des exigences renforcées de fonds propres accroissent le coût de financement des banques, celles-ci pourraient décider de répercuter cette augmentation de coût sur leurs clients en relevant les marges sur emprunts. Afin d'analyser ce dernier effet, une méthode d'estimation « *difference-in-difference* » a été appliquée aux données de 13 banques belges, dont 8 calculent les pondérations de risque applicables aux crédits hypothécaires au

(1) Une première version de cette analyse a été présentée lors du colloque international 2016 « *The transmission mechanism of new and traditional instruments of monetary and macroprudential policy* » organisé par la Banque les 13 et 14 octobre 2016 et, fait l'objet du Working Paper N° 306 de la Banque.

moyen de modèles internes et tombent donc dans le champ d'application de la mesure macroprudentielle (qui ne concerne pas les 5 autres établissements).

DISPERSION DE L'INCIDENCE DE LA HAUSSE DES PONDÉRATIONS DE RISQUE

(en points de base)



Source : BNB.

(1) Note: La zone hachurée représente la dispersion entre les incidences minimale et maximale de l'augmentation des coefficients de pondération de risque sur la marge appliquée aux crédits hypothécaires pour les banques NI prises individuellement, telle que prédite par le modèle statistique.

Les résultats montrent que, en moyenne, l'augmentation des pondérations de risque n'a pas eu d'incidence sur la tarification de prêts hypothécaires par les banques NI : l'effet estimé moyen d'approximativement cinq points de base n'est statistiquement pas significatif. Les résultats suggèrent toutefois que l'incidence de l'augmentation des pondérations de risque sur les marges sur crédits hypothécaires varie selon les différentes banques NI. Plus précisément, le relèvement des marges sur crédits hypothécaires est davantage marqué pour les banques NI plus lourdement touchées par la mesure macroprudentielle, c'est-à-dire celles soumises à des exigences minimales de fonds propres plus considérables. *A contrario*, les marges augmentent moins dans les banques NI qui maintiennent volontairement un coussin plus large et disposent donc de plus de latitude pour faire face aux exigences complémentaires de fonds propres découlant du relèvement des coefficients de pondération de risque. Le graphique indique la dispersion entre les incidences minimale et maximale, telle que prédite par le modèle statistique, au cours des deux années suivant l'introduction de la mesure. Bien que celle-ci ait un effet différent sur chaque banque NI prise individuellement, son incidence est en général relativement limitée. L'objectif de la mesure, qui vise à renforcer la résistance des banques sans entraîner de conséquences majeures en termes de diminution de l'octroi de crédits, est ainsi atteint.

2. Coussin de fonds propres contracyclique

Chaque trimestre, la Banque doit fixer le taux du coussin de fonds propres contracyclique (*countercyclical capital buffer*, CCyB) applicable aux expositions de crédit sur des contreparties établies sur le territoire belge. Le CCyB

visé à favoriser la soutenabilité de l'octroi de crédit au cours du cycle en accroissant la capacité de résistance des établissements lorsque le risque systémique cyclique augmente (par exemple en cas de croissance excessive du crédit). Une large palette d'indicateurs considérés comme pertinents pour signaler la hausse des risques systémiques

cycliques⁽¹⁾, ont indiqué que ni les évolutions en matière de crédit, ni les autres indicateurs utilisés ne montraient un accroissement des risques systémiques au cours de l'année sous revue. Telle est la raison pour laquelle le taux de coussin contracyclique applicable aux expositions de crédit sur des contreparties établies sur le territoire belge a été maintenu à 0 % au cours de cette période. La décision concernant le taux de coussin contracyclique est à chaque fois présentée à la BCE et est publiée chaque trimestre sur le site internet de la Banque, en même temps qu'une sélection d'indicateurs-clés.

Par ailleurs, les banques belges doivent appliquer les taux de coussin imposés par les autorités étrangères à leurs expositions de crédit dans ces pays. Le tableau ci-dessous fournit un aperçu des taux de coussin contracyclique présents et à venir. En réponse à la recommandation du CERS relative à la reconnaissance et à la fixation de taux de coussin contracyclique pour les expositions sur pays tiers, la Banque a recensé au cours de l'année sous revue trois pays tiers dans lesquels ces expositions étaient significatives (la Turquie, les États-Unis et la Suisse) et a défini un cadre de suivi des risques systémiques cycliques dans ces pays.

3. Banques d'importance systémique nationale

Les banques d'importance systémique nationale (*domestic systemically important banks*, D-SIBs ou ci-après « autres EIS »)⁽²⁾ sont des banques dont la défaillance peut avoir une incidence importante sur le système financier national ou sur l'économie réelle du pays. Au cours du quatrième trimestre de l'année sous revue, se basant sur la méthodologie de l'Autorité bancaire européenne (ABE), la Banque a confirmé la liste de huit

autres EIS belges établie en 2015. BNP Paribas Fortis, KBC Groupe, ING Belgique, Belfius Banque, Euroclear, AXA Bank Europe, Bank of New York Mellon (BNYM) et Argenta conservent donc leur statut d'autre EIS.

Les cinq premières banques ont été automatiquement désignées en tant qu'autres EIS sur la base de la note quantitative d'importance systémique qu'elles ont obtenue⁽³⁾. AXA Bank Europe, BNYM et Argenta ont été qualifiées d'autres EIS en fonction d'informations fournies par des indicateurs complémentaires. Les indicateurs complémentaires pris en considération sont la part des banques dans les dépôts et les prêts en Belgique, dans les dettes et créances vis-à-vis de contreparties financières belges ainsi que dans la conservation d'actifs. Le choix de ces indicateurs supplémentaires est justifié par le fait que les indicateurs de portée nationale sont considérés comme étant plus appropriés pour désigner les établissements nationaux d'importance systémique que ne le sont les indicateurs de portée européenne ou mondiale. De plus, les indicateurs imposés par l'ABE ne reflètent pas toujours la spécificité du modèle d'entreprise, comme par exemple dans le cas de BNYM. La liste actualisée d'autres EIS belges a été publiée sur le site internet de la Banque.

Les surcharges de fonds propres annoncées en 2015 pour ces autres EIS et leur introduction par phases restent

(1) Cf. « Choix stratégiques pour la fixation du taux de coussin contracyclique en Belgique. » (www.nbb.be).

(2) Dans la législation européenne, les D-SIBs sont dénommées « autres établissements d'importance systémique » ou « autres EIS » (*other systemically important institutions, O-SI's*).

(3) Cette note est calculée comme étant un agrégat d'indicateurs obligatoires relatifs à la taille, la complexité, l'interdépendance et la substituabilité des banques, assortis de facteurs de pondération fixes. Lorsque la note d'importance systémique d'une banque dépasse un certain seuil, l'établissement est automatiquement considéré comme autre EIS. Les autorités peuvent néanmoins faire usage d'autres indicateurs ou appliquer des facteurs de pondération différents aux indicateurs imposés par l'ABE pour désigner des banques supplémentaires en tant qu'autres EIS. Pour une description plus détaillée de la méthodologie de l'ABE, le lecteur se référera à la « Publication annuelle concernant la désignation des autres EIS belges et la surcharge de fonds propres à leur imposer (1^{er} décembre 2016) ». (www.nbb.be)

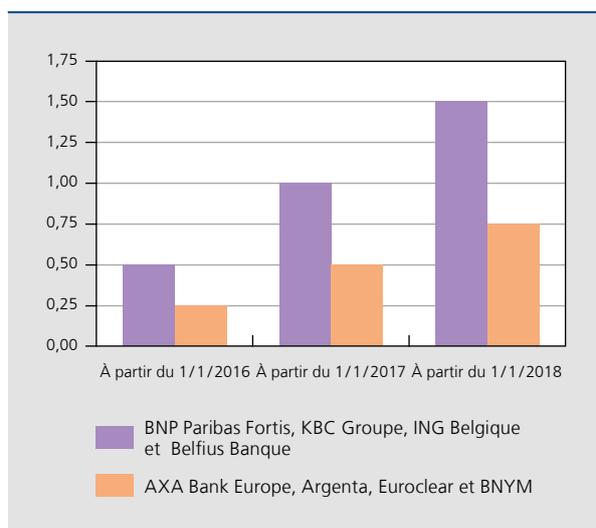
TABLEAU 24 TAUX DE COUSSIN CONTRACYCLIQUE IMPOSÉS PAR DES AUTORITÉS ÉTRANGÈRES (pourcentages)

Pays	Taux de coussin actuel		Taux de coussin futur	
	Taux	Entrée en vigueur	Taux	Entrée en vigueur
Hong Kong	0,625	01-01-2016	1,25	01-01-2017
Suède	1,50	27-06-2016	2,00	19-03-2017
Norvège	1,50	30-06-2016	inchangé	
Tchéquie			0,50	01-01-2017
Slovaquie			0,50	01-08-2017

Sources : BRI, CERS.

GRAPHIQUE 102 NIVEAU DE LA SURCHARGE DE FONDS PROPRES POUR LES AUTRES EIS BELGES

(en pourcentage des actifs pondérés par le risque)



Source : BNB.

d'application⁽¹⁾. Les coûts économiques et sociaux élevés qui iraient de pair avec la défaillance de ces établissements motivent la volonté d'accroître leur résistance au moyen d'exigences de fonds propres complémentaires. En 2017, la surcharge de fonds propres s'élève à 0,5 % des actifs pondérés par le risque pour Argenta, AXA Bank Europe, BNYM et Euroclear, et à 1 % pour Belfius Banque, BNP Paribas Fortis, ING Belgique et KBC Groupe.

4. Reconnaissance des mesures de politique macroprudentielle

Le nouveau cadre du CERS sur la réciprocité volontaire des mesures de politique macroprudentielle est entré en vigueur durant l'année sous revue⁽²⁾. Les mesures de politique macroprudentielle adoptées par un pays donné concernent en règle générale les banques de ce même pays. Elles ne s'appliquent en revanche ni aux succursales de banques étrangères établies dans l'Espace économique européen (EEE), ni aux octrois directs de crédit (au titre de la libre circulation des services) par des banques étrangères. La réciprocité implique que les mesures de politique

(1) Cf. la « Publication annuelle concernant la désignation des autres EIS belges et la surcharge de fonds propres à leur imposer (1^{er} décembre 2016) ». (www.nbb.be).

(2) Recommandation du CERS du 15 décembre 2015 sur l'évaluation des effets transfrontaliers et la réciprocité volontaire des mesures de politique macroprudentielle.

(3) Règlement du 24 février 2016 de la Banque Nationale de Belgique relatif à la reconnaissance des mesures macroprudentielles, approuvé par arrêté royal du 20 mai 2016. Pour plus d'informations, le lecteur se référera à l'article « Réciprocité des mesures macroprudentielles : cadre général et application en Belgique ». (www.nbb.be).

macroprudentielle d'un État membre donné s'imposent également aux succursales de banques étrangères et aux octrois directs de crédit par des banques étrangères dans ce pays.

La Banque adhère à ce cadre du CERS et a édicté un règlement à ce propos durant l'année sous revue⁽³⁾, lequel prévoit une procédure de reconnaissance souple pour trois types de mesures macroprudentielles, si le CERS en recommande la reconnaissance. Il s'agit (1) de mesures nationales adoptées pour contrer le risque macroprudentiel ou systémique et prises sur la base de l'article 458 du CRR; (2) de coussins de fonds propres contracycliques au-delà de 2,5 % et (3) de coussins pour le risque macroprudentiel ou systémique (lorsqu'ils ne sont pas spécifiques aux établissements d'importance systémique). Durant l'année sous revue, la Banque a de cette manière reconnu le coussin de risque systémique de 1 % applicable aux positions sur l'Estonie encourues par le biais de succursales établies en Estonie ou d'octroi direct de crédit dans ce pays. Les décisions prises par la Banque au sujet de la reconnaissance de mesures macroprudentielles adoptées par d'autres pays sont publiées sur le site internet de la Banque.

5. Suivi du secteur bancaire parallèle (*shadowbanking*) et de la gestion de fortune

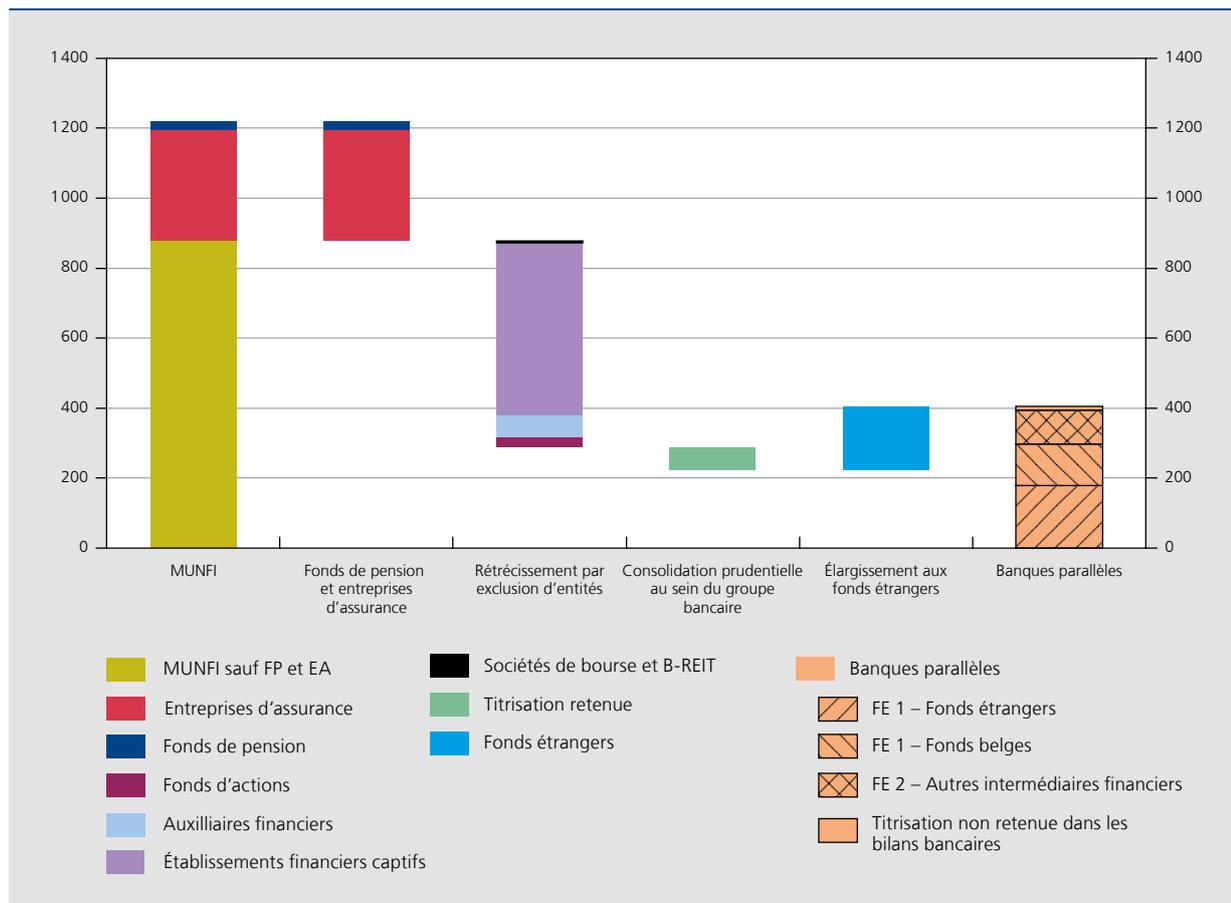
Il est largement établi que le système bancaire parallèle (*shadowbanking*) comporte des avantages substantiels en ce qu'il conduit à une diversification des sources de financement de l'économie, des opportunités de placement offertes aux investisseurs et des sources de revenus des banques, ainsi qu'à une répartition des risques directs sur plusieurs investisseurs. La crise financière a toutefois démontré que le financement non bancaire peut devenir une source de risque lorsqu'il revêt des caractéristiques d'opérations assimilables à des activités bancaires, opérations qui incluent la transformation d'échéance et de liquidité ainsi qu'un effet de levier. Pour être plus précis, ses interconnexions avec d'autres établissements financiers, d'une part, et l'économie réelle, d'autre part, font que des événements adverses dans le secteur bancaire parallèle peuvent entraîner des risques systémiques.

Dans ce contexte, il est nécessaire de dresser un panorama global du système bancaire parallèle en Belgique et des risques potentiels qui y sont liés. La Banque a été étroitement associée aux travaux à l'échelon européen et a pris part durant l'année sous revue à l'exercice annuel de suivi du secteur bancaire parallèle mené par le *Financial Stability Board* (FSB). Dans le cas spécifique de la Belgique,

les interconnexions entre les entités du système bancaire parallèle et les autres secteurs financiers et réels de l'économie ont été étudiées. Un groupe de travail interne a en outre été constitué, en collaboration avec l'Autorité des services et marchés financiers (*Financial Services and Markets Authority*, FSMA), afin de répondre aux recommandations du *High Level Expert Group* (HLEG) relatives au suivi des risques (systémiques) liés au système bancaire parallèle et à l'industrie de la gestion de fortune. Les analyses menées par la Banque portent entre autres sur les liens contractuels et non contractuels existant entre les véhicules de gestion de fortune et les établissements financiers belges, ainsi que sur la façon dont ils sont traités dans le cadre de la gestion des risques. Les travaux déboucheront aussi sur l'élaboration d'un cadre de suivi régulier des développements dans le secteur bancaire parallèle et celui de la gestion de fortune.

Le secteur bancaire parallèle a été délimité au cours de l'année sous revue conformément à la méthodologie du FSB, qui le définit comme un système d'intermédiation de crédit auquel concourent des entités et activités qui ne font pas partie du système bancaire traditionnel et pour lequel il n'existe donc pas de filet de sécurité formel. Il convient de signaler que cette définition n'implique pas que le secteur bancaire parallèle ne soit pas soumis à des exigences réglementaires; il est moins et différemment réglementé que les banques «traditionnelles». Dans un second temps, le FSB restreint cette définition en parlant de système d'intermédiation de crédit non bancaire comportant pour le système financier des risques systémiques assimilables à des risques bancaires. Ces risques assimilables à des risques bancaires sont la transformation d'échéance et de liquidité, l'effet de levier et le transfert de risque de crédit.

GRAPHIQUE 103 DÉLIMITATION DU SECTEUR BANCAIRE PARALLÈLE BELGE SELON L'INDICATEUR ÉTROIT DU FSB
(à la fin de 2015, en milliards d'euros)



Source : BNB.
MUNFI (Monitoring Universe of Non-bank Financial intermediation) : intermédiation financière non bancaire.
FP : fonds de pension.
EA : entreprise d'assurance.
B-REIT : real estate investment trusts belges.
FE : fonction économique.

À la fin de 2015, l'intermédiation financière non bancaire en Belgique représentait 1 219 milliards d'euros, alors que les actifs bancaires s'élevaient au total à 1 078 milliards d'euros. L'indicateur étroit pour le secteur bancaire parallèle belge, tel que délimité selon la méthodologie du FSB, atteignait, à la fin de 2015, 404 milliards d'euros, ce qui correspond à 99 % du PIB et 37 % des actifs bancaires. L'indicateur étroit pour le secteur bancaire parallèle belge est constitué en majeure partie de fonds de placement (118 milliards d'euros à la fin de 2015), et plus précisément de fonds monétaires et autres – à l'exception des fonds d'actions – qui sont presque tous des fonds ouverts et risquent donc de faire l'objet de rachats soudains et massifs de parts, ainsi que des placements de ressortissants belges dans des fonds étrangers (179 milliards d'euros à la fin de 2015). Le secteur bancaire parallèle belge comprend cette dernière catégorie⁽¹⁾ depuis 2013 (aucune donnée n'est disponible pour les années antérieures), étant donné que les fonds étrangers sont souvent proposés par les banques belges et sont donc étroitement liés au milieu bancaire belge.

La deuxième catégorie en importance d'entités du système bancaire parallèle est constituée d'autres intermédiaires financiers tels que les sociétés de location-vente et d'affacturage, les sociétés de crédit commercial et les entreprises de prêts hypothécaires (97 milliards d'euros à la fin de 2015). Il convient de subdiviser cette catégorie pour pouvoir isoler les véritables activités bancaires parallèles et distinguer les entités non consolidées⁽²⁾. En attendant l'aboutissement des travaux statistiques, il a été décidé – par prudence – de toutes les inclure dans l'indicateur étroit du secteur bancaire parallèle. La troisième et dernière catégorie d'activités bancaires parallèles intègre les titrisations qui ne sont pas conservées

dans les bilans des banques belges (10 milliards d'euros à la fin de 2015)⁽³⁾.

Outre le suivi des risques liés au secteur bancaire parallèle, les recommandations du HLEG concernent également, comme déjà mentionné, le secteur de la gestion de fortune. Celui-ci recoupe partiellement le secteur bancaire parallèle, mais ces deux notions ne doivent pas être considérées comme interchangeable. Alors que les fonds belges, à l'exception des fonds d'actions, et les placements de ressortissants belges dans des fonds étrangers sont repris dans le périmètre du secteur bancaire parallèle belge pour un montant de respectivement 118 et 179 milliards d'euros (en 2015), l'ensemble du secteur de la gestion de fortune est évalué à 500 milliards d'euros environ, en se basant sur une approximation large tenant compte des liens divers entre la Belgique et les différentes formes de gestion de fortune. En effet, la gestion de fortune ne comporte pas uniquement les fonds et donc la gestion collective de patrimoine, mais aussi la gestion discrétionnaire et les conseils en placements ainsi que le patrimoine détenu placé directement dans des instruments financiers sur la base de ces derniers. Pour parvenir à une estimation de l'importance de ce secteur pour la Belgique, il a été opté pour l'interprétation la plus large possible du lien avec la Belgique, ce qui par exemple implique pour les fonds concernés que le périmètre recouvre tant les fonds de droit belge que ceux détenus par des Belges ou gérés en Belgique. Pour être complet, il convient de signaler que, outre l'inclusion directe d'une partie du secteur de la gestion de fortune dans le périmètre du système bancaire parallèle belge, un montant additionnel peut également y être inclus par voie indirecte étant donné que les entités du système bancaire parallèle confient (une partie de) leur patrimoine au secteur de la gestion de fortune.

(1) Il convient de noter que ceci est parfaitement conforme à la définition des fonds *offshore* formulée par le FSB : établi à l'étranger, géré/proposé à l'intérieur du pays.

(2) Les entités qui, pour des raisons prudentielles, sont consolidées dans un groupe bancaire devraient être exclues du secteur bancaire parallèle étant donné qu'elles sont déjà soumises à une réglementation et à un contrôle adéquat.

(3) Il ne faut pas tenir compte des titrisations retenues dans le bilan des banques. Les véhicules utilisés pour ces titrisations contractent des emprunts auprès d'une banque puis les transforment en titres de créance qui sont alors restitués à la même banque et mis en nantissement pour accéder au financement de la banque centrale.

B. Redressement et résolution

L'élaboration des mécanismes uniques de prévention et de partage des risques dans le secteur financier s'est poursuivie en 2016. La Banque a encore affiné ses dispositions relatives aux plans de redressement. Elle a évalué les plans de redressement simplifiés de onze banques de moindre importance et a communiqué de possibles améliorations. La Banque a également débuté son suivi périodique de la valeur des indicateurs relatifs aux actifs grevés.

Au 1^{er} janvier de l'année sous revue le Règlement instaurant le mécanisme de résolution unique est entré entièrement en vigueur et le Fond de Résolution Unique a été constitué. En Belgique, la transposition de la directive sur le redressement et la résolution des établissements de crédit (BRRD)⁽¹⁾ a été achevée, notamment par des dispositions concernant le financement de la résolution, la constitution du Fond de résolution belge, et l'application de la directive aux sociétés de bourse. La Commission européenne a pris différentes initiatives législatives, visant notamment à faciliter la mise en œuvre du mécanisme de renflouement interne (bail-in), à harmoniser l'application des exigences minimales de fonds propres et d'engagements éligibles (minimum requirement for own funds and eligible liabilities, MREL) et à transposer en droit européen la capacité totale d'absorption des pertes (total loss-absorbing capacity, TLAC). Les travaux concernant l'établissement de plans de résolution ont également continué, mais n'ont toutefois pas complètement abouti.

Les mécanismes de redressement et de résolution concernant les entreprises d'assurance et les infrastructures de marchés financiers sont encore en plein développement dans les forums internationaux auxquels la Banque participe. En Belgique, la Banque a imposé un plan de redressement à quatre entreprises d'assurance et participe, en sa qualité d'autorité de contrôle prudentiel, à un « Crisis Management Group » (groupe de gestion de crise) pour une grande entreprise d'assurance étrangère. La Banque a affiné les dispositions relatives aux plans de redressement pour les infrastructures de marchés financiers et a analysé les plans d'un certain nombre d'infrastructures soumises à son contrôle. Les directives internationales portant sur le redressement et la résolution de contreparties centrales sont attendues dans le courant de 2017.

1. Banques et sociétés de bourse

1.1 Plans de redressement

Un plan de redressement est une stratégie de gestion visant à éviter le défaut d'un établissement de crédit placé en situation de crise très grave.

(1) Directive 2014/59/UE du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 établissant un cadre pour le redressement et la résolution des établissements de crédit et des entreprises d'investissement et modifiant la directive 82/891/CEE du Conseil ainsi que les directives du Parlement européen et du Conseil 2001/24/EG, 2002/47/CE, 2004/25/CE, 2005/56/CE, 2007/36/CE, 2011/35/UE, 2012/30/UE et 2013/36/UE et les règlements du Parlement européen et du Conseil (UE) n° 1093/2010 et (UE) n°648/2012.

Plans de redressement complets

Le plan de redressement n'inclut pas seulement une analyse des options pouvant être exploitées pour se remettre d'un choc sévère, mais aussi un cadre de suivi (cadre de *monitoring*) reprenant une série d'indicateurs permettant de déceler le risque à un stade suffisamment précoce pour que les établissements puissent prendre des mesures afin d'éviter des chocs sévères.

La Banque a publié une mise à jour de sa communication du mois d'avril 2015, qui décrit le contenu des plans de

redressement⁽¹⁾. La version actualisée de la communication reprend une liste d'indicateurs spécifiques devant, selon les orientations de l'ABE, figurer dans le cadre de *monitoring* des plans de redressement⁽²⁾. Ces indicateurs sont classés en cinq catégories: indicateurs de capital, indicateurs de liquidité, indicateurs de rentabilité, indicateurs de marché et indicateurs macro-économiques.

Plans de redressement simplifiés

La « loi bancaire »⁽³⁾ prévoit que les autorités peuvent décider que des établissements n'étant pas d'importance systémique se qualifient pour les obligations en matière de plan de redressement simplifié, dans la mesure où une défaillance de l'établissement et la résolution qui s'ensuivrait selon la procédure normale d'insolvabilité ne devraient normalement pas avoir de répercussions négatives majeures sur les marchés financiers, sur d'autres établissements, sur les conditions de financement ou sur l'économie en général.

En 2015, la Banque a décidé que onze banques de moindre importance étaient éligibles au régime de plans de redressements simplifiés et que ces plans devaient être déposés à la Banque pour le 31 décembre. Ces plans ont été évalués en 2016 et chaque établissement de crédit a reçu un retour d'informations par courrier. Étant donné que l'élaboration d'un plan de redressement constitue un exercice faisant appel à un type particulier d'analyse et que ces plans de redressement simplifiés représentaient pour de petites banques disposant de moyens limités une première tentative d'élaboration de tels plans, le retour d'informations a eu pour objectif d'indiquer les pistes d'amélioration et la manière dont les plans de redressement pouvaient être davantage étoffés. Deux points communs nécessitant davantage de précisions ou d'explications pour améliorer le plan ont été répertoriés. Ainsi, la faisabilité de certaines options de redressement mentionnées dans le plan devrait être mieux justifiée et il faudrait fixer des seuils « clignotant » et « de plan de redressement » pour les indicateurs repris dans le cadre de *monitoring*.

Indicateurs en matière d'actifs grevés

La loi bancaire exige des établissements de crédit qu'ils fassent figurer des indicateurs en matière d'actifs grevés dans le cadre de *monitoring* de leurs plans de redressement. Cette exigence est propre à la Belgique et n'est pas imposée par la BRRD. Les indicateurs en matière d'actifs grevés devraient permettre de s'assurer que les dépôts privilégiés en cas de faillite soient toujours couverts par des actifs disponibles en quantité suffisante. La loi bancaire requiert en effet des banques

qu'elles prennent en considération deux indicateurs en matière d'actifs grevés, qui diffèrent en ce qu'ils donnent une définition « stricte » ou « large » des actifs disponibles⁽⁴⁾. Le règlement concernant les actifs grevés intégré à la loi bancaire définit ces deux indicateurs et une communication datant de 2015 fournit des instructions détaillées concernant leur calcul. En 2016, la Banque a adapté la définition de l'indicateur « strict » en matière d'actifs grevés pour prendre en compte un changement de la réglementation sur la liquidité utilisée pour définir cet indicateur⁽⁵⁾.

La Banque a également commencé à contrôler périodiquement la valeur des indicateurs en matière d'actifs grevés de chaque établissement de crédit. Le processus consiste d'abord à distinguer les banques pour lesquelles la valeur d'un indicateur dépasse (presque) le seuil « clignotant » ou « de plan de redressement ». Ces banques doivent alors fournir des données ou des informations complémentaires pour déterminer si le dépassement du seuil signale une situation de tension ou éventuellement l'existence de vulnérabilités découlant du modèle d'entreprise de la banque et ayant entraîné une baisse du niveau d'actifs disponibles. Lorsque le dépassement d'un seuil paraît toutefois temporaire, ou semble n'avoir aucun lien avec une situation de tension ou des vulnérabilités particulières, il peut être considéré comme une fausse alerte. Si l'on conclut que le dépassement du seuil de l'indicateur en matière d'actifs grevés n'est pas une fausse alerte, l'établissement de crédit examine les modifications à apporter pour résoudre la situation.

1.2 Résolution

Cadre institutionnel et juridique

Le règlement (UE) n° 806/2014⁽⁶⁾, dénommé « règlement MRU », qui institue le mécanisme de résolution unique (MRU), est entré entièrement en vigueur au 1^{er} janvier 2016. Le MRU est constitué du Conseil de résolution unique (CRU), de l'ensemble des autorités de résolution nationales des États membres participant à l'Union

- (1) Communication NBB_2016_45 du 21 décembre 2016 « Plans de redressement – Lignes directrices aux établissements de crédit ».
- (2) ABE/GL/2015/02 du 6 mai 2015 relative à la liste minimale d'indicateurs qualitatifs et quantitatifs des plans de redressement.
- (3) Loi du 25 avril 2014 relative au statut et au contrôle des établissements de crédit et des sociétés de bourse.
- (4) Règlement du 1^{er} avril 2014 de la Banque nationale de Belgique concernant les actifs grevés dans le cadre de plans de redressement.
- (5) Communication NBB_2016_34 du 18 juillet 2016 « Plans de redressement – Obligations en matière d'actifs grevés ».
- (6) Règlement (UE) n° 806/2014 du Parlement européen et du Conseil du 15 juillet 2014 établissant des règles et une procédure uniformes pour la résolution des établissements de crédit et de certaines entreprises d'investissement dans le cadre d'un mécanisme de résolution unique et d'un Fonds de résolution bancaire unique, et modifiant le règlement (UE) n° 1093/2010.

bancaire, de la Commission européenne et du Conseil de l'Union européenne.

L'entrée en vigueur intégrale du règlement MRU a pour conséquence concrète que, depuis le 1^{er} janvier 2016, le CRU a la compétence d'élaborer les plans de résolution et de prendre les décisions de résolution concernant (i) les établissements considérés comme importants conformément à l'article 6 du règlement MSU; (ii) les établissements à l'égard desquels la BCE a décidé d'exercer directement sa surveillance; et (iii) les groupes transfrontaliers. Les autorités de résolution nationales – en Belgique, le Collège de résolution de la Banque – disposent de compétences identiques vis-à-vis des établissements qui ne relèvent pas de la sphère de compétence du CRU.

La transposition de la BRRD dans l'ordre juridique belge a été achevée en 2016. Dans un premier temps, les dispositions relatives au financement de la résolution ont été transposées par le biais de la loi du 27 juin 2016⁽¹⁾, qui a apporté des modifications à la loi bancaire en reprenant des dispositions relatives au soutien financier intragroupe, et qui prévoit la création d'un Fonds de résolution belge par le biais d'une adaptation de la loi du 28 décembre 2011⁽²⁾.

En deuxième lieu, la Belgique dispose depuis l'automne de 2016 de règles de redressement et de résolution applicables à certaines entreprises d'investissement reprises dans la loi du 25 octobre 2016⁽³⁾. Cette loi a modifié la loi bancaire afin que certaines sociétés de bourse, à savoir celles qui sont tenues de détenir un capital libéré de 730 000 euros minimum, soient également soumises au cadre introduit par la BRRD.

La Commission européenne a adopté, le 23 novembre 2016, une initiative législative visant à harmoniser la hiérarchie des créanciers prévalant en cas de faillite d'un établissement de crédit ou d'une entreprise d'investissement⁽⁴⁾. Cette initiative fait suite à une série de modifications législatives intervenues dans plusieurs États membres, dont l'Allemagne, la France, l'Italie ou encore l'Espagne au cours des derniers mois. Ces modifications ont eu pour objectif de faciliter la mise en œuvre du mécanisme de renflouement interne (*bail-in*), introduit en 2014 par la BRRD. Pour ce faire, certaines de ces législations nationales s'efforcent d'aligner tout d'abord la hiérarchie prévalant en cas de concours des créanciers sur la séquence permettant d'attribuer des pertes aux différents créanciers d'un établissement, telle qu'elle est définie dans la BRRD. De plus, une nouvelle catégorie de passifs a été créée, passifs qui sont subordonnés aux passifs opérationnels⁽⁵⁾ et sont considérés comme plus aptes à absorber des pertes en cas de résolution. Enfin, certaines de ces modifications législatives

octroient un privilège à certains passifs opérationnels pour lesquels l'application du mécanisme de renflouement interne semble, de prime abord, plus délicate.

La Commission européenne a également publié le 23 novembre 2016 une initiative législative visant à harmoniser l'application du MREL ainsi qu'à transposer en droit européen les exigences minimales en matière de TLAC découlant des normes internationales développées par le FSB à l'intention des banques d'importance systémique mondiale (*global systemically important banks* G-SIBs, ou établissements d'importance systémique mondiale dans la terminologie européenne, EISm).

Plans de résolution

La BRRD requiert qu'un plan de résolution soit développé pour chaque groupe bancaire européen. L'élaboration d'un plan de résolution est un processus dont l'objectif est d'améliorer la résolvabilité d'un groupe. Un groupe bancaire est considéré comme résolvable aux termes de la directive dès lors que l'autorité de résolution peut soit liquider l'ensemble des entités légales qui le composent dans le cadre d'une procédure normale d'insolvabilité, soit procéder à une résolution en lui appliquant les différents instruments et pouvoirs de résolution dont elle dispose, tout en préservant la stabilité du système financier et en assurant la continuité des fonctions critiques exercées par le groupe. La BRRD impose que la résolvabilité soit avérée tant lors d'une crise idiosyncratique, propre au groupe bancaire, que dans des circonstances de crise systémique, pouvant affecter la stabilité de l'ensemble du système financier. Lorsque la résolvabilité n'est pas avérée et si l'autorité de résolution identifie des obstacles importants à la résolvabilité, elle dispose de pouvoirs lui permettant de traiter ceux-ci de manière préventive.

Le règlement MRU attribue au CRU la responsabilité de l'élaboration des plans de résolution des établissements de crédit importants, des établissements de crédit transfrontaliers, ainsi que de ceux à l'égard desquels la BCE a décidé d'exercer directement sa surveillance.

(1) Loi transposant diverses dispositions de la directive 2014/59/UE du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 établissant un cadre pour le redressement et la résolution des établissements de crédit et des entreprises d'investissement et modifiant la directive 82/891/CEE du Conseil ainsi que les directives du Parlement européen et du Conseil 2001/24/CE, 2002/47/CE, 2004/25/CE, 2005/56/CE, 2007/36/CE, 2011/35/UE, 2012/30/UE et 2013/36/UE et les règlements du Parlement européen et du Conseil (UE) n° 1093/2010 et (UE) n° 648/2012, parue au Moniteur belge du 6 juillet 2016.

(2) Loi du 28 décembre 2011 relative au Fonds de résolution, anciennement loi instaurant une contribution de stabilité financière.

(3) Loi du 25 octobre 2016 relative au statut et au contrôle des sociétés de bourse et portant des dispositions diverses, parue au Moniteur belge du 21 novembre 2016.

(4) Proposition de directive du Parlement européen et du Conseil modifiant la directive 2014/59/EU du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne le rang des instruments de dette non garantis dans la hiérarchie en cas d'insolvabilité, 23 novembre 2016, COM(2016) 853.

(5) Voir le TLAC Term Sheet, c'est-à-dire les passifs liés aux opérations bancaires d'un établissement qui peuvent en cas de problèmes créer une perturbation des fonctions critiques de l'établissement et conduire à une instabilité financière significative.

La responsabilité de l'établissement des plans des autres établissements moins importants échoit aux autorités de résolution nationales.

La conception des plans de résolution est un processus itératif qui, en fonction de la complexité du groupe bancaire, peut s'étaler sur plusieurs années. Il s'agit d'un instrument nouveau dont la méthodologie est encore en cours de développement. Dans ce cadre, le CRU a mis au point une approche séquentielle, recensant différents niveaux d'élaboration de plan de résolution. Afin de concevoir à un plan qui satisfasse parfaitement aux exigences de la BRRD, le CRU établit dans un premier temps un plan de résolution de transition, et dans un deuxième temps un plan de résolution de phase 2. Le plan de résolution de transition définit les bases d'un plan de résolution et les prémices de la stratégie de résolution. Le plan de résolution de phase 2 constitue un document beaucoup plus important qui, outre une analyse stratégique du groupe bancaire, définit une stratégie de résolution, traite de la continuité opérationnelle du groupe en résolution, des canaux de communication et détecte certains obstacles à la mise en œuvre du plan de résolution. Il ne constitue pas encore un plan qui réponde à l'ensemble des exigences de la BRRD. En particulier, le plan ne définit pas de MREL et ne recense pas l'ensemble des obstacles importants à la résolubilité. Les étapes de développement ultérieures seront spécifiées par le CRU au cours des mois à venir.

Les plans de résolution du CRU sont élaborés au sein des équipes internes de résolution, composées de membres du CRU et de représentants d'autorités de résolution nationales. Au cours de l'année 2016, la Banque, en tant qu'autorité de résolution nationale, a participé au développement de trois plans de résolution de phase 2 concernant des établissements de crédit importants établis en Belgique, ainsi qu'au développement de plans de résolution de transition de deux autres établissements de crédit importants également établis en Belgique. En outre, la Banque a aussi participé au développement des plans de résolution de huit groupes bancaires importants ayant une filiale en Belgique.

Un des éléments cruciaux des plans de résolution est la définition du MREL. Au cours de l'année 2016, ni la Banque, ni le CRU n'ont fixé le montant de cette exigence dans le cadre de la conception des plans de résolution de phase 2 ou des plans de résolution de transition. Le CRU a néanmoins communiqué un niveau cible consolidé informatif à chacun des groupes pour lesquels un plan de résolution de phase 2 a été développé, sans que ce niveau constitue une exigence contraignante, exécutoire ou contestable. Le niveau communiqué à tous les groupes

résulte de l'application mécanique du règlement délégué de la Commission européenne du 23 mai 2016⁽¹⁾.

Financement de la résolution

La BRRD requiert la constitution d'un fonds de résolution national dans chaque État membre. Ce fonds est financé par le prélèvement de contributions auprès des établissements de crédit et des entreprises d'investissement. Il doit atteindre un niveau cible d'au moins 1 % du montant total des dépôts couverts, et ce au plus tard le 31 décembre 2024.

Le règlement MRU a établi le Fonds de Résolution Unique (ci-après « FRU ») au sein de l'Union bancaire au 1^{er} janvier 2016. Celui-ci se substitue aux fonds de résolution nationaux pour les établissements de crédit et les entreprises d'investissement couverts par ce règlement. Il doit être constitué dans un délai de huit ans. Son niveau cible est d'au moins 1 % du montant total des dépôts couverts des établissements pertinents agréés dans l'union bancaire. Le CRU estime que le niveau cible du FRU sera de 55 milliards d'euros en 2023.

Le CRU définit le niveau cible annuel du FRU et calcule les contributions pour chaque établissement. Les autorités de résolution nationales collaborent avec le CRU à chaque étape du processus. Plus particulièrement, elles collectent, au plus tard pour le 31 janvier de chaque année, les données nécessaires au calcul et notifient aux établissements les montants des contributions dont ils sont redevables au plus tard pour le 1^{er} mai.

La méthode de calcul des contributions au FRU est déterminée par un règlement délégué de la Commission européenne⁽²⁾. Les plus petits établissements payent une contribution forfaitaire. Une méthode de calcul ajustée aux risques est utilisée pour déterminer les contributions des établissements plus importants. En vertu de l'accord intergouvernemental sur le transfert et la mutualisation des contributions au FRU, un huitième des contributions perçues en 2015 par les autorités de résolution nationales est déduit annuellement des montants à payer.

Au cours de l'année 2016, le CRU a levé auprès des établissements belges assujettis un montant de 277,6 millions d'euros tandis que 234,8 millions d'euros avaient été collectés en 2015. Les établissements ont eu l'opportunité

(1) Règlement délégué (UE) 2016/1450 de la Commission du 23 mai 2016 complétant la directive 2014/59/UE du Parlement européen et du Conseil par des normes techniques de réglementation précisant les critères de la méthode permettant d'établir l'exigence minimale de fonds propres et d'engagements éligibles.

(2) Règlement délégué (UE) 2015/63 de la Commission du 21 octobre 2014 complétant la directive 2014/59/UE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne les contributions ex ante aux dispositifs de financement pour la résolution.

de payer 15 % de leur contribution sous la forme d'un engagement de paiement irrévocable garanti par un dépôt à terme. Au total, le FRU a déjà collecté 10,7 milliards d'euros auprès des établissements couverts par le règlement MRU.

Pour les entreprises non-assujetties au FRU, c'est-à-dire les succursales établies en Belgique d'établissements de crédit ou d'entreprises d'investissement d'un pays tiers ainsi que les sociétés de bourse de droit belge qui ne sont pas couvertes par la surveillance sur une base consolidée de leur entreprise mère par la BCE, la loi du 27 juin 2016 règle la création d'un fonds de résolution national financé par le prélèvement de contributions annuelles. La loi prévoit que la contribution est déterminée par le Collège de résolution de la Banque qui en fixe les modalités de paiement et que c'est le fonds de résolution national qui encaisse ces contributions. La méthodologie de calcul peut être précisée par arrêté royal adopté sur avis de Collège de résolution. En 2016, le Collège de résolution a adopté une circulaire précisant la méthode de calcul qui a été appliquée pour cet exercice et il a informé le fonds de résolution national du montant des contributions dues par les établissements qui ne sont pas redevables au FRU. Le niveau cible annuel pour 2016 s'élève à un peu moins de 400.000 euros.

2. Entreprises d'assurance

2.1 Cadre réglementaire

Il n'existe pas de régime équivalent à la BRRD pour les entreprises d'assurance ou de réassurance. La loi Solvabilité II contient néanmoins des mesures qui s'apparentent à des mesures de redressement. Il s'agit de mesures préventives (comme l'élaboration d'un plan de redressement), de mesures de redressement (comme la soumission d'un programme de rétablissement ou d'un plan de financement à court terme), de mesures d'exception (comme la nomination d'un commissaire spécial), de mesures de radiation ou de révocation de l'agrément, d'astreintes ou de mesures coercitives.

En matière de résolution, hormis des mesures de sauvegarde du système financier que le Roi peut prendre dans certaines conditions, la loi Solvabilité II ne prévoit pas de régime de résolution au sens strict du terme (régime alternatif à la faillite).

Des discussions – auxquelles la Banque a participé – ont néanmoins eu lieu, durant l'année 2016, tant au niveau international au sein de l'Association internationale des

contrôleurs d'assurance (*International Association of Insurance Supervisors, IAIS*) qu'au niveau européen au sein de l'Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles (AEAPP ou, en anglais, *European Insurance and Occupational Pensions Authority, EIOPA*) pour encourager la mise au point, dans le secteur des assurances, d'un cadre harmonisé qui couvrirait tant les aspects redressement que résolution.

2.2 Mise en oeuvre

Si l'ensemble des entreprises d'assurance du marché belge respectaient les dispositions réglementaires de la loi du 9 juillet 1975, certaines se sont vues confrontées à des normes auxquelles il leur était devenu difficile de se conformer, que ce soit à cause de leur profil particulier de risques, ou de leur défaut de préparation (interprétation erronée de certaines dispositions) à l'application du nouveau régime Solvabilité II, ou encore du fait qu'elles subissaient davantage que d'autres le contrecoup de la faiblesse généralisée des taux d'intérêt. Dès lors, en 2016, la Banque a imposé à quatre entreprises un plan de redressement dont elle surveille la réalisation.

Pour le reste, en tant qu'autorité de contrôle prudentiel d'une grande entreprise d'assurance de droit belge faisant partie d'un groupe considéré comme étant un assureur d'importance systémique mondiale (*Globally Systemically Important Insurer, G-SII*), la Banque participe toujours à un « *Crisis Management Group* » (groupe de gestion de crise, ci-après « *CMG* »). Les principales activités de ce CMG en 2016 ont été les suivantes: (i) la signature d'un accord de coopération pour déterminer les tâches et les responsabilités des membres du CMG et fixer les modalités de coopération au sein du groupe, (ii) la validation du « *Plan de gestion du risque systémique* » (*Systemic Risk Management Plan*), qui indique pourquoi le groupe concerné est considéré comme G-SII et comment il gère ces risques systémiques, (iii) la validation du plan de redressement 2016 du groupe et du « *Plan de gestion du risque de liquidité* » (*Liquidity Risk Management Plan*) et (iv) la rédaction d'un premier projet de plan de résolution de groupe comprenant une stratégie de résolution mais aucune disposition relative à l'évaluation de résolvabilité (*suitability assessment*).

3. Infrastructures de marchés financiers

En 2015, la Banque avait publié une circulaire précisant les exigences en matière de plans de redressement pour les infrastructures de marchés financiers (IMF). Cette circulaire était basée sur celle publiée précédemment par la Banque portant sur les plans de redressement pour les

banques, ainsi que sur les lignes directrices relatives aux plans de redressement des IMF que le Comité pour les paiements et les infrastructures de marché – Organisation internationale des commissions de valeurs (CPIM-OICV) avait publiées en octobre 2014. Les principales différences par rapport à la circulaire pour les plans de redressement des banques concernent les modules « gouvernance » et « analyse stratégique ». Dans la circulaire relative aux IMF, deux modules ont par ailleurs été ajoutés, à savoir « faiblesses structurelles » et « liens entre IMF », et la possibilité est prévue de partager des informations provenant du plan de redressement d'une IMF transfrontalière avec d'autres autorités concernées.

Une version révisée de la circulaire a été publiée au cours de l'année sous revue pour tenir compte des lignes directrices édictées entre-temps par l'ABE au sujet des indicateurs de plans de redressement. Un indicateur de plan de redressement est une valeur de seuil qui indique à quel moment l'IMF doit vérifier si les options de redressement prévues par le plan doivent être mises en œuvre. Le plan de redressement doit inclure des indicateurs de capitalisation, de liquidité, de rentabilité et de qualité des actifs. Étant donné que tous les indicateurs imposés par l'ABE ne correspondent pas au modèle d'entreprise des IMF, celles-ci sont tenues de remplacer les indicateurs non pertinents.

Au cours de l'année sous revue, la Banque a analysé le plan de redressement de Euroclear Banque. Bien que la version actualisée de la circulaire n'était pas encore publiée à l'époque, l'analyse a néanmoins tenu compte des lignes directrices de l'ABE déjà applicables en matière d'indicateurs de plans de redressement.

En 2016, le plan de résolution de The Bank of New York SA/NV et surtout l'incidence des mesures prises pour améliorer la résolubilité ont également fait l'objet d'une attention spécifique (cf. chapitre E de la partie « Réglementation et contrôle prudentiels » du présent rapport annuel).

Par ailleurs, la Banque participe aussi aux discussions internationales sur les plans de redressement et la résolution de contreparties centrales (*central counterparties*, CCPs). La Commission européenne a publié le 28 novembre 2016 une proposition portant sur le redressement et la résolution de contreparties centrales. Cette proposition vise à (i) préserver la continuité des fonctions critiques des IMF en cas de tensions financières très graves, (ii) assurer la stabilité financière et (iii) éviter que les pouvoirs publics doivent apporter un soutien financier. De nouvelles lignes directrices internationales sur le sujet sont attendues dans le courant de 2017.

C. Banques et sociétés de bourse

En 2016, le secteur bancaire a conduit ses activités dans un contexte de reprise seulement progressive de l'économie et de faiblesse persistante des taux d'intérêt. Cette situation a produit deux effets : une mise sous pression de la rentabilité du secteur et un problème de crédits en défaut dans certaines banques européennes.

Face à ces circonstances, le MSU s'est tout particulièrement penché sur la supervision des modèles d'entreprise des banques et a élaboré des normes concernant une gestion appropriée des crédits non performants. Une priorité a également été accordée à la gouvernance, donnant entre autres lieu à une analyse thématique sur le fonctionnement des organes de gestion des établissements importants. La méthodologie en matière de contrôle et d'évaluation prudentielle a été affinée, afin de tenir compte notamment des résultats des tests de résistance auxquels 51 grandes banques européennes ont pris part. La Banque a, par le biais des Joint Supervisory Teams, collaboré à tous ces travaux. Au niveau national, une attention particulière a été portée à la gestion de la crise dans le dossier Optima.

Au cours de l'année sous revue, les opérations de finalisation du cadre Bâle III se sont poursuivies, l'étape ultime consistant en une révision du calcul des actifs pondérés par le risque. Un accord définitif n'avait néanmoins toujours pas été atteint à la date de clôture du présent Rapport. La Commission européenne a émis des propositions d'adaptation du cadre réglementaire relatif aux exigences en fonds propres, afin de transposer des éléments importants des normes Bâle III à l'échelon européen. Enfin, en ce qui concerne la Belgique, la réglementation portant sur les options et discrétions nationales a été mise en conformité avec les attentes définies par la BCE en la matière et le champ d'application de la loi bancaire a été élargi aux sociétés de bourse. S'agissant de la mise en œuvre de la nouvelle réglementation, la préparation de la nouvelle norme comptable IFRS 9 a fait l'objet d'un suivi, de même que le respect des règles relatives à la politique de rémunération.

1. Cartographie du secteur et aspects opérationnels

1.1 Population et classification des banques belges selon les critères du MSU

En 2016, le paysage bancaire a vu disparaître huit établissements pour en comprendre 108 au total. Cette évolution reflète la consolidation progressive du secteur bancaire. Au début de 2012, la Belgique comptait encore 124 établissements de crédit actifs, dont 47 de droit belge. Dans le courant de 2016, 3 établissements de droit belge ont été retirés de la liste, deux en conséquence d'une fusion avec un autre établissement et un, à savoir Optima Banque, pour cause de faillite. L'entité mère de cette dernière, Optima Group, a à la même occasion été retirée de la liste des

compagnies financières. Deux succursales ressortant du droit d'un État non membre de l'EEE ont été transformées en succursales relevant du droit d'un État membre de l'EEE. L'inscription de ces nouvelles succursales EEE a été compensée par la suppression d'autres succursales, de sorte que leur nombre a au final baissé de deux unités.

La BCE exerce, par le biais du MSU, un contrôle direct sur tous les établissements considérés comme importants et est assistée en cela par les autorités nationales de contrôle. Celles-ci continuent à assurer le contrôle direct des entités de moindre importance de la zone euro (au nombre de 3 500 environ) en étant soumises à la surveillance (*l'oversight*) de la BCE. La BCE peut également contrôler directement des établissements de moindre importance lorsqu'une application cohérente de ses normes de contrôle le requiert.

TABLEAU 25 ÉVOLUTION DU NOMBRE D'ÉTABLISSEMENTS SOUS CONTRÔLE

	31-12-2015	31-12-2016
Établissements de crédit	116	108
De droit belge	37	34
Succursales relevant du droit d'un État membre de l'EEE	52	50
Succursales relevant du droit d'un État non membre de l'EEE	10	8
Compagnies financières	7	6
Groupes de services financiers	4	4
Autres établissements financiers ⁽¹⁾	6	6
Entreprises d'investissement	34	33
De droit belge	20	20
Succursales relevant du droit d'un État membre de l'EEE	12	11
Compagnies financières	2	2

Source : BNB.

(1) Filiales spécialisées d'établissements de crédit et établissements de crédit associés à un établissement central avec lequel ils constituent une fédération.

Tenant compte de ces éléments, la Banque a classifié la population bancaire belge en trois catégories :

- les « établissements importants » relevant du contrôle direct de la BCE : l'équipe de contrôle de la Banque allouée à un établissement de crédit (ou groupe bancaire) fait partie intégrante de l'équipe de surveillance conjointe (*Joint Supervisory Team – JST*) qui, sous la direction d'un coordinateur de la BCE et conformément aux règles de gouvernance du MSU, est en charge du contrôle de cet établissement (ou groupe bancaire) ;
- les « établissements de moindre importance » relevant du contrôle direct de la Banque : les équipes de contrôle de la Banque effectuent le contrôle de première ligne de ces établissements conformément aux règles et procédures établies par la BCE pour cette catégorie de banques. La BCE conclut des accords avec les autorités nationales de contrôle pour harmoniser ces contrôles autant que possible. Par ailleurs, lorsqu'elle élabore des instruments de contrôle pour cette catégorie d'établissements, la Banque examine à chaque fois si de tels instruments existent déjà à la BCE (par exemple pour le contrôle des établissements importants) et s'ils peuvent être appliqués avec la

TABLEAU 26 RÉPARTITION DES BANQUES BELGES SELON LES CRITÈRES DE CLASSIFICATION DU MSU

Établissements importants

Avec une entité mère belge

Argenta
AXA Banque Europe
Belfius
Degroof Petercam
Dexia
KBC (KBC Banque, CBC)

Avec une entité mère non belge relevant du MSU

BNP Paribas (BNP Paribas Fortis, Bpost banque)
Crédit Mutuel (Beobank, Banque Transatlantique)
ING (ING Belgium, Record Bank)
Banca Monte Paschi Belgio
MeDirect
Puilaetco Dewaay Private Bankers
Santander
Société Générale

Avec une entité mère ne relevant ni du MSU, ni du droit d'un État membre de l'EEE

Bank of New York Mellon

Établissements de moindre importance

Byblos Bank Europe
Datex, CKV
CPH
Crelan (Crelan, Europabank)
Dierickx, Leys & C°
ENI
Euroclear
Finaxis (ABK, Delen, Bank Van Breda)
Anbang (Anbang Holding, Banque Nagelmackers)
Shizuoka Bank
United Taiwan Bank
Van de Put & C°
VDK Spaarbank

Source : BNB.

- proportionnalité requise aux établissements locaux et spécialisés de plus petite taille ;
- les établissements qui ne ressortent pas du champ d'application du MSU : les succursales de banques relevant du droit d'un État non membre de l'EEE et les sociétés de bourse restent soumises au contrôle de la Banque selon les règles et procédures qu'elle a établies à cet effet conformément aux dispositions légales et réglementaires en la matière, en veillant toutefois à rester cohérent avec les règles et meilleures pratiques du MSU.

1.2 Aspects opérationnels

Gouvernance

La bonne gouvernance des établissements de crédit représente l'une des priorités du MSU, comme l'illustrent les enquêtes qu'il mène périodiquement sur l'ensemble du secteur et la grande importance qu'il accorde à la bonne gouvernance dans son processus de contrôle et d'évaluation prudentiels (*Supervisory Review and Evaluation Process, SREP*).

Le MSU a procédé à cet égard à une analyse thématique sur le fonctionnement des organes de gestion

des établissements importants, qui portait sur leur composition, leur fonctionnement ainsi que sur la qualité du flux d'informations et des débats de fond. L'analyse a également consisté à vérifier dans quelle mesure les établissements mettaient en œuvre une politique de gestion des risques et processus permettant de recenser, mesurer et suivre à tous les niveaux pertinents les risques qu'ils acceptent de prendre dans le cadre de leurs activités. Lors de ces travaux, les autorités de contrôle ne se sont pas uniquement basées sur des documents mais se sont aussi rendues sur place, par exemple en assistant en qualité d'observateur à une réunion du conseil d'administration de l'établissement. Les résultats de cette étude ont été comparés horizontalement, ce qui a permis une analyse des pratiques existantes au niveau belge en matière de gouvernance.

L'analyse thématique a fait apparaître qu'une bonne gouvernance ne dépend pas tant de la structure juridique, de la taille ou de la complexité de l'établissement que de l'efficacité des mécanismes concrets qu'il met en œuvre dans le domaine. Bien que le MSU ait constaté des progrès, de nombreuses améliorations sont encore possibles. Elles sont décrites dans l'encadré 9.

Encadré 9 – Principaux points d'attention en matière de gouvernance au sein des établissements importants

S'agissant de la gouvernance (composition, organisation et fonctionnement du conseil d'administration)

Composition du conseil d'administration

Le conseil d'administration doit avoir une taille adéquate : trop grande, elle entrave l'interactivité dans les débats ; trop restreinte, elle peut compromettre la composition diversifiée des comités spécialisés.

L'indépendance du conseil d'administration doit être renforcée.

La compétence du conseil d'administration doit être améliorée, au niveau tant collectif qu'individuel.

Un plan de suivi clair doit être élaboré.

Organisation et fonctionnement du conseil d'administration

Dans certains cas, la fréquence et la durée des réunions doivent être augmentées afin de s'assurer que tous les points et sujets à l'agenda du conseil d'administration soient discutés en détail.

Les documents relatifs aux points à l'ordre du jour doivent être mis à disposition quelques jours auparavant.

Les administrateurs doivent être plus étroitement associés à l'établissement de l'ordre du jour.

L'interaction entre le conseil d'administration et les comités doit être améliorée de façon à limiter l'asymétrie d'information entre membres.



Renforcement de la surveillance exercée par le conseil sur l'environnement de contrôle interne

La fonction de gestion des risques et les fonctions de contrôle doivent occuper une place adéquate dans la gouvernance de l'établissement de crédit.

Ces fonctions doivent avoir un accès direct au conseil d'administration et lui faire régulièrement rapport sur leurs activités.

Qualité et exhaustivité des informations

Les informations fournies au conseil d'administration doivent être plus claires et plus complètes. Lorsque des informations très détaillées sont données, elles doivent être précédées d'un résumé soulignant les points principaux. Les procès-verbaux des réunions doivent être suffisamment détaillés et refléter la dynamique des débats (questions et réponses).

L'agrégation de données ne doit pas porter préjudice à la clarté des informations fournies.

Qualité des débats et prise en compte d'une perspective de risque lors de la prise de décision

La qualité des débats en conseil d'administration, ainsi que la faculté du conseil d'administration de poser des questions en toute indépendance à la direction générale et de la surveiller, doivent être améliorées.

Le conseil d'administration doit mieux intégrer le facteur risque dans les débats stratégiques et démontrer que le conseil est en mesure de surveiller efficacement les fonctions de gestion et de contrôle des risques.

S'agissant du cadre d'appétence au risque (*risk appetite framework*, RAF)

Architecture du RAF

Le RAF doit définir le niveau de tolérance au risque pour les différents risques financiers et non financiers auxquels l'établissement est exposé.

Indicateurs du RAF

Les indicateurs de mesure du risque utilisés doivent être adaptés au modèle d'entreprise, à la taille et à la complexité de l'établissement.

Un équilibre doit être trouvé entre les indicateurs statiques et les indicateurs tenant compte d'une perspective d'avenir (comme par exemple les résultats des tests de résistance).

Le nombre d'indicateurs utilisés (entre 20 et 30) doit être adapté au profil de risque de l'établissement, et les indicateurs doivent être rassemblés dans un tableau suffisamment détaillé et clair.

Limites du RAF: nécessité d'une meilleure adéquation et d'un meilleur suivi des limites

Les limites doivent être déterminées à un niveau qui permette de gérer efficacement le risque.

La procédure d'escalade pour non-respect de la limite doit être mieux définie et décrite.

L'agrégation des données doit être revue lorsqu'elle constitue un obstacle à un processus de *reporting* efficace en cas non-respect des limites.

Gouvernance du RAF

Le RAF doit être intégré dans les processus de prise de décision de l'établissement, au même titre que le plan d'activité, la stratégie, le *planning* de solvabilité et de liquidité et la politique de rémunération.

Le conseil d'administration doit être étroitement associé au processus d'approbation et de surveillance du RAF.

RAF et stratégie

Le RAF doit être élaboré et utilisé de manière à faciliter les débats au sein de l'institution (au niveau du conseil d'administration, du comité de direction, de la fonction de gestion des risques, de l'audit interne,...).

Le RAF doit être étendu à toutes les entités et toutes les lignes d'activités (*business lines*).

Les principales conclusions concernant les établissements belges étaient qu'ils se classaient légèrement au-dessus de la moyenne pour la partie gouvernance, tout en ayant néanmoins obtenu de bonnes notes en matière d'organisation des conseils d'administration par rapport à d'autres établissements relevant du MSU. Les résultats relatifs au volet « cadre d'appétence pour le risque » restent juste en-dessous de la moyenne pour ce qui concerne en particulier les limites et la gouvernance du RAF.

Inspections

La hausse constatée en 2015 du nombre d'inspections sur place dans le secteur bancaire s'est poursuivie en 2016. Ces inspections visaient pour la plupart des établissements importants ressortant du contrôle de la BCE. Elles sont toujours confiées à des équipes d'inspecteurs mixtes, c'est-à-dire composées d'inspecteurs venant de différentes autorités de contrôle faisant partie du MSU.

Conformément aux priorités de contrôle fixées par la BCE, les inspections ont principalement porté sur les risques financiers encourus par les établissements et sur l'élaboration de leur modèle d'entreprise. Pour ce qui concerne les inspections ne relevant pas des compétences de la BCE, l'accent a été mis sur la prévention du blanchiment de capitaux et du financement du terrorisme, comme indiqué au chapitre F, paragraphe 2 de la partie « Réglementation et contrôle prudentiels » du présent rapport annuel.

Modèles internes

En 2016, les travaux se sont concentrés sur le contrôle des modèles internes relatifs à l'évaluation du risque de crédit dans le cadre du Pilier 1⁽¹⁾ et se sont plus particulièrement focalisés sur les modifications importantes apportées aux modèles déjà approuvés. De même, parallèlement au traitement de nouvelles demandes, plusieurs missions de suivi relatives à des modèles internes dans le cadre du Pilier 1 ont été menées. Les travaux concernant l'approbation d'un modèle interne relatif au risque de contrepartie méritent également d'être mentionnés et ce d'autant qu'il n'existe que peu d'autres exemples en la matière en Europe.

1.3 Faillite d'Optima Banque

Optima Financial Planners (OFF) a obtenu en 2011 un agrément bancaire à la suite de l'acquisition et de la

fusion avec Ethias Banque SA. Ce nouvel établissement de crédit a opéré sur le marché financier belge avec un plan d'entreprise qui visait à combiner, d'une part, des services de conseils à des clients aisés sur la base d'une analyse de leur patrimoine et d'accompagnement pour leurs d'investissements en immobilier, produits d'assurance et instruments financiers et, d'une part, l'offre de services bancaires classiques.

Optima Banque a débuté ses activités dans une période turbulente, en pleine crise de la dette souveraine, au moment où les banques devaient regagner la confiance des marchés et de leur clients (plans de restructuration, réduction (*deleveraging*) des bilans, retour sur les marchés locaux et à un plan d'entreprise simple) et où en outre tant la réglementation prudentielle que l'architecture du contrôle prudentiel étaient en pleine réforme.

Le dossier introduit en juillet 2011 par OFF auprès de la Banque notifiant celle-ci de son intention d'acquérir les actions d'Ethias Banque SA différait fondamentalement du dossier précédent de notification que la Commission bancaire, financière et des assurances (CBFA), qui était à l'époque encore l'autorité de contrôle compétente, avait rejeté en 2010. Après un examen approfondi de ce nouveau dossier ainsi que des différences entre celui-ci et le dossier présenté antérieurement à la CBFA, la Banque a estimé, le 9 novembre 2011, que les principaux domaines de préoccupations que la CBFA avait soulevés avaient été clarifiés de manière satisfaisante dans le nouveau dossier et qu'il ne subsistait plus d'éléments bloquant pour s'opposer à l'acquisition par OFF des actions d'Ethias Banque SA. Sur certains points, la Banque avait toutefois exprimé des conditions et points d'attention sur lesquels la nouvelle banque issue de la fusion était tenue de travailler.

Comme pour toute entité nouvelle qui connaît une phase de démarrage au cours de laquelle l'organisation doit être affinée et les synergies des entités fusionnées réalisées, la Banque a également accordé à Optima Banque une période transitoire pour rationaliser la banque issue de la fusion autour de son nouveau plan d'entreprise. En contrepartie, Optima Banque était soumise à un « *monitoring* » intensif au cours de cette première phase. La Banque a veillé à cet égard au respect des conditions d'agrément auxquelles

(1) Le cadre de Bâle pour le contrôle des banques comprend trois piliers. Le Pilier 1 concerne les exigences de capital. Le Pilier 2 concernant le contrôle prudentiel et l'évaluation par laquelle le contrôleur peut adapter les exigences de capital en fonction du profil de la banque. Le Pilier 3 a pour objet un renforcement de la discipline de marché grâce à une augmentation de la communication d'informations provenant des banques.

tout établissement de crédit doit répondre, ainsi qu'au respect des conditions et des points d'attention qui avaient été formulés lors de l'octroi du *nihil obstat*.

Cette surveillance a conduit par la suite la Banque à constater que la structure organisationnelle issue de la fusion était limitée et qu'il subsistait un écart entre, d'un côté, les attentes prudentielles de la Banque et les annonces de l'établissement et, de l'autre côté, une mise en œuvre rigoureuse de celles-ci en pratique. En 2013, la Banque a dès lors mené une inspection dont l'objet était d'examiner l'organisation du réseau de vente et d'évaluer le fonctionnement des fonctions de contrôle indépendantes (*compliance*, gestion des risques et audit interne). À l'issue de cette inspection, l'organisation a reçu sur les différents points examinés la note « insatisfaisant », ce qui a donné lieu à un nombre important de recommandations à criticité élevée.

Un autre point d'attention important concernait l'évolution de la rentabilité, qui s'annonçait nettement moins favorable que les résultats réalisés antérieurement par OFP et les chiffres budgétés lors de la fusion. Il s'avérait que les hypothèses formulées dans le dossier de notification quant à l'évolution des commissions d'intermédiation en immobilier et en instruments d'assurance ne se concrétisaient que dans une bien moindre mesure que prévu dans le nouveau contexte économique-financier, et avec d'autant plus de difficultés que la réputation d'Optima Banque avait été écornée par les révélations, au début de 2012, sur son conflit avec les autorités fiscales, le tout dans un contexte où les coûts s'avéraient plus importants que budgeté.

À partir de juillet 2013, la Banque a enjoint à Optima Banque de procéder, à la lumière d'une évaluation globale de l'ensemble des risques auxquels elle était soumise, en sus des minima de fonds propres réglementaires, à la constitution de coussins/*buffers* de fonds propres supplémentaires (communément appelés coussins Pilier 2) afin de couvrir notamment les pertes attendues pour les douze mois à venir. En 2014, sur l'insistance de la Banque, Optima Banque a non seulement réduit ses positions de risque, mais aussi procédé à une augmentation de capital de 4,4 millions d'euros. Outre l'incapacité générale d'Optima Banque à assurer la rentabilité de son modèle d'entreprise, quelques décisions de gestion spécifiques peu judicieuses ont aussi été prises, entraînant des coûts élevés. Il en est ainsi allé de la décision de proposer, au quatrième trimestre de 2013, le compte d'épargne « Premium », qui offrait un taux de loin supérieur aux conditions du marché, provoquant un afflux de dépôts beaucoup plus important que prévu, lequel a généré une marge d'intérêt lourdement négative.

Au début de 2014, étant parvenue à la conclusion qu'Optima Banque ne réussirait pas par ses propres moyens à se remettre sur les rails, tant sur le plan organisationnel que financier, la Banque a demandé à l'établissement de se trouver d'urgence un partenaire externe expérimenté. Elle a par ailleurs imposé une série de mesures de redressement sur le plan aussi bien de la solvabilité (renforcement du capital) que de la rentabilité (maîtrise des coûts) et de la liquidité (maintien de la liquidité du bilan).

Au cours de la seconde moitié de 2014, la situation d'Optima Banque a été évaluée à plusieurs reprises.

Ayant constaté qu'Optima Banque n'avait pas pleinement mis en œuvre les mesures qu'elle avait requises et n'avait pas davantage trouvé de partenaire, la Banque a fini par décider que l'établissement devait mettre en œuvre plusieurs options prévues dans son plan de redressement, à savoir cesser d'octroyer des prêts, céder son portefeuille de crédits et arrêter la collecte de nouveaux dépôts, et ce sans délai, et non, comme Optima Banque l'avait elle-même annoncé dans un communiqué de presse, à partir de 2015.

La Banque a envisagé à cet égard différents scénarios (retrait immédiat de l'agrément, démantèlement progressif), pour en conclure qu'un démantèlement progressif était préférable si l'on voulait protéger les déposants, les créanciers et les employés. L'expérience de la crise financière avait en effet enseigné que la résolution de problèmes au sein d'une banque par le biais d'une réduction poussée du levier d'endettement dans des conditions contrôlées pouvait donner de meilleurs résultats qu'une liquidation immédiate impliquant une vente forcée et souvent à perte des actifs.

Dès ce moment, la Banque a accordé une attention prioritaire à la liquidité de l'établissement de crédit. Jusque-là, Optima Banque avait toujours été assez liquide, en tout cas dans une perspective de « *going concern* ». Cependant, une fois le démantèlement d'une banque annoncé, sa liquidité doit être analysée dans une optique de « *gone concern* », c'est-à-dire en examinant le nombre d'actifs liquides dont dispose l'établissement pour couvrir les dépôts à rembourser aux clients en cas de liquidation.

À la demande de la Banque, Optima Banque a défini une procédure de résolution progressive, prévoyant que les éléments d'actif tels que les crédits seraient dénoncés de façon ordonnée ou cédés à d'autres banques et qu'il serait graduellement mis fin à la détention de dépôts de clients. Afin de garantir le bon déroulement

du démantèlement, Optima Banque a procédé au début de 2015, sur requête de la Banque, à une nouvelle augmentation de capital de sept millions d'euros, et l'actionnaire principal s'est porté personnellement garant pour 20 millions d'euros, ce qui permettait de combler un éventuel déficit de liquidité à l'issue de la résolution, y compris en cas de situation de concours. Il était prévu que l'agrément bancaire serait maintenu jusqu'à l'apurement intégral des engagements envers les déposants.

À la lumière de la réduction progressive du portefeuille de crédits et de la durée de certains prêts, et en vue du redémarrage ultérieur d'Optima Banque, la Banque a autorisé Optima Banque en août 2015 à récolter des fonds en quantité limitée, mais exclusivement auprès de contreparties professionnelles à même d'analyser la situation spécifique d'Optima Banque et son futur plan d'entreprise et de fixer des conditions de financement correctes. La Banque a toutefois constaté, à la mi-octobre 2015, dans le cadre de son analyse du reporting de liquidité d'Optima Banque, que des fonds avaient été recueillis auprès d'entités ne pouvant être qualifiées de contreparties professionnelles. La Banque a signifié à Optima Banque que de telles opérations n'étaient pas conformes aux conditions qu'elle avait posées et a empêché toute nouvelle levée (ou renouvellement de levée) de fonds auprès de telles entités.

Le «*run-off*» contrôlé s'est déroulé comme prévu : les crédits ont été réduits, passant de 213 à 24 millions d'euros entre septembre 2014 et mars 2016 (Optima Banque a en outre, à quelques exceptions près, pu céder les crédits à leur valeur comptable), et les dépôts ont diminué de 665 à 87 millions d'euros au cours de la même période.

Au début de 2016, la Banque a analysé de nouvelles informations dans le cadre de l'évaluation du plan qu'Optima Banque avait présenté en vue d'un redémarrage en tant que société de bourse. Cette analyse a suscité des suspicions de graves irrégularités, qu'une inspection ultérieure a confirmées. Il s'est notamment avéré que l'actionnaire principal avait mis sur pied des montages occultes et complexes afin de faire transiter par Optima Group et le pôle immobilier des flux de liquidités pour les soustraire à Optima Banque sans contrepartie réelle en faveur de cette dernière. La Banque a jugé que, compte tenu de la situation précaire de l'établissement et des pertes qui s'y accumulaient, la mise en œuvre de telles pratiques au détriment de la banque était de nature à porter gravement atteinte à sa liquidité s'il n'y était pas mis fin. Eu égard à ces constats, la relation de confiance entre la Banque et Optima Banque a été rompue en 2016.

Compte tenu de la gravité des faits et de cette rupture de relation de confiance, la Banque a dû constater que les

administrateurs et la direction de la banque n'étaient plus en mesure d'assurer eux-mêmes une résolution ordonnée des activités bancaires. Dans ce contexte et afin de parvenir, dans la mesure du possible, à une telle résolution, la Banque a procédé, le 13 mai 2016, à la désignation d'un commissaire spécial présent sur place en permanence avec une équipe et habilité à s'opposer à toute transaction qui irait à l'encontre des décisions de la Banque.

Confrontée à ces constatations, la direction d'Optima Banque a déclaré, au début de mai 2016, qu'Optima Banque renonçait volontairement à son agrément comme établissement de crédit ainsi qu'à son ambition de devenir une société de bourse. L'actionnaire principal s'est alors engagé à accorder à Optima Banque, à titre de réparation, un prêt subordonné de 10,8 millions d'euros (à verser pour le 15 juillet au plus tard) afin d'assurer la résolution ordonnée des activités bancaires.

La presse s'est faite l'écho, au début du mois de juin, des problèmes rencontrés par Optima Banque, suscitant des inquiétudes, en l'absence de communication proactive par l'établissement lui-même. Entre-temps, les irrégularités constatées avaient elles aussi hypothéqué la perspective d'un redémarrage sur la base d'un agrément autre que bancaire, de sorte qu'un passif social menaçait de venir s'ajouter au déficit de liquidité.

Afin d'éviter un retrait massif de dépôts et d'assurer l'égalité de traitement des créanciers en situation de concours, il a été décidé de ne plus exécuter de paiements sortants, à moins que l'actionnaire principal apporte la preuve qu'il pourrait respecter ses engagements. En l'absence de tout début de preuve en la matière, la direction de la banque a décidé le 8 juin 2016 de suspendre le remboursement des déposants.

Lorsqu'il s'est avéré que l'on ne trouverait pas les moyens suffisants pour sauver la banque, et l'actionnaire principal ayant failli à respecter ses engagements, la direction d'Optima Banque est parvenue à la conclusion que les conditions d'une faillite étaient réunies. En conséquence, le conseil d'administration d'Optima Banque a déposé le bilan le 14 juin 2016. Le tribunal de commerce de Gand a prononcé la faillite en date du 15 juin 2016.

Dans le cadre de ses responsabilités vis-à-vis des établissements de moindre importance, la Banque a informé de manière systématique le MSU au sujet de l'évolution de la position financière d'Optima Banque et des mesures de redressement exigées.

La Banque a prévenu les autorités en charge du Système belge de Garantie des Dépôts (SGD) qu'Optima ne pourrait pas rembourser ses déposants et

le SGD a remboursé les dépôts garantis des clients d'Optima Banque.

Durant la phase finale du dossier Optima Banque, l'on a également vérifié dans quelle mesure la résolution d'Optima Banque relevait de l'autorité belge de résolution, à savoir le Collège de résolution de la Banque. En effet, comme le prévoit la loi bancaire, le Collège de résolution a été consulté à la fin du mois de mai 2016 afin de déterminer si Optima Banque satisfaisait ou non à la première condition de résolution, à savoir si elle se trouvait en défaillance avérée ou prévisible. Le Collège de résolution a rejoint l'analyse selon laquelle Optima Banque rencontrait cette première condition de résolution et a dès lors dû juger de la mesure dans laquelle les deux autres conditions nécessaires au déclenchement d'une procédure de résolution étaient également remplies. Une telle procédure ne peut en effet être ouverte que si trois conditions sont réalisées simultanément: 1) l'établissement est en situation de défaillance avérée ou prévisible; 2) il n'existe aucune autre mesure qui puisse empêcher sa défaillance; et 3) la résolution de l'établissement concerné est conforme à l'intérêt général. En concertation avec le Conseil de Résolution Unique, ainsi que le prévoit le règlement MRU, il a été décidé qu'Optima Banque ne satisfaisait pas aux trois conditions. Ainsi, l'on a considéré que la troisième condition n'était pas remplie parce qu'une résolution ne serait pas conforme à l'intérêt général. Ce jugement s'est appuyé sur une série de critères prévus par la loi. Le Collège de résolution a en outre informé le tribunal de commerce compétent pour le prononcé de la faillite d'Optima Banque qu'aucune procédure de résolution de l'établissement ne serait enclenchée, permettant ainsi au tribunal de prononcer la faillite.

Le Parlement fédéral a décidé en juillet 2016 de charger une Commission d'enquête d'établir les causes de la faillite d'Optima Banque. Le Gouverneur et le Gouverneur honoraire de la Banque ont été entendus le 21 septembre 2016 et, sur requête de la Commission d'enquête, la Banque a ouvert une data room où toutes les pièces relevantes relatives au contrôle qu'elle a exercé ont été mises à disposition. La Commission d'enquête a indiqué qu'elle envisage de publier son rapport d'ici la fin du mois de mars 2017.

2. Contrôle dans le cadre du mécanisme de surveillance unique

2.1 Priorités de contrôle pour 2017 et évaluation des risques

Durant l'exercice sous revue, qui constitue la deuxième année complète de son fonctionnement, le MSU s'est

concentré sur les défis principaux du secteur bancaire recensés dans le cadre de son analyse de risques. Les circonstances macro-économiques détériorent sensiblement la rentabilité future des établissements de crédits. La faible croissance économique n'est pas propice à la progression de l'activité et elle s'est accompagnée ces dernières années, dans certains pays, d'une augmentation substantielle des défauts de crédit. La faiblesse des taux d'intérêt exerce en général une pression sur les marges d'intérêts. La concurrence de nouveaux entrants dans le marché (*FinTech*) apporte aux banques certaines opportunités en matière d'extension d'activités mais aussi une pression concurrentielle supplémentaire. Dans ces conditions, le MSU s'attend à ce que les banques adaptent leur modèle d'entreprise. Il s'est fixé comme priorité de mettre au point des méthodologies et des outils mieux à même d'analyser la rentabilité des banques relevant du MSU et leur capacité à s'adapter pour maintenir un niveau de rentabilité en ligne avec le coût du capital tout en conservant un niveau de risque acceptable. Il a préparé plus particulièrement une analyse thématique des modèles d'entreprise qui commencera en 2017 et qui permettra de mieux déceler les faiblesses des banques en matière de rentabilité et de jauger l'adéquation des mesures qu'elles prendront dans le cadre de leur plan stratégique.

Le niveau excessif de crédits non performants (*non performing loans*) est l'un des facteurs importants influant sur la rentabilité de certaines banques européennes et leur capacité à soutenir l'économie réelle. À ce sujet, le MSU a élaboré des normes détaillées et exhaustives portant sur une gestion adéquate de ces crédits et a demandé à certaines banques de présenter un plan concret de réduction du volume de leurs crédits non performants. Quant à l'adéquation de la couverture des risques crédits, il a également lancé une analyse thématique sur la préparation des établissements de crédit à l'application de la norme comptable IFRS 9 qui entrera en vigueur en 2018 et qui influencera sensiblement le volume des provisions pour crédits.

En matière d'adéquation du capital, le MSU a soumis, dans le cadre de l'exercice bisannuel de l'ABE, la majorité des banques qu'il contrôle à un test de résistance (*stress test*) permettant de vérifier leur capacité de résilience à des situations de crise. Les résultats de cet exercice ont été utilisés dans l'évaluation SREP (*Supervisory Review and Evaluation Process* – Processus de contrôle et d'évaluation prudentiels) de 2016.

2.2 Orientations du MSU sur les crédits non performants

Un nombre considérable de banques européennes présentent des ratios de crédits non performants relativement

élevés qui ont une forte incidence sur leur rentabilité ainsi que sur leur capacité à rencontrer les exigences en capital et, dès lors, pèsent aussi sur leur capacité à octroyer des crédits à l'économie réelle.

Consciente de la nécessité de restaurer la qualité des actifs des banques européennes, la BCE avait déjà procédé en 2014 à une évaluation complète qui a justifié une augmentation de la couverture des portefeuilles de crédits de nombreuses banques et qui l'a poussée à intensifier davantage ses travaux sur les crédits non performants.

Compte tenu de leur volume important et persistant dans certaines banques européennes, le traitement approprié des crédits non performants est resté une priorité pour la BCE. Les réduire nécessite la mise en œuvre de différents instruments et de diverses politiques. Cette réduction peut se heurter toutefois à différents obstacles, comme notamment les vulnérabilités touchant la solvabilité de certaines banques et l'absence de marché secondaire développé pour ce type de crédits. L'inefficacité et la longueur des procédures juridiques de recouvrement des créances et les coûts y afférant constituent aussi des freins importants

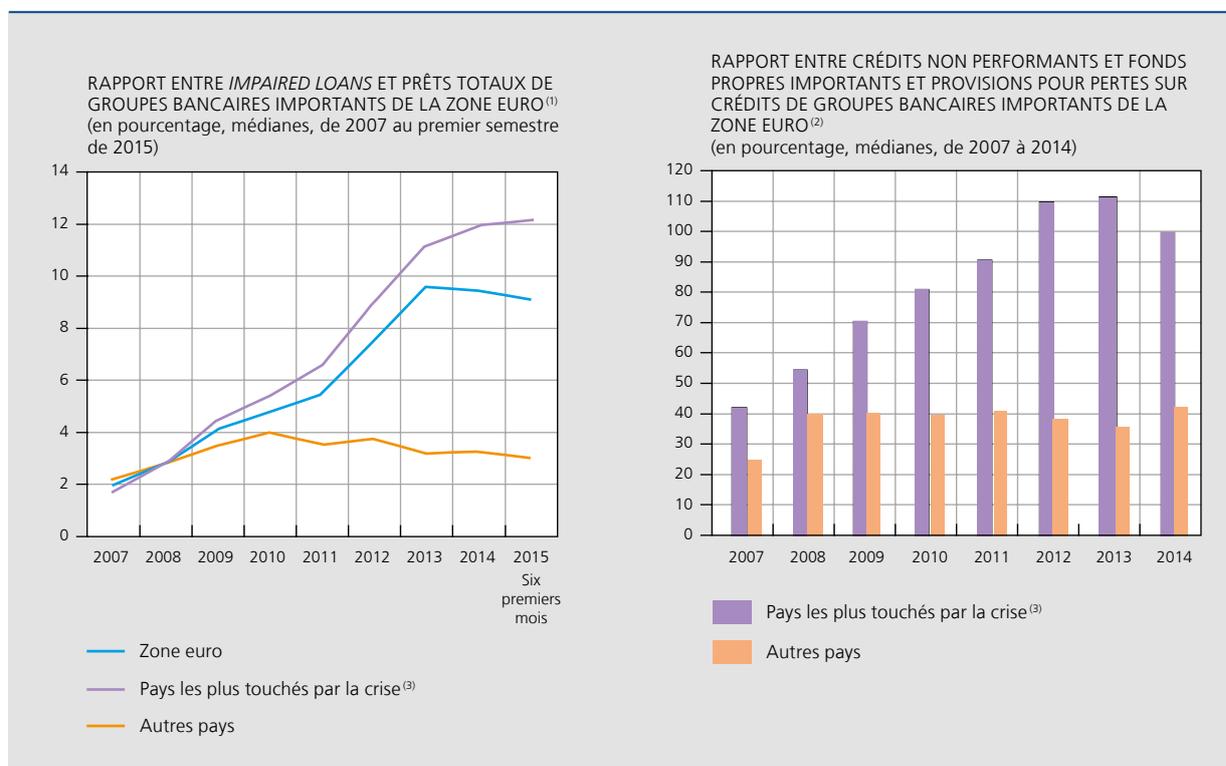
dans la mesure où ils contribuent à réduire significativement la valeur de ces créances. Les difficultés qu'éprouvent les États membres à établir des structures de défaillance permettant d'accueillir ces créances depuis l'introduction de la BRRD limitent également le développement du marché secondaire des crédits non performants et, de manière générale, l'assainissement du secteur bancaire.

Ces contraintes ne doivent toutefois pas empêcher les établissements de crédit de prendre des mesures adéquates pour gérer au mieux leur portefeuille de crédits non performants. C'est dans ce cadre que la BCE a défini ses lignes directrices en la matière⁽¹⁾. En application du principe de proportionnalité, elles s'adressent en priorité aux établissements présentant un ratio de crédits non performants élevé, c'est-à-dire au-dessus de la moyenne des banques de la zone MSU.

Les lignes directrices demandent aux établissements de crédit de définir des stratégies crédibles pour traiter leur portefeuille de crédits non performants dans le but de les

(1) Projet de lignes directrices de la BCE en matière de crédits non performants (septembre 2016)

GRAPHIQUE 104 CRÉDITS NON PERFORMANTS DE GROUPES BANCAIRES IMPORTANTS



Source : BCE.

(1) Données publiques relatives à 55 groupes bancaires importants.

(2) Données publiques relatives à 60 groupes bancaires importants.

(3) Les pays les plus touchés par la crise sont Chypre, la Grèce, l'Irlande, l'Italie, le Portugal, la Slovénie et l'Espagne.

réduire progressivement. Cette stratégie doit inclure les objectifs quantitatifs à atteindre par portefeuille en matière de niveau de crédits non performants; un plan détaillé des options à mettre en œuvre, telles que des amortissements complémentaires des créances concernées: l'octroi de certaines concessions temporaires aux clients, comme le report de paiements: la saisie et la réalisation des actifs reçus en garantie: la vente du portefeuille à des investisseurs ou à des structures de défaillance: la titrisation des créances. Ces mesures doivent être adaptées à la nature des portefeuilles, au plan financier de la banque et, évidemment, au cadre juridique et au système judiciaire applicables.

L'établissement de crédit doit prévoir les ressources financières suffisantes, notamment en termes de capital disponible, pour mener à bien sa stratégie de réduction des crédits non performants et adapter son plan financier en conséquence. Enfin, il doit se doter d'une organisation appropriée pour le traitement des crédits non performants et se doter notamment de départements internes responsables exclusivement de leur traitement.

Les lignes directrices de la BCE clarifient également les attentes du régulateur par rapport au recensement et à l'évaluation des crédits non performants ainsi qu'aux politiques d'amortissement lorsque les réglementations ou recommandations existantes ne disent rien ou sont peu spécifiques sur ces sujets, et ce en vue de limiter les divergences de pratiques en Europe.

Bien qu'il s'agisse de lignes directrices non contraignantes pour les établissements de crédit, elles serviront de normes pour juger de l'adéquation de la stratégie et de l'organisation mise en place par chacun des établissements pour la gestion de leur portefeuille de crédits. Les écarts par rapport à ces lignes directrices devront dès lors être justifiés par les établissements de crédit.

Par ailleurs, la BCE a demandé à un certain nombre d'établissements de crédit présentant un taux de crédits non performants particulièrement élevé de lui soumettre formellement pour début 2017, en tant que partie intégrante de la décision SREP, un plan de réduction du volume de ces crédits. De ces établissements, la BCE espère un plan à la fois crédible et très ambitieux dans la mesure où il est indispensable pour assurer leur viabilité à terme. Ces plans seront examinés par la BCE et devront être ajustés si nécessaire. La BCE suivra de près leur mise en œuvre.

2.3 Méthodologie SREP et résultats

En 2016, les établissements de crédit relevant du MSU ont fait l'objet d'une nouvelle évaluation SREP sur la base de

la méthodologie développée par le MSU en 2015 et en tenant compte de nouveaux éléments décrits ci-dessous.

D'une part, les groupes bancaires relevant du MSU ont été soumis à un exercice de tests de résistance (*stress test*) harmonisé sur la base de leur situation à la fin de 2015 (cf. Encadré 10 ci-après). Le MSU a tenu compte de ces résultats dans ses décisions SREP pour faire en sorte que les groupes bancaires de la zone euro disposent de suffisamment de capital pour traverser une crise économique.

D'autre part, le MSU a dû revoir la méthodologie retenue en 2015 en ce qui concerne la détermination des exigences dites de pilier II, pour tenir compte des clarifications apportées par la Commission européenne et l'ABE concernant la législation européenne et visant à assurer une approche harmonisée au niveau européen. En conséquence, les ajustements suivants ont été apportés à la méthodologie SREP:

- la calibration des exigences au titre du pilier 2 a été ajustée par rapport à 2015 en excluant de ces exigences la part du coussin de conservation de fonds propres qui n'était pas encore applicable en vertu des législations nationales transposant la quatrième directive sur les exigences de fonds propres (CRD IV)⁽¹⁾. Cette partie de coussin avait été incorporée en 2015 dans l'exigence au titre du pilier 2 afin d'assurer une demande en capital constante durant la période transitoire courant jusqu'à la fin de 2018 et un traitement équivalent entre les groupes bancaires de la zone euro sachant que, dans certains pays, le législateur avait choisi de ne pas se ménager une période transitoire pour appliquer ce coussin;
- les exigences au titre du pilier II sont restées exprimées en termes de CET 1 mais le MSU a également fixé une exigence SREP en termes de capital total égale à 3,5% des actifs pondérés par les risques (*risk-weighted assets*, RWA) venant s'ajouter à l'exigence en termes de CET 1. Cette nouvelle exigence permet de veiller à ce que, conformément à la législation européenne, l'insuffisance d'éléments de *tier 1* et de *tier 2* par rapport au minimum prévu par la réglementation européenne soit comblée par des éléments de CET 1 d'un montant équivalent;
- en ce qui concerne la prise en compte des résultats des tests de résistance (*stress tests*), le MSU s'est concentré essentiellement sur les pertes en capital CET 1 dues au scénario dit «*adverse*». Comme c'est déjà le cas dans d'autres pays européens, notamment au Royaume-Uni, le MSU a décidé de ne pas intégrer les résultats des

(1) Directive 2013/36/UE du Parlement européen et du Conseil du 26 juin 2013 concernant l'accès à l'activité des établissements de crédit et la surveillance prudentielle des établissements de crédit et des entreprises d'investissement, modifiant la directive 2002/87/CE et abrogeant les directives 2006/48/CE et 2006/49/CE.

test des résistance dans l'exigence au titre du pilier II mais de les utiliser pour fixer un objectif (dit « *Pillar II Guidance* ») en termes de montant de capital CET 1. La *Pillar II Guidance* a été établie dans le but de veiller à ce qu'en cas de crise sévère, le ratio CET 1 reste supérieur à la somme de 5,5 % de CET 1 et du montant de coussin de fonds propres systémique pour les banques qualifiées de groupes systémiques au niveau mondial tel que défini par le FSB.

Les banques concernées sont invitées à tenir compte de cette *Pillar 2 Guidance* dans leurs prévisions de capital et de la respecter en temps normal dans la mesure où ce montant est considéré comme nécessaire pour leur permettre de faire face à une période de crise et peut, comme les coussins de fonds propres, être utilisé durant une telle période.

Contrairement à l'exigence au titre du pilier 2, la *Pillar 2 Guidance* vient en surplus du niveau de CET 1 nécessaire pour couvrir les exigences de coussin de fonds propres. Le non-respect de cet objectif n'entraîne pas de mesures prudentielles mécaniques telles que la rétention de dividendes, de rémunération variables ou de paiement de coupons sur instruments de fonds propres complémentaires applicables en cas de non-respect des exigences de coussin de fonds propres. En cas de non-respect de la *Pillar 2 Guidance*, la banque concernée devra informer son

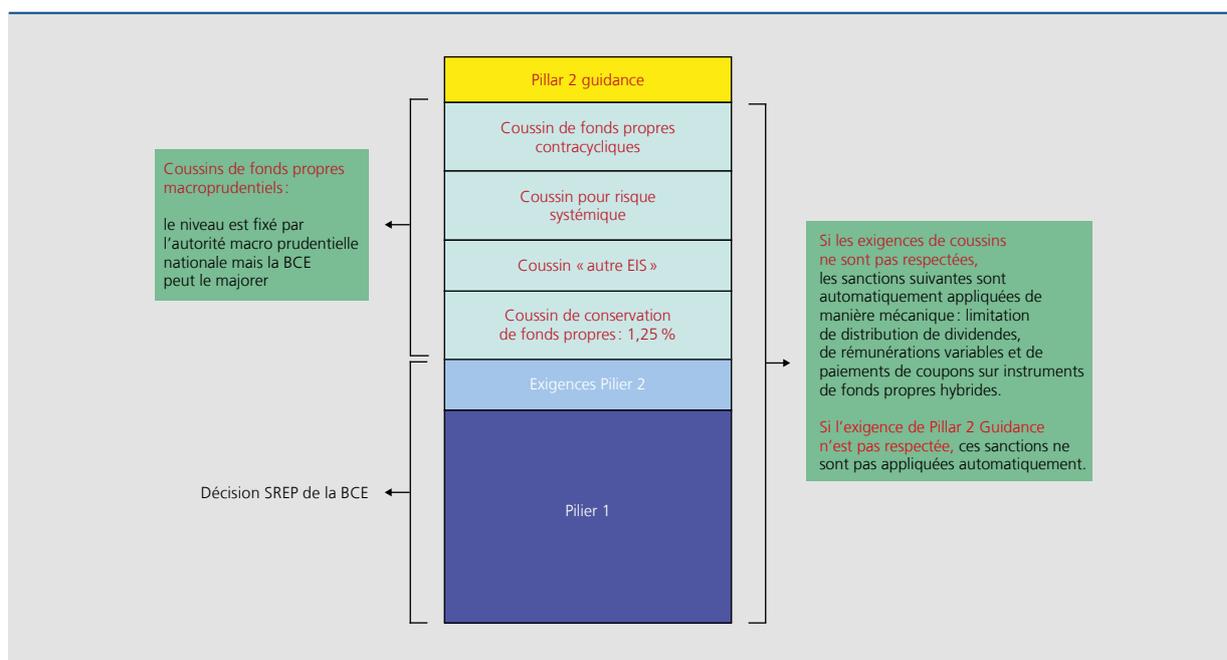
contrôleur prudentiel et le MSU décidera de mesures prudentielles en tenant compte des circonstances spécifiques.

Lorsqu'elle a introduit cette *Pillar 2 Guidance* dans la méthodologie, la BCE a également tenu compte du fait que les exigences au titre du pilier 2 fixées en 2015 incluaient déjà partiellement les effets d'un test de résistance adverse. Elle a donc globalement ajusté la calibration de ces exigences à la baisse pour limiter le double comptage entre les exigences au titre du pilier 2 et la nouvelle *Pillar 2 Guidance*.

En ce qui concerne les banques relevant du MSU, l'effet principal de ces diverses mesures a été de diminuer les exigences au titre du pilier 2, qui sont passées en moyenne de 3,1 % à 2 % des actifs pondérés par les risques applicables en 2016, et se sont rapprochées des niveaux d'exigences au titre du pilier 2 imposées aux banques européennes ne relevant pas du MSU.

Cela a eu pour effet corollaire de réduire de 10,3 % en 2016 à 8,4 % pour 2017 le seuil de ratio CET1 (dit seuil de déclenchement du montant maximum distribuable), seuil qui, s'il n'est pas respecté par l'établissement, implique l'obligation de limiter le paiement de dividendes, de rémunération variables ou de coupons sur instrument de fonds propres complémentaires. Le risque pour les investisseurs en instruments de fonds propres dans les banques

GRAPHIQUE 105 STRUCTURE DES EXIGENCES EN FONDS PROPRES EN TERMES DE CET1



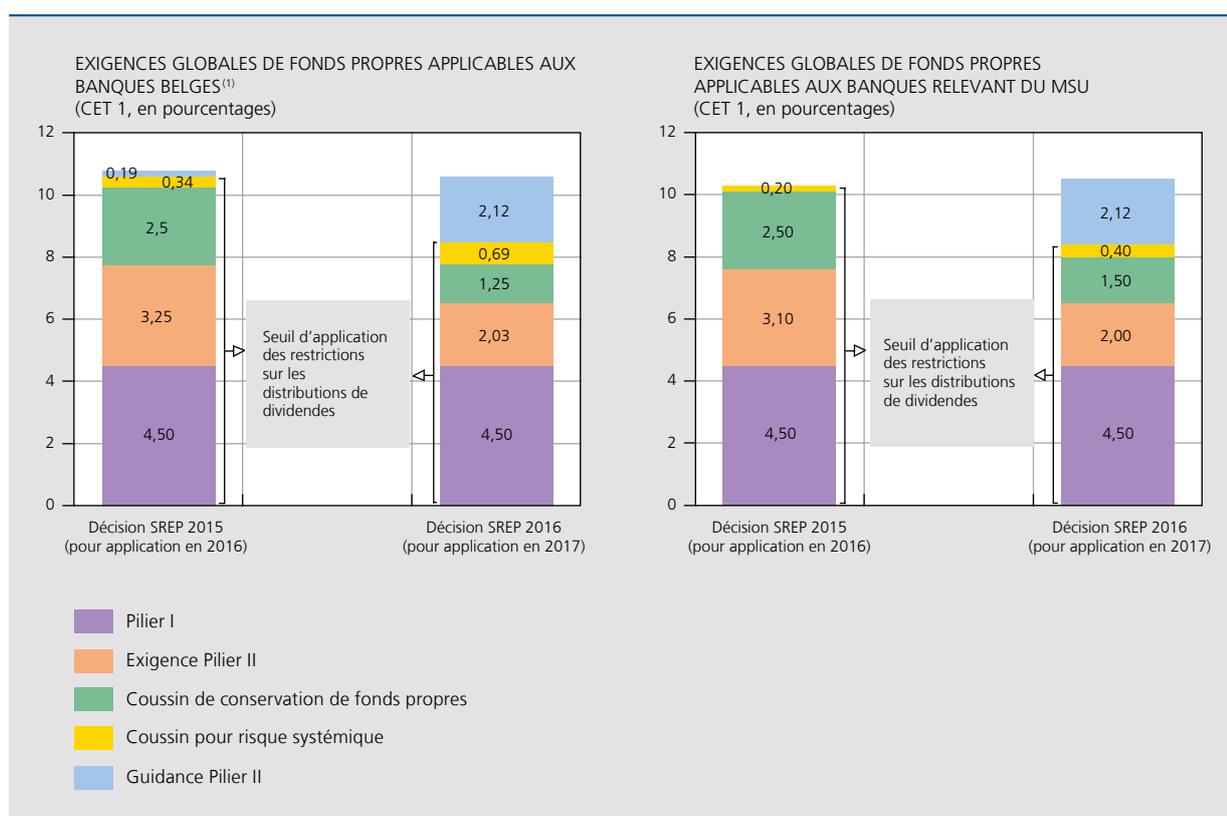
Source : BNB.

relevant du MSU est dès lors devenu plus modéré par rapport à 2016, ce qui devrait faciliter l'accès au marché des capitaux et la reprise des activités bancaires.

Cette baisse des exigences au titre du pilier 2 a toutefois été compensée en moyenne par l'introduction de la *Pillar 2 Guidance*, ce qui permet de s'assurer que la demande de capital CET 1 soit en pratique maintenue relativement constante en 2017 par rapport à 2016 et que la nouvelle méthodologie n'implique pas en tant que telle une diminution de la capacité de résistance du secteur bancaire.

L'évolution est similaire en ce qui concerne les banques belges contrôlées par le MSU, avec une diminution des exigences au titre du pilier II de 3,25 % en 2016 à 2,03 % en 2017 en moyenne, et un abaissement du seuil de déclenchement du montant minimum distribuable de 10,6 % à 8,5 % en 2017. La demande totale de capital en termes de *ratio* CET 1 se réduit par contre légèrement de 10,8 % à 10,6 % compte tenu de la *Pillar II Guidance*. Cette légère diminution reflète l'amélioration du profil de risque de certaines banques belges durant l'année 2016.

GRAPHIQUE 106 ÉVOLUTION DU MONTANT ET DE LA STRUCTURE DES EXIGENCES DE FONDS PROPRES CET1



Sources : BCE, BNB.

(1) Moyenne non pondérée des banques considérées comme importantes, y compris BNP Paribas Fortis et ING Belgique, mais excluant Dexia.

Encadré 10 – Test de résistance des banques européennes en 2016

Conformément à la réglementation européenne, l'ABE a coordonné en 2016 un test de résistance auquel ont participé 51 grandes banques européennes, dont 37 établies dans des pays membres du MSU et relevant de la surveillance directe de la BCE. Deux de ces établissements sont établis en Belgique: Belfius Banque et Groupe KBC⁽¹⁾.

Tout comme les précédents, le test de résistance mené à l'échelle européenne en 2016 avait pour objectif de fournir aux autorités de contrôle, aux banques et aux acteurs du marché un cadre analytique commun permettant de comparer et d'évaluer la capacité de résistance de grandes banques et du système bancaire de l'Union européenne aux chocs économiques néfastes. Le test de résistance comprenait un scénario de base et un scénario défavorable, tous deux à un horizon de trois ans (2015-2018). Les hypothèses concernant les variables macro-économiques dans le scénario de base correspondaient aux prévisions de la Commission européenne à l'automne de 2015. Le scénario défavorable, conçu par le CERS, était un scénario hypothétique reflétant les risques systémiques considérés comme représentant les menaces les plus importantes pour la stabilité du secteur bancaire de l'Union européenne⁽²⁾. Comme le scénario défavorable du test de résistance était hypothétique, les incidences estimées de ce scénario ne doivent pas être assimilées à des prévisions de la rentabilité des banques. Par ailleurs, les résultats ne tiennent pas compte des éventuelles réactions de banques face aux chocs, puisque le test se basait sur l'hypothèse d'un bilan statique. Les résultats du test de résistance peuvent néanmoins servir utilement d'instrument d'analyse pour évaluer la résistance des bilans bancaires aux chocs spécifiques considérés.

Contrairement au test de résistance mené à l'échelle de l'Union européenne en 2014, celui de 2016 ne comporte pas de seuil réussite/échec relatif au ratio de fonds propres de base de catégorie 1 (CET 1-ratio) estimé dans le scénario défavorable. Le test de 2016 a plutôt été conçu pour servir d'"input" essentiel au SREP, qui permette également de tenir compte des mesures de gestion à des fins d'atténuation des risques ainsi que de la dynamique potentielle des bilans, avec pour principal objectif de définir les recommandations en matière de fonds propres dans le cadre du pilier 2.

Le graphique ci-dessous établit une comparaison entre le ratio CET 1 moyen des banques belges (Belfius et KBC) et les banques relevant du MSU au début et à la fin de l'horizon du test de résistance, dans le scénario de référence et dans le scénario défavorable.

Les banques belges occupaient une bonne position de départ par rapport à l'échantillon de grandes banques relevant du MSU ayant pris part au test de résistance. Au début du test, leurs ratios CET1 s'élevaient en moyenne à 15,4 %, ce qui contraste favorablement avec la valeur de départ moyenne de 13,0 % du ratio CET1 de l'échantillon de banques relevant du MSU. Les banques belges et de la zone euro affichaient également de meilleurs ratios de solvabilité de départ que lors du test de résistance réalisé en 2014.

Dans le scénario de base, le ratio CET1 des banques belges a augmenté en moyenne de 1,2 point de pourcentage entre 2015 et 2018, alors que celui des banques relevant du MSU progressait en moyenne de 0,6 point de pourcentage au cours de la même période. Les deux hausses étaient en grande partie attribuables aux pronostics macro-économiques et financiers favorables émis par la Commission européenne pour la Belgique et la zone euro, ainsi qu'à plusieurs hypothèses méthodologiques de l'ABE (le scénario de base n'incluait par exemple pas de choc de risque de marché pour les positions « disponible à la vente » (*available-for-sale*) et « option de la juste valeur » (*fair value option*)).

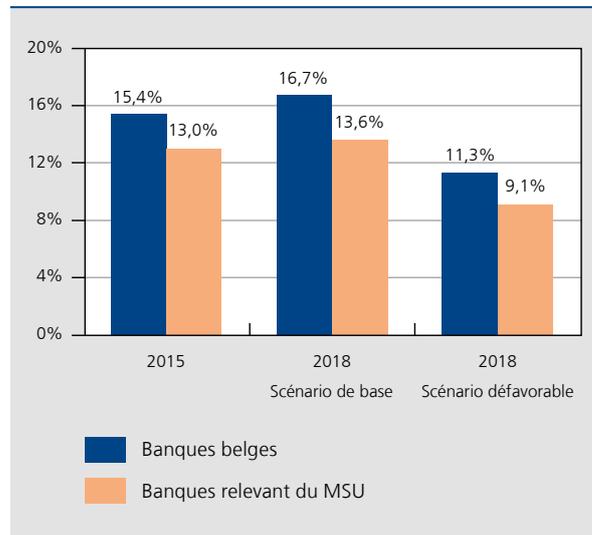
(1) ING Belgique et BNP Paribas Fortis, filiales de groupes bancaires étrangers, ont pris part au test de résistance par le biais de leurs maisons-mères. Leurs résultats ne sont donc pas consolidés dans la moyenne belge reproduite dans le graphique.

(2) Pour de plus amples informations sur les scénarios de base et les scénarios défavorables en Belgique et dans l'Union européenne, le lecteur se référera au rapport macroprudentiel 2016 de la Banque nationale de Belgique (pp. 14-16).



RATIO CET 1 MOYEN

(en pourcentage)



Sources : BCE, BNB.

Le scénario défavorable a eu une incidence globalement similaire sur les banques belges et les banques relevant du MSU : entre la fin 2015 et la fin 2018, leurs ratios CET1 ont baissé de respectivement 4,1 et 3,9 points de pourcentage. Dans les deux cas, la chute brutale des ratios CET1 était due à une récession très sévère simulée par le CERS qui allait, en Belgique et dans la zone euro, notamment de pair avec une réduction notable du PIB, une forte croissance du chômage, un recul prononcé des prix de l'immobilier et un relèvement des taux d'intérêt, ainsi qu'avec un accroissement des écarts de taux (*spreads*).

Compte tenu de leurs ratios CET1 de départ et du fléchissement estimé de ceux-ci dans le scénario défavorable, les ratios estimés des banques belges à la fin de 2018 dans le scénario défavorable s'élevaient en moyenne à 11,3 %, s'établissant ainsi bien au-dessus du ratio moyen de 9,1 % atteint par les banques relevant du MSU. Les positions de départ plus avantageuses des banques belges et leurs résultats au test de résistance de 2016 reflètent également au moins en partie les ajustements que ces banques ont opérés depuis 2014, en ce compris le renforcement de leur situation en matière de fonds propres, la réduction de leurs dettes, la diminution des risques liés à leur activité de base ainsi que des actifs hérités de la crise (« *legacy assets* »). Ce dernier volet avait lourdement pesé dans les résultats de ces banques lors du test de résistance de 2014.

Dans l'ensemble, les résultats des deux plus grandes banques belges ayant directement pris part au test de résistance de 2016 démontrent une amélioration de leur capacité de résistance aux chocs depuis 2014. Il s'agit là d'une évolution bienvenue dans un environnement qui constitue néanmoins toujours un défi pour la rentabilité des banques européennes.

3. Aspects réglementaires

3.1 Réglementation internationale

Le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire a poursuivi durant l'année sous revue ses travaux sur la finalisation du cadre Bâle III par des réformes des normes réglementaires applicables au secteur bancaire. Depuis la crise financière mondiale en 2008, cet organe international de concertation entre autorités de contrôle bancaire et banques centrales a constamment œuvré à l'élaboration et à la concrétisation d'un cadre de normes solides destinées à renforcer les coussins de fonds propres et de liquidité des banques, coussins qui s'étaient avérés insuffisants durant la crise.

Les normes déjà finalisées et progressivement mises en place faisant partie de cette réglementation mettaient l'accent sur le renforcement de la capacité d'absorption des chocs des coussins de fonds propres des banques, l'instauration de coussins macroprudentiels supplémentaires, l'instauration de normes en matière de liquidité et l'instauration d'un ratio de levier. La clef de voûte de ces réformes concernant le dénominateur du cadre Bâle III est cependant la révision du calcul du dénominateur du ratio de fonds propres pondérés par les risques pour les banques, c'est-à-dire les actifs pondérés par les risques. La réglementation bancaire actuelle permet au secteur bancaire de faire appel à des modèles internes pour le calcul des risques de crédit, de marché et opérationnels liés à ses expositions et à ses activités. Ces modèles génèrent des actifs pondérés par les risques pour lesquels la banque est tenue de détenir un pourcentage minimum en fonds propres réglementaires. Durant la crise, un certain nombre de questions ont été soulevées concernant la transparence, la comparabilité et la complexité des méthodes de calcul de ces actifs pondérés par les risques, et notamment sur le rôle des modèles internes en la matière. Par conséquent, afin d'accentuer la comparabilité et de prévenir un usage abusif des modèles internes, le Comité de Bâle travaille sur une nouvelle approche hybride revoyant à la baisse leur utilisation pour des portefeuilles et des risques considérés comme difficilement modélisables et les soumettant à des modalités plus strictes dans le cas de portefeuilles et de risques se prêtant mieux à la modélisation. Il a été convenu que cette approche hybride ne peut pas déboucher sur une augmentation considérable des exigences de fonds propres pour les banques faisant dûment usage de ces modèles internes.

Concrètement, le cadre prévoit la réforme des méthodes de calcul du risque de crédit. L'approche par modèle interne ne peut plus être utilisée que pour les

expositions en actions et elle ne peut plus servir qu'à estimer la probabilité de défaut (*probability of default*) de crédits consentis à des établissements financiers et à des grandes entreprises non financières. Elle ne pourrait donc plus être utilisée pour estimer d'autres paramètres permettant de définir les actifs pondérés par les risques, tels que la perte et l'exposition en cas de défaut (*loss given and exposure at default*). Par ailleurs, la réglementation devrait prévoir des niveaux minima pour les paramètres générés par les modèles internes, ainsi qu'une révision de l'approche standard du calcul des exigences de fonds propres pour risques de crédit, laquelle attribuerait des pondérations de risque qui sont plus sensibles aux risques sous-jacents.

Les modèles internes ne devraient plus davantage pouvoir être encore utilisés pour calculer les exigences de fonds propres liées aux risques opérationnels.

Enfin, la réglementation finalisée devrait prévoir l'instauration d'un niveau minimum (appelé « *output floor* ») d'exigences de fonds propres calculées au moyen d'un modèle interne, lequel devrait au moins représenter un pourcentage encore à déterminer des exigences de fonds propres définies par le Comité de Bâle et calculées par le biais des approches standard.

Avec l'achèvement de cette réforme des méthodes de calcul des actifs pondérés par les risques, le Comité devrait ainsi parvenir au terme de l'agenda de réformes dans lequel il s'était engagé après la crise financière mondiale. Compte tenu de leur incidence sur les exigences de fonds propres de certaines banques et du climat économique actuel, la transposition des différentes normes qui ont été élaborées devrait être très progressive. Un accord global au niveau international n'avait toujours pas pu être atteint à la date de clôture du présent Rapport.

La restauration de la crédibilité des modèles internes et la réduction des disparités non justifiées apparaissant dans leurs résultats ont également constitué l'un des objectifs du MSU. Le fait que des risques semblables fassent l'objet d'une évaluation de risque divergente suscite également des inquiétudes au sein du MSU. Au début de 2016, la BCE a donc lancé un projet dans ce domaine, le « *Targeted Review of Internal Models* » (TRIM). L'objectif du projet TRIM est de renforcer la crédibilité, l'adéquation et la pertinence des modèles internes. Pour l'atteindre, le TRIM va harmoniser le contrôle sur les modèles internes et, par la suite, réaliser des inspections ciblées des modèles internes de risque les plus pertinents. Durant l'année sous revue, le TRIM s'est centré sur deux thèmes : l'harmonisation du contrôle au travers de l'élaboration d'attentes et de techniques d'inspection uniformes en matière de modèles de

risque de crédit, de marché et de contrepartie, et la conduite d'analyses portant sur les aspects qualitatifs des modèles de risque de crédit. En ce sens, ce projet constitue la clef de voûte des réformes visant à améliorer les méthodes de calcul des fonds propres réglementaires des banques.

Le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire a par ailleurs publié au mois d'avril 2016 de nouvelles normes relatives au risque de taux d'intérêt dans le « *banking book* ». Ces normes⁽¹⁾ remplacent les « *Principles for the management and supervision of interest rate risk* » édictés par le Comité de Bâle en 2004.

L'adaptation du cadre relatif au risque de taux d'intérêt dans le « *banking book* » a été justifiée par des changements intervenus depuis 2004 dans le marché ainsi qu'en matière de contrôle prudentiel, et en particulier par l'environnement actuel de taux bas, étant donné qu'une faiblesse persistante comme une hausse brusque des taux représentent d'importants défis pour le secteur bancaire. Le but de cette adaptation du cadre est, entre autres, d'améliorer et d'harmoniser la détection, la mesure, la gestion et l'évaluation du risque de taux d'intérêt dans le « *banking book* » et, d'autre part, de veiller à ce que les établissements disposent de fonds propres en suffisance pour pouvoir supporter des pertes découlant de ce risque. Le Comité de Bâle a toutefois jugé que le risque de taux d'intérêt dans le « *banking book* » était trop hétérogène pour que l'on puisse parvenir en la matière à une harmonisation et une standardisation suffisantes à l'échelle internationale. Ce risque demeure donc comme auparavant un risque dit de pilier 2, par rapport auquel les banques, en fonction de leur propre situation, peuvent se voir imposer des exigences de fonds propres supplémentaires sur une base individuelle.

Parmi les principales adaptations par rapport au cadre de 2004, citons :

- Des orientations plus spécifiques relatives à la gestion et à la mesure du risque de taux d'intérêt dans le « *banking book* », notamment en ce qui concerne les hypothèses comportementales à prendre en compte (par exemple pour le livret d'épargne et les comptes courants auprès des banques belges) et l'élaboration d'une série de scénarios de chocs de taux d'intérêt devant être considérés comme un minimum.
- Une exigence plus large et plus spécifique de divulgation de certains paramètres quantitatifs, sur base des scénarios précités, ainsi que de certaines informations

qualitatives, afin d'améliorer la consistance, la transparence et la comparabilité.

- Une approche standard adaptée pour la mesure et la gestion du risque de taux d'intérêt dans le « *banking book* », approche que les banques peuvent adopter volontairement ou qui peut leur être imposée par l'autorité de contrôle compétente.
- Une approche plus ferme s'agissant des banques « *outliers* » prévoyant que les établissements pour lesquels l'incidence négative des scénarios de chocs de taux d'intérêt appliqués dépasse 15 % des fonds propres de Tier 1 fassent l'objet d'une enquête complémentaire et/ou soient obligés de prendre des mesures complémentaires ou de relever leur niveau de fonds propres.

Le nouveau cadre entrera en vigueur à partir de 2018. L'ABE adapte pour l'instant les orientations du mois de mai 2015⁽²⁾, afin qu'elles soient conformes au nouveau cadre de Bâle. Actuellement, le MSU examine aussi comment adapter la méthodologie relative au risque de taux d'intérêt dans le « *banking book* » pour en assurer la conformité avec ce nouveau cadre et pour le compléter, là où le Comité de Bâle a laissé certaines libertés, en vue d'assurer une approche prudentielle améliorée et mieux harmonisée du risque de taux d'intérêt.

Enfin, la Commission européenne a émis au cours de l'année sous revue des propositions de mise à jour du CRR et de la CRD IV. Ces propositions d'amendement seront discutées au Parlement européen et au Conseil européen en 2017. Elles visent à mettre en œuvre dans le contexte européen, avec quelque peu de retard, d'autres éléments importants de la réglementation Bâle III. Elles tiennent compte dans la transposition des normes de Bâle des spécificités du contexte européen. Premièrement, le ratio de levier, qui impose une exigence de niveau minimum de fonds propres basé sur la taille des actifs et une partie des postes hors bilan d'une banque, a été introduit en tant que ratio contraignant. Il vient compléter le ratio de fonds propres pondérés par les risques et vise à éviter que les banques ne recourent à un financement par endettement excessif. Le ratio de levier avait déjà été mis en place à titre de ratio d'observation. Deuxièmement, la Commission européenne propose que, pour la seconde norme de liquidité Bâle III également, le ratio de financement stable net (*net stable funding ratio*, NSFR) soit instauré à titre contraignant auprès des banques européennes. Ce ratio oblige les banques à prévoir suffisamment de sources de financement stables pour couvrir les actifs peu ou non liquides qu'elles détiennent dans leur bilan. Troisièmement, ces amendements contiennent également des propositions pour l'instauration des nouvelles méthodes de calcul du Comité de Bâle relatives aux exigences de fonds propres pour risque de marché et de contrepartie servant à la détermination du ratio de fonds propres pondérés par

(1) CBCB « *Standards for Interest rate risk in the banking book* », 12 avril 2016.

(2) EBA/GL/2015/08, Guidelines on the management of interest rate risk arising from non-trading activities, 22 mai 2015.

les risques. La nouvelle méthodologie relative au risque de marché entraîne un changement fondamental d'approche, en imposant des exigences accrues face aux positions risquées présentes dans les portefeuilles commerciaux risqués des banques.

Outre la mise en œuvre de ces éléments de la réglementation Bâle III, les amendements envisagés au CRR et à la CRD IV englobent aussi des mesures visant à réduire la charge que représentent les obligations de reporting et de publication pour les établissements de petite taille. La Commission européenne reste, d'autre part, attachée au maintien de normes réglementaires moins complexes pour

ces établissements afin que la réglementation bancaire soit plus proportionnelle.

Les propositions comprennent également des ajustements de l'approche Pilier 2 des autorités de contrôle et fixe les modalités des exigences de TLAC pour les EISm (G-SIB's)⁽¹⁾.

Enfin, comme expliqué dans l'encadré 11, le traitement des risques souverains ou liés à des expositions sur des pouvoirs publics reste soumis à un regard critique.

(1) Cf. chapitre B, paragraphe 1.2 de la partie « Réglementation et contrôle prudentiels » du présent Rapport annuel.

Encadré 11 – Initiatives internationales relatives aux risques souverains

La crise bancaire et les problèmes de solvabilité qu'elle a provoqués pour certains pays à l'intérieur et à l'extérieur de l'Union européenne démontrent que les expositions sur des pouvoirs publics ne sont pas toutes par essence sans risque. Historiquement, les pouvoirs publics ont souvent subi des tensions financières avant, pendant ou après les crises bancaires. Lors de tensions, les liens entre banques et pouvoirs publics peuvent souvent servir d'élément amortisseur et stabilisateur au travers de différents canaux et sous différentes formes, mais ils risquent également de provoquer une spirale négative auto-entretenu – aussi appelée « *sovereign-bank nexus* » – pouvant entraîner d'importantes conséquences financières et macroéconomiques, des risques systémiques et une instabilité financière.

Les mesures prises par le passé avaient avant tout pour objectif de renforcer la pérennité fiscale des pouvoirs publics. Les récentes réformes de la réglementation financière ainsi que le renforcement interne prévu dans le régime de résolution et de la réglementation Bâle III applicable aux banques visent quant à elles à accroître la capacité de résistance des différents acteurs du système financier. Il reste cependant à voir si ces mesures suffiront à refléter les risques internes liés notamment aux expositions des établissements de crédit sur des pouvoirs publics et sur le secteur public au sens large, et à diminuer ainsi le risque de contagion mutuelle.

En 2015, le CERS⁽¹⁾ a publié un rapport concernant la réglementation en vigueur relative aux risques souverains et un groupe de travail européen⁽²⁾ s'est penché en 2016 sur le traitement des exigences de fonds propres et de liquidité imposées aux banques et aux entreprises d'assurance pour couvrir leurs expositions souveraines et sur les pouvoirs publics.

Se basant sur des recherches académiques et des analyses conceptuelles et empiriques, le Comité de Bâle est également en train de mener une étude approfondie sur les sources et les canaux du risque souverain dans le secteur bancaire. De plus, il évalue et fait l'inventaire des réglementations existantes et juge, à l'aune de leurs mérites, les options politiques envisageables afin de modifier le cadre réglementaire actuel. Cet exercice poussé couvre le périmètre des entités du secteur public, en ce compris les administrations centrales, les banques centrales, les administrations régionales, les administrations locales et les entités de droit public. Les acteurs financiers utilisent les expositions sur des entités du secteur public à des fins de gestion de liquidité, de limitation du risque de crédit, d'évaluation des actifs, d'intermédiation et de placement. Lors de l'élaboration d'éventuels remaniements, le Comité tient donc compte de considérations diverses telles que le rôle important mais hétérogène joué par les expositions sur les pouvoirs publics sur le secteur bancaire, les marchés financiers et l'économie au sens large,

(1) Rapport du CERS sur le traitement réglementaire des expositions sur les emprunteurs souverains, mars 2015.

(2) EFC-High Level Working Group on the Regulatory Treatment of Sovereign Exposures (Groupe de travail à haut niveau sur le traitement réglementaire des expositions souveraines).



l'opérationnalisation de la politique monétaire, de la politique budgétaire, et d'autres aspects qui sont pertinents pour la stabilité financière. Jusqu'ici aucune proposition réglementaire concrète n'a toutefois émergé.

Enfin, il convient de signaler une initiative récente, prise à la requête du CERS, qui consiste à analyser la faisabilité et les avantages et inconvénients de l'émission d'obligations garanties par un « pool » diversifié d'obligations d'Etat européennes.

3.2 Réglementation belge

Le CRR compile l'ensemble des règles qui s'appliquent de manière harmonisée à toutes les banques européennes (*single rulebook*). Ce Règlement comprend toutefois aussi un nombre important d'options et de mesures de discrétion nationales, qui peuvent être mises en œuvre par l'autorité locale de contrôle compétente ou, dans certains cas et à titre temporaire, par l'État membre européen lui-même. Dans le cadre d'un exercice d'harmonisation de l'utilisation de ces mesures de discrétions nationales au sein du MSU, la BCE -en sa qualité d'autorité de contrôle compétente- a décidé en 2016 d'une utilisation univoque de ces options et mesures de discrétions pour les banques relevant de sa surveillance directe et a promulgué un règlement BCE spécifique à ce sujet⁽¹⁾.

La Banque a publié un Règlement modificatif⁽²⁾ destiné à mettre le règlement du 4 mars 2014 relatif à ces mesures de discrétions en conformité avec les règles de la BCE. Dans un esprit d'harmonisation et d'égalité de traitement, l'ancien règlement spécifique de la Banque⁽³⁾ imposant en Belgique des exigences de liquidité plus sévères aux établissements de crédit a ainsi été abrogé à partir du mois d'octobre 2016. La Banque a également profité de cette occasion pour défendre le maintien des pouvoirs discrétionnaires concernant la

limitation des expositions sur les maisons-mères et filiales étrangères, tant pour les établissements importants que pour ceux qui le sont moins, et ce compte tenu du fait que des expositions trop importantes peuvent complexifier une résolution efficace de situations problématiques et en attendant la finalisation de l'Union Bancaire européenne et, en particulier, l'entrée en vigueur de son troisième pilier concernant le Système européen de garantie des dépôts.

À l'automne de 2016, la BCE a lancé en collaboration avec les autorités nationales compétentes un projet similaire concernant les modalités de ces options pour les établissements de moindre importance. La réglementation belge connaîtra une nouvelle adaptation en 2017 dès que les résultats de ce projet seront connus.

Au cours de l'année sous revue, le cadre légal applicable aux entreprises d'investissement a également été adapté. La loi bancaire, telle que modifiée par la loi du 25 octobre 2016 relative au statut et au contrôle des sociétés de bourse et portant des dispositions diverses, comporte désormais un nouveau Livre XII reprenant les dispositions applicables aux sociétés de bourse⁽⁴⁾.

Cette nouvelle architecture permet de tenir compte à la fois, d'une part, de la répartition des compétences entre la Banque et la FSMA, telle qu'elle existe depuis la réforme dite « *Twin Peaks* », et de la particularité voulant que les règles applicables aux sociétés de bourse diffèrent de celles concernant les sociétés de gestion de portefeuille et de conseil en investissement et, d'autre part, du fait que les exigences applicables aux sociétés de bourse se rapprochent de celles applicables aux établissements de crédit.

En termes de contenu, la volonté du législateur a été de ne pas modifier le régime prudentiel applicable aux sociétés de bourse et de maintenir les spécificités propres au régime existant de contrôle des sociétés de bourse. Les modifications en termes de contenu sont limitées à la transposition des nouvelles exigences européennes de nature prudentielle introduites par les directives CRD IV et, pour partie, MiFID II⁽⁵⁾, ainsi que les dispositions des directives FICOD⁽⁶⁾ et BRRD⁽⁷⁾.

(1) Règlement BCE n° 2016/445 du 14 mars 2016 relatif à l'exercice des options et pouvoirs discrétionnaires prévus par le droit de l'Union.

(2) Règlement du 26 juillet 2016 de la Banque nationale de Belgique modifiant le règlement du 4 mars 2014 de la Banque nationale de Belgique relatif à la mise en œuvre du règlement (UE) n° 575/2013.

(3) Règlement du 2 juin 2015 relatif à la liquidité des établissements de crédit.

(4) Cette modification est allée de pair avec l'adoption d'une seconde loi du 25 octobre 2016 relative à l'accès à l'activité de prestation de services d'investissement et au statut et au contrôle des sociétés de gestion de portefeuille et de conseil en investissement qui contient les dispositions relatives aux entreprises d'investissement en général (définition de la notion de service d'investissement, publication obligatoire de listes d'entreprises d'investissement agréées, dénominations protégées, ...) et abroge la loi du 6 avril 1995 relative au statut et au contrôle des entreprises d'investissement.

(5) *Market in Financial Instruments Directive*: Directive 2014/65/UE du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers. Ce texte comporte pour les entreprises d'investissement (dont les sociétés de bourse) des dispositions concernant l'accès à l'activité (agrément), le contrôle de l'actionariat et le droit de libre établissement dans les États membres de l'Espace économique européen.

(6) *Financial Conglomerates Directive*: Directive 2002/87/UE du 16 décembre 2002 concernant la supervision complémentaire des établissements de crédit, entreprises d'assurance et entreprises d'investissement faisant parti d'un conglomérat financier.

(7) La directive BRRD n'est applicable qu'aux sociétés de bourse dont l'agrément couvre les services d'investissement de négociation pour compte propre et de prise ferme d'instruments financiers et/ou de placement d'instruments financiers avec engagement ferme (article 2, paragraphe 1^{er}, points 3 et 23).

Pour des raisons de proportionnalité, la loi distingue plusieurs catégories de sociétés de bourse (en plus de la catégorie des sociétés de bourse « systémiques »), auxquelles sont attachées des exigences organisationnelles différentes. Il s'agit des sociétés de bourse de petite taille, des sociétés de bourse d'importance significative et des autres sociétés de bourse (les sociétés de bourse qui ne répondent pas aux critères des deux autres catégories). La plupart des vingt sociétés de bourse agréées sont des sociétés de bourse de petite taille. Une seule société de bourse répond aux critères quantitatifs définissant les sociétés de bourse d'importance significative.

Les critères permettant de déterminer si une société de bourse est d'importance significative sont différents de ceux applicables aux établissements de crédit (cf. encadré 12). L'exigence de constitution d'un comité des risques et d'un comité d'audit dans les plus petites sociétés de bourse, souvent de taille familiale, est apparue comme disproportionnée. C'est pourquoi la loi opère une distinction supplémentaire au sein des sociétés de bourse qui ne sont pas d'importance significative, basée sur le montant des titres de clients reçus en dépôt.

Encadré 12 – Les trois catégories de sociétés de bourse dans la loi bancaire et les exigences en matière de gouvernance

1° Sociétés de bourse d'importance significative⁽¹⁾

Sont visées les sociétés de bourse qui atteignent ou dépassent plus d'un des trois seuils quantitatifs suivants⁽²⁾ :

- nombre moyen de salariés de 250 personnes sur l'ensemble de l'exercice concerné :
- total bilanciel de 43 millions d'euros :
- chiffre d'affaire net annuel de 50 millions d'euros.

La Banque peut décider sur la base de critères qualitatifs qu'une société de bourse doit être considérée comme étant d'importance significative.

L'obligation de constituer un comité de direction est instaurée tout en étant assortie d'une possibilité de dérogation en fonction de la taille et du profil de risques de la société de bourse. L'article 504 de la loi bancaire prévoit l'établissement, au sein de l'organe légal d'administration, de 4 comités distincts (comité d'audit, comité des risques, comité de rémunération et comité de nomination). Tout comme pour les établissements de crédit, il peut être tenu compte de l'organisation mise en place au sein d'un groupe pour accorder des dérogations à ces obligations⁽³⁾.

Ce régime correspond à celui applicable aux établissements de crédit d'importance significative.

2° Autres sociétés de bourse

Sont visées les sociétés de bourse qui atteignent ou dépassent au maximum un des 3 seuils quantitatifs mentionnés au point 1° et dont le total des instruments financiers de clients reçus en dépôt est supérieur ou égal à 5 milliards d'euros.

L'obligation de constituer un comité de direction est instaurée mais reste assortie d'une possibilité de dérogation en fonction de la taille et du profil de risques de la société de bourse. L'obligation de constituer un comité d'audit et un comité des risques au sein de l'organe légal d'administration est assortie de la possibilité d'autoriser un

(1) Une société de bourse d'importance systémique, reconnue comme telle, est considérée comme d'importance significative pour l'application des exigences en matière de gouvernance.

(2) Cf. l'article 486 de la loi bancaire. Ces critères figuraient déjà dans la loi du 6 avril 1995. La loi du 6 avril 1995 prévoyait déjà qu'il pouvait être tenu compte de l'intégration de la société de bourse concernée dans un groupe financier comptant un comité d'audit et/ou un comité de rémunération au niveau du groupe.

(3) La loi du 6 avril 1995 prévoyait déjà qu'il pouvait être tenu compte de l'intégration de la société de bourse concernée dans un groupe financier comptant un comité d'audit et/ou un comité de rémunération au niveau du groupe.



comité d'audit et des risques unique. Ceci correspond au régime applicable aux établissements de crédit qui ne sont pas d'importance significative en application de l'article 3, 30° b) de la loi bancaire. Tout comme pour les établissements de crédit, il peut être tenu compte de l'organisation mise en place au sein d'un groupe pour accorder des dérogations à ces obligations.

3° Sociétés de bourse de petite taille

Sont visées les sociétés de bourse qui atteignent ou dépassent au maximum un des 3 seuils quantitatifs mentionnés au point 1° et dont le total des instruments financiers de clients reçus en dépôt est inférieur à 5 milliards d'euros durant 2 exercices comptables consécutifs.

Il n'y a pas d'obligation de constituer un comité de direction ni d'obligation de constituer les comités précités au sein de l'organe légal d'administration. Ce régime correspond au régime antérieurement applicable sous la loi du 6 avril 1995 aux sociétés de bourse de petite taille. Dans la plupart des cas, il s'agit de sociétés de bourse familiales sans présence de personnes externes.

La Banque peut toutefois définir une société de bourse de petite taille comme autre société de bourse sur la base de critères qualitatifs, avec les conséquences que cela entraîne sur le plan des obligations en matière de gouvernance.

Dans la pratique, seules les sociétés de bourse répondant aux critères des sociétés de bourse de petite taille pourront être constituées sous les formes de SPRL et/ou de société en commandite. Seule cette catégorie de société de bourse n'a en effet ni l'obligation de constituer un comité de direction ni de constituer un comité d'audit, et sera donc en mesure de concilier les exigences de gouvernance applicables à une SPRL ou une société en commandite.

3.3 Reporting, comptabilité et gouvernance

En matière de gouvernance, de comptabilité et de reporting, trois sujets méritent d'être mis en évidence pour l'année 2016, à savoir le suivi de la mise en œuvre de la nouvelle norme comptable *International Financial Reporting Standards 9* (IFRS 9), l'utilisation des normes IFRS pour le reporting prudentiel et les développements en matière de rémunération.

Étude d'incidence de la norme IFRS9

La norme IFRS 9, *Instruments Financiers*, qui remplacera la norme IAS 39 à partir de 2018⁽¹⁾, aura une forte incidence sur les comptes des établissements de crédit. IFRS 9 doit surtout remédier à l'effet communément appelé « *too little too late* » du modèle de pertes encourues utilisé au titre de la norme IAS 39 via le passage vers un modèle de pertes attendues. Ce dernier est plus conforme aux exigences prudentielles. Le principal effet attendu de cette

norme est une augmentation des provisions pour risque de crédit. Soucieuse de promouvoir une mise en application robuste et cohérente de la norme IFRS 9 au sein de l'Union européenne mais également d'anticiper d'éventuelles répercussions sur les fonds propres, l'ABE a lancé en avril 2016 une première étude d'incidence qualitative et quantitative de cette norme portant sur un échantillon de banques représentatives du marché européen. Les résultats de cette étude à laquelle la Banque a participé et qui est indépendante de l'endossement d'IFRS 9 par l'Union européenne – ont été publiés par l'ABE sur son site sur une base agrégée.

Les principaux constats peuvent être résumés comme suit :

- Les plus petites banques sont à un stade moins avancé du projet, compte tenu notamment de moindres ressources disponibles ;
- Tous les organes relevant intéressés au projet ne sont pas encore systématiquement impliqués ;
- Les institutions interrogées comptent pour la plupart capitaliser au maximum sur les définitions, les données, les systèmes et les modèles déjà utilisés dans le

(1) Sous réserve des adaptations apportées par l'International Accounting Standards Board (IASB) à la norme IFRS 4 (Contrats d'assurance) et permettant le report de l'application de la norme au-delà de 2018 pour certaines entreprises d'assurance.

cadre de la gestion des risques de crédit et du suivi réglementaire ;

- Si beaucoup de participants envisagent d’effectuer un calcul en parallèle (*parallel run*), celui-ci sera limité, vu le peu de temps entre la finalisation de l’installation du projet IFRS9 et l’application de la norme ;
- La disponibilité et la qualité des données sont les principaux défis rapportés par les banques participantes qui devront recourir à différentes sources d’informations tant internes qu’externes ;
- Dans l’ensemble, l’incidence du volet « Classement et évaluation » (*classification and measurement*) des instruments financiers d’IFRS9 devrait être plus limitée que celle du modèle de dépréciation fondé sur les pertes de crédit attendues (*expected loss impairment model*) ;
- L’interprétation de certains concepts clés tels que la notion d’augmentation significative du risque de crédit, représente en soi un défi et doit encore être finalisée.

Pour chacun de ces constats, l’ABE formule un certain nombre de recommandations à l’attention du secteur qui, avec ses orientations sur l’évaluation et la comptabilisation des pertes de crédit attendues, dans la lignée de celles du Comité de Bâle, devraient permettre d’accompagner les établissements de crédit européens vers une mise en œuvre de haute qualité de la norme.

L’ABE observe également que les banques participantes étaient encore à un stade précoce du projet au moment de l’enquête et ont dû, par conséquent, procéder à des simplifications non négligeables afin de fournir les estimations demandées. Une seconde étude d’incidence sera donc lancée début 2017.

La BCE a par ailleurs étendu le questionnaire de l’ABE à une sélection d’établissements de crédit de moindre importance et a entamé une étude thématique de la mise en œuvre de la norme IFRS 9 par les établissements de crédit importants. En parallèle à ces études auxquelles elle participe, la Banque a également démarré en 2016 une analyse d’incidence qualitative et quantitative de la norme IFRS 9 sur les établissements de crédit belges de moindre importance qui sont à la tête d’un groupe et, de ce fait, établissent des comptes consolidés conformément aux normes IFRS. Cette analyse se poursuivra en 2017.

Communication de la Banque sur l’utilisation des normes IFRS pour les reportings prudentiels

Les établissements de crédit en Europe rapportent périodiquement des informations financières aux autorités de contrôle compétentes par le biais du schéma européen des informations financières prudentielles (*Financial Reporting Framework*, dit FINREP). Dans le

cadre du MSU, les exigences de reporting sur la base du FINREP ont été étendues par le Règlement de la BCE du 17 mars 2015 concernant la déclaration d’informations financières prudentielles. Pour la Belgique, cela signifiait que tous les établissements de crédit étaient dorénavant tenus de non seulement établir le reporting FINREP existant à un niveau consolidé sur la base des règles IFRS, mais aussi de déclarer des informations FINREP sur une base statutaire (individuelle).

Étant donné que le règlement de la BCE ne prévoyait pas de disposition particulière concernant le droit comptable applicable, les informations FINREP au niveau statutaire devaient être déclarées en se fondant sur les règles comptables en vigueur dans le pays concerné. En Belgique, cela impliquait que le FINREP sur base statutaire devait être établi en application des *Belgian Generally Accepted Accounting Principles* (BGAAP, ensemble de normes comptables belges). Afin de faciliter l’établissement du FINREP statutaire sur la base de données BGAAP, la Banque a décidé de construire un tableau de concordance (*mapping*).

Depuis, la BCE, en conformité avec le CRR, a décidé d’autoriser au cas par cas et moyennant certaines conditions l’utilisation des normes IFRS pour le reporting des entités considérées comme importantes. Pour éviter que des disparités apparaissent entre les modalités de contrôle appliquées aux établissements importants et celles réservées aux établissements de moindre importance, la Banque a décidé d’accorder également à ces derniers, au cas par cas et aux mêmes conditions, la possibilité d’utiliser les normes IFRS pour leur reporting financier. Ceci signifie que les établissements de crédit qui remplissent les conditions peuvent désormais établir le FINREP statutaire sur la base des normes IFRS plutôt que des BGAAP.

Politique de rémunération : analyse horizontale et transposition des orientations de l’ABE

En 2016, en collaboration avec le MSU, la Banque a de nouveau procédé à une analyse horizontale approfondie du respect, par les établissements importants, des règles relatives à la politique de rémunération. En comparant les établissements entre eux selon une seule et même méthode, la Banque entend promouvoir le *level playing field* au sein du secteur financier belge. En l’occurrence, cette analyse concernait huit établissements importants et portait sur les prestations de 2015 pour lesquelles des rémunérations variables avaient été versées en début d’année 2016. La Banque a accordé à cet égard une attention particulière à la mise en pratique des recommandations qu’elle avait formulées l’année précédente.

Les résultats de cette analyse horizontale ont été repris dans une circulaire que la Banque a adoptée en vue de transposer dans le cadre prudentiel belge les orientations de l'ABE du 27 juin 2016 sur les saines pratiques en matière de rémunération. Ces orientations abordent notamment les aspects suivants : les exigences relatives à la gouvernance, la mise en œuvre de la politique de rémunération dans le cadre d'un groupe, le processus de sélection de ce que l'on appelle les *Identified Staff*, la distinction entre rémunération fixe et variable aux fins de calculer exactement le rapport entre ces deux composantes, les exigences en matière d'alignement sur le risque de la politique de rémunération, etc. Les orientations de l'ABE font partie intégrante de la circulaire précitée et serviront à partir du 1^{er} janvier 2017 de fil conducteur dans le contrôle effectif de la politique et des pratiques de rémunération des établissements financiers. Un nombre restreint d'orientations se fondent sur une série de points d'attention identifiés par la Banque à la suite des examens analytiques horizontaux annuels de la politique de rémunération menée par les établissements importants. Ainsi, à la lumière de l'analyse horizontale précitée, il est entre autres demandé de veiller :

- à une documentation méticuleuse du processus de sélection des *Identified Staff*;
- à l'importance de la transparence, tant au niveau de la politique de rémunération elle-même que de sa mise en œuvre effective;

- au rôle spécifique du comité des risques en matière de politique de rémunération; et
- à faire varier suffisamment le report de rémunération variable (tant au niveau du montant de la rémunération variable reportée que de la durée de ce report).

Par ailleurs, la circulaire confirme la ligne directrice de la Banque selon laquelle les collaborateurs qui se voient attribuer une rémunération variable égale ou inférieure à 75 000 euros ne doivent à titre exceptionnel, en raison du caractère limité de leur rémunération variable, pas être soumis à des exigences spécifiques en matière de report de paiement et de paiement sous forme d'instruments financiers.

Au niveau européen, l'ABE a publié le 30 mars 2016 un rapport intitulé « *Benchmarking of remuneration practices at the European Union level and data on high earners* » ayant trait aux prestations de l'année 2014. Ce rapport repose sur les données de rémunération d'un panel représentatif d'établissements rassemblées par les autorités nationales de contrôle, dont la Banque. Le document fait état d'un certain nombre de tendances au niveau de l'Union européenne, telles qu'un accroissement considérable du nombre des *Identified Staff* et une nouvelle diminution du rapport entre rémunération variable et rémunération fixe. L'absence d'harmonisation suffisante au sein de l'Union européenne des pratiques de rémunération des établissements, en particulier en ce qui concerne le report de paiement et le paiement sous forme d'instruments financiers, demeure un point d'attention important.

D. Assurances

L'environnement prolongé de taux d'intérêt bas met sous forte pression le modèle d'affaires du secteur de l'assurance, et plus particulièrement la branche «vie». Les défis que crée cet état de fait se constatent dans les résultats des tests de résistance que l'AEAPP, en collaboration avec la Banque, a menés en 2016, ainsi que dans les analyses des risques prioritaires par la Banque. Dans ce contexte macroéconomique de persistance de taux d'intérêt bas et d'augmentation seulement progressive de la croissance économique, l'on a assisté à une nouvelle consolidation du secteur au cours de l'année sous revue.

La finalisation du nouveau cadre réglementaire pour les entreprises d'assurance et de réassurance (Solvabilité II) constitue également un défi majeur pour le secteur et l'autorité de contrôle. La loi du 13 mars 2016 relative au statut et au contrôle des entreprises d'assurance ou de réassurance (ci-après la «loi Solvabilité II») a opéré la transposition de la directive Solvabilité II⁽¹⁾ en droit belge. Cette loi ne marque que la première étape, certes importante, dans la mise en œuvre du nouveau cadre de surveillance prudentielle pour les entreprises d'assurance et de réassurance. Outre l'établissement du cadre légal proprement dit, une série d'arrêtés royaux ont dû être modifiées, voire entièrement réécrits. Parallèlement, la Banque a émis des circulaires sur la plupart des aspects de ce nouveau cadre de contrôle. Ces textes sont basés en grande partie sur les recommandations de l'AEAPP, mais peuvent contenir des dispositions spécifiques à la Belgique, en particulier dans le domaine de la gouvernance.

Outre la finalisation du cadre Solvabilité II, une attention soutenue a été portée en 2016 à la mise en œuvre de la législation. La Banque a notamment adapté au nouveau cadre légal ses procédures internes en matière de contrôle des entreprises d'assurance. Il a par ailleurs été procédé à la mise en place d'un tableau de bord interne dont la finalité est de donner une vue synthétique des chiffres-clés du reporting Solvabilité II. Une concertation a en outre été organisée avec l'IRAI⁽²⁾ sur la mission des commissaires agréés concernant le reporting Solvabilité II. Enfin, la Banque a également pris une série d'initiatives visant à améliorer la qualité des données du reporting.

1. Cartographie du secteur

1.1 Entreprises d'assurance

À la fin de 2016, la Banque exerçait son contrôle sur 87 entreprises d'assurance, entreprises de réassurance, sociétés de cautionnement et sociétés régionales de transport public, ces dernières s'auto-assurant pour leur parc de véhicules. La diminution progressive constatée au cours des années précédentes se poursuit. Ce sont

à nouveau principalement des fusions et des cessations d'activité à la suite du transfert de portefeuilles qui expliquent cette baisse. Ces tendances sont dictées d'une part par la nécessité de poursuivre la rationalisation de la structure des groupes d'assurance opérant sur le marché belge, et d'autre part par les nouvelles exigences renforcées en matière de fonds propres dans un environnement de taux d'intérêt bas.

1.2 Groupes d'assurance

À la fin de 2016, 14 groupes belges d'assurance étaient soumis au contrôle de la Banque, ce qui représente une baisse de trois unités par rapport à 2015. La rationalisation

(1) Directive 2009/138/CE du Parlement européen et du Conseil du 25 novembre 2009 sur l'accès aux activités de l'assurance et de la réassurance et leur exercice.

(2) Institut des réviseurs agréés pour les institutions financières.

TABLEAU 27 ÉVOLUTION DU NOMBRE D'ÉTABLISSEMENTS DU NOMBRE D'ENTREPRISES SOUMISES AU CONTRÔLE ⁽¹⁾

	2012	2013	2014	2015	2016
Entreprises d'assurance actives	87	83	80	75	72
Entreprises d'assurance en <i>run-off</i>	9	8	4	3	2
Entreprises de réassurance	1	1	1	1	1
Autres ⁽²⁾	16	14	12	12	12
Total	113	106	97	91	87

Source : BNB.

(1) À côté de cela, la Banque exerçait, à la fin de 2016, sur dix succursales d'entreprises relevant du droit d'un autre État membre de l'EEE, un contrôle prudentiel qui se limitait toutefois à la vérification du respect de la législation en matière de blanchiment.

(2) Sociétés de cautionnement et sociétés régionales de transport public.

continue des groupes est dictée, ici aussi, par la poursuite de la rationalisation de leur structure et par les nouvelles exigences réglementaires. Huit de ces groupes détiennent uniquement des participations dans des entreprises d'assurance belges (groupes nationaux), les six autres détenant des participations dans au moins une entreprise d'assurance étrangère (groupes internationaux). En application de Solvabilité II, la Banque assure la fonction d'autorité de contrôle de groupe pour chacun d'eux, et se voit adresser, en cette qualité, des reportings spécifiques sur lesquels repose le contrôle prudentiel au niveau du groupe.

Les autorités de contrôle de groupes transfrontaliers facilitent le contrôle de groupe en travaillant ensemble au sein de collèges de superviseurs. Ces collèges veillent à ce que la collaboration, l'échange d'informations et la consultation mutuelle entre les autorités de contrôle des États membres de l'EEE soient effectivement mis en

pratique afin de favoriser la convergence des activités de contrôle. La création et le fonctionnement des collèges reposent sur des accords de coordination entre les autorités de contrôle concernées qui sont basés sur la réglementation européenne.

2. Finalisation du cadre légal

2.1 Arrêté royal Comptes annuels et provision clignotant

Les dispositions réglementaires relatives aux comptes annuels ⁽¹⁾ ont fait l'objet d'une adaptation par le truchement d'un arrêté du 1^{er} juin 2016 ⁽²⁾ en vue d'adapter la réglementation comptable au nouveau cadre de contrôle issu de la transposition de la directive Solvabilité II.

L'ancienne réglementation comptable ne comportait pas de règle spécifique relative à l'évaluation des provisions techniques mais se référait aux dispositions prudentielles. Or, ces dispositions prudentielles ont été remplacées par celles, très différentes, de la loi Solvabilité II.

Sur le plan des comptes annuels, le choix a été fait de conserver des règles d'évaluation des provisions techniques telles qu'elles existaient avant l'entrée en vigueur de la loi Solvabilité II. Cette approche permet une transition maîtrisée d'un cadre réglementaire à l'autre et assure une cohérence et la continuité dans d'autres domaines pour lesquels les comptes annuels servent de référence (fiscalité, droit des sociétés, participations bénéficiaires, ...).

TABLEAU 28 GROUPES D'ASSURANCE BELGES SOUMIS AU CONTRÔLE DE LA BANQUE

Groupes nationaux belges	Groupes internationaux belges
AMMA Assurances	Ageas SA/NV
Belfius Assurances	Argenta Assurances
Cigna Elmwood Holdings	Aviabel
Credimo Holding	Credimundi
Fédérale Assurance	KBC Assurances
Fork Capital	PSH
Securex	
Vitrufin	

Source : BNB.

(1) Arrêté royal du 17 novembre 1994 relatif aux comptes annuels des entreprises d'assurance et de réassurance.

(2) Arrêté royal du 1^{er} juin 2016 modifiant l'arrêté royal du 17 novembre 1994 relatif aux comptes annuels des entreprises d'assurance et de réassurance.

TABLEAU 29 COLLÈGES POUR LES ENTREPRISES D'ASSURANCE SOUMISES AU CONTRÔLE DE LA BANQUE

La Banque est l'autorité de contrôle du groupe	La Banque est l'une des autorités de contrôle	
Ageas SA/NV	Allianz	Allianz Benelux
Argenta Assurances		Euler Hermes
Aviabel		
Credimundi	AXA	AXA Belgium
KBC Assurances		Inter Partner Assistance
PSH		Touring Assurances
		L'Ardenne Prévoyante
	Groupement des Assurances du Crédit Mutuel	Partners Assurances
	Nord Europe Assurances	North Europe Life Belgium
	Delta Lloyd	Delta Lloyd Life
	Generali	Generali Belgium
		Europ Assistance Belgium
	Munich Re	D.A.S.
		Ergo Insurance
		DKV Belgium
	NN	NN Insurance Belgium
		NN Insurance Services Belgium
	Baloise Group ⁽¹⁾	Baloise Belgium
		Euromex
	Enstar Group ⁽²⁾	Alpha Insurance

Source : BNB.

(1) Les accords de coordination ont été signés dans le courant de 2016.

(2) Les accords de coordination seront signés dans le courant de 2017.

En ce qui concerne l'assurance-vie, l'arrêté maintient les dispositions relatives à la constitution d'une provision complémentaire destinée à faire face à la différence entre les taux que l'entreprise s'engage à garantir contractuellement et les rendements qu'elle peut percevoir sur ses placements (provision communément appelée « provision clignotant »). De ce point de vue, le principe de l'obligation de constituer la provision complémentaire est conservé. Par contre, la possibilité de dispense a été revue pour mieux l'intégrer dans le nouveau cadre prudentiel. Le critère principal permettant à la Banque d'accorder cette dispense est le ratio de couverture du capital de solvabilité requis par des fonds propres éligibles sans faire appel aux mesures transitoires prévues par les articles 668 et 669 de la loi Solvabilité II. Outre qu'elle vérifie si cette condition est remplie, la Banque analyse la situation des entreprises concernées ainsi que les conditions du marché afin de s'assurer que le risque de taux soit

suffisamment sous contrôle. Elle utilise dans cette évaluation les outils les plus pertinents qui soient à sa disposition, dont, pour l'année 2016, les résultats des tests de résistance (*stress-tests*) en ce qui concerne l'exposition au risque de taux⁽¹⁾. Les résultats de ces tests de résistance organisés par l'AEAPP sont décrits dans l'encadré 13 ci-dessous.

2.2 Arrêté royal Participations bénéficiaires

Les participations bénéficiaires et les ristournes constituent une distribution du bénéfice réalisé au cours d'un exercice comptable, soit sous la forme d'une augmentation des prestations d'assurance (participations bénéficiaires), soit

(1) Circulaire du 5 octobre 2016 concernant la dispense de l'obligation de doter les provisions complémentaires.

sous la forme d'un remboursement d'une partie de la prime (ristournes). Les participations bénéficiaires se rencontrent principalement en assurance-vie, et les ristournes en assurance non-vie.

Techniquement, l'octroi des participations bénéficiaires et des ristournes se fait en deux étapes. La première est la répartition, qui consiste en la cession au profit d'un ensemble de contrats de tout ou partie du bénéfice réalisé. À ce stade, l'entreprise détermine un montant global qui fait l'objet d'une dotation à la provision pour participations aux bénéfices et ristournes. Cette opération ne crée aucun droit individuel dans le chef des preneurs d'assurance. La seconde étape est l'attribution, qui permet de déterminer les montants qui viendront augmenter les prestations d'assurance ou qui seront remboursés aux preneurs sous forme de ristournes.

La première étape est celle qui a le plus d'impact sur la solvabilité globale de l'entreprise d'assurance, car elle vient soustraire au bénéfice réalisé un montant global qui, en droit belge, ne peut plus être utilisé par l'entreprise d'assurance que pour des participations bénéficiaires ou des ristournes. L'attribution relève par contre de la protection du consommateur, car il s'agit de déterminer quand les montants répartis doivent être attribués aux preneurs d'assurance et les règles à respecter afin de préserver l'équité entre les différentes catégories de preneurs.

L'arrêté royal du 14 septembre 2016⁽¹⁾ est un texte de nature prudentielle qui, à ce titre, ne réglemente que la répartition des participations bénéficiaires. Sa philosophie générale consiste à déterminer, d'une part, le montant maximum pouvant être réparti et, d'autre part, les conditions permettant d'effectuer cette répartition.

Le montant pouvant être réparti est le bénéfice de l'activité d'assurance augmenté des revenus du rendement net des valeurs représentatives. Les conditions permettant la répartition adoptent une vision prospective. Le ratio de couverture du capital de solvabilité requis par des actifs éligibles, sans application des mesures transitoires à seize ans des articles 668 et 669 du projet de loi Solvabilité II, doit être égal ou supérieur à 100%. Si ce niveau n'est atteint que grâce aux mesures transitoires précitées, l'entreprise d'assurance devra, au préalable, demander l'autorisation de la Banque.

2.3 Circulaire système de gouvernance

L'article 42 de la loi Solvabilité II prévoit que les entreprises d'assurance ou de réassurance doivent disposer en permanence d'un système de gouvernance adéquat en vue de garantir une gestion efficace et prudente de l'entreprise.

Un ensemble de nouvelles exigences en matière de gouvernance ont ainsi été stipulées dans la loi Solvabilité II et dans le règlement délégué 2015/35 de la Commission européenne du 10 octobre 2014. Ces exigences ont été précisées dans la circulaire 2016-31 émise le 5 juillet 2016 par la Banque.

S'agissant de la structure de gestion des entreprises d'assurance ou de réassurance, la loi Solvabilité II a renforcé le rôle et la responsabilité du conseil d'administration en matière de gestion des risques (détermination de l'appétence aux risques et des limites de tolérance aux risques, validation d'une série de politiques risques, etc.) et imposé, pour autant que certains seuils soient franchis, la constitution de deux nouveaux sous-comités du conseil d'administration: le comité des risques et le comité de rémunération. La loi prévoit également que le *Chief Risk Officer* siège, sauf dérogation, au sein du comité de direction des entreprises d'assurance ou de réassurance.

Concernant les fonctions de contrôle indépendantes, les tâches attribuées à la fonction actuarielle et à la fonction de gestion des risques ont été redéfinies et l'importance de cette dernière fonction a été mise en exergue, notamment par le fait qu'elle est dirigée par un membre du comité de direction. Le modèle des «trois lignes de défense» qui coordonne les interactions entre les différentes fonctions de contrôle indépendantes a été également formalisé.

Concernant la gestion des risques, le concept de «système de gestion des risques» a été traduit en exigences concrètes en matière de stratégies, processus de décision, politiques de risques et reporting. La loi prévoit aussi que les entreprises d'assurance ou de réassurance procèdent annuellement à une évaluation interne des risques et de la solvabilité («*Own Risk and Solvency Assessment*» ou «ORSA»).

Enfin, la loi Solvabilité II a également renforcé une série d'autres domaines relevant de la notion de «système de gouvernance», tels que:

- les exigences en matière d'expertise et d'honorabilité professionnelle des dirigeants d'entreprises d'assurance ou de réassurance: validation d'une politique «*fit & proper*», description des compétences collectives à retrouver au sein du conseil d'administration, etc;
- la sous-traitance: identification des fonctions, activités ou tâches opérationnelles critiques ou importantes et

(1) Arrêté royal du 14 septembre 2016 relatif à la répartition de participations bénéficiaires et à l'octroi de ristournes en matière d'assurance.

application de règles plus strictes en cas de sous-traitance critique;

- la gestion financière : principe de la personne prudente, encadrement de la gestion des investissements, gestion du capital, évaluation des actifs et des passifs, etc ;
- l'encadrement des rémunérations : obligation légale de formaliser une politique de rémunération et d'établir une liste d'*Identified Staff*, consécration des saines pratiques en matière de rémunération ;
- la continuité : formalisation d'une politique de continuité et de plans d'urgence couvrant les domaines de vulnérabilité de l'entreprise ;
- le reporting : memorandum de gouvernance en tant que reporting « clé de voûte » qui intègre les parties pertinentes des rapports « *Solvency Financial Condition Report* » et « *Regular Supervisory Report* », remplacement du rapport de la direction effective sur le contrôle interne par un rapport du comité de direction sur l'efficacité du système de gouvernance, etc.

2.4 Circulaire paramètres propres à l'entreprise

Les entreprises d'assurance ou de réassurance peuvent, sous réserve de l'accord de la Banque, lorsqu'elles calculent leur capital réglementaire, pour certains modules de risques de souscriptions, remplacer, dans la conception de la formule standard, un sous-ensemble de ses paramètres par des paramètres qui sont propres à l'entreprise concernée.

Le 25 avril 2016, la Banque a publié une circulaire relative aux critères de qualité des données à prendre en compte dans le processus de calcul des paramètres propres aux entreprises et des paramètres propres aux groupes. Cette circulaire reprend les orientations de l'AEAPP sur le sujet. La Banque a également précisé, dans cette circulaire, les éléments que les entreprises doivent lui fournir annuellement afin d'assurer le respect continu des exigences relatives à l'utilisation de paramètres propres à l'entreprise.

2.5 Communications modèles internes

La Banque a publié le 19 juillet 2016 deux communications sur les modèles internes. L'une concernant la procédure de pré-candidature (« *pre-application* ») et l'autre concernant le dossier de candidature (« *application* ») pour l'utilisation des modèles internes. Ces deux communications visent à informer les entreprises d'assurance ou de réassurance, d'une part, du processus à suivre lors de la phase de pré-candidature, et d'autre part du contenu du dossier de demande d'utilisation d'un modèle interne. Ces communications sont destinées aux entreprises qui

souhaitent calculer pour la première fois leur capital réglementaire à l'aide d'un modèle interne, ou aux entreprises calculant leur capital réglementaire à l'aide d'un modèle interne qui souhaitent faire une demande de modifications majeures de leur modèle interne, ou aux entreprises calculant leur capital réglementaire à l'aide d'un modèle interne qui souhaitent introduire de nouveaux éléments dans le modèle interne, tels que des risques supplémentaires ou des unités opérationnelles non encore incluses dans le champ d'application du modèle interne.

3. Mise en œuvre

3.1 Dashboard

La mise en œuvre du nouveau régime prudentiel Solvabilité II inclut la collecte d'un nouveau reporting harmonisé au niveau européen qui comporte une information complète sur les différents aspects du contrôle. Pour l'année 2016, ce reporting s'est limité à une version réduite du futur reporting annuel (*day one reporting*) et au reporting trimestriel.

Afin d'obtenir une approche structurée des analyses, la Banque a développé un tableau de bord (*dashboard*) relatif à ces premiers reportings. L'objectif est de développer un *dashboard* étendu qui fournira une synthèse du reporting incluant des indicateurs clés susceptibles de donner une vue globale de la situation financière de l'entreprise ainsi que des graphiques clairs permettant de mettre en évidence les principales tendances.

3.2 Cadre pour la collaboration avec les commissaires agréés

Dans le droit fil du cadre Solvabilité I, la loi Solvabilité II dispose que la mission du commissaire agréé, consiste principalement en l'examen de l'information financière périodique, en l'évaluation du contrôle interne et en la fonction de signal.

La Banque a consulté le secteur et l'IRAIF pour déterminer quels rapports font partie de l'information périodique au titre de Solvabilité II. L'objectif général est de tendre vers une approche plus cohérente que celle qui était en vigueur au titre du régime Solvabilité I. Le cadre légal Solvabilité II ne reposant plus exclusivement sur le cadre comptable (BGAAP/IFRS), la mission du réviseur en est devenue plus complexe. Compte tenu de la portée du reporting Solvabilité II, il a été décidé que la mission du réviseur se bornerait aux éléments du reporting qui donnent une compréhension plus approfondie de la

situation financière de la société. Les composantes complémentaires du reporting qui servent plutôt à des fins statistiques, comme la ventilation des informations par pays, ne feront pas partie de l'examen annuel attendu des commissaires agréés.

3.3 Qualité des données

En mai 2016, les entreprises d'assurances ou de réassurance ont communiqué leurs premiers rapports Solvabilité II. L'étude des données issues des reportings quantitatifs (*Quantitative Reporting Templates*, QRT) a été rendue difficile par un manque de rigueur de la part de plusieurs entreprises. La Banque a constaté que la qualité des données communiquées durant la première année d'entrée en vigueur de la directive Solvabilité II était insuffisante, ce qui confirme les résultats de l'analyse menée durant la phase préparatoire. La Banque continue ainsi à suivre cet aspect en collaboration avec les entreprises concernées et leurs commissaires agréés. Il y a lieu d'améliorer sensiblement la qualité du reporting pour que celui-ci puisse satisfaire aux exigences prévues dans la loi Solvabilité II et être exploité à des fins prudentielles.

En vue d'améliorer la qualité des données reçues par les entreprises d'assurance ou de réassurance, la Banque a pris contact avec celles pour lesquelles des manquements ont été observés. En janvier 2016, la Banque a également, par l'envoi d'une communication⁽¹⁾, mis en exergue l'importance de la fiabilité des données transmises. Cette communication fait explicitement référence à la liste des actifs. Ce reporting dans lequel les entreprises détaillent les caractéristiques des actifs qu'elles possèdent est en effet une source d'informations très précieuse pour réaliser, à des fins de contrôle, de nombreuses analyses macroéconomiques, statistiques et prudentielles, pour autant que ce reporting soit correctement exécuté. Il est ainsi attendu de la part de toutes les entreprises que le renforcement de la qualité des données soit poursuivi.

4. Contrôle

4.1 Points d'attention concernant le contrôle en général

Le contrôle sur les entreprises d'assurance a été dominé en 2016 par l'entrée en vigueur du nouveau cadre prudentiel. Les actions entreprises en 2015 ont mis au jour une série de problèmes concernant la mise en œuvre de Solvabilité II.

Ces problèmes sont dus à la capacité inégale des entreprises à adapter leurs stratégies, processus et procédures, ainsi qu'à la complexité des nouvelles normes comptables.

Les problèmes recensés en 2016 ont incité certaines entreprises à une réflexion en interne sur leur situation financière. Pour d'autres sociétés, l'analyse a été faite par la Banque. À la suite de cet exercice, un certain nombre d'entreprises d'assurance ont renforcé leur situation financière, notamment en récoltant des fonds propres complémentaires. Dans d'autres cas, les problèmes ont donné lieu à l'imposition proactive de mesures par la Banque.

Mesure transitoire concernant les provisions techniques

La mesure transitoire prévue par Solvabilité II en matière de provisions techniques permet aux entreprises d'assurance d'étaler sur 16 ans, de façon linéaire, le passage du calcul des provisions techniques des normes « Solvabilité I » aux normes « Solvabilité II ». Cette mesure transitoire ne peut être utilisée qu'après approbation préalable de la Banque et ne porte en outre que sur les engagements d'assurance et de réassurance existant au 1^{er} janvier 2016. Jusqu'à présent, la Banque n'a autorisé qu'une seule entreprise à faire usage de la disposition transitoire en matière de provisions techniques.

Évaluation du best estimate

Au cours de l'année préparatoire 2015, la Banque avait fait appel à des experts actuariels externes pour évaluer la qualité et l'adéquation des « meilleures estimations » (*best estimate*) des sept plus grandes entreprises d'assurance belges. Le *best estimate* correspond à la moyenne pondérée par leur probabilité des flux de trésorerie futurs, compte tenu de la valeur temporelle de l'argent (valeur actuelle attendue des flux de trésorerie futurs), estimée sur la base de la courbe pertinente des taux d'intérêts sans risque. L'analyse des rapports des experts actuariels externes a donné lieu à une série de constats par entreprise. La Banque a indiqué qu'elle attendait des entreprises un plan d'action pour répondre à ces constats. Au cours de l'année sous revue, le plan d'action global en vue de l'amélioration du *best estimate* a fait l'objet d'un suivi attentif de la Banque, étayé de réunions périodiques avec la direction des entreprises d'assurance concernées. Dans certains cas, des mesures concrètes ont conduit à une augmentation des provisions techniques. La Banque continuera en 2017 de suivre et de promouvoir l'amélioration de la qualité du *best estimate* afin de renforcer la confiance dans cette évaluation.

(1) Communication NBB_2016_01 du 7 janvier 2016 concernant la qualité des données relatives à l'élément de reporting S.06.02 (appelée « liste des actifs »).

En plus des analyses individuelles de la qualité du *best estimate*, deux analyses horizontales ont été menées au cours de l'année sous revue en se basant également sur une sélection d'entreprises établie à partir des rapports des experts actuariels externes. Une première analyse horizontale concernait la modélisation de l'actif et le lien avec la modélisation des provisions techniques. Cette analyse reposait sur un questionnaire soumis aux sept grandes entreprises d'assurance. Les réponses ont permis de procéder à une comparaison horizontale de la qualité de la modélisation. La deuxième analyse horizontale concernait la projection des coûts dans le *best estimate*. Cette analyse s'est opérée elle aussi au départ d'un questionnaire envoyé aux sept grandes entreprises d'assurance. L'analyse comparative des réponses débutera au cours de l'année 2017.

Analyse du reporting spécifique pour l'assurance-vie

Dans le cadre de la transition de l'ancien référentiel au nouveau, la Banque a établi un reporting spécifique pour l'évaluation des provisions techniques dans l'activité «vie». Cet outil d'évaluation permet de ventiler le *best estimate* en différentes composantes et de contrôler le niveau du *best estimate* (provisions techniques en assurance vie dans le nouveau référentiel) par rapport à la réserve d'inventaire (provisions techniques vie dans l'ancien référentiel). Des tests de cohérence étaient par ailleurs intégrés à l'instrument d'évaluation pour vérifier la qualité des données fournies. Au cours de l'année sous revue, l'instrument d'évaluation a été utilisé tant pour l'analyse individuelle du *best estimate* par entreprise que pour l'analyse horizontale. La comparaison horizontale n'a pas fait apparaître de lacunes graves dans le calcul du *best estimate* et a conclu, pour les sept grandes entreprises d'assurance, à une certaine cohérence dans les composantes du *best estimate* ainsi que dans les écarts de provisions techniques vie entre l'ancien référentiel (sur la base de la réserve d'inventaire) et le nouveau (sur la base du *best estimate*).

Analyse des chiffres en matière de solvabilité

Les premiers rapports transmis par les entreprises à la Banque conformément au nouveau régime prudentiel ont fait l'objet d'une analyse horizontale. Si ces premiers rapports ne présentent qu'un volume limité de données, ils ont tout de même permis d'effectuer une série de contrôles de base. Ainsi, des contrôles de plausibilité ont été réalisés pour les éléments clés de la situation financière des entreprises (par exemple la composition des fonds propres, les exigences en fonds propres, l'atténuation des pertes par les provisions techniques et les

impôts différés, la marge de risque, le ratio combiné⁽¹⁾ et la réassurance).

La Banque a mis au point, pour les entreprises d'assurance affichant un ratio de solvabilité faible, une approche spécifique pour l'examen de la qualité du reporting en matière de solvabilité. Les calculs de solvabilité se fondent en effet sur une multitude de spécifications techniques requérant une bonne interprétation de la réglementation pour garantir une application correcte. L'approche adoptée inclut un examen détaillé des valorisations dans le bilan Solvabilité II, ainsi que du calcul des fonds propres requis et disponibles. Cet exercice est réalisé en appliquant le principe de proportionnalité.

4.2 Points d'attention en matière d'inspections thématiques

Activités relatives aux produits dérivés

L'importance de l'utilisation des produits dérivés par les entreprises d'assurances ou de réassurance a mobilisé une partie importante des ressources de l'équipe d'inspection «assurance» de la Banque durant l'année 2016. Plusieurs points d'attention ont été relevés des missions réalisées sur les activités en produits dérivés auprès de différentes entreprises d'assurance. Premièrement, un manque de suivi et de contrôle des activités sous-traitées dans le cadre des produits dérivés a été constaté, ainsi que l'absence d'un cycle de révision des stratégies mises en place en produits dérivés tout comme l'absence de révision *ad hoc* des stratégies en cas, par exemple, d'évolution des conditions de marché ou d'événement inattendu. Un deuxième point d'attention est le manque de maturité dans le développement du modèle *Asset Liabilities Management* (ALM) au niveau des stratégies en produits dérivés (simplifications, absence de vue dynamique et/ou prospective, etc.). De plus, l'insuffisance de la gestion du risque de liquidité de l'entreprise ainsi que de la gestion de sa trésorerie (principalement à cause d'une absence de vue prospective sur les appels de marge et d'un manque de lien entre les projections de trésorerie et la trésorerie réelle) apparaissent comme des points requérant l'attention des entreprises.

Missions relatives au *best estimate*

Avec l'entrée en vigueur de la loi Solvabilité II, le calcul du *best estimate* des provisions techniques demeure un sujet de préoccupation pour la Banque. Il existe une grande disparité entre les activités vie et non-vie: cette

(1) Le ratio combiné est le ratio de la somme des pertes encourues et des coûts divisé par les primes perçues.

dernière présentant généralement moins de problèmes suite à la durée relativement courte de ses engagements et une bonne maîtrise globale du processus de gestion des sinistres. En 2016, l'accent a également été mis sur le best estimate de la branche santé (revenu garanti, accidents du travail, hospitalisation, ...). Les équipes ont relevé plusieurs points d'attention. Une prise en compte inadéquate des frais relatifs aux engagements d'assurance dans les projections (notamment au niveau de la répartition entre les coûts d'acquisition et de maintenance, la prise en compte des coûts uniques,..) a été constatée, en même temps qu'une estimation inadaptée des participations bénéficiaires futures au regard de l'évolution attendue du rendement des actifs représentatifs des provisions techniques. Un autre point d'attention est la modélisation incorrecte de la réassurance (*contract boundaries*⁽¹⁾, risque de contrepartie,..), tout comme l'absence ou l'insuffisance des analyses de sensibilité ainsi que du *backtesting*⁽²⁾ des hypothèses prises. Les entreprises sont aussi confrontées à la difficulté à modéliser correctement l'inflation future pour les produits santé alors que le best estimate de ces produits est très sensible à ce paramètre. Enfin, les entreprises doivent encore améliorer la documentation du calcul du *best estimate*, approfondir les analyses sous-jacentes aux choix méthodologiques et aux hypothèses retenues ainsi que mieux justifier les jugements d'expert.

(1) Les *contract boundaries* (limites des contrats) servent à déterminer quels engagements d'assurance ou de réassurance en matière de primes futures découlent d'un contrat.

(2) Le *backtesting* consiste à confronter les résultats d'un dispositif de simulation aux observations empiriques.

4.3 Points d'attention concernant les modèles

Quatre entreprises d'assurance dont le modèle interne a été approuvé en 2015 ont commencé, en 2016, à l'utiliser pour déterminer leurs exigences en fonds propres. En parallèle, la Banque a commencé le suivi de ces modèles internes, lequel comporte plusieurs dimensions (comme le suivi du plan d'action de l'entreprise, le suivi des *Terms & Conditions* imposées par les superviseurs et un suivi général de la performance des modèles). Par ailleurs, plusieurs changements significatifs aux modèles approuvés ont été traités en 2016.

L'année 2016 a également été marquée par l'acceptation de deux nouveaux dossiers de candidature (« *application* ») d'entreprises d'assurance souhaitant utiliser un modèle interne pour la détermination de leur capital réglementaire dans le cadre de Solvabilité II. Deux autres entreprises ont entamé une procédure de pré-candidature (« *pre-application* ») : les travaux réalisés par la Banque ont mené au report d'un an de l'introduction formelle d'un de ces dossiers de candidature.

Outre ces travaux liés au capital de solvabilité requis, la Banque a également lancé un exercice de comparaison (*benchmarking*) relatif aux générateurs de scénarios économiques et aux aspects ALM des modèles de *cash-flows* utilisés pour la valorisation des passifs d'assurance vie (y compris les participations bénéficiaires).

Encadré 13 – Test de résistance 2016 de l'AEAPP pour les entreprises d'assurance

Compte tenu des efforts requis en raison de l'entrée en vigueur de la réglementation Solvabilité II en 2016, l'AEAPP a opté pour un test de résistance ciblé mettant l'accent sur les risques les plus pertinents pour les entreprises, à savoir les risques de marché, à l'exclusion des risques techniques de souscription. Le test de résistance était constitué de deux scénarios quantitatifs, complétés tous deux par un questionnaire qualitatif limité :

- Le scénario « *double hit* » est un scénario hypothétique mis au point par l'AEAPP en collaboration avec le CERS. Il reflète l'évaluation par le CERS des principaux risques pour le système financier européen, à savoir une persistance des taux d'intérêt bas et une augmentation des primes de risque. Le scénario touche à la fois l'actif et le passif des entreprises en combinant un environnement de baisse des courbes de taux d'intérêt sans risque avec des chocs importants sur les catégories d'actifs clés du portefeuille de placement (obligations d'État et de sociétés, crédits [hypothécaires], actions, immobilier, ...).
- Le scénario « *low for long* » cherche à simuler une situation de stagnation structurelle dans laquelle une pénurie d'investissements à long terme rentable et une faiblesse persistante de la croissance (et des anticipations en la matière) induisent une poursuite de la baisse de la courbe des taux sans risque, en particulier sur les échéances



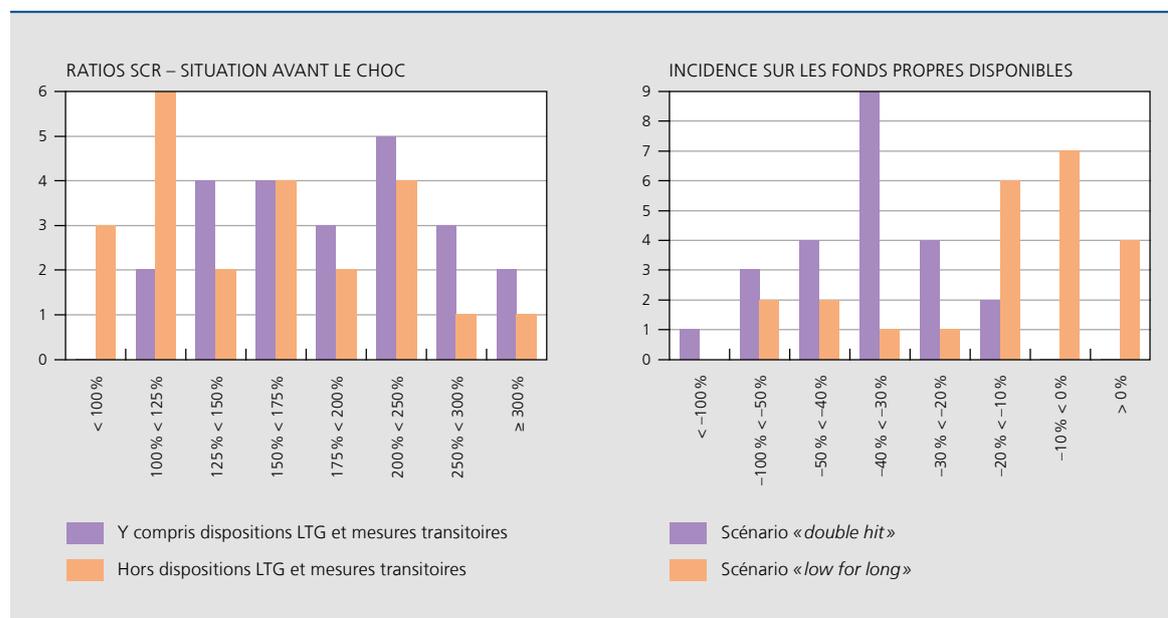
plus longues. La courbe de stress s'appuie sur les taux des *swaps* au 20 avril 2015, date à laquelle ils ont pour la première fois affiché un niveau bas pour la plupart des taux à long terme. Ce taux de *swap* a ensuite été soumis à la méthodologie d'extrapolation de l'AEAPP, qui applique comme « *ultimate forward rate* »⁽¹⁾ un taux s'élevant non pas au niveau normal de 4,2 % mais à 2 % seulement. Cette dernière hypothèse doit caractériser la période prolongée de faible croissance.

La position de départ pour l'exercice est celle attestée au 1^{er} janvier 2016. Cela signifie que les participants ne peuvent utiliser que les mesures de garantie à long terme (« *long term guarantee* », LTG), les mesures transitoires, les paramètres spécifiques à l'entreprise et les modèles internes (partiels) approuvés par la Banque au 1^{er} janvier 2016. La majeure partie des entreprises (19) utilisent le « *volatility adjustment* » (VA) et une seule fait usage de la mesure transitoire en matière de provisions techniques. Pour analyser les résultats, l'on a principalement examiné l'incidence des deux scénarios sur le bilan et les fonds propres disponibles pour couvrir le capital de solvabilité requis. L'incidence sur les exigences de fonds propres proprement dites ne devait pas être calculée. Les paragraphes qui suivent présentent et commentent succinctement les résultats pour le marché belge.

Commençons par examiner la distribution des ratios de capital de solvabilité requis (*solvency capital requirement*, SCR) des 23 participants avant application des chocs. Le ratio SCR moyen est de 196 % avant les chocs, ce qui suggère une situation de départ confortable. Toutes les entreprises respectent le ratio SCR réglementairement requis (100 %) et trois quarts environ d'entre elles affichent un ratio SCR supérieur à 150 %. L'incidence de l'utilisation des dispositions LTG et des mesures transitoires, le VA en particulier, apparaît clairement à l'examen de la distribution des ratios SCR qui ne tiennent pas compte de ces mesures. Le ratio SCR moyen accuse alors une diminution qui va de 55 % à 141 %. En outre, trois entreprises ne respecteraient plus les exigences réglementaires : moins de la moitié des participants atteindraient un ratio SCR de plus de 150 %. Après prise en compte du choc, l'incidence des dispositions LTG et des mesures transitoires augmente encore de manière considérable. Compte tenu de l'incidence significative de ces mesures sur la solvabilité

RÉSULTATS DES TESTS DE RÉSISTANCE POUR LES ENTREPRISES D'ASSURANCE BELGES

(nombre d'entreprises)



Source : BNB.

(1) L'ultimate forward rate est le taux d'intérêt vers lequel converge la courbe des taux sans risque de l'AEAPP pour l'échéance de 60 ans.

des entreprises, la Banque continuera d'être attentive aux conditions complémentaires et aux exigences réglementaires qu'elles sont tenues de respecter.

Le scénario « *double hit* » est celui qui a l'incidence la plus forte sur les fonds propres des entreprises. Les fonds propres diminuent en moyenne de 35 %. Compte tenu de la sévérité de ce scénario, c'est moins l'incidence sur les fonds propres qui a été examinée que les facteurs sous-jacents qui expliquent l'incidence et les différences entre les entreprises. Les résultats ont permis de constater dans certaines entreprises des vulnérabilités qui seront examinées de plus près au cas par cas et seront reprises à l'agenda des futurs exercices de test de résistance.

Le scénario « *low for long* » entraîne une diminution moyenne pondérée des fonds propres de 14 % (avec une médiane à 11,6 %). Deux entreprises accusent une incidence très élevée (entre -100 % et -50 %) sur leurs ressources propres et deux entreprises perdent 40 % à 50 % de leurs ressources propres. L'incidence ultime sur la solvabilité de l'entreprise dépend de sa situation initiale : un éventuel excédent de solvabilité peut absorber une partie du choc. Les résultats de ce scénario confirment une constatation actée précédemment – dans le contexte de l'analyse du risque de taux –, à savoir que certaines entreprises sont vulnérables dans un environnement de taux d'intérêt bas persistants. La Banque continuera d'examiner la façon dont les entreprises les plus vulnérables peuvent réduire encore leur exposition aux taux d'intérêt et/ou constituer des fonds propres ou des provisions complémentaires (provision « clignotant »).

5. Risques prioritaires

Dans le cadre de son analyse des risques, la Banque a ré-évalué, cette année encore, une série d'analyses horizontales pour le secteur belge de l'assurance. Ces travaux faisaient notamment le point sur les risques de taux d'intérêt et de liquidité, qui avaient déjà fait l'objet d'une analyse transversale au cours des années précédentes, et consacraient un examen plus détaillé au risque de spread dans le secteur de l'assurance.

5.1 Risque de taux d'intérêt

Les conséquences potentielles de taux d'intérêt bas persistants constituent actuellement le risque financier le plus significatif pour les entreprises d'assurance, et demeure dès lors, à ce titre, un point d'attention pour la Banque.

Afin de se faire une idée plus complète et plus détaillée de la situation en matière de taux d'intérêt dans le secteur belge de l'assurance, la Banque avait décidé dès 2014 (sur la base des chiffres à la fin de 2013) d'élaborer un nouveau reporting standard pour le suivi du risque de taux d'intérêt. Ce reporting se compose de quatre sous-domaines visant chacun à éclairer un aspect spécifique du risque de taux : la composition actuelle des taux d'intérêt garantis sur les contrats du portefeuille

d'assurance, la durée des provisions techniques et de leurs valeurs représentatives, les projections détaillées des flux de trésorerie des provisions techniques et des actifs, ainsi que les projections relatives aux rendements des actifs et des passifs.

À l'aide de ces données, un cadre d'évaluation a été élaboré sur la base d'un ensemble d'indicateurs de risque. Il permet d'examiner notamment le niveau des taux d'intérêt garantis moyens et leur durée résiduelle, la part des provisions techniques assorties de garanties de taux sur les primes futures, le niveau des asymétries de durée (« *duration gaps* »), l'appariement des flux de trésorerie sous-jacents de l'actif et du passif, et la différence dans la projection de l'évolution attendue, d'une part, des rendements sur l'actif et, d'autre part, des taux garantis sur le passif. La Banque utilise ces paramètres pour isoler plus aisément les entreprises présentant une vulnérabilité accrue dans certaines situations, telles qu'un environnement de taux d'intérêt bas.

Lors de la mise en œuvre d'un nouveau reporting, il convient de rester attentif aux difficultés éventuelles. C'est avec cette préoccupation à l'esprit que la Banque s'est attachée, au cours des premières années, à améliorer la qualité des données du reporting en matière de risque de taux. Cela a entraîné, pour un grand nombre d'entreprises, l'adoption de mesures plus spécifiques favorisant l'amélioration de la qualité de ce reporting. Les entreprises

pour lesquelles, en fin d'analyse, le risque a été jugé important à l'aune du cadre d'évaluation élaboré, ont été soumises à un examen plus détaillé. Celui-ci a amené la Banque, dans un nombre limité de cas, à requérir de l'entreprise un plan d'action ou l'adoption de mesures d'atténuation afin de mieux encadrer son risque de taux.

5.2 Risque de liquidité

Dès la fin de 2014, la Banque avait décidé, sur la base des résultats d'analyses antérieures d'un groupe restreint d'entreprises, de prévoir un reporting de liquidité trimestriel distinct et de l'adresser à l'ensemble des entreprises d'assurance-vie. En effet, ni le cadre réglementaire précédent (Solvabilité I), ni le nouveau (Solvabilité II) ne prévoyaient un suivi quantitatif adéquat de ce risque, souvent mal appréhendé pour le secteur de l'assurance. Le risque de liquidité d'une entreprise d'assurance est moins significatif que celui d'une banque, et il n'est par ailleurs pas aussi aisé à mesurer. Compte tenu des tendances à la baisse dans les volumes de primes en assurance vie traditionnelle, et de l'augmentation de la part d'actifs illiquides sur le marché belge de l'assurance, la Banque a choisi de suivre de près la liquidité au sein du secteur de l'assurance.

Afin de permettre un suivi intégré du risque de liquidité, la Banque a procédé à la mise au point d'un cadre d'évaluation fondé sur une série d'indicateurs de risques pertinents. Le premier groupe d'indicateurs se concentre sur l'évolution des flux de trésorerie entrants et sortants et sur la manière dont ils sont en relation les uns avec les autres. Le deuxième examine l'évolution des actifs et passifs liquides et la manière dont ils se proportionnent les uns par rapport aux autres. Le dernier groupe d'indicateurs suit, quant à lui, l'évolution des expositions aux instruments et produits dérivés présentant un risque potentiel de liquidité. Ces trois groupes d'indicateurs permettent de suivre plus systématiquement le risque de liquidité d'une entreprise d'assurance individuelle ainsi que de l'ensemble du secteur.

Les résultats du reporting de liquidité ont amené la Banque à décider, pour un nombre limité d'entreprises, d'adopter des mesures de suivi ou de procéder à des inspections afin de suivre de plus près leur liquidité. Plus spécifiquement, les constats qui se sont dégagés de ces analyses quant à la diminution des volumes de primes et au nombre croissant de résiliations de contrats d'assurance-vie individuels ont donné lieu par ailleurs à une réflexion stratégique sur l'avenir du secteur de l'assurance-vie individuelle en Belgique et aux recommandations que la Banque a formulées en la matière.

5.3 Risque de *spread*

Les actifs à taux fixe – qui constituent la majeure partie du portefeuille de placement des assureurs – sont soumis au risque de *spread*, c'est-à-dire le risque que la valeur de marché de l'actif varie en fonction des fluctuations de la prime de risque, en raison d'une évolution du risque (perçu) de l'actif.

Dans le cadre d'études quantitatives et de tests de résistance pour le secteur de l'assurance menés antérieurement, il est apparu à plusieurs reprises que les variations des *spreads* avaient souvent une incidence très significative sur le bilan de l'assureur. Cela peut d'une part s'expliquer par la proportion importante d'obligations d'État et d'entreprises dans les portefeuilles de placement des assureurs belges. D'autre part, le principe de valorisation à la valeur de marché consacré par le nouveau régime Solvabilité II joue également. En effet, étant donné que toutes les variations de *spreads* se répercutent sur la valeur de marché de ces obligations, il en résulte une incidence (positive ou négative) directe sur les ressources propres des entreprises d'assurance.

Afin de tenir compte du caractère souvent à long terme du portefeuille de placement d'une entreprise d'assurance, le cadre réglementaire Solvabilité II prévoit les mesures dites LTG, qui modèrent l'incidence évoquée en compensant une partie de la hausse du *spread* par une augmentation du taux d'actualisation des provisions techniques. À cet égard, le niveau de la compensation dépend du type de mesure LTG qui peut être appliquée.

Afin de se faire une idée encore plus intégrée et complète du risque de *spread* des entreprises d'assurance, au-delà de l'effet éventuel sur la valorisation et les exigences de fonds propres, un cadre d'évaluation a été élaboré au cours de l'année écoulée pour le suivi du risque de *spreads* auprès des assureurs belges. Contrairement à ce qui est le cas pour le suivi du risque de taux d'intérêt et du risque de liquidité, pour lequel des données supplémentaires ont été jugées nécessaires, il est possible de se faire une idée correcte et adéquate du risque de *spread* d'une entreprise d'assurance en s'en tenant au nouveau cadre réglementaire Solvabilité II, qui prévoit un reporting étendu d'éléments tels que la liste des actifs. Il n'y a donc pas lieu d'élaborer de nouveaux reportings pour le suivi de ce risque spécifique. Comme pour le suivi du risque de taux d'intérêt et du risque de liquidité, le cadre d'évaluation ainsi élaboré devrait permettre, sur la base d'un ensemble d'indicateurs, d'opérer systématiquement le suivi de ce risque tant pour les entreprises individuelles que pour le secteur de l'assurance pris dans son ensemble.

Sur la base de l'analyse effectuée en 2016, la Banque commencera par recommander vivement à toute une série d'entreprises d'améliorer de manière significative la qualité des données de leur liste d'actifs, ces données n'ayant, à ce stade, pas systématiquement permis de tirer des conclusions adéquates quant à leur risque de *spread*. Les analyses réalisées ici doivent permettre par ailleurs à

la Banque de parfaire, à l'avenir, le cadre d'évaluation du risque de *spread*, et par exemple d'élaborer son propre modèle de test de résistance *top-down* pour le risque de *spread*. L'on peut s'attendre à ce que les entreprises recensées comme *outliers* fassent l'objet d'un suivi plus soutenu dans le cadre de futures analyses quantitatives, sous la forme, par exemple, de tests de résistance.

E. Infrastructures de marchés financiers

Au cours de l'année sous revue, le domaine des infrastructures de marchés financiers (IMF) n'a connu aucun changement structurel majeur, et la tendance à la hausse du nombre d'établissements de paiement s'est poursuivie. Partant des priorités relevées, les activités de contrôle et d'oversight ont été surtout centrées sur les cyber-risques et les plans de redressement. L'incidence sur les modèles d'entreprise de modifications de l'environnement de travail des IMF a également fait l'objet d'un suivi rapproché. En matière de réglementation, deux nouvelles orientations ont été publiées qui concernaient les plans de redressement des IMF (cf. chapitre B, paragraphe 4 de la partie « Réglementation et contrôle prudentiels » du présent rapport annuel) et la cyber-sécurité (cf. chapitre F, paragraphe 4).

A partir de 2017, la Banque publiera annuellement un rapport concernant le contrôle des IMF. L'explication dans le présent Rapport s'est dès lors limitée à une présentation des principaux développements concernant les différentes IMF et des priorités de contrôle.

1. Cartographie du secteur

La cartographie des IMF n'a connu aucune modification, si ce n'est dans le nombre d'établissements de paiement et d'établissements de monnaie électronique⁽¹⁾.

À la fin de 2016, 16 établissements de paiement et 5 établissements de monnaie électronique de droit belge étaient soumis au contrôle du service « Contrôle prudentiel des infrastructures de marché et oversight ». Celui-ci a en outre exercé un contrôle sur 8 établissements exemptés et 4 succursales d'établissements étrangers. Trois nouveaux établissements se sont ajoutés en 2016, dont deux établissements de paiement et un établissement exempté. Les agréments de deux autres établissements ont été modifiés pour les faire passer d'un statut exempté à un statut complet (l'un restant dans la catégorie des établissements de paiement et l'autre étant transféré de la catégorie des établissements de monnaie électronique à celle des établissements de paiement), et un établissement a été radié de la liste pour cause de cessation d'activités.

Tout au long de l'année, la Banque a constaté que le marché portait un intérêt croissant à l'obtention d'un

statut d'établissement de paiement. Les jeunes entreprises technologiques désireuses de s'implanter dans le secteur financier ont été les premières à déclarer que ces services pouvaient créer de la valeur ajoutée, essentiellement pour des solutions mobiles.

TABLEAU 30 ÉVOLUTION DU NOMBRE D'ÉTABLISSEMENTS DE PAIEMENT ET D'ÉTABLISSEMENTS DE MONNAIE ÉLECTRONIQUE SOUMIS AU CONTRÔLE

	31-12-2014	31-12-2015	31-12-2016
Établissements de paiement . . .	18	20	24
De droit belge	11	12	16
Établissements exemptés ⁽¹⁾ . .	4	5	5
Succursales relevant du droit d'un État membre de l'EEE . .	3	3	3
Établissements de monnaie électronique	11	11	9
De droit belge	5	5	5
Établissements exemptés ⁽¹⁾ . .	5	5	3
Succursales relevant du droit d'un État membre de l'EEE . .	1	1	1

Source: BNB.

(1) En vertu de l'article 47 de la loi du 21 décembre 2009, les « établissements exemptés » sont soumis à un régime allégé qui prévoit uniquement les obligations découlant des articles 21 et 22 de ladite loi.

(1) Le tableau publié dans le Rapport annuel de 2015 (Chapitre E, paragraphe 2 de la partie « Réglementation et contrôle prudentiels ») reste donc valable.

2. Priorités en matière d'*oversight* et de contrôle

Outre les préparatifs à l'arrivée d'une nouvelle réglementation, les activités de contrôle et d'*oversight* opérationnels se sont avant tout concentrées en 2016 sur les risques informatiques – et plus particulièrement les *cyber*-risques – et sur le suivi des répercussions sur les modèles d'entreprise des IMF des transformations dans leur environnement de travail.

S'agissant des risques informatiques et des *cyber*-risques, le CPIM-OICV a publié au cours de l'année sous revue une nouvelle « *Guidance on cyber resilience for financial market infrastructures* ». La Banque a commencé à évaluer si la *cyber*-sécurité existante au sein des IMF soumises à son contrôle et son *oversight* répondait toujours aux normes les plus strictes, non seulement en termes techniques mais aussi en matière de gouvernance ou de politique du personnel étant donné que la Banque adopte une approche holistique. Les *cyber*-risques sont abordés en détail au chapitre F, paragraphe 4 de la partie « Réglementation et contrôle prudentiel » du présent rapport annuel.

Le suivi de l'impact des changements dans l'environnement de travail s'est concentré en 2016 sur les modèles d'entreprise des dépositaires centraux internationaux de titres (*international central securities depositories*, DCIT). Au cours des dernières années, le DCIT belge Euroclear Bank s'est imposé dans plusieurs domaines en croissance, tels que la gestion de sûretés (*collateral management*). Sa position privilégiée pourrait être menacée, par exemple, par la fusion prévue entre les groupes Deutsche Börse et London Stock Exchange qui pourrait notamment impliquer une contrepartie centrale (CCP) dominante. L'incidence de cette fusion sur le fonctionnement du marché belge sera examinée attentivement. La Banque ne manquera pas non plus de suivre les évolutions en matière *FinTech* et *Blockchain* ainsi que leurs incidences possibles sur les IMF belges. Ce thème est approfondi au chapitre F, paragraphe 3.

En 2016, l'*oversight* a surveillé de très près la migration de deux DCT belges (NBB-SSS et Euroclear Belgium)

vers TARGET2-*Securities* (T2S). Euroclear Nederland et Euroclear France relevant respectivement de la compétence des autorités néerlandaises et françaises, la migration d'Euroclear Belgium a été réalisée en collaboration étroite avec celles-ci, étant donné que les trois établissements utilisent la même plateforme de liquidation.

Les travaux de contrôle prudentiel relatifs à BNYM SA/NV ont accordé une attention toujours soutenue à la manière dont BNYM SA/NV a adapté son positionnement aux évolutions profondes du secteur post-transactionnel (conjuguées à un environnement financier exigeant) ainsi qu'aux risques financiers et opérationnels qui sont liés à ces évolutions.

Par ailleurs, le contrôle de BNYM SA/NV par la Banque s'est, pour une part considérable, concentré durant l'année 2016 sur l'analyse et le suivi des conséquences structurelles, financières et opérationnelles pour la filiale bancaire du groupe établie dans la zone euro, des exigences résultant de l'analyse, par les autorités de supervision américaines, du plan de résolution introduit par le groupe auprès de ces dernières en application de la loi *Dodd-Frank*. Comme ce fut le cas pour toutes les autres banques d'importance systémique mondiale (à une exception près), les autorités de supervision américaines ont en effet refusé, au début du deuxième trimestre 2016, le plan soumis par le groupe BNYM et demandé de profondes améliorations.

Au cours de l'année 2016, le groupe BNYM a donc mis en œuvre un plan de remédiation afin de réanalyser de façon approfondie sa stratégie de résolution (en abandonnant la stratégie de « *Bridge Bank* » pour adopter la stratégie de « *Single Point of Entry* ») ainsi que les obstacles structurels, financiers et opérationnels à la mise en œuvre effective de cette stratégie, et enfin les moyens les plus appropriés de lever ces obstacles. Ces éléments ont fait l'objet d'un suivi étroit par la Banque sous l'angle prudentiel afin de s'assurer que les modifications apportées et les mesures prises dans le cadre de l'opérationnalisation de ce plan soient compatibles avec la stratégie de développement équilibrée, la robustesse opérationnelle et la cohérence des différentes activités développées par BNYM SA/NV en mode de gestion normale.

F. Aspects de la réglementation et du contrôle prudentiels applicables à l'ensemble des secteurs

En sa qualité d'autorité de contrôle prudentiel, la Banque a compétence sur une série de domaines qui recouvrent plusieurs secteurs et ne sont donc pas abordés dans les parties du présent Rapport annuel dédiées aux banques, aux assurances et aux infrastructures de marchés financiers. Ainsi, au cours des dernières années, la Banque a activement participé aux travaux nationaux et internationaux en matière de lutte contre le blanchiment de capitaux et le financement du terrorisme. Durant l'année sous revue, elle a pour ce faire adapté et renforcé son organisation interne dans le prolongement de la recommandation formulée par le Groupe d'action financière (GAFI). Par ailleurs, des actions de contrôle horizontales ont été entreprises au sujet de l'exécution de sanctions financières à l'encontre des terroristes et des organisations terroristes et au sujet des mesures de prévention des mécanismes fiscaux particuliers et du blanchiment de capitaux issus de la fraude fiscale grave dans le cadre de l'enquête sur les « Panama Papers ».

Durant l'année sous revue, la Banque a créé une nouvelle fonction d'assurance qualité. Elle a pour mission de veiller à ce que le contrôle financier soit conforme aux exigences de qualité fixées par le MSU.

Les avancées technologiques dans le secteur financier ont également conduit à l'apparition de nouveaux acteurs de marché dont le modèle d'entreprise se fonde sur les innovations financières. Ces acteurs FinTech utilisent des applications, des processus ou des produits nouveaux et exercent ainsi une influence réelle sur les marchés et établissements financiers existants et sur la fourniture de services financiers au sens large. Au cours de l'année sous revue, un groupe de travail interne à la Banque a observé leur incidence sur les modèles d'entreprise existants et sur les risques prudentiels.

Les cyber-attaques sont de plus en plus sophistiquées et provoquent toujours davantage de dégâts. La Banque a accordé une attention particulière à la gestion des cyber-risques dans les établissements financiers et les IMF individuels, ainsi que dans l'ensemble du secteur. Les efforts visant à améliorer la cyber-résistance ont encore été intensifiés, en mettant spécifiquement l'accent sur la gestion de ce risque par les acteurs financiers et sur la réalisation de tests permettant d'évaluer le niveau de protection contre les attaques.

1. Lutte contre le blanchiment de capitaux et le financement du terrorisme

1.1 Suivi de l'évaluation mutuelle de la Belgique par le GAFI: poursuite de la réorganisation du contrôle

En vue de répondre adéquatement aux critiques formulées par le GAFI quant au niveau de conformité de la législation et de la réglementation belges aux nouveaux standards du

GAFI, et compte tenu de la décision du gouvernement belge, suite aux attentats de Paris du 13 novembre 2015, d'anticiper autant que possible la transposition de la 4^e directive européenne relative à la prévention de l'utilisation du système financier aux fins du blanchiment de capitaux ou du financement du terrorisme⁽¹⁾, la Banque s'est fortement impliquée, en association avec les autres

(1) Directive (UE) 2015/849 du Parlement Européen et du Conseil du 20 mai 2015 relative à la prévention de l'utilisation du système financier aux fins du blanchiment de capitaux ou du financement du terrorisme, modifiant le règlement (UE) n° 648/2012 du Parlement européen et du Conseil et abrogeant la directive 2005/60/CE du Parlement européen et du Conseil et la directive 2006/70/CE de la Commission, Journal officiel de l'Union européenne, L 141, du 5 juin 2015.

autorités publiques concernées, dans le groupe de travail chargé d'élaborer, dans le bref délai qui lui était imparti, un avant-projet de loi de transposition qui, tout à la fois, respecte l'ensemble des exigences formulées dans la directive et aligne aussi parfaitement que possible la législation belge avec les 40 recommandations du GAFI.

Par ailleurs, comme annoncé dans son rapport annuel 2015, la Banque a entrepris en 2016 l'adaptation de son organisation interne afin d'affermir l'efficacité des contrôles en matière de lutte contre le blanchiment de capitaux et le financement du terrorisme (LBC/FT) qu'elle est chargée d'exercer auprès des institutions financières qui relèvent de ses compétences. Un groupe spécialisé a ainsi été constitué pour prendre en charge tant les travaux relatifs à la définition de la politique prudentielle en la matière que le contrôle hors site des institutions financières, tout en maintenant des relations étroites avec les services en charge du contrôle général hors site, d'une part, et avec le service en charge des inspections sur place, d'autre part. Outre le fait que la centralisation des tâches de contrôle hors site dans une équipe de spécialistes accroît par elle-même l'attention attachée par la Banque à l'exercice de cette mission de contrôle, les ressources qui y sont spécifiquement allouées ont d'ores et déjà connu un net accroissement en 2016, tant au sein de l'équipe de contrôle hors site qu'au sein du service chargé des inspections sur place. Des accroissements complémentaires de ressources sont encore prévus pour 2017.

En conséquence de l'ensemble de ces mesures, la Banque a multiplié ses contacts avec les institutions financières dans l'exercice du contrôle hors site, et le nombre d'inspections a sensiblement progressé. Outre que ces actions de contrôle visent en premier lieu à amener les institutions directement concernées à apporter une réponse appropriée aux faiblesses spécifiques décelées dans leur chef, l'intensification des contrôles en matière de LBC/FT, qui se poursuivra en 2017 et se combinera avec la réforme du cadre légal et réglementaire du fait de la transposition de la 4^e directive, aura également pour effet de sensibiliser davantage l'ensemble des institutions financières à la nécessité impérative de disposer de mécanismes internes de LBC/FT efficaces.

Un des objectifs poursuivis par la Banque dans ce contexte consiste en particulier à asseoir plus systématiquement l'exercice du contrôle en la matière sur une analyse des risques spécifiques de blanchiment de capitaux et de financement du terrorisme auxquels les institutions financières contrôlées sont exposées. Des mesures allant dans ce sens ont d'ores et déjà été prises, en se fondant notamment sur les réponses fournies par les institutions financières au questionnaire annuel auquel elles sont

appelées à répondre⁽¹⁾, sur les rapports annuels de leurs responsables de la lutte contre le blanchiment de capitaux et le financement du terrorisme et sur les informations dont la Banque dispose dans le cadre de l'exercice de ses compétences de contrôle prudentiel. Il importe cependant que cette approche du contrôle, à laquelle la Banque recourra, soit cohérente avec les pratiques qui seront mises en œuvre dans les autres États membres de l'Union européenne. Dès lors, la Banque a pris une part active dans l'élaboration des « orientations », confiée aux Autorités européennes de supervision par la 4^e directive précitée. La récente publication de ces orientations⁽²⁾ permettra à la Banque de poursuivre la construction de son propre modèle d'analyse des risques tout en veillant à la convergence de ses pratiques avec celles des autres autorités nationales en Europe.

1.2 Actions horizontales de contrôle relatives au gel des avoirs des terroristes et aux « Panama Papers »

Suite aux attentats terroristes qui ont frappé la France le 13 novembre 2015 et la Belgique le 22 mars 2016, la Banque a décidé de mener une action horizontale de contrôle de l'organisation dont l'ensemble des institutions financières se sont dotées afin de satisfaire à leurs obligations de mise en œuvre des sanctions financières ciblées à l'encontre des terroristes et des organisations terroristes visés par les listes belges et européennes de gel des avoirs et des ressources économiques. Indépendamment des actions individuelles sur lesquelles cette action horizontale a débouché afin de combler les lacunes constatées auprès de certains établissements, la Banque a estimé particulièrement utile de renforcer la sensibilisation de l'ensemble de ces établissements à leurs responsabilités en la matière en leur adressant un courrier dans lequel elle tire les leçons de son action de contrôle, s'efforce de clarifier certains aspects du régime légal applicable qui apparaissaient compris de manière inégale, et exprime ses attentes et ses recommandations en vue d'une meilleure application de ces sanctions financières⁽³⁾.

En outre, suite à la publication des « Panama Papers » dans la presse en avril 2016, la Banque a par ailleurs mené une action horizontale de contrôle concernant la

(1) La nouvelle version du questionnaire périodique relatif à la prévention du blanchiment de capitaux et du financement du terrorisme, auquel les institutions financières devront répondre entre le 1^{er} janvier et le 28 février 2017 sur la base de leur situation au 31 décembre 2016, leur a été adressée par les circulaires NBB_2016_42 et NBB_2016_43 du 26 octobre 2016.

(2) « Joint Guidelines on the characteristics of a risk-based approach to anti-money laundering and terrorist financing supervision, and the steps to be taken when conducting supervision on a risk-sensitive basis – The Risk-Based Supervision Guidelines », ESAs 2016 72, 16 novembre 2016.

(3) La lettre horizontale du 6 décembre 2016 concernant l'application du régime financier de sanction (financement anti-terrorisme) peut être consultée sur le site www.nbb.be.

mise en œuvre tant des mesures de prévention des mécanismes particuliers de nature fiscale que des mesures de

prévention du blanchiment de capitaux issus de la fraude fiscale grave (voir encadré 14).

Encadré 14 – L'action horizontale relative à la publication des « *Panama Papers* » et l'audition du Gouverneur devant la Commission spéciale au sein de la Chambre des représentants

Dans les jours suivants la publication dans la presse, en avril 2016, d'une liste de montages *off-shore* constitués à l'intervention d'un bureau d'avocats panaméens dans un but de fraude ou d'évasion fiscales (la publication des « *Panama Papers* »), et compte tenu de la possibilité que certaines institutions financières belges aient pu prendre part à quelque titre que ce soit à l'élaboration ou à l'utilisation de tels mécanismes fiscaux particuliers, la Banque a mené une action horizontale visant à s'assurer du respect par les institutions qui relèvent de ses compétences, d'une part, de leurs obligations en matière d'interdiction et de prévention des mécanismes particuliers ayant pour but ou pour effet de favoriser la fraude fiscale de leurs clients, et d'autre part, de l'application effective des mécanismes requis pour la prévention du blanchiment de capitaux issus, en particulier, de la fraude fiscale grave. Dans un premier temps, la Banque a requis de toutes ces institutions financières qu'elles répondent dans un bref délai à un certain nombre de questions visant à recenser celles d'entre elles qui auraient pu avoir aidé leurs clients à monter des sociétés écrans dans des paradis fiscaux, et à savoir si leurs systèmes de contrôle internes avaient mis en lumière des opérations suspectes liées à ces mécanismes fiscaux particuliers. À la suite de l'analyse des réponses, des entretiens ont été organisés avec les représentants de certaines institutions financières. Bien que cette action n'ait pas conduit la Banque à prendre des mesures importantes, les informations recueillies dans le cadre de cette action horizontale seront également prises en compte dans l'évaluation des risques sur laquelle repose l'exercice du contrôle prudentiel en matière de lutte contre le blanchiment de capitaux et le financement du terrorisme (cf. *supra*).

Lors de son audition devant la Commission spéciale « fraude fiscale internationale/*Panama Papers* » au sein de la Chambre des représentants, le Gouverneur de la Banque a souligné la nécessité d'une plus grande harmonisation, notamment européenne, sur le plan des deux tâches spécifiques touchant aux *Panama Papers*, à savoir la lutte contre les mécanismes fiscaux particuliers ainsi que la définition des infractions sous-jacentes au blanchiment de capitaux, comme, par exemple, la fraude fiscale. Par leur nature (lien avec des dispositions fiscales en ce qui concerne la prévention de mécanismes particuliers et avec des dispositions pénales s'agissant du dispositif de lutte contre le blanchiment de capitaux), ces deux tâches ont toutefois un caractère territorial: les dispositions concernant les mécanismes particuliers sont spécifiques à notre pays et ne reposent sur aucun socle européen commun, tandis que, pour la lutte contre le blanchiment, la définition des délits sous-jacents n'est pas encore harmonisée. A défaut d'harmonisation européenne, au regard du caractère territorial de ces dispositions, la Banque en sa qualité d'autorité de contrôle ne dispose d'aucune compétence lui permettant d'agir contre ce type de montage auprès d'une filiale étrangère d'une institution financière belge. Un pas important sera franchi lors de la transposition par les États membres de la 4^e directive précitée qui aura pour effet de reconnaître, dans tous les États membres, la fraude fiscale grave comme un délit sous-jacent au blanchiment de capitaux. En outre, les groupes de sociétés, en ce compris transfrontaliers, devront définir une approche globale en matière de lutte contre le blanchiment de capitaux applicable à l'ensemble des entités du groupe.

Dans son rapport remis à la Commission spéciale, la Banque a plaidé pour un renforcement de la collaboration au niveau international entre les différentes autorités compétentes en matière de lutte contre le blanchiment de capitaux et le financement du terrorisme: pour la mise en place d'un système de donneurs d'alerte au sein des entités assujetties: pour un renforcement des fonctions de *compliance* ou encore pour l'assujettissement à la loi du 11 janvier 1993 relative à la prévention de l'utilisation du système financier aux fins du blanchiment de capitaux et du financement du terrorisme des entreprises de conseil en matière de structure du capital, de stratégie industrielle et de conseils et services dans le domaine de la fusion et du rachat d'entreprises.

1.3 Devoirs de vigilance à l'égard des demandeurs d'asile

Devant l'afflux de demandeurs d'asiles que connaît l'Europe, l'ABE a publié le 12 avril 2016 un avis⁽¹⁾ par lequel elle fournit des orientations aux établissements financiers sur la manière dont ils peuvent se conformer à leurs obligations légales en matière de LBC/FT, sans devoir refuser à des demandeurs d'asile l'accès au système financier. Ces orientations se fondent sur la considération qu'il est important que ces demandeurs d'asile puissent avoir accès au système financier pendant leur séjour en Europe, non seulement parce qu'un tel accès constitue une condition indispensable à leur intégration dans la vie sociale pendant leur séjour en Europe, mais également afin d'éviter qu'à défaut, des prestataires irréguliers de services financiers qui s'efforcent de se soustraire à tout contrôle, notamment en matière de LBC/FT, ne puissent y trouver des opportunités de développer des activités illicites en proposant leurs services à ces personnes en situation précaire, de sorte que les risques de blanchiment de capitaux et de financement du terrorisme auxquels l'Europe est confrontée s'en trouveraient encore accrus.

La Banque a relayé cet avis de l'ABE auprès de l'ensemble des institutions financières par une circulaire⁽²⁾ qui précise les modalités d'application en Belgique des principes promus par l'ABE, par référence aux dispositions légales et réglementaires belges telles que commentées dans la circulaire CBFA_2010_09 du 6 avril 2010 relative aux devoirs de vigilance à l'égard de la clientèle, la prévention de l'utilisation du système financier aux fins du blanchiment de capitaux et du financement du terrorisme, et la prévention du financement de la prolifération des armes de destruction massive (version coordonnée)⁽³⁾.

2. Assurance qualité (*Quality assurance*)

La Banque s'est dotée au cours de l'année 2016 d'une nouvelle fonction d'assurance qualité qui vient en complément de son arsenal existant d'outils de maîtrise de la qualité de ses activités de supervision financière. Cette fonction, qui se positionne dans la deuxième ligne au sein du modèle de trois lignes de défense de la Banque⁽⁴⁾, a pour objectif de donner l'assurance que la supervision financière de la Banque répond aux exigences de qualité en la matière, qui s'envisagent selon les quatre dimensions suivantes : « homogénéité et consistance », « respect des délais », « contenu » et « conformité » avec le dispositif réglementaire et les « bonnes pratiques » (*best practices*) qui font la promotion d'une supervision efficace, efficiente et rigoureuse.

Le périmètre d'intervention de cette nouvelle fonction comprend l'ensemble des activités de supervision financière de la Banque, qu'elle agisse en tant qu'autorité de résolution ou en tant qu'autorité en charge des aspects de réglementation et de contrôle (macro- et micro-)prudentiel et ce, qu'elle exerce ses responsabilités sur le secteur des banques, des assurances ou des infrastructures de marchés financiers. En particulier dans le contexte du MSU, la nouvelle fonction d'assurance qualité de la Banque collabore activement avec ses homologues à la BCE et dans d'autres autorités nationales, afin de couvrir de la manière la plus adéquate ce périmètre spécifique. En ligne avec les modalités de coopération mises en place au sein du MSU, il est ainsi prévu que les fonctions d'assurance qualité des autorités nationales soient directement responsables pour ce qui est de garantir la qualité des travaux réalisés par leur autorité respective sur le périmètre des établissements de crédit de moindre importance, et qu'elles assistent leur homologue à la BCE dans ses travaux en la matière sur le périmètre des établissements importants.

La démarche de cette nouvelle fonction correspond à la démarche de supervision financière de la Banque, qui s'inscrit dans une approche fondée sur les risques, tout en veillant en particulier à ce que la Banque réponde aux attentes de la BCE en termes d'assurance qualité dans le cadre du MSU.

Dans ce contexte, les premiers travaux d'assurance qualité sont actuellement réalisés dans le domaine de la supervision des banques, et en priorité sur le périmètre des établissements de crédit de moindre importance. Ce type de démarche, de type « projet », fait partie des outils à la disposition de la fonction d'assurance qualité qui comprennent également la mise en place et le suivi d'outils de monitoring permanents de la qualité de la supervision financière en général, ou la réalisation de missions *ad hoc*. Le projet d'assurance qualité actuellement en cours a pour objectif de répertorier, de compléter (si nécessaire) et

(1) « *Opinion of the European Banking Authority on the application of customer due diligence measures to customers who are asylum seekers from higher-risk third countries or territories* », EBA-Op-2016-07.

(2) Circulaire NBB_2016_32 du 12 juillet 2016 relative à l'avis de l'Autorité bancaire européenne (ABE) « *on the application of customer due diligence measures to customers who are asylum seekers from higher-risk third countries* » (EBA-Op-2016-07).

(3) Circulaire CBFA_2010_09 du 6 avril 2010 modifiée par la circulaire CBFA_2011_09 du 1 mars 2011 relative aux devoirs de vigilance à l'égard de la clientèle, la prévention de l'utilisation du système financier aux fins du blanchiment de capitaux et du financement du terrorisme, et la prévention du financement de la prolifération des armes de destruction massive (version coordonnée).

(4) La gouvernance de la Banque prévoit un modèle de maîtrise de ses risques qui s'appuie sur trois lignes de défense. Il appartient ainsi au Comité de direction et au management opérationnel, en tant que première ligne de maîtrise des risques, d'endosser et de gérer ceux-ci au travers de la mise en œuvre d'un système de contrôle interne approprié et efficace. La deuxième ligne de maîtrise des risques définit le cadre de gestion des risques de la Banque, aide à sa mise en œuvre au sein de la première ligne et veille à ce que la mise en œuvre par celle-ci soit adéquate et effective. Dans le cadre de ce modèle, l'Audit interne agit en tant que troisième ligne, indépendante, qui applique une approche systématique et méthodique visant à évaluer les processus de contrôle interne, de gestion des risques, et de gouvernance, et à formuler des recommandations pour les améliorer.

d'améliorer (si nécessaire) les processus, procédures et contrôles appliqués au sein de la première ligne de défense en charge de la supervision des établissements de moindre importance et, dès lors, de veiller à ce que le cadre mis en place garantisse une supervision de qualité, conforme aux quatre dimensions énoncées ci-avant.

3. FinTech

Ces dernières années, sous l'impulsion des technologies émergentes toujours plus abordables, le secteur financier a été confronté à une multitude d'innovations. L'entrée sur le marché d'un grand nombre de nouveaux acteurs dont le modèle d'entreprise est basé sur ces innovations est corroborée par une croissance considérable des montants de capitaux à risque investis dans ces nouveaux arrivants et leur technologie financière. L'évolution des préférences des consommateurs vient encore amplifier ce phénomène. Cette tendance est également connue sous le nom de « révolution *FinTech* », *FinTech* étant un terme générique qui désigne toutes les innovations financières menant à de nouvelles applications, de nouveaux processus ou de nouveaux produits qui ont une incidence importante sur les marchés financiers et les établissements existant et sur la fourniture de services financiers au sens large.

Les innovations *FinTech* s'adressent en général à des segments de marché où les attentes des clients ne sont pas entièrement satisfaites alors qu'une marge intéressante est réalisée. Dans différents segments du secteur financier apparaissent de nouveaux acteurs *FinTech* porteurs d'un modèle d'entreprise innovant, tels que le *crowdfunding*, les prêts *peer-to-peer*, les modes alternatifs de transferts et de paiements internationaux, le conseil robotisé, les nouvelles plateformes de commerce électronique, etc. Ces changements auront indéniablement des retombées positives, telles qu'une expérience client améliorée, des frais de transactions moins élevés et un élargissement de la fourniture de services à des segments de clientèle qui n'étaient jusqu'alors pas ou insuffisamment servis. Simultanément, une nouvelle forme d'offre de services de soutien est en train de voir le jour, laquelle consiste pour les acteurs *FinTech* à s'adresser à des intervenants existants et à proposer certains processus opérationnels plus efficaces, plus sûrs ou meilleurs, tels que les solutions de *cloud computing*, la possibilité d'identifier des clients par voie électronique, les logiciels d'analyse de données qui permettent d'étudier le comportement des clients ainsi que les solutions de « registres distribués » (*distributed ledger*), grâce auxquelles il est possible de travailler sans intermédiaire et de conclure des transactions de manière plus sûre et plus efficace.

L'incidence potentiellement disruptive de ces évolutions *FinTech* sur les établissements financiers existants a fait l'objet de nombreux débats au cours des dernières années et a mené, entre autres, les autorités de contrôle, les autorités de réglementation et les établissements financiers à faire quantité de projections. Un premier scénario, qui est aussi le plus extrême, prévoit que les établissements financiers actuels disparaissent complètement et que de nouveaux acteurs numériques prennent leur place. Dans un deuxième scénario, les services sont fournis par l'intermédiaire d'acteurs *FinTech* qui proposent en direct des produits financiers (alternatifs), ce qui entraînerait une désintermédiation des établissements financiers. Songeons à ce sujet aux initiatives prises dans le secteur financier par des géants de la technologie tels que Google, Facebook, Apple, Amazon, Samsung, Alibaba, ... Dans ce scénario, les établissements financiers existants procurent à ces nouveaux acteurs des services tels que la mise à disposition de leur infrastructure, le développement de produits, la prise en charge de la conformité au cadre réglementaire, etc. Dans un troisième scénario, les établissements financiers parviennent – grâce éventuellement à une reprise ou à une intégration de nouveaux acteurs ou en collaborant avec ceux-ci – à élaborer eux-mêmes des modèles d'entreprise répondant aux attentes des clients. Ils parviennent ainsi à maintenir la relation client. Au stade actuel, il est impossible de prévoir à quelle vitesse un scénario donné va se réaliser et quelles en seront les conséquences. Dans la pratique, l'on assistera vraisemblablement à une conjonction de ces différents scénarios et le résultat variera probablement selon le segment de marché.

L'évolution *FinTech* est aussi susceptible de comporter de nouveaux risques, notamment pour la rentabilité des établissements financiers existants, qui risquent de perdre certaines activités rentables au profit des nouveaux arrivants, et ce alors que leur rentabilité est déjà mise sous pression dans les circonstances actuelles. Face à ces évolutions, les établissements financiers sont tenus d'adopter une politique de vigilance de manière à pouvoir intégrer rapidement les innovations utiles dans leur modèle d'entreprise et adapter leur stratégie à ces innovations. Ces changements font également naître de nouveaux risques opérationnels, liés à une dépendance accrue vis-à-vis des systèmes informatiques ainsi qu'à l'accroissement attendu de l'externalisation d'activités à de nouveaux acteurs qui ne connaissent pas le cadre réglementaire. Il convient d'accorder une attention particulière à la protection des données et de la vie privée, ainsi qu'à la fiabilité et l'extensibilité de ces nouvelles technologies et applications. En l'occurrence, il s'agit de trouver un juste équilibre entre le confort de l'utilisateur, d'une part, et la limitation des risques opérationnels, d'autre part. Il importe en outre d'établir une structure de gestion claire où les rôles et les

obligations sont bien définis. Par ailleurs, de nouveaux défis apparaissent, comme la détection d'éventuelles erreurs dans les algorithmes utilisés, l'identification des clients lors de transactions à distance et la détection d'opérations de blanchiment à l'aide de nouvelles technologies. Dans une perspective plus large, des questions se posent quant à la protection du consommateur et des données personnelles, et ce eu égard au fait qu'à l'avenir ce seront des entreprises à la base non financières qui offriront de plus en plus souvent des services financiers.

La Banque constate qu'un nombre relativement restreint de nouveaux acteurs ont à ce jour introduit une demande d'agrément pour des modèles d'entreprise en lien avec les *FinTech*, alors que la plupart des acteurs existants offrent déjà des services aux clients par le biais d'applications mobiles. En outre, des initiatives sont mises en place pour rendre la gestion de l'architecture informatique plus efficace, entre autres grâce à des solutions de *cloud computing*. Dans beaucoup de cas, il s'avère que les nouveaux acteurs collaborent avec les banques traditionnelles et n'ambitionnent pas de développer eux-mêmes une gamme complète d'activités bancaires. S'agissant des IMF, la Banque constate qu'elles se trouvent dans une phase exploratoire, et examinent dans quelle mesure des applications *FinTech* leur permettraient d'accroître l'efficacité et la pertinence des processus existants. Tant les banques que les IMF étudient de même les avantages possibles des technologies de « registres distribués » et d'analyse des données. Par une analyse des données générales de transactions, les banques pourront élaborer une offre personnalisée pour leurs clients et ainsi améliorer leur offre de services. S'agissant des clients des infrastructures, les nouvelles technologies offriront des solutions permettant de mieux respecter leurs obligations de conformité (*compliance*). De plus, les techniques d'analyse de données permettront de détecter rapidement des schémas de transactions suspects et ainsi de limiter autant que possible l'impact de ces fraudes. Via sa révision de sa directive sur les services de paiement (*Payment Services Directive, PSD2*⁽¹⁾), l'Union européenne a ouvert le marché à des entreprises qui donnent aux consommateurs et aux fournisseurs de services l'accès à des informations relatives aux comptes bancaires. La Banque constate que le nouveau statut de prestataire de services d'initiation de paiement rencontre un vif intérêt. Ces prestataires font office de passerelle virtuelle entre un donneur d'ordre et son compte bancaire en ligne. Ils indiquent de plus si le solde du compte du donneur d'ordre est suffisant et si la transaction sous-jacente peut donc s'effectuer.

(1) Directive (UE) n° 2015/2366 du Parlement européen et du Conseil du 25 novembre 2015 concernant les services de paiement dans le marché intérieur, modifiant les directives 2002/65/CE, 2009/110/CE et 2013/36/UE et le règlement (EU) n° 1093/2010 et abrogeant la directive 2007/64/CE.

Sous l'angle réglementaire et du contrôle, il importe que tant les établissements existants que les nouveaux acteurs trouvent un juste équilibre entre éviter de ralentir inutilement l'innovation et maîtriser les risques. Parmi les points d'attention à cet égard figure entre autres le fait que la *FinTech* met à mal le modèle de revenus traditionnel, ce qui peut mettre en péril la stabilité d'établissements individuels et, par extension, le système financier. Il est donc important que les nouveaux acteurs soient dotés de l'intégrité nécessaire et disposent d'un capital de départ suffisant. Il convient également d'assurer la stabilité et la sécurité des systèmes informatiques et de prendre en compte les aspects « vie privée » lors de l'utilisation des nombreuses bases de données connectées (*big data* ou mégadonnées). À la fin de 2015, la Banque a mis sur pied un groupe de travail interne qui est entre autres chargé d'examiner quel sera l'impact de la *FinTech* sur les modèles d'entreprise des établissements existants et sur les risques prudentiels.

Par ailleurs, dans le cadre du HLEG, la Banque participe en collaboration avec le législateur à différentes initiatives qui ont pour but d'adapter le cadre réglementaire à ce nouvel environnement financier évolutif. En coopération avec la FSMA, la Banque a par exemple entamé une analyse de la réglementation afin d'éliminer les entraves superflues aux modèles d'entreprise innovants. La Banque prépare en outre un point de contact central pour les initiatives *FinTech* venant d'acteurs tant existants que nouveaux. Au travers d'un dialogue actif avec les intervenants de marché, ce point de contact central suivra de près les innovations en évolution rapide et parfois complexes et répondra aux questions relatives à la réglementation, au contrôle et aux agréments. De par la nature de la révolution *FinTech*, il va de soi que la réponse apportée par les autorités de contrôle doit être coordonnée et développée à un niveau européen et même paneuropéen. La Banque collabore à cet effet au sein de plusieurs institutions internationales à la mise au point d'une réglementation à jour qui tient adéquatement compte des risques prudentiels et qui garantit la stabilité du système financier sans toutefois limiter les chances et les opportunités indissolublement liées aux innovations *FinTech*. Dans ce cadre, la Banque participe à différents groupes de travail traitant entre autres des modalités d'agrément applicables aux acteurs *FinTech*, des exigences liées à la sous-traitance d'activités et de l'adéquation du cadre prudentiel existant, et ce en tenant compte des innovations *FinTech*.

4. Cyber-risques

Le secteur financier est déjà fortement informatisé et la numérisation de ses processus d'entreprise poursuit

encore sa progression. Le degré d'interconnexion entre les processus opérationnels des différents intervenants financiers est également très élevé. Les établissements financiers optent de surcroît de plus en plus souvent pour des modèles d'entreprise qui sous-traitent les services informatiques, selon une spécialisation opérationnelle ou fonctionnelle. Cette numérisation plus poussée et plus diversifiée des canaux d'accès des clients particuliers des banques n'est que l'un des aspects dont l'analyse du risque opérationnel dans les établissements financiers et les IMF doit tenir compte.

Au cours de l'année sous revue, tout comme durant les années précédentes, les cyber-risques ont fait l'objet d'une attention toujours plus soutenue dans le secteur financier. L'évaluation et la promotion de la maîtrise des cyber-risques figurent en tête des priorités du contrôle prudentiel et de l'*oversight* exercés vis-à-vis des établissements financiers et des IMF. Le secteur a été encouragé à continuer à renforcer ses mesures et efforts de protection contre les cyber-risques, en tenant compte des stratégies de gestion du cyber-risque qui se développent de manière intersectorielle en Belgique et à l'étranger.

4.1 Poursuite de la hausse des cybermenaces

Les cyberattaques sont de plus en plus sophistiquées et provoquent toujours davantage de dégâts. Le nombre d'attaques portant atteinte à l'intégrité des systèmes et des données informatiques progresse également. En tant qu'autorité prudentielle, la Banque en conçoit des inquiétudes. Elle s'intéresse dans ce domaine avant tout à la sécurisation des établissements financiers et des IMF individuels et de l'ensemble du secteur, ainsi qu'à la confiance qu'ils inspirent. La sécurisation opérationnelle et la robustesse des services critiques pour le bon fonctionnement du secteur sont à cet égard d'une importance cruciale.

L'approche du cyber-risque est double. D'une part, les établissements sont tenus de détenir des fonds propres en couverture de leurs risques opérationnels, dont font partie les cyber-risques. D'autre part, la sûreté opérationnelle et la robustesse des processus critiques des établissements financiers et des IMF sont surveillées de près. La disponibilité et l'intégrité des systèmes informatiques jouent un rôle central en la matière.

Les cyber-attaques peuvent être internes ou externes à l'établissement et les motifs des attaquants peuvent être divers, allant du vol financier à l'espionnage et au sabotage géostratégiques en passant par le terrorisme. Les infrastructures et les établissements financiers éprouvent pour cette raison beaucoup de peine à

protéger parfaitement leurs systèmes, données et services informatiques contre les attaques de tous types. Comme les cybermenaces évoluent très rapidement, il convient de s'assurer que la capacité défensive des établissements et des IMF soit plus que jamais en mesure de réagir avec souplesse aux changements de schémas des attaques. Il est essentiel de détenir des solutions permettant de rassembler des informations sur les menaces potentielles, les attaquants et les types d'attaque. Pour se protéger de cyber-attaques portant atteinte à l'intégrité des systèmes et données informatiques, les établissements financiers doivent disposer, à côté des systèmes classiques de continuité reposant sur des centres de données distincts, de mécanismes adéquats de redémarrage.

4.2 Recommandations en matière de cyber-résistance

La circulaire prudentielle relative aux attentes de la Banque en matière de continuité et de sécurité opérationnelles des établissements d'importance systémique est entrée en vigueur le 1^{er} janvier 2016⁽¹⁾. Cette circulaire se focalise particulièrement sur la cyber-résistance (*cyber resilience*). Au mois de juin 2016, le CPIM et l'OICV ont publié des recommandations⁽²⁾ concernant la cyber-résistance, d'application immédiate pour les IMF. La Banque contrôlera si les IMF établies en Belgique les respectent.

L'un des principaux points d'attention de cette circulaire prudentielle et des directives en matière d'*oversight* est la gestion des cyber-risques par les acteurs financiers. La maîtrise des cyber-risques n'implique pas seulement que l'on se concentre sur la technologie, mais nécessite aussi que l'on se penche suffisamment sur les menaces internes à l'entreprise, provenant d'employés ou de la direction. Les intervenants financiers doivent mettre leurs collaborateurs au courant des cyber-risques, de manière à ce qu'ils sachent comment ces risques peuvent surgir et comment il convient qu'ils réagissent. Les organes de gestion doivent disposer de l'expertise et des informations nécessaires pour pouvoir suivre adéquatement les cybermenaces et les maintenir dans des limites acceptables.

Les deux directives précitées recommandent également que les acteurs financiers réalisent des tests afin d'évaluer leur degré de protection contre les cybermenaces. Ces tests sont de plus en plus sophistiqués et s'appuient, dans certaines juridictions, sur des cadres spécifiques comportant une méthodologie de test harmonisée. La Banque

(1) Circulaire NBB_2015_32 du 18 décembre 2015 concernant les attentes prudentielles complémentaires en matière de continuité et de sécurité opérationnelles des établissements financiers d'importance systémique.

(2) *Guidance on cyber resilience for financial market infrastructures*.

surveille les évolutions dans ce domaine afin que de saines pratiques de gestion soient également introduites en Belgique, en tenant compte d'éventuelles initiatives européennes ou internationales en la matière.

La Banque suit également les avancées en la matière réalisées en dehors du secteur financier. Ainsi, le G7 a publié des lignes directrices portant sur un cadre adéquat de maîtrise des cyber-risques et plusieurs pays mettent sur pied une cyber-stratégie nationale pour les principaux secteurs, dont le secteur financier fait la plupart du temps partie.

4.3 Sélections choisies (*Capita selecta*)

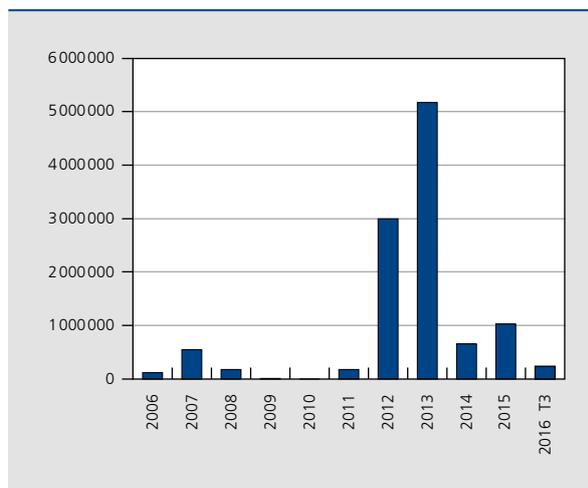
SWIFT

La Banque est le contrôleur principal de SWIFT et exerce cet *oversight* en collaboration avec d'autres banques centrales du G10. Cette année, une attention particulière a été réservée à la cyber-attaque au cours de laquelle 81 millions de dollars ont été dérobés à la Banque centrale du Bangladesh, ainsi qu'à d'autres cas rapportés par la presse où des établissements financiers ont été victimes de messages SWIFT frauduleux. Les systèmes centraux de traitement d'opérations de SWIFT n'ont jamais été menacés au cours de ces attaques mais les malfaiteurs ont exploité des failles de sécurité au sein des établissements financiers qui participent à SWIFT. Ces piratages démontrent combien il est important que les établissements financiers membres de SWIFT se dotent de mécanismes adéquats de cybersécurité. Pour les y aider, SWIFT a mis sur pied un vaste programme de soutien et de conseil à ses clients, suivi de près par les banques centrales du G10 chargées de son *oversight*.

Fraude dans les services bancaires par internet (*e-banking*) et par téléphone

Febelfin et la *Federal Computer Crime Unit*, notamment, ont poursuivi en 2016 leur collaboration étroite entamée

GRAPHIQUE 107 PERTE FINANCIÈRE ANNUELLE PROVOQUÉE PAR LA FRAUDE EN E-BANKING EN BELGIQUE (en euros)



Source : Febelfin.

ces dernières années afin de limiter la fraude en *e-banking*. Il est relevé que, grâce aux efforts des établissements financiers et à quelques interventions fructueuses des services de police et de l'appareil judiciaire belges, le niveau des pertes financières annuelles dues à la fraude en *e-banking* au cours des trois dernières années est resté faible.

Comme lors des années précédentes, les cas enregistrés de fraude en *e-banking* auprès des particuliers en 2016 étaient quasi exclusivement imputables à des techniques de fraude par lesquelles les cybercriminels trompent les utilisateurs d'*e-banking* pour obtenir leurs codes de sécurité personnels (le plus souvent après un contact téléphonique ou par l'intermédiaire d'un site internet frauduleux). Les établissements analysent les transactions illicites une à une et remboursent les victimes, sauf en cas de négligence grave ou d'intention frauduleuse de leur part.



Annexes

ANNEXE 1 PRINCIPAUX INDICATEURS MACROÉCONOMIQUES DANS LA ZONE EURO ET DANS D'AUTRES ÉCONOMIES IMPORTANTES (1-2)
(pourcentages de variation par rapport à l'année précédente, sauf mention contraire)

	PIB ⁽¹⁾			Taux de chômage ⁽²⁾			Inflation		
	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016
Zone euro	1,2	2,0	1,7	11,6	10,9	10,1	0,4	0,0	0,3
Allemagne	1,6	1,7	1,9	5,0	4,6	4,4	0,8	0,1	0,4
France	0,6	1,3	1,3	10,3	10,4	10,0	0,6	0,1	0,3
Italie	0,1	0,7	0,7	12,7	11,9	11,5	0,2	0,1	0,0
Espagne	1,4	3,2	3,2	24,5	22,1	19,7	-0,2	-0,6	-0,4
Pays-Bas	1,4	2,0	1,7	7,4	6,9	6,1	0,3	0,2	0,1
Belgique	1,7	1,5	1,2	8,6	8,6	8,0	0,5	0,6	1,8
Autriche	0,6	1,0	1,5	5,6	5,7	5,9	1,5	0,8	1,0
Grèce	0,4	-0,2	-0,3	26,5	24,9	23,5	-1,4	-1,1	0,1
Finlande	-0,7	0,2	0,8	8,7	9,4	9,0	1,2	-0,2	0,3
Portugal	0,9	1,6	0,9	14,1	12,6	11,1	-0,2	0,5	0,7
Irlande	8,5	26,3	4,1	11,3	9,4	8,3	0,3	0,0	-0,2
Slovaquie	2,6	3,8	3,4	13,2	11,5	9,7	-0,1	-0,3	-0,5
Luxembourg	4,7	3,5	3,6	6,0	6,4	6,2	0,7	0,1	0,0
Slovénie	3,1	2,3	2,2	9,7	9,0	8,4	0,4	-0,8	0,1
Chypre	0,1	0,7	0,7	16,1	15,0	12,5	-0,3	-1,5	-1,1
Estonie	2,8	1,4	1,1	7,4	6,2	6,5	0,5	0,1	0,8
Malte	3,5	6,2	4,1	5,8	5,4	5,0	0,8	1,2	1,0
Lettonie	2,1	2,7	1,9	10,8	9,9	9,6	0,7	0,2	-0,1
Lituanie	3,5	1,8	2,0	10,7	9,1	7,6	0,2	-0,7	0,7
Royaume-Uni	3,1	2,2	2,0	6,1	5,3	4,9	1,5	0,0	0,7
États-Unis	2,4	2,6	1,6	6,2	5,3	4,9	1,6	0,1	1,2
Japon	0,0	1,2	0,9	3,6	3,4	3,1	2,7	0,8	-0,3
Chine	7,3	6,9	6,7	4,1	4,1	4,1	2,1	1,5	2,1

Sources: CE, FMI, OCDE, BNB.

(1) Données en volume corrigées des effets de calendrier.

(2) Rapport entre le nombre de chômeurs et la population active, pourcentages.

ANNEXE 2 PRINCIPAUX INDICATEURS MACROÉCONOMIQUES DANS LA ZONE EURO ET DANS D'AUTRES ÉCONOMIES IMPORTANTES (2-2)
(pourcentages du PIB)

	Balance des comptes courants			Solde de financement des administrations publiques			Dette des administrations publiques		
	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016
Zone euro	2,5	3,3	3,7	-2,6	-2,1	-1,8	94,4	92,6	91,6
Allemagne	7,5	8,5	9,0	0,3	0,7	0,6	74,9	71,2	68,1
France	-3,2	-2,0	-2,1	-4,0	-3,5	-3,3	95,3	96,2	96,4
Italie	1,9	1,6	2,8	-3,0	-2,6	-2,4	131,9	132,3	133,0
Espagne	1,0	1,3	1,7	-6,0	-5,1	-4,6	100,4	99,8	99,5
Pays-Bas	8,5	8,5	8,5	-2,3	-1,9	-0,8	67,9	65,1	63,0
Belgique	-0,7	0,4	1,0	-3,1	-2,5	-2,8	106,5	105,8	106,6
Autriche	2,6	2,5	2,8	-2,7	-1,0	-1,5	84,4	85,5	83,5
Grèce	-2,6	0,0	0,0	-3,6	-7,5	-2,5	179,7	177,4	179,7
Finlande	-1,3	-0,8	-0,8	-3,2	-2,8	-2,4	60,2	63,6	65,4
Portugal	-0,3	-0,3	0,5	-7,2	-4,4	-2,7	130,6	129,0	130,3
Irlande	1,7	10,2	7,9	-3,7	-1,9	-0,9	105,2	78,6	75,4
Slovaquie	0,6	0,1	0,6	-2,7	-2,7	-2,2	53,6	52,5	53,3
Luxembourg	5,1	5,2	5,6	1,5	1,6	1,3	22,7	22,1	23,2
Slovénie	6,2	5,4	7,4	-5,0	-2,7	-2,4	80,9	83,1	80,2
Chypre	-4,4	-3,0	-2,8	-8,8	-1,1	-0,3	107,1	107,5	107,1
Estonie	1,0	2,1	1,8	0,7	0,1	0,5	10,7	10,1	9,4
Malte	7,1	2,6	2,0	-2,1	-1,4	-0,7	67,0	64,0	62,1
Lettonie	-2,0	-0,8	0,0	-1,6	-1,3	-0,8	40,7	36,3	40,0
Lituanie	3,8	-2,2	0,1	-0,7	-0,2	-0,6	40,5	42,7	40,8
Royaume-Uni	-4,7	-5,4	-5,6	-5,7	-4,3	-3,5	88,1	89,1	89,2
États-Unis	-2,3	-2,6	-2,5	-5,0	-4,4	-5,0	112,3	114,0	115,6
Japon	0,8	3,3	3,8	-6,2	-5,4	-5,2	227,7	229,9	233,7
Chine	2,7	3,0	2,4	-0,6	-1,3	-1,8	39,8	42,9	46,3

Sources : CE, FMI, OCDE, BNB.

ANNEXE 3

PIB ET PRINCIPALES CATÉGORIES DE DÉPENSES, EN VOLUME

(données corrigées des effets de calendrier; pourcentages de variation par rapport à l'année précédente, sauf mention contraire)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016 e
Dépenses de consommation finale des particuliers	1,9	1,7	0,5	2,7	0,3	0,6	0,7	0,6	1,1	0,7
Dépenses de consommation finale des administrations publiques	1,9	2,8	1,1	1,0	1,3	1,4	0,1	1,4	0,5	0,2
Formation brute de capital fixe	6,8	1,9	-6,6	-0,8	4,2	0,2	-1,5	5,1	2,4	2,4
Logements	4,7	-2,2	-10,4	1,8	-2,5	-0,1	-3,9	4,7	0,8	5,4
Entreprises	7,6	3,3	-7,5	-2,1	6,5	0,0	-0,3	5,6	3,1	1,2
Administrations publiques	6,7	2,5	11,0	0,8	5,9	2,2	-4,2	3,1	1,9	3,6
<i>p.m.</i> Dépenses intérieures finales ⁽¹⁾⁽²⁾	3,0	2,0	-1,1	1,5	1,4	0,7	0,1	1,8	1,2	1,0
Variation des stocks ⁽¹⁾	0,3	0,1	-0,8	0,5	0,7	-0,9	-0,6	0,4	0,3	-0,5
Exportations nettes de biens et de services ⁽¹⁾	0,2	-1,2	-0,4	0,7	-0,3	0,3	0,4	-0,6	0,0	0,8
Exportations de biens et de services	5,7	1,7	-9,4	10,3	6,7	1,8	0,8	5,1	4,3	5,8
Importations de biens et de services	5,7	3,5	-9,0	9,6	7,3	1,4	0,3	5,9	4,3	5,0
PIB	3,4	0,7	-2,3	2,7	1,8	0,1	-0,1	1,7	1,5	1,2
Excédent (+) ou déficit (-) commercial résultant de la variation des termes de l'échange ⁽³⁾	0,1	-2,0	2,0	-1,1	-0,9	-0,2	0,1	0,4	0,8	0,9
Solde des revenus primaires reçus du reste du monde ⁽³⁾	0,0	1,0	-2,2	3,1	-2,1	1,4	-0,8	-1,1	-0,5	-0,6
RNB	3,5	-0,3	-2,4	4,6	-1,3	1,3	-0,8	0,9	1,8	1,4
<i>p.m.</i> Dépenses intérieures totales ⁽⁴⁾	3,3	2,1	-1,9	2,0	2,2	-0,2	-0,5	2,3	1,5	0,4
Dépenses finales ⁽⁵⁾	4,3	1,9	-5,3	5,5	4,2	0,7	0,1	3,5	2,8	2,9
Dépenses des administrations publiques ⁽⁶⁾	2,3	2,8	2,0	1,0	1,7	1,5	-0,3	1,6	0,6	0,5

Sources: ICN, BNB.

(1) Contribution à la variation du PIB.

(2) Dépenses de consommation finale des particuliers et des administrations publiques et formation brute de capital fixe.

(3) Contribution à la variation du RNB.

(4) Dépenses intérieures finales et variation des stocks.

(5) Dépenses intérieures totales et exportations de biens et de services.

(6) Dépenses de consommation finale et formation brute de capital fixe des administrations publiques.

ANNEXE 4 PIB ET PRINCIPALES CATÉGORIES DE DÉPENSES, À PRIX COURANTS

(données non corrigées des effets de calendrier, millions d'euros)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016 e
Dépenses de consommation finale des particuliers	172 866	181 392	181 546	189 693	196 069	201 182	204 394	207 243	210 154	215 050
Dépenses de consommation finale des administrations publiques	74 412	79 857	83 782	85 999	90 128	94 011	95 892	97 188	98 098	100 328
Formation brute de capital fixe	80 096	84 890	78 782	79 665	85 612	87 674	86 967	91 760	94 356	97 116
Logements	20 065	21 154	19 186	19 852	19 630	20 205	19 732	20 735	20 959	22 213
Entreprises	52 999	56 315	51 463	51 415	56 705	57 823	57 962	61 459	63 693	64 827
Administrations publiques	7 032	7 421	8 132	8 398	9 278	9 646	9 273	9 566	9 705	10 076
<i>p. m. Dépenses intérieures finales</i> ⁽¹⁾	327 373	346 140	344 109	355 357	371 809	382 867	387 252	396 191	402 608	412 493
Variation des stocks	4 178	6 213	-3 220	3 184	5 336	2 244	-13	942	891	-3 850
Exportations nettes de biens et de services	13 161	1 713	7 892	6 560	1 962	2 390	4 472	3 673	6 852	13 415
Exportations de biens et de services	267 121	282 176	241 739	279 114	309 486	318 935	320 461	333 478	340 295	354 816
Importations de biens et de services	253 959	280 463	233 847	272 554	307 524	316 546	315 988	329 805	333 443	341 401
PIB	344 713	354 066	348 781	365 101	379 106	387 500	391 712	400 805	410 351	422 058
Solde des revenus primaires reçus du reste du monde	4 523	8 301	430	11 508	3 823	9 482	6 475	2 127	149	-2 454
RNB	349 235	362 367	349 211	376 608	382 929	396 983	398 187	402 933	410 500	419 604
<i>p. m. Dépenses intérieures totales</i> ⁽²⁾	331 551	352 353	340 889	358 541	377 145	385 110	387 239	397 133	403 499	408 643
<i>Dépenses finales</i> ⁽³⁾	598 672	634 529	582 628	637 654	686 630	704 046	707 700	730 611	743 794	763 458
<i>Dépenses des administrations publiques</i> ⁽⁴⁾	81 443	87 278	91 914	94 397	99 405	103 656	105 165	106 754	107 803	110 404

Sources: ICN, BNB.

(1) Dépenses de consommation finale des particuliers et des administrations publiques et formation brute de capital fixe.

(2) Dépenses intérieures finales et variation des stocks.

(3) Dépenses intérieures totales et exportations de biens et de services.

(4) Dépenses de consommation finale et formation brute de capital fixe des administrations publiques.

ANNEXE 5 MARCHÉ DU TRAVAIL

(moyennes annuelles, milliers de personnes)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016 e
Population en âge de travailler ⁽¹⁾	7 012	7 074	7 124	7 180	7 225	7 247	7 259	7 268	7 284	7 302
Population active	4 977	5 031	5 075	5 118	5 159	5 194	5 203	5 235	5 257	5 291
Emploi national	4 451	4 530	4 524	4 553	4 614	4 635	4 619	4 637	4 679	4 738
Travailleurs frontaliers (solde)	77	78	78	79	79	80	79	78	77	77
Emploi intérieur	4 374	4 453	4 446	4 474	4 535	4 555	4 540	4 559	4 601	4 661
Travailleurs indépendants	706	716	722	727	735	743	749	756	767	782
Travailleurs salariés	3 668	3 737	3 724	3 747	3 800	3 812	3 791	3 803	3 834	3 879
Branches sensibles à la conjoncture ⁽²⁾	2 335	2 381	2 348	2 352	2 384	2 380	2 354	2 354	2 370	2 398
Administration publique et éducation	766	776	783	790	795	797	800	805	806	807
Autres services ⁽³⁾	567	580	593	605	621	636	637	644	658	674
Chômage ⁽⁴⁾	526	500	551	565	545	559	584	598	579	553

Sources: BFP, DGS, ICN, ONEM, BNB.

(1) Personnes âgées de 15 à 64 ans.

(2) Soit les branches agriculture ; industrie ; construction ; production et distribution d'électricité, de gaz, de vapeur et d'air conditionné ; production et distribution d'eau ; assainissement, gestion des déchets et dépollution ; commerce ; réparation d'automobiles et de motocycles ; transports et entreposage ; hébergement et restauration ; information et communication ; activités financières et d'assurance ; activités immobilières ; activités spécialisées, scientifiques et techniques et activités de services administratifs et de soutien.

(3) Soit les branches santé humaine et action sociale ; arts, spectacles et activités récréatives ; autres activités de services et activités des ménages en tant qu'employeurs.

(4) Demandeurs d'emploi inoccupés, comprenant les chômeurs complets indemnisés (à l'exclusion des chômeurs âgés non demandeurs d'emploi), ainsi que les autres demandeurs d'emploi inscrits obligatoirement ou librement. Les travailleurs occupés par les ALE déjà repris dans l'emploi sont exclus de ce total.

ANNEXE 6 Taux d'emploi

 (pourcentages de la population âgée de 20 à 64 ans correspondante⁽¹⁾, moyennes annuelles)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016 ⁽²⁾
Total	67,7	68,0	67,1	67,6	67,3	67,2	67,2	67,3	67,2	67,2
<i>p.m. Total (de 15 à 64 ans)</i>	62,0	62,4	61,6	62,0	61,9	61,8	61,8	61,9	61,8	61,9
Selon le genre										
Femmes	60,3	61,3	61,0	61,6	61,5	61,7	62,1	62,9	63,0	62,5
Hommes	75,0	74,7	73,2	73,5	73,0	72,7	72,3	71,6	71,3	72,0
Selon l'âge										
De 20 à 29 ans	64,5	64,5	61,8	61,0	60,5	59,4	57,9	57,8	57,6	57,2
De 30 à 54 ans	79,7	80,5	79,9	80,5	79,8	79,9	79,8	79,7	79,3	79,4
De 55 à 64 ans	34,4	34,5	35,3	37,3	38,7	39,5	41,7	42,7	44,0	45,1
Selon la région										
Bruxelles	59,4	60,2	59,5	59,2	58,2	58,2	56,8	58,7	58,7	59,1
Flandre	71,9	72,3	71,5	72,1	71,8	71,5	71,9	71,9	71,9	71,7
Wallonie	62,6	62,8	61,7	62,2	62,2	62,5	62,3	61,8	61,5	62,1
Selon le niveau d'éducation										
Secondaire inférieur au plus	49,5	49,1	47,7	48,4	47,3	47,1	46,8	46,6	45,6	45,3
Secondaire supérieur au plus	69,3	70,1	68,8	69,1	68,9	68,5	68,6	67,2	67,2	67,1
Supérieur	83,7	83,0	81,9	81,9	82,0	81,8	81,0	82,0	81,8	81,9
Selon la nationalité										
Belges	68,9	69,1	68,4	68,8	68,7	68,6	68,7	68,6	68,5	68,6
Ressortissants d'autres pays de l'UE ⁽³⁾	63,4	65,4	62,4	65,0	65,1	65,2	63,6	65,7	66,5	66,9
Autres	40,3	42,1	40,9	40,4	39,6	38,9	39,9	40,5	45,2	41,5

Source : DGS.

(1) Ces taux d'emploi sont calculés sur la base des données harmonisées tirées de l'enquête sur les forces de travail.

(2) Moyennes des trois premiers trimestres.

 (3) À l'exception de la Croatie, qui a adhéré à l'UE le 1^{er} juillet 2013.

ANNEXE 7

TAUX DE CHÔMAGE

(pourcentages de la population active âgée de 15 à 64 ans correspondante⁽¹⁾, moyennes annuelles)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016 ⁽²⁾
Total	7,5	7,0	8,0	8,4	7,2	7,6	8,5	8,6	8,6	8,1
Selon le genre										
Femmes	8,5	7,6	8,1	8,6	7,2	7,4	8,2	8,0	7,8	7,9
Hommes	6,7	6,5	7,8	8,2	7,2	7,7	8,7	9,1	9,2	8,3
Selon l'âge										
De 15 à 24 ans	18,8	18,0	21,9	22,4	18,7	19,8	23,7	23,2	22,1	20,3
De 25 à 54 ans	6,6	6,1	6,8	7,3	6,4	6,7	7,4	7,6	7,7	7,3
De 55 à 64 ans	4,2	4,4	5,1	4,6	4,0	4,5	5,4	5,4	5,6	5,8
Selon la région										
Bruxelles	17,2	16,0	15,9	17,4	17,1	17,5	19,3	18,5	17,5	17,2
Flandre	4,4	3,9	5,0	5,2	4,3	4,6	5,1	5,1	5,2	5,1
Wallonie	10,5	10,1	11,2	11,5	9,5	10,1	11,4	12,0	12,0	10,8
Selon le niveau d'éducation										
Secondaire inférieur au plus	13,0	12,5	13,7	15,4	14,1	14,2	16,0	16,4	17,0	16,8
Secondaire supérieur au plus	7,6	7,0	8,1	8,2	6,8	7,8	8,3	8,8	8,7	8,3
Supérieur	3,8	3,6	4,5	4,5	3,8	4,0	4,9	4,7	4,6	4,2
Selon la nationalité										
Belges	6,8	6,3	7,1	7,5	6,3	6,5	7,4	7,5	7,6	7,2
Ressortissants d'autres pays de l'UE ⁽³⁾	9,8	9,1	11,0	11,0	10,3	11,1	12,5	11,4	11,0	10,1
Autres	29,6	27,4	29,5	30,6	27,8	30,7	29,9	31,0	24,0	27,3

Source : DGS.

(1) Ces taux de chômage sont calculés sur la base des données harmonisées tirées de l'enquête sur les forces de travail.

(2) Moyennes des trois premiers trimestres.

(3) À l'exception de la Croatie, qui a adhéré à l'UE le 1^{er} juillet 2013.

ANNEXE 8 TAUX D'INACTIVITÉ

(pourcentages de la population âgée de 15 à 64 ans correspondante⁽¹⁾, moyennes annuelles)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016 ⁽²⁾
Total	32,9	32,9	33,1	32,3	33,3	33,1	32,5	32,3	32,4	32,6
Selon le genre										
Femmes	39,6	39,2	39,1	38,2	38,9	38,7	37,7	37,0	37,0	37,5
Hommes	26,4	26,7	27,2	26,6	27,7	27,5	27,3	27,6	27,8	27,8
Selon l'âge										
De 15 à 24 ans	66,1	66,6	67,6	67,5	68,0	68,5	69,0	69,8	70,0	71,6
De 25 à 54 ans	14,7	14,3	14,4	13,7	15,3	15,0	14,7	14,4	14,9	15,2
De 55 à 64 ans	64,1	63,9	62,8	60,8	59,7	58,6	55,9	54,9	53,4	52,2
Selon la région										
Bruxelles	33,9	33,8	34,5	33,7	35,1	34,6	34,9	33,4	34,3	34,0
Flandre	30,9	30,8	30,8	30,1	30,8	31,0	30,2	30,1	30,0	30,2
Wallonie	36,3	36,4	36,7	35,9	37,0	36,3	35,6	35,8	36,1	36,4
Selon le niveau d'éducation										
Secondaire inférieur au plus	53,5	54,6	55,2	53,7	55,3	55,6	55,3	55,4	56,6	57,0
Secondaire supérieur au plus	28,7	28,0	28,8	28,5	29,6	29,3	28,9	30,0	29,9	30,2
Supérieur	13,1	13,8	14,2	14,3	14,7	14,9	14,8	14,0	14,2	14,5
Selon la nationalité										
Belges	32,5	32,6	32,7	32,1	32,8	32,6	32,0	31,9	32,1	32,2
Ressortissants d'autres pays de l'UE ⁽³⁾	32,2	31,3	33,1	30,0	30,6	30,1	30,7	29,4	29,0	29,3
Autres	45,8	45,1	45,0	44,9	48,2	47,8	46,4	45,1	44,4	46,1

Source: DG5.

(1) Ces taux d'inactivité sont calculés sur la base des données harmonisées tirées de l'enquête sur les forces de travail.

(2) Moyennes des trois premiers trimestres.

(3) A l'exception de la Croatie, qui a adhéré à l'UE le 1^{er} juillet 2013.

ANNEXE 9

TAUX D'EMPLOI : DÉTAIL RÉGIONAL

(pourcentages de la population âgée de 20 à 64 ans correspondante⁽¹⁾, moyennes annuelles)

	Bruxelles			Flandre			Wallonie			
	2013	2014	2015	2013	2014	2015	2013	2014	2015	2016 ⁽²⁾
Total	56,8	58,7	58,7	71,9	71,9	71,9	62,3	61,8	61,5	62,1
<i>p.m. Total (de 15 à 64 ans)</i>	52,5	54,3	54,2	66,2	66,4	66,4	57,0	56,5	56,2	56,7
Selon le genre										
Femmes	52,4	53,7	53,2	66,9	67,6	68,2	56,9	57,8	57,2	57,1
Hommes	61,3	63,8	64,3	76,8	76,2	75,6	67,7	65,9	65,9	67,1
Selon l'âge										
De 20 à 29 ans	44,1	47,3	46,1	65,1	64,6	65,0	51,0	50,5	49,6	49,9
De 30 à 54 ans	65,5	66,5	67,3	85,0	85,0	84,6	75,3	74,9	74,1	74,5
De 55 à 64 ans	43,6	46,6	45,6	42,9	44,3	45,6	39,1	38,8	40,8	42,3
Selon le niveau d'éducation										
Secondaire inférieur au plus	38,1	40,4	41,2	52,0	51,8	50,6	42,6	41,4	40,2	40,1
Secondaire supérieur au plus	52,2	52,9	51,8	73,4	72,0	72,3	63,6	61,9	61,3	62,1
Supérieur	75,5	76,5	76,4	83,2	84,4	84,1	79,0	79,5	79,7	79,8
Selon la nationalité										
Belges	57,9	58,6	58,9	72,7	72,9	72,7	63,8	63,2	62,8	63,4
Ressortissants d'autres pays de l'UE ⁽³⁾	66,7	70,2	69,0	69,3	70,3	72,0	55,4	56,3	58,1	59,4
Autres	37,6	40,6	40,8	46,4	44,6	52,6	32,3	32,2	36,9	34,9

Source : DGS.

(1) Ces taux d'emploi sont calculés sur la base des données harmonisées tirées de l'enquête sur les forcés de travail.

(2) Moyennes des trois premiers trimestres.

(3) À l'exception de la Croatie, qui a adhéré à l'UE le 1^{er} juillet 2013.

ANNEXE 10 TAUX DE CHÔMAGE: DÉTAIL RÉGIONAL

(pourcentages de la population active âgée de 15 à 64 ans correspondante⁽¹⁾, moyennes annuelles)

	Bruxelles			Flandre			Wallonie					
	2013	2014	2015	2016 ⁽²⁾	2013	2014	2015	2016 ⁽²⁾	2013	2014	2015	2016 ⁽²⁾
Total	19,3	18,5	17,5	17,2	5,1	5,1	5,2	5,1	11,4	12,0	12,0	10,8
Selon le genre												
Femmes	17,0	16,2	15,9	16,5	5,0	5,0	4,6	5,0	11,4	11,0	11,4	10,7
Hommes	21,2	20,3	18,7	17,8	5,1	5,2	5,7	5,2	11,4	12,8	12,5	10,8
Selon l'âge												
De 15 à 24 ans	39,9	39,5	36,2	35,2	16,6	16,1	15,2	14,5	32,8	32,1	32,2	28,0
De 25 à 54 ans	18,5	17,7	16,9	16,2	4,0	4,3	4,3	4,5	9,9	10,5	10,8	9,7
De 55 à 64 ans	12,2	11,0	11,4	14,4	3,8	3,3	4,2	3,5	6,4	7,7	6,8	7,6
Selon le niveau d'éducation												
Secondaire inférieur au plus	33,2	30,9	29,3	30,0	8,9	9,2	10,3	10,3	20,1	21,6	22,3	21,0
Secondaire supérieur au plus	21,9	22,2	21,6	21,1	5,0	5,5	5,3	5,3	11,9	12,6	12,8	11,4
Supérieur	10,1	9,9	9,1	8,9	3,5	3,0	3,2	2,9	5,7	6,0	5,7	5,0
Selon la nationalité												
Belges	17,9	17,5	16,9	17,0	4,5	4,5	4,7	4,4	10,8	11,1	11,4	10,2
Ressortissants d'autres pays de l'UE ⁽³⁾	15,6	13,0	12,6	11,7	9,3	8,0	8,8	8,7	12,7	13,6	11,9	9,6
Autres	34,3	34,9	31,1	31,3	22,7	22,0	15,3	21,7	36,8	41,4	32,7	33,6

Source: DGS.

(1) Ces taux de chômage sont calculés sur la base des données harmonisées tirées de l'enquête sur les forces de travail.

(2) Moyennes des trois premiers trimestres.

(3) À l'exception de la Croatie, qui a adhéré à l'UE le 1^{er} juillet 2013.

ANNEXE 11 TAUX D'INACTIVITÉ : DÉTAIL RÉGIONAL

(pourcentages de la population âgée de 15 à 64 ans correspondante⁽¹⁾, moyennes annuelles)

	Bruxelles			Flandre			Wallonie			
	2013	2014	2015	2013	2014	2015	2013	2014	2015	2016 ⁽²⁾
Total	34,9	33,4	34,3	34,0	30,2	30,0	35,6	35,8	36,1	36,4
Selon le genre										
Femmes	41,6	40,6	41,4	40,2	35,0	34,0	41,1	40,5	40,9	41,4
Hommes	28,1	26,2	27,1	27,7	25,5	26,0	30,1	31,1	31,4	31,4
Selon l'âge										
De 15 à 24 ans	74,5	73,8	76,6	76,5	66,8	67,1	70,9	71,9	72,7	75,2
De 25 à 54 ans	21,2	19,9	20,3	20,7	11,9	12,0	17,3	17,4	18,2	18,6
De 55 à 64 ans	50,4	47,7	48,5	45,0	55,4	52,5	58,2	57,9	56,2	54,2
Selon le niveau d'éducation										
Secondaire inférieur au plus	52,8	51,8	52,4	53,5	54,7	55,8	57,2	57,9	59,3	60,1
Secondaire supérieur au plus	36,1	35,3	37,1	36,4	26,9	27,4	30,9	32,5	32,7	32,9
Supérieur	16,1	15,1	16,0	15,5	13,8	13,2	16,2	15,5	15,5	16,0
Selon la nationalité										
Belges	35,8	35,4	35,5	35,6	30,0	29,7	34,9	35,3	35,6	35,8
Ressortissants d'autres pays de l'UE ⁽³⁾	24,3	22,9	25,4	22,7	28,3	25,1	38,9	37,7	36,7	37,6
Autres	46,0	40,8	43,7	45,2	43,5	42,3	52,4	48,2	49,2	51,1

Source : DG5.

(1) Ces taux d'inactivité sont calculés sur la base des données harmonisées tirées de l'enquête sur les forces de travail.

(2) Moyennes des trois premiers trimestres.

(3) A l'exception de la Croatie, qui a adhéré à l'UE le 1^{er} juillet 2013.

ANNEXE 12 RECETTES, DÉPENSES ET SOLDE DE FINANCEMENT DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES

(millions d'euros)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016 e
Recettes ⁽¹⁾	166 492	174 067	170 036	180 054	190 709	200 023	206 475	208 590	210 673	214 791
Recettes fiscales et parafiscales	146 383	152 099	147 274	155 443	163 769	171 729	177 235	180 239	182 798	185 793
Prélèvements pesant essentiellement sur les revenus du travail	84 429	89 438	89 295	92 648	97 451	100 761	103 699	105 225	106 776	106 235
Impôts des personnes physiques ⁽²⁾	37 760	40 108	38 870	41 108	43 344	44 479	46 146	46 935	47 133	47 011
Cotisations sociales ⁽³⁾	46 670	49 330	50 425	51 541	54 106	56 282	57 553	58 290	59 643	59 224
Impôts sur les bénéfices des sociétés ⁽⁴⁾	11 749	11 590	8 108	9 249	10 673	11 624	12 209	12 890	13 817	15 188
Prélèvements sur les autres revenus et sur le patrimoine ⁽⁵⁾	12 497	12 891	12 119	13 211	14 144	15 433	17 303	17 608	17 353	17 606
Impôts sur les biens et sur les services	37 709	38 180	37 753	40 335	41 502	43 912	44 024	44 516	44 851	46 764
Recettes non fiscales et non parafiscales ⁽⁶⁾	20 109	21 968	22 763	24 611	26 940	28 294	29 240	28 352	27 875	28 999
Dépenses hors charges d'intérêts	152 558	163 961	175 495	181 382	192 649	202 370	205 401	207 739	208 720	215 386
Prestations sociales	73 447	79 047	84 887	87 447	91 583	96 121	99 412	101 309	103 628	106 985
Revenus de remplacement	42 121	44 956	48 353	49 989	52 350	55 208	57 830	58 715	59 938	61 548
Pensions	28 899	30 956	32 737	33 873	35 852	38 035	39 807	40 746	42 033	43 588
Pensions des administrations publiques	18 441	19 807	20 900	21 507	22 724	24 128	25 241	25 956	26 751	27 914
Garantie de revenu aux personnes âgées	10 458	11 149	11 837	12 367	13 128	13 908	14 566	14 790	15 282	15 674
Allocations de chômage avec complément d'entreprise ⁽⁷⁾	340	430	390	436	450	456	500	541	545	575
Allocations de chômage	1 359	1 443	1 502	1 592	1 637	1 626	1 610	1 546	1 476	1 374
Interruptions de carrière et crédit-temps	5 746	5 774	6 903	6 817	6 605	6 816	7 123	6 667	6 083	5 838
Indemnités de maladie-invalidité	647	700	750	783	814	832	833	831	848	800
Accidents du travail et maladies professionnelles	4 144	4 554	4 922	5 335	5 802	6 172	6 622	7 042	7 509	7 876
Revenu d'intégration	508	531	518	520	481	487	505	499	493	498
Autres prestations sociales ⁽⁸⁾	478	570	631	634	709	783	830	844	952	999
dont:	31 326	34 090	36 535	37 458	39 232	40 913	41 582	42 594	43 690	45 438
Soins de santé	19 904	21 843	23 333	24 020	25 295	26 336	27 033	27 761	28 498	29 561
Allocations familiales	4 973	5 226	5 458	5 549	5 805	5 995	6 192	6 282	6 309	6 479
Autres dépenses primaires	79 111	84 915	90 608	93 935	101 067	106 250	105 989	106 431	105 092	108 401
Rémunérations des salariés	39 632	41 897	43 748	44 909	46 771	48 655	50 032	50 846	51 235	52 167
Achats courants de biens et de services	12 985	14 017	15 029	15 187	15 888	16 515	17 011	16 817	16 865	17 638
Subsides aux entreprises	9 272	10 291	10 695	12 372	13 375	13 308	13 672	13 766	13 815	14 390
Transferts courants au reste du monde	3 557	3 837	4 342	4 456	4 501	4 711	5 128	4 782	5 039	5 390
Autres transferts courants	2 391	2 688	3 361	3 235	3 496	3 577	3 327	3 560	3 403	3 628
Formation brute de capital fixe	7 032	7 421	8 132	8 998	9 278	9 646	9 273	9 566	9 705	10 076
Autres dépenses en capital	4 243	4 765	5 301	5 380	7 759	9 838	7 546	7 095	5 031	5 112
Solde hors charges d'intérêts	13 934	10 105	-5 459	-1 328	-1 940	-2 347	1 074	851	1 953	-595
Charges d'intérêts	13 722	14 032	13 338	13 171	13 638	13 969	12 895	13 106	12 298	11 307
Solde de financement	212	-3 927	-18 796	-14 499	-15 578	-16 317	-11 821	-12 255	-10 345	-11 902

Sources : ICN, BNB.

(1) Conformément au SEC 2010, les recettes de l'ensemble des administrations publiques n'incluent pas le produit des droits de douane que celles-ci transfèrent à l'UE, ni les recettes directement perçues par l'UE.

(2) Principalement le précompte professionnel, les versements anticipés, les rôles et le produit des centimes additionnels à l'impôt des personnes physiques.

(3) Ensemble des cotisations sociales, y compris la cotisation spéciale pour la sécurité sociale et les contributions des non-actifs.

(4) Principalement les versements anticipés, les rôles et le précompte mobilier des sociétés.

(5) Principalement le précompte mobilier de particuliers, le précompte immobilier (y compris le produit des centimes additionnels), les droits de succession et les droits d'enregistrement.

(6) Revenus de la propriété, cotisations sociales imputées, transferts courants et en capital en provenance des autres secteurs et ventes de biens et de services produits, y compris l'activation des dépenses d'investissement pour compte propre.

(7) Nouvelle appellation des prévisions.

(8) Outre les deux principales sous-catégories mentionnées dans le tableau, cette rubrique comprend principalement les allocations aux handicapés et les transferts au bénéfice des institutions qui les accueillent et les pensions aux victimes de guerre.

ANNEXE 13 SOLDE DE FINANCEMENT PAR SOUS-SECTEUR DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES
(millions d'euros)

	Entité I			Entité II			Ensemble des administrations publiques
	Pouvoir fédéral ⁽¹⁾	Sécurité sociale	Total	Communitautés et régions ⁽¹⁾	Pouvoirs locaux	Total	
2007	-3 041	1 461	-1 581	1 334	459	1 792	212
2008	-5 641	1 335	-4 307	-383	763	380	-3 927
2009	-13 376	-2 555	-15 931	-2 759	-107	-2 866	-18 796
2010	-10 887	-611	-11 498	-2 694	-307	-3 001	-14 499
2011	-13 936	216	-13 720	-1 208	-651	-1 858	-15 578
2012	-13 709	-354	-14 063	-337	-1 916	-2 254	-16 316
2013	-9 805	-187	-9 992	-900	-929	-1 829	-11 821
2014	-10 169	28	-10 141	-1 417	-697	-2 114	-12 254
2015	-9 879	483	-9 396	-1 210	261	-949	-10 345
2016 e	-11 404	-160	-11 564	-783	446	-337	-11 902

Sources : ICN, BNB.

(1) Ces chiffres tiennent compte, à partir de 2015, des avances sur les additionnels régionaux à l'IPP, même s'il convient, d'après la méthodologie du SEC 2010, de considérer ces avances comme de pures transactions financières et de ne comptabiliser les additionnels régionaux qu'au moment de l'enrôlement. L'approche retenue ici correspond à celle suivie pour la formulation des objectifs budgétaires qu'on retrouve dans les recommandations de la section « Besoins de financement des pouvoirs publics » du Conseil supérieur des finances ou dans les programmes de stabilité.

ANNEXE 14 DÉTERMINANTS DE LA VARIATION DE LA DETTE BRUTE CONSOLIDÉE DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES ⁽¹⁾

(pourcentages du PIB, sauf mention contraire)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016 e
Niveau de la dette (à la fin de la période)	87,0	92,5	99,5	99,7	102,3	104,1	105,4	106,5	105,8	106,6
<i>p.m. Niveau de la dette à la fin de la période (en millions d'euros) ...</i>	<i>299 973</i>	<i>327 612</i>	<i>347 182</i>	<i>363 962</i>	<i>387 907</i>	<i>403 354</i>	<i>412 974</i>	<i>426 663</i>	<i>433 992</i>	<i>450 016</i>
Variation de la dette	-4,0	5,5	7,0	0,1	2,6	1,8	1,3	1,0	-0,7	0,9
Variation endogène ⁽²⁾	-4,8	-1,2	6,8	-0,5	0,4	2,0	1,9	0,7	0,0	-0,1
Solde primaire requis pour stabiliser la dette	-0,8	1,7	5,2	-0,8	-0,1	1,4	2,2	0,9	0,5	-0,3
Taux d'intérêt implicite de la dette	4,6	4,7	4,1	3,8	3,7	3,6	3,2	3,2	2,9	2,6
Croissance du PIB nominal ⁽³⁾	5,5	2,7	-1,5	4,7	3,8	2,2	1,1	2,3	2,4	2,9
Solde primaire effectif	4,0	2,9	-1,6	-0,4	-0,5	-0,6	0,3	0,2	0,5	-0,1
Variation résultant d'autres facteurs ⁽⁴⁾	0,9	6,7	0,2	0,7	2,2	-0,2	-0,6	0,4	-0,7	1,0
Acquisition nette d'actifs financiers										
Numéraire et dépôts	0,4	2,1	-0,9	0,5	0,2	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0
Actions et autres participations	0,2	3,9	1,1	0,1	0,9	-0,7	-1,1	0,2	-0,8	0,0
Titres autres que des actions ⁽⁵⁾	0,0	0,3	0,0	-0,2	0,0	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,0
Crédits	0,3	0,3	0,6	0,4	0,8	1,5	0,7	0,4	0,1	0,3
Effets de valorisation										
Incidence des différences de change	0,0	-0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,2	0,0
Incidence des primes d'émission et de rachat	0,1	0,1	-0,2	-0,3	0,1	-0,8	-0,4	-0,8	-1,0	-0,7
Différence entre intérêts sur la base de droits constatés et intérêts de caisse	0,2	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,3	0,3
Effets volume										
Changements de classification sectorielle et autres changements de volume	0,0	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres effets										
Variation nette des autres comptes à payer et à recevoir	-0,3	0,4	-0,3	0,3	0,1	0,0	0,2	0,5	0,1	0,6
Produits financiers dérivés	0,0	0,0	-0,1	-0,7	-0,1	0,0	-0,1	0,0	0,2	0,4
Variation nette des autres passifs financiers	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ajustement statistique	0,1	-0,4	-0,2	0,4	0,2	0,0	0,0	0,0	0,1	-

Sources: ICN, BNB

(1) Concept de dette tel que défini dans le règlement européen (CE) n° 479/2009 du Conseil du 25 mai 2009 relatif à l'application du protocole sur la procédure concernant les déficits publics excessifs annexé au traité instituant la Communauté européenne.

(2) La variation endogène de la dette publique est donnée par la différence entre le solde primaire requis pour stabiliser la dette en pourcentage du PIB - c'est-à-dire le solde égal à l'écart entre le taux d'intérêt implicite de la dette et le taux de croissance du PIB nominal, multiplié par le rapport entre la dette à la fin de l'année précédente et le PIB de la période considérée - et le solde primaire effectif.

(3) Pourcentages de variation par rapport à l'année précédente.

(4) Une valeur positive (négative) signifie un élément augmentant (diminuant) la dette.

(5) Hors produits financiers dérivés.

ANNEXE 15 CARTOGRAPHIE DES INSTITUTIONS SOUMISES AU CONTRÔLE DE LA BANQUE NATIONALE DE BELGIQUE ⁽¹⁾

(données en fin de période)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Compagnies financières										
<i>Total</i>	7	7	6	6	7	7	7	6	7	6
Établissements de crédit										
Établissements de crédit de droit belge	52	51	48	48	47	42	39	37	37	34
Succursales établies en Belgique d'établissements de crédit relevant du droit d'un État non membre de l'EEE	9	9	9	9	9	9	10	10	10	8
Succursales établies en Belgique d'établissements de crédit relevant du droit d'un autre État membre de l'EEE	49	47	47	50	52	53	55	56	52	50
<i>Total établissements de crédit</i>	110	107	104	107	108	104	104	103	99	92
Établissements de paiement agréés de droit belge	0	0	0	0	9	10	12	11	12	16
Établissements de monnaie électronique de droit belge	-	2	2	2	2	2	5	5	5	5
<i>Total</i>	-	2	2	2	11	12	17	16	17	21
Organismes de liquidation de droit belge et organismes assimilés à des organismes de liquidation										
<i>Total</i>	2	2	2	2	1	2	2	2	2	2
Schéma de cartes										
<i>Total</i>	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2
Systèmes de paiement de retail										
<i>Total</i>	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Opérateurs de messageries financières										
<i>Total</i>	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Entreprises d'assurance et de réassurance										
Entreprises d'assurance de droit belge	106	100	97	97	95	88	84	81	76	73
Succursales établies en Belgique d'entreprises d'assurance relevant du droit d'un autre État membre de l'EEE	50	51	50	48	47	46	46	47	43	45
Succursales établies en Belgique d'entreprises d'assurance relevant du droit d'un autre État membre de l'EEE	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<i>Selon spécialisation</i>										
Entreprises d'assurance-vie	30	30	29	28	26	24	23	23	21	22
Entreprises d'assurance non-vie	103	99	94	91	89	83	81	79	72	70
Entreprises d'assurance mixte	23	22	23	24	25	25	24	24	24	24
Entreprises de réassurance	0	0	1	2	2	2	2	2	2	2
<i>Total entreprises d'assurance</i>	156	151	147	145	142	134	130	128	119	118
Libre prestation de services										
Établissements de crédit	522	564	571	587	641	667	673	683	709	640
Entreprises d'assurance	791	878	873	893	915	942	933	950	970	999
<i>Total libre prestation de services</i>	1 313	1 442	1 444	1 480	1 556	1 609	1 606	1 631	1 679	1 639
Sociétés de bourse agréées en Belgique ⁽²⁾										
<i>Total</i>	27	26	23	23	23	21	20	20	20	20

Source : BNB.

 (1) La liste nominative des institutions soumises au contrôle de la Banque peut être consultée sur le site internet: www.bnb.be.

(2) Dans le cadre de la répartition des tâches convenue avec la FSMA, la Banque exerce également le contrôle sur onze succursales d'entreprises d'investissement relevant du droit d'un autre État membre de l'EEE.

Notice méthodologique

Sauf indications contraires, lorsque des données sont comparées d'une année à l'autre, elles ont trait à la même période de chacune des années considérées. Dans les tableaux, les totaux peuvent différer de la somme des rubriques, les chiffres étant arrondis.

Pour pouvoir décrire l'évolution de diverses données économiques importantes relatives à la Belgique pendant l'ensemble de l'année 2016, il a fallu procéder à des estimations car le matériel statistique afférent à l'année sous revue est parfois encore fragmentaire. Dans les tableaux et graphiques, ces estimations, qui ont été arrêtées sur la base des informations disponibles le 25 janvier 2017, sont marquées du signe « e ». Elles ne constituent que des ordres de grandeur destinés à illustrer les tendances qui semblaient d'ores et déjà se dégager. Les sources belges de données sont pour l'essentiel l'ICN, la DGS et la Banque. Le commentaire de l'environnement international et les comparaisons entre économies se fondent le plus souvent sur les données ou estimations les plus récentes émanant d'institutions telles que la CE, le FMI, l'OCDE et la BCE.

L'unité monétaire utilisée dans le Rapport pour les données concernant les pays membres de la zone euro est l'euro. Les montants se rapportant aux périodes précédant son introduction, le 1^{er} janvier 1999 pour la Belgique et une majorité des États membres, sont convertis aux cours de conversion irrévocables de l'euro. Sauf dans les chapitres consacrés à la politique monétaire et aux prix, où sa définition coïncide avec son évolution historique, la zone euro est définie dans la mesure du possible dans le présent Rapport comme l'ensemble des pays de l'UE qui ont adopté la monnaie unique au cours de la période 1999-2015. Outre la Belgique, elle comprend donc l'Allemagne, l'Autriche, Chypre, l'Espagne, l'Estonie, la Finlande, la France, la Grèce, l'Irlande, l'Italie, la Lettonie, la Lituanie, le Luxembourg, Malte, les Pays-Bas, le Portugal, la Slovaquie et la Slovénie. Par souci de commodité, l'expression « zone euro » est également utilisée pour désigner cet ensemble de pays durant les périodes antérieures à l'entrée en vigueur de la troisième phase de l'UEM. Pour un certain nombre d'analyses, la préférence en tant que source a été donnée à l'OCDE, qui ne reprend dans la zone euro que les pays membres de cette institution internationale, c'est-à-dire à l'exclusion de Chypre, de Malte, de la Lettonie et de la Lituanie. Vu la petite taille de ces économies, les données de l'OCDE sont néanmoins tout à fait représentatives de l'ensemble de la zone.

En septembre 2014 est entré en vigueur le nouveau standard européen SEC 2010 pour le calcul des comptes nationaux; il remplace le SEC 1995, introduit en 1998. Cette révision méthodologique s'inscrit dans le cadre des lignes directrices internationales du « Système de comptabilité nationale 2008 – SCN 2008 », établies conjointement par les Nations Unies, le FMI, Eurostat, l'OCDE et la Banque mondiale. Le lecteur intéressé trouvera une présentation détaillée des changements dans la publication de l'ICN (ICN (2014), *SEC 2010 – Le nouveau cadre de référence des comptes nationaux*, septembre – http://www.nbb.be/doc/dqf_method/M_SEC2010_FR.pdf). Concomitamment, la sixième version du manuel du FMI relatif à la méthodologie de la balance des

paiements et de la position extérieure nette est également entrée en vigueur en 2014. Par ailleurs, en Belgique comme dans les autres pays, la mise en œuvre de ces nouvelles méthodologies a également été l'occasion d'apporter d'autres améliorations aux statistiques.

Autant que possible, il a été fait usage dans ce Rapport des statistiques établies selon les nouveaux standards méthodologiques et des définitions qui en découlent. Pour la Belgique, ces données sont disponibles depuis 1995 pour les comptes nationaux et les comptes du secteur des administrations publiques, depuis 1999 pour les comptes financiers trimestriels et depuis 2008 pour la balance des paiements. Le cas échéant, des rétrocalculs ont été effectués pour les périodes antérieures.

Dans un souci de simplification, la ventilation sectorielle regroupe, sous le vocable « particuliers », les ménages et les institutions sans but lucratif au service des ménages, qui constituent des secteurs distincts selon le SEC 2010; les termes « particuliers » et « ménages » sont néanmoins utilisés indifféremment. Ceux de « firmes », de « sociétés » et d'« entreprises » sont eux aussi souvent employés indistinctement. Toutefois, dans l'optique des dépenses du PIB, les « entreprises » recouvrent aussi les indépendants, alors que ceux-ci appartiennent au secteur des ménages dans les comptes réels et financiers des secteurs.

Dans la partie consacrée à l'environnement international, la présentation est également conforme au SEC 2010 ou à son équivalent, le SCN 2008. Les statistiques des sources auxquelles on se réfère pour les comptes nationaux dans le Rapport, soit le plus souvent celles de la CE et de l'OCDE, ne sont néanmoins pas toujours uniformisées, les périodes pour lesquelles la conversion d'un système à l'autre et les révisions méthodologiques ont été opérées demeurant très variables d'un pays à l'autre.

Signes conventionnels

–	la donnée n'existe pas ou n'a pas de sens
n.	non disponible
p.m.	pour mémoire
e	estimation de la Banque

Abréviations

Pays de la zone euro en 2016

EA	Zone euro
BE	Belgique
DE	Allemagne
EE	Estonie
IE	Irlande
EL	Grèce
ES	Espagne
FR	France
IT	Italie
CY	Chypre
LV	Lettonie
LT	Lituanie
LU	Luxembourg
MT	Malte
NL	Pays-Bas
AT	Autriche
PT	Portugal
SI	Slovénie
SK	Slovaquie
FI	Finlande

Autres pays de l'Union européenne

UE	Union européenne
UE15	Union européenne, à l'exclusion des pays ayant adhéré après 2003
UE27	Union européenne, à l'exclusion de la Croatie
BG	Bulgarie
CZ	République tchèque
DK	Danemark
HR	Croatie
HU	Hongrie
PL	Pologne
RO	Roumanie

SE	Suède
UK	Royaume-Uni

Autres pays

JP	Japon
US	États-Unis

Autres abréviations

ABE	Autorité bancaire européenne
ACN	Autorité compétente nationale
AEAPP	Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles
AEMF	Autorité européenne des marchés financiers
AICA	Association internationale des contrôleurs d'assurance
ALE	Agence locale pour l'emploi
APP	Expanded asset purchase programme – Programme étendu d'achats d'actifs
BCE	Banque centrale européenne
BdF	Banque de France
BGAAP	Belgian Generally Accepted Accounting Principles – Principes comptables généralement admis en Belgique
BEI	Banque européenne d'investissement
BFP	Bureau fédéral du plan
BLS	Bank Lending Survey – Enquête sur la distribution du crédit bancaire
BNB	Banque nationale de Belgique
BNYM	Bank of New York Mellon
BRRD	Bank Recovery and Resolution Directive – Directive sur le redressement et la résolution des crises bancaires
CBFA	Commission bancaire, financière et des assurances
CCE	Conseil central de l'économie
CCP	Central Counterparty – Contrepartie centrale
CCT	Convention collective de travail
CCyB	Countercyclical capital buffer – Coussin de fonds propres contracyclique
CE	Commission européenne
CERS	Comité européen du risque systémique
CET1	Common Equity Tier 1 – Fonds propres de base de catégorie 1
CEV	Comité d'étude sur le vieillissement
CMG	Crisis Management Group – Groupe de gestion de crise
CNT	Conseil national du travail
CNUCED	Conférence des National unies sur le commerce et le développement
CO ₂	Dioxyde de carbone
COFOG	Classification of the Functions of Government
COICOP	Classification of Individual Consumption by Purpose
CPAS	Centre public d'action sociale
CPB	Centraal Planbureau (Pays-Bas)
CPIM	Comité sur les paiements et les infrastructures de marché
CRD	Capital Requirements Directive – Directive sur les exigences de fonds propres
CRR	Capital Requirements Regulation – Règlement sur les exigences de fonds propres
CRU	Conseil de résolution unique

CSPP	Corporate Sector Purchase Programme – Programme d’achats de titres du secteur des entreprises
CSPR	Comité sur les systèmes de paiement et de règlement
CTCI	Classification type pour le commerce international
CTIF	Cellule de traitement des informations financières
DBB	Deutsche Bundesbank
DCT	Dépositaire central de titres
DCTI	Dépositaire central de titres international
DEI	Demandeur d’emploi inoccupé
DGS	Direction générale Statistiques
DNB	De Nederlandsche Bank
D-SIB	Domestic Systemically Important Bank – Établissement d’importance systémique nationale
DSTI	Debt-service-to-income – Ratio du service de la dette sur le revenu
Ecofin	Conseil Affaires économiques et financières
EEE	Espace économique européen
EFT	Enquête sur les forces de travail
EIS ^m	Établissement d’importance systémique mondiale
EMIR	European Market Infrastructure Regulation
Eonia	Euro OverNight Index Average – Taux d’intérêt interbancaire pour la zone euro avec une échéance d’un jour
Euribor	Euro Interbank Offered Rate
EuSEF	Fonds d’entrepreneuriat social européen
EuVECA	Règlement relatif aux fonds de capital-risque européen
FEBIAC	Fédération belge de l’automobile et du cycle
Federgon	Fédération des prestataires de services RH
FEI	Fond européen d’investissement
FEIS	Fonds européen pour les investissements stratégiques
FINREP	Financial reporting framework – Cadre de reporting financier
FinTech	Finance Technology
FMI	Fonds monétaire international
FOMC	Federal Open Market Committee – Comité fédéral de l’open market (États-Unis)
FRU	Fonds de résolution unique (en anglais: Single Resolution Fund)
FSB	Financial Stability Board – Conseil de stabilité financière
FSMA	Financial Services and Markets Authority – Autorité des services et marchés financiers
GAAP	Generally Accepted Accounting Principles – Principes comptables généralement admis
GAFI	Groupe d’action financière
GEM	Global Entrepreneurship Monitor
GSE	Government-Sponsored Enterprise – Établissements subventionnés par les pouvoirs publics
G-SIB	Global Systemically Important Bank – Établissement d’importance systémique mondiale
G-SIFI	Global Systemically Important Financial Institution – Établissement financier d’importance systémique mondiale
G-SII	Global Systemically Important Insurer – Assureur d’importance systémique mondiale
HFCS	Household Finance and Consumption Survey – Enquête sur le patrimoine et la consommation des ménages

HLEG	High Level Expert Group – Groupe d’experts de haut niveau
IAS	International Accounting Standards – Normes comptables internationales
IASB	International Accounting Standards Board – Bureau international des normes comptables
ICN	Institut des comptes nationaux
IDE	Investissement direct étranger
IFRS	International Financial Reporting Standards – Normes internationales d’information financière
IMD	Institute for Management Development
IMF	Infrastructure de marché financier
INAMI	Institut national d’assurance maladie-invalidité
INASTI	Institut national d’assurances sociales pour travailleurs indépendants
IPCH	Indice des prix à la consommation harmonisé
IPP	Impôt des personnes physiques
IRAIIF	Institut des réviseurs agréés pour les institutions financières
JST	Joint Supervisory Team – Équipe de surveillance conjointe
LBC/FT	Lutte contre le blanchiment de capitaux et le financement du terrorisme
LCR	Liquidity coverage ratio – Ratio de couverture de liquidité
LSAP	Large-scale asset purchases – Programme d’achats massifs
LTG	Long-term guarantee – Garantie à long terme
LTV	Loan-to-value
MCR	Minimum capital requirement – Minimum de capital requis
MIR	Taux d’intérêt des institutions monétaires financières
MREL	Minimum Requirement for Own Funds and Eligible Liabilities – Exigence minimale de fonds propres et passifs exigibles
MRU	Mécanisme de résolution unique
MSU	Mécanisme de surveillance unique
NACE	Nomenclature des activités économiques dans la Communauté européenne
NEET	Not in Education, Employment or Training – Sans emploi, ne participant ni à l’éducation, ni à la formation
NI	Notation interne
NO _x	Oxyde d’azote
NSFR	Net stable funding ratio – Ratio net de financement stable
NTE	Norme technique d’exécution
OCDE	Organisation de coopération et de développement économiques
OFP	Optima Financial Planners
OICV	Organisation internationale des commissions de valeurs
OIS	Overnight Indexed Swap – Swap de taux d’intérêt au jour le jour
OLO	Obligation linéaire
OMC	Organisation mondiale du commerce
OMT	Objectif à moyen terme
OND	Options and National Discretions
ONEM	Office national de l’emploi
ONP	Office national des pensions
ONSS	Office national de sécurité sociale
ONU	Organisation des Nations Unies
OPEP	Organisation des pays exportateurs de pétrole

ORSA	Own Risk and Solvency Assessment – Évaluation interne des risques et de la solvabilité
O-SII	Other Systemically Important Institution – Autre établissement d'importance systémique
PIB	Produit intérieur brut
PISA	Programme for International Student Assessment
PM _{2,5}	Particules fines de diamètre inférieur à 2,5 µm
PME	Petites et moyennes entreprises
PSC	Pacte de stabilité et de croissance
PSD	Payment Services Directive
PSPP	Public sector purchase programme – Programme d'achats de titres du secteur public
QRT	Quantitative Reporting Template
R&D	Recherche et développement
RAF	Risk Appetite Framework – Cadre d'appétit pour le risque
RNB	Revenu national brut
RWA	Risk-Weighted Assets – Actifs pondérés par les risques
S&P	Standard & Poor's
SCN 2008	Système de comptabilité nationale 2008
SCR	Solvency capital requirement – Capital de solvabilité requis
SdPSP	Service des Pensions du Secteur Public
SEBC	Système européen de banques centrales
SEC 2010	Système européen des comptes 2010
SGD	Système de garantie des dépôts
SPE	Service public de l'emploi
SPF	Service public fédéral
SPF ETCS	Service public fédéral Emploi, Travail et Concertation sociale
STS	Titrisation simple, transparente et standardisée
SREP	Supervisory Review and Evaluation Process – Processus de contrôle et d'évaluation prudentiels
SWIFT	Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication
T2S	TARGET2-Securities – TARGET2-Titres
TiVA	Trade in Value Added – Échanges en valeur ajoutée
TLAC	Total Loss-Absorbing Capacity – Capacité totale d'absorption des pertes
TLTRO	Targeted Longer-Term Refinancing Operations – Opérations de refinancement à plus long terme ciblées
TMC	Taxe de mise en circulation
TRIM	Targeted Review of Internal Models
TVA	Taxe sur la valeur ajoutée
UEM	Union économique et monétaire
UMC	Union des marchés des capitaux
VA	Volatility adjustment
WEF	World Economic Forum – Forum économique mondial

Liste de lois

BRRD : Directive 2014/59/EU du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 établissant un cadre pour le redressement et la résolution des établissements de crédit et des entreprises d'investissement et modifiant la directive 82/891/CEE du Conseil ainsi que les directives du Parlement européen et du Conseil 2001/24/CE, 2002/47/CE, 2004/25/CE, 2005/56/CE, 2007/36/CE, 2011/35/UE, 2012/30/UE et 2013/36/UE et les règlements du Parlement européen et du Conseil (UE) n° 1093/2010 et (UE) n° 648/2012.

CRD IV : Directive 2013/36/UE du Parlement européen et du Conseil du 26 juin 2013 concernant l'accès à l'activité des établissements de crédit et la surveillance prudentielle des établissements de crédit et des entreprises d'investissement, modifiant la directive 2002/87/CE et abrogeant les directives 2006/48/CE et 2006/49/CE.

CRR : Règlement (UE) n° 575/2013 du Parlement européen et du Conseil du 26 juin 2013 concernant les exigences prudentielles applicables aux établissements de crédit et aux entreprises d'investissement et modifiant le règlement (UE) n° 648/2012.

Directive Solvabilité II : Directive 2009/138/CE du Parlement européen et du Conseil du 25 novembre 2009 sur l'accès aux activités de l'assurance et de la réassurance et leur exercice.

Directive Omnibus II : Directive 2014/51/UE du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014 modifiant les directives 2003/71/CE et 2009/138/CE et les règlements (CE) n° 1060/2009, (UE) n° 1094/2010 et (UE) n° 1095/2010 en ce qui concerne les compétences de l'Autorité européenne de surveillance (Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles) et de l'Autorité européenne de surveillance (Autorité européenne des marchés financiers).

Loi bancaire : Loi du 25 avril 2014 relative au statut et au contrôle des établissements de crédit et des sociétés de bourse.

Loi organique : Loi du 22 février 1998 fixant le statut organique de la Banque Nationale de Belgique.

Loi Solvabilité II : Loi du 13 mars 2016 relative au statut et au contrôle des entreprises d'assurance et de réassurance.

Règlement EMIR : Règlement (UE) n° 648/2012 du Parlement européen et du Conseil du 4 juillet 2012 sur les produits dérivés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux.

Règlement MSU: Règlement (UE) n° 1024/2013 du Conseil du 15 octobre 2013 confiant à la Banque centrale européenne des missions spécifiques ayant trait aux politiques en matière de surveillance prudentielle des établissements de crédit.

Règlement MRU: Règlement (UE) n° 806/2014 du Parlement européen et du Conseil du 15 juillet 2014 établissant des règles et une procédure uniformes pour la résolution des établissements de crédit et de certaines entreprises d'investissement dans le cadre d'un mécanisme de résolution unique et d'un Fonds de résolution bancaire unique, et modifiant le règlement (UE) n° 1093/2010.

Règlement CSD: Règlement (UE) n° 909/2014 du Parlement européen et du Conseil du 23 juillet 2014 concernant l'amélioration du règlement de titres dans l'Union européenne et les dépositaires centraux de titres, et modifiant les directives 98/26/CE et 2014/65/UE ainsi que le règlement (UE) n° 236/2012.

Banque nationale de Belgique
Société anonyme
RPM Bruxelles – Numéro d'entreprise: 0203.201.340
Siège social: boulevard de Berlaimont 14 – BE-1000 Bruxelles
www.bnb.be



Éditeur responsable

Jan Smets

Gouverneur

Banque nationale de Belgique
boulevard de Berlaimont 14 – BE-1000 Bruxelles

Personne de contact pour la publication

Pierre Crevits

Chef du département Secrétariat général

Tel. +32 2 221 30 29

pierre.crevits@nbb.be

© Illustrations: Banque nationale de Belgique
Couverture et mise en page: BNB AG – Prepress & Image
Publié en février 2017

