

Rapport 2017

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 robuste et généralisée dans les principales zones économiques	45
<i>ENCADRÉ 1 – L'avènement des monnaies numériques du point de vue d'une banque centrale</i>	50
1.2 Même si l'activité économique s'est redressée dans la zone euro, l'inflation est restée en deçà de l'objectif fixé, de sorte que la politique monétaire accommodante a été maintenue	52
<i>ENCADRÉ 2 – Quels sont les facteurs à l'origine du changement des conditions financières dans la zone euro depuis la fin de 2016 ?</i>	63
1.3 Tirer profit de l'environnement économique favorable pour renforcer l'UEM	65
2. Développements économiques en Belgique	73
2.1 Renforcement de l'activité et vive création d'emplois	75
2.2 Inflation et croissance des salaires en hausse	83
<i>ENCADRÉ 3 – Les prix de l'énergie pour les ménages en Belgique et dans les trois principaux pays voisins</i>	87
2.3 La demande intérieure, pierre angulaire de la croissance belge	92
3. Épargne et financement de l'économie belge	103
3.1 Tirant parti des taux bas, les entreprises se sont davantage endettées auprès des banques résidentes	105
3.2 Nouvelle hausse de l'endettement des particuliers	108
<i>ENCADRÉ 4 – Répartition des composantes du patrimoine entre les ménages en Belgique et dans la zone euros</i>	113
3.3 Le secteur bancaire a bénéficié de la reprise économique, mais il reste d'importants défis à relever	116
<i>ENCADRÉ 5 – Les banques belges enregistrent des résultats supérieurs à ceux de la zone euro, mais les défis restent importants</i>	124
3.4 Le secteur des assurances est resté sous pression en 2017	126
<i>ENCADRÉ 6 – Une place pour les compagnies d'assurances dans le financement des projets d'infrastructures</i>	130

4. Finances publiques	133
4.1 La situation des finances publiques belges s'est améliorée, mais il reste des défis de taille à relever	135
4.2 Évolution des finances publiques belges en 2017	138
<i>ENCADRÉ 7 – La réforme de l'impôt des sociétés en Belgique</i>	141
4.3 Le déficit budgétaire et la dette publique doivent continuer de se replier	148
5. Consolider les fondements d'une croissance économique durable	153
5.1 Des transitions doivent être menées à divers égards	155
5.2 Assurer une allocation plus efficace des ressources	155
<i>ENCADRÉ 8 – Le financement par obligations vertes : un marché en plein essors</i>	166
5.3 Un marché du travail en mutation	167
<i>ENCADRÉ 9 – Indicateurs complémentaires au PIB pour la Belgique</i>	175
II. RÉGLEMENTATION ET CONTRÔLE PRUDENTIELS	181
A. FSAP: évaluation du secteur financier belge et recommandations du FMI	183
B. Politique macroprudentielle	185
1. Immobilier résidentiel	185
2. Coussin de fonds propres contracyclique	187
3. Banques d'importance systémique nationale	187
4. Instrument macroprudentiel portant sur une exigence de financement	188
5. Extension du cadre macroprudentiel	189
6. Suivi du secteur bancaire parallèle et de la gestion de portefeuille	190
7. Rapport sur les produits dérivés	193
8. Risques liés au changement climatique et à la transition vers une économie bas carbone	194
C. Redressement et résolution	197
1. Résolution de banques et de sociétés de bourse	197
1.1 Cadre institutionnel et juridique	197
<i>ENCADRÉ 10 – Cas de crise de banques italiennes et espagnoles</i>	199
1.2 Plans de résolution	200
1.3 Financement de la résolution	202
D. 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	204
2. Contrôle dans le cadre du mécanisme de surveillance unique	207
2.1 Priorités de contrôle et évaluation des risques	207
<i>ENCADRÉ 11 – Analyses horizontales du secteur bancaire</i>	209
2.2 Méthodologie SREP et résultats	212
<i>ENCADRÉ 12 – Test de résistance au risque de taux d'intérêt pour les banques</i>	213
<i>ENCADRÉ 13 – Exercice expérimental de tests de résistance pour les LSI</i>	215
3. Aspects réglementaires	216
3.1 Réglementation internationale	216
<i>ENCADRÉ 14 – L'achèvement de l'union bancaire</i>	218
3.2 Réglementation belge	218
3.3 Comptabilité et gouvernance	219

E. Entreprises d'assurance	221
1. Cartographie du secteur et priorités de contrôle	221
1.1 Entreprises d'assurance	221
1.2 Groupes d'assurance	222
1.3 Points d'attention concernant le contrôle opérationnel	222
1.4 Points d'attention en matière d'inspections thématiques	224
2. Cadre légal et analyses horizontales	225
2.1 Entreprises soumises à un régime particulier en raison de leur taille	225
2.2 Privilèges et inventaires permanents	225
2.3 Communications relatives à l'agrément et aux activités transfrontalières	226
2.4 Circulaire précisant l'évaluation interne des risques et de la solvabilité (ORSA)	226
2.5 Capacité d'absorption de pertes des impôts différés	227
2.6 Circulaire « Infrastructure »	228
2.7 Brexit	228
2.8 Visite de l'AEAPP	229
2.9 ICS field test	229
2.10 Analyses horizontales et tests de résistance	229
<i>ENCADRÉ 15 – Analyses transversales du secteur de l'assurance en Belgique</i>	230
<i>ENCADRÉ 16 – Politique « clignotant » et cadre national de tests de résistance</i>	232
F. Infrastructures de marchés financiers	235
1. Cartographie du secteur	235
2. Priorité en matière d'oversight et de contrôle	235
G. Aspects de la réglementation et du contrôle pruden­tiels applicables à l'ensemble des secteurs	241
1. Lutte contre le blanchiment de capitaux et le financement du terrorisme	241
1.1 Loi du 18 septembre 2017	242
1.2 Règlement de la Banque du 21 novembre 2017	242
1.3 Mise en œuvre du nouveau cadre légal et réglementaire	242
1.4 Opérationnalisation du contrôle fondé sur les risques	242
2. Assurance qualité (Quality assurance)	243
3. FinTech	243
3.1 Point de contact FinTech	243
3.2 Monnaies numériques	244
4. Cyber-risques	245
4.1 Poursuite de la hausse des cybermenaces	245
<i>ENCADRÉ 17 – Quelques exemples d'incidents de cyber-sécurité observés en 2017</i>	245
4.2 Recommandations en matière de cyber-résistance	246
4.3 Activités opérationnelles	247
4.4 Fraude dans les services bancaires par internet	247
5. Évolutions en matière de gouvernance, de reporting et de collaboration des réviseurs au contrôle prudentiel	248
5.1 Circulaire « Data quality »	248
5.2 Mission de collaboration des commissaires agréés	248
5.3 Prêts, crédits et garanties aux dirigeants, actionnaires et personnes apparentées	249
5.4 Contrôle des actionnaires qualifiés	249
5.5 Recommandations du HLEG en matière de fit and proper et de compliance	250

ANNEXES	253
Annexe statistique	255
Notice méthodologique	271
Signes conventionnels	273
Abréviations	275
Liste de lois	281



Rapport présenté par le Gouverneur
au nom du Conseil de régence

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

1. Convertir le redressement conjoncturel en une croissance durable : vers un ajustement des politiques économiques au niveau mondial

1. L'économie mondiale n'avait plus affiché depuis 2011 une performance aussi bonne qu'en 2017. Elle a progressé de 3,7%. C'est non seulement un demi-point de pourcentage de plus que l'année précédente, mais en outre la croissance a dépassé toutes les prévisions. Par ailleurs, la reprise a présenté un degré élevé de synchronisation. La plupart des économies, tant avancées qu'émergentes, y ont pris part. Les investissements, qui avaient beaucoup souffert de la crise, se sont eux aussi redressés, ce qui a eu un effet favorable sur le commerce international, étant donné la forte intensité en échanges extérieurs des biens d'investissement. La croissance du commerce mondial, qui a atteint 4,7%, a de nouveau dépassé celle de la production mondiale, ce qui n'avait pas été le cas en 2015 et 2016.
2. Dans ce contexte, les hausses des prix des matières premières enregistrées en 2016 ont pu se consolider. Le cours du pétrole brut a en outre été soutenu par la décision de l'OPEP et d'autres pays producteurs de pétrole de prolonger jusqu'à la fin de 2018 les limitations de production précédemment mises en œuvre. La reprise s'est ainsi étendue à la Russie et au Brésil, deux pays fortement tributaires des exportations de produits de base qui, en 2015 et 2016, avaient encore traversé une profonde récession.
3. On n'observe cependant pas encore d'accentuation véritable de la pression inflationniste, surtout parce que les augmentations salariales sont restées limitées. Cela tient à plusieurs éléments. Une première raison est qu'il subsiste un certain sous-emploi. Un autre facteur réside dans les traces qu'a pu laisser l'environnement de basse inflation de ces dernières années sur le processus d'anticipations qui sous-tend la formation des salaires. De plus, l'évolution des salaires réels est freinée par la maigre croissance de la productivité, même si ce facteur est en principe neutre pour l'évolution de l'inflation. Alors que ces trois déterminants de la faible progression des salaires sont de natures différentes, ils ont en commun qu'ils mettent chacun en évidence une dimension du caractère incomplet de la reprise. Ainsi, le potentiel du marché du travail ne sera pleinement exploité que lorsque le sous-emploi résiduel aura été absorbé. Les avantages de la stabilité des prix ne se manifesteront quant à

* Un régent ne peut souscrire au Rapport dans son intégralité.

eux que quand la formation des salaires ne sera plus marquée par la faible inflation du passé. Quant à la prospérité et au pouvoir d'achat, ils ne pourront croître durablement que lorsqu'après la reprise cyclique, on pourra renouer avec une croissance plus rapide de la productivité.

4. C'est précisément parce que la reprise est incomplète que le soutien des politiques économiques est resté souhaitable. Ainsi, la politique monétaire est restée particulièrement accommodante, même si les États-Unis ont pris de nouvelles mesures de normalisation. Les taux d'intérêt directs y ont été relevés à trois reprises en 2017, et la Réserve fédérale a commencé à mettre en œuvre le plan de réduction progressive de son bilan. Cependant, les taux à long terme n'y ont pas atteint un niveau plus élevé qu'à la fin de 2016. Il s'est en effet avéré que l'attente d'un solide incitant budgétaire apparue au lendemain de l'élection présidentielle ne se concrétiserait pas entièrement. Dans la foulée, les marchés financiers ont ajusté à la baisse le profil de leurs anticipations de hausse des taux d'intérêt. Ces éléments ont aussi largement contribué à la dépréciation du dollar des États-Unis. La politique budgétaire n'y est cependant pas devenue restrictive. À la fin de 2017, un programme de réduction d'impôts y a même été lancé. De plus, la politique budgétaire a aussi soutenu la croissance ailleurs dans le monde. Ainsi, les investissements publics ont été renforcés en Chine pour éviter que la croissance ne ralentisse de manière excessive en raison de la conversion de l'économie en un modèle reposant moins sur les exportations, et plus axé sur la consommation. L'économie chinoise a ainsi continué de croître, à un rythme de 6,8 %. Dans la zone euro, la politique budgétaire a de nouveau été plutôt neutre, après que la consolidation budgétaire avait pesé sur la croissance au cours des années les plus sombres de la crise.
5. Vu les taux d'intérêt sans risque encore extrêmement bas, la hausse des prix des actifs, la réduction des primes de risque – y compris pour les gouvernements de la zone euro – et la volatilité faible sur les marchés financiers, les conditions financières mondiales sont restées très favorables. Cela a indubitablement soutenu la croissance, mais, en cas de comportement à risque excessif ou de réévaluation soudaine des actifs financiers, cela pourrait en revanche susciter l'émergence de vulnérabilités pour l'avenir. Par ailleurs, le degré d'endettement des ménages reste élevé dans de nombreuses économies avancées, tandis que, dans les économies émergentes, ce sont les entreprises qui sont lourdement endettées, en particulier en Chine, même si les autorités y ont pris dans le courant de l'année 2017 des mesures pour freiner la croissance du crédit. Ce pays est confronté par ailleurs à une forte augmentation des créances douteuses. L'accumulation de vulnérabilités dans l'économie chinoise est désormais, en raison de la taille de cette dernière, pertinente au niveau mondial. Pour le reste, la normalisation de la politique monétaire peut comporter le risque d'un resserrement trop brusque des conditions financières, et, pour les économies émergentes, provoquer un renversement des flux de capitaux ou les exposer aux vulnérabilités associées aux emprunts en devises étrangères. Enfin, il est possible que des pays se lancent dans une voie plus protectionniste. Pour éviter que ces risques se concrétisent, il convient d'actionner l'ensemble des leviers dans les différents domaines des politiques à mener.
6. Il y a lieu, pour commencer, d'endiguer les vulnérabilités propres au système financier. En ce domaine, d'énormes progrès ont été réalisés depuis la crise. Dorénavant, les établissements financiers disposent de coussins de fonds propres plus importants et répondent à des exigences de liquidité élevées. En outre, avec la politique macroprudentielle s'est développé un nouveau domaine d'action ayant pour objectif d'endiguer les risques systémiques. S'il est utile d'évaluer ce nouveau cadre prudentiel quant à son efficacité, il convient surtout de le consolider, et il faut en tout état de cause résister à la tentation de l'assouplir à nouveau sur la base de considérations de court terme. L'achèvement de la réforme dite « Bâle III » constitue à cet égard une nouvelle étape importante. La dernière phase de cette réforme vise à apporter une solution au problème des différences injustifiées dans les pondérations de risques basées sur les modèles

internes. Alors que la résistance aux chocs s'est renforcée dans le secteur des banques et des entreprises d'assurance, certains risques se sont cependant déplacés vers des segments moins réglementés du système financier, et l'interconnexion entre ceux-ci s'est accrue – notamment par l'intermédiaire des portefeuilles de produits dérivés. Ces évolutions doivent être suivies de près par les autorités prudentielles.

7. Compte tenu des fluctuations extrêmes des prétendues monnaies numériques, telles que le bitcoin ou l'éther, de nombreuses questions se sont posées en 2017 quant à leurs implications pour la stabilité financière. Celles-ci restent pour le moment limitées, compte tenu du recours somme toute restreint à ces monnaies, qui tient à son tour à certaines de leurs caractéristiques intrinsèques. Tout d'abord, elles n'ont pas légalement cours, et elles ne répondent pas davantage aux autres caractéristiques habituelles de la monnaie. Elles sont en réalité un actif financier hautement spéculatif. Car contrairement à la valeur de la monnaie émise par les banques centrales, la leur n'est pas assurée. Au contraire, en raison de leur offre fixe, les mouvements spéculatifs de la demande occasionnent souvent des variations de cours importantes. De plus, leur utilisation dans les paiements n'est soumise, contrairement aux systèmes de paiement traditionnels, à aucune forme d'*oversight*. Ces différents facteurs semblent faire obstacle à leur utilisation plus large et ne sont donc pas, dans l'immédiat, de nature à entraîner des risques systémiques, même si la vigilance reste de mise. Par ailleurs, les autorités doivent veiller à ce que l'utilisateur individuel soit suffisamment informé du caractère particulier – spéculatif – de ces monnaies et des risques encourus de ce fait.
8. L'actuelle accélération de la croissance est surtout de nature conjoncturelle et trouve son origine dans la réduction de l'écart de production. Maintenant que celui-ci se rétrécit, et a même été éliminé dans certaines économies, il s'agit d'ajuster de manière adéquate les politiques économiques afin que la reprise conjoncturelle puisse être convertie en une croissance durable. Le redressement qui s'opère aujourd'hui doit donc être utilisé pour mettre en œuvre l'ensemble du programme de réformes visant à mobiliser la main-d'œuvre et à accroître la productivité. Il y a d'ailleurs bien longtemps que les conditions n'avaient pas été aussi propices aux réformes. L'argument fréquemment avancé selon lequel les réformes structurelles peuvent avoir des effets négatifs à court terme perd en effet de sa pertinence au vu de la vigueur de la reprise. Des réformes s'imposent non seulement dans les pays avancés, mais aussi dans les économies émergentes, qui représentent entre-temps près de 60 % de la production mondiale. C'est en effet surtout parce que le mouvement de rattrapage s'y est essoufflé que la croissance mondiale reste à la traîne par rapport au niveau qui était habituel avant la crise.
9. Ce processus de réforme repose plus que jamais sur l'ouverture. Ce n'est que de cette manière que toutes les parties de l'économie mondiale pourront progresser ensemble. En outre, le commerce international et l'investissement direct sont des vecteurs puissants du progrès technologique et de sa diffusion, et ce mécanisme doit être sauvegardé. Les gains de productivité qui en découlent devront en effet devenir le principal moteur de la croissance à mesure que progresse le vieillissement de la population. L'avenir n'est donc pas à moins d'ouverture, mais à davantage de coopération internationale pour gérer le processus de mondialisation et éviter les effets secondaires néfastes. L'accord de partenariat économique conclu entre l'UE et le Japon à la fin de 2017 en est un exemple. La nécessité d'une telle coopération dépasse d'ailleurs le seul domaine du commerce. Cette coopération s'impose également dans des domaines tels que la réglementation financière, la prévention du nivellement par le bas en matière de fiscalité sur les sources d'imposition mobiles, ou la transition vers des économies émettant moins de gaz à effet de serre. L'avenir est tout autant à un dosage des politiques économiques qui soit inclusif et veille à ce que, dans les différentes économies nationales, tout un chacun puisse bénéficier des avantages de la mondialisation et du progrès technologique. Cela a été insuffisamment le cas par le passé, ce qui a conduit à la polarisation du marché du travail. Pour inverser cette tendance, il faut disposer non seulement d'un filet de sécurité sociale adéquat, mais aussi et

surtout d'une politique qui assure, par l'enseignement, l'accompagnement sur le marché du travail, la formation et l'*empowerment*, que le talent de chacun soit et reste valorisable dans une économie mondiale en constante évolution.

10. Enfin, l'ajustement des politiques économiques devra consister à réduire les incitants de la politique monétaire en assurant un dosage approprié et en veillant à la transparence. Comme l'indique l'exemple des États-Unis, le moment et le rythme de cette normalisation sont principalement fonction de l'intensité de la reprise. Ils sont toutefois aussi déterminés par l'évolution du côté de l'offre de l'économie. Ainsi, la Banque d'Angleterre s'est vue contrainte de lancer le processus de normalisation alors que la croissance au Royaume-Uni ralentissait à 1,5 % en réaction au processus de sortie de l'UE (brexit). Ceci illustre que l'évolution des revenus réels est principalement alimentée par le côté de l'offre de l'économie, et que la politique monétaire ne peut guère qu'accompagner l'économie au long de la trajectoire qu'elle emprunte lors de son adaptation. L'inflation étant restée basse dans la zone euro, ce processus d'accompagnement nécessite qu'on y poursuive encore une politique monétaire accommodante, même si la croissance s'y est accélérée jusqu'à 2,2 %.

2. Zone euro : perspectives de réflation mais aussi de vigueur économique et de stabilité accrues pour l'union monétaire

11. La reprise qui s'était amorcée dans la zone euro en 2013 a encore gagné en vigueur en 2017. Elle s'est par ailleurs élargie, non seulement parce que l'activité a repris dans tous les États membres, mais aussi parce que, après la consommation privée, les investissements des entreprises en sont eux aussi devenus un moteur important. La forte création d'emplois – la progression de l'emploi a atteint pas moins de 1,5 % – a soutenu la consommation privée. Les investissements se sont intensifiés parce que les entreprises ont voulu éviter que leur capacité de production – qui affichait déjà un taux d'utilisation élevé – ne parvienne pas à répondre à la demande. Cette dernière s'est améliorée à la fois dans la zone euro et ailleurs dans le monde, ce qui s'est traduit par une vive hausse des exportations. En conséquence, les exportations nettes ont à nouveau contribué à la croissance, en dépit de l'appréciation de l'euro.
12. Cette appréciation de la monnaie européenne ayant trouvé en grande partie son origine dans l'amélioration des perspectives pour la zone euro, elle n'a pas nécessairement grevé de manière sévère la croissance ni l'inflation. Les fluctuations des taux de change qui ne s'inscrivent pas dans le profil des évolutions économiques sont par contre plus dommageables. Pour les taux d'intérêt à long terme également, ce sont les fondamentaux plus solides qui ont été le facteur déterminant le plus important de la légère hausse. Ces éléments n'indiquent donc pas un resserrement des conditions financières ou monétaires. Au contraire, la politique monétaire accommodante a continué de les assouplir et, à présent que les perspectives de la demande s'améliorent, elle gagne même en puissance de par son soutien aux investissements. De plus, les taux d'intérêt sur le crédit bancaire sont restés particulièrement faibles en 2017, tandis que ce crédit a encore gagné en volume.
13. L'efficacité de l'incitant monétaire ne ressort pas uniquement du profil de l'activité économique et de l'octroi de crédits. L'évolution de l'inflation montre elle aussi des signes de retournement. La progression de l'inflation jusqu'à 1,5 % en 2017 a beau résulter directement, pour une bonne part, de la hausse du cours du pétrole, il n'en demeure pas moins que l'inflation sous-jacente a elle aussi dépassé son étiage. Elle s'est établie à 1 % en 2017, contre 0,6 % au début de 2015. Reste que l'inflation converge de manière insuffisamment durable vers l'objectif de stabilité des prix. La croissance des salaires nominaux étant restée limitée, le caractère durable de l'inflation reste trop faible. L'augmentation des coûts salariaux par unité produite – principale

source d'inflation intérieure – n'a en effet pas dépassé 0,9%. En résumé, 2017 a vu croître tant la confiance dans la convergence à terme vers l'objectif, que la prise de conscience que la politique monétaire allait devoir être prudente, patiente et persévérante pour y parvenir.

14. C'est pourquoi le Conseil des gouverneurs de la BCE a décidé en octobre de poursuivre les achats nets d'actifs en 2018, plus précisément jusqu'à la fin du mois de septembre 2018, ou plus tard si nécessaire, et en tout cas jusqu'à ce que le Conseil constate dans l'évolution de l'inflation un changement durable qui soit conforme à son objectif en la matière. La fin des achats nets avait dès le départ été subordonnée à la réalisation de l'objectif d'inflation. Cette nouvelle prolongation souligne une fois de plus cette conditionnalité. Le montant des achats mensuels a certes été réduit encore à partir de janvier 2018 à 30 milliards d'euros. Pesant le pour et le contre des modalités possibles, le Conseil des gouverneurs a opté pour un montant moindre étalé sur une période un peu plus longue. La composante d'anticipation des taux à long terme s'en trouverait en effet davantage comprimée, l'intention ayant été répétée de maintenir les taux directeurs à leurs niveaux bas actuels bien au-delà de la période des achats d'actifs nets. Il a par ailleurs été entériné que les titres de créance seraient réinvestis à leur échéance aussi longtemps qu'il le faudrait. En conséquence, lorsque les achats nets prendront fin, le volume d'actifs détenus restera stable pendant un bon laps de temps et la pression baissière sur les taux d'intérêt à long terme se maintiendra.
15. Cette forte stimulation monétaire est-elle encore nécessaire, maintenant que l'économie se redresse et que le danger de la déflation s'est estompé? La réponse à cette question est sans aucun doute positive. Ramener l'inflation à 2% n'est pas uniquement conforme au mandat de stabilité des prix confié par le Traité à l'Eurosystème, c'est aussi et surtout une politique robuste. Elle se recommande en effet à plus d'un titre.
16. Tout d'abord, elle permet d'éviter que la zone euro ne glisse vers un équilibre d'inflation faible. Ce risque n'est toujours pas entièrement levé: certains indices suggèrent en effet que le faible taux d'inflation de ces dernières années est l'une des causes de la faiblesse de la croissance des salaires nominaux. Les anticipations d'inflation ne sont, elles non plus, pas encore totalement revenues à leur niveau antérieur. Or il est important qu'elles retrouvent ce niveau, sous peine de voir le taux d'intérêt nominal devenir structurellement plus bas, ce qui comprimerait à son tour la marge de manœuvre disponible pour réduire à l'avenir les taux d'intérêt sans buter contre leur niveau plancher. C'est précisément afin de se constituer un coussin d'inflation suffisant que le Conseil des gouverneurs a clarifié en 2003 la définition de la stabilité des prix en déclarant que l'inflation à moyen terme devait de préférence être non seulement inférieure à, mais également proche de 2%. Cet argument n'a pas perdu de sa vigueur depuis lors. Bien au contraire: dans l'intervalle, le taux d'intérêt réel d'équilibre ayant encore baissé, sous le coup de forces plus séculaires, qui échappent au contrôle de la politique monétaire, le problème du plancher pour les taux directeurs a même gagné en pertinence.
17. Le retour à la stabilité des prix aura également d'importantes retombées positives sur la stabilité financière. Un glissement vers un environnement permanent de taux faibles serait particulièrement dommageable au modèle d'entreprise des intermédiaires financiers. En outre, que les taux directeurs se heurtent dès lors plus fréquemment à la limite inférieure représente une menace supplémentaire, à la fois par la hausse de la volatilité de l'économie que cela induit et par la nécessité pour la politique monétaire de recourir à des outils dits non conventionnels. C'est précisément la situation actuelle du système financier, où l'accommodement de la politique monétaire comporte également certains risques. Certes, l'incitant monétaire facilite le processus de réduction de l'endettement, exerce une incidence positive sur la qualité sous-jacente des actifs financiers et soutient la demande de crédit. Cependant, ce même incitant rabote parallèlement la marge d'intérêt des banques et est susceptible d'encourager des prises de risques excessives, qui pourraient à leur tour relancer le processus d'endettement ou

occasionner une surévaluation des actifs. Bien qu'il y ait peu d'indications d'une manifestation de ces risques à grande échelle au sein de la zone euro, la vigilance reste de mise. En effet, ce n'est souvent que progressivement que se forment les déséquilibres. Dans quelques États membres de la zone euro, on observe par ailleurs une forte hausse tant du crédit au logement que des prix de l'immobilier résidentiel. Compte tenu de la nature davantage nationale de ces risques, le plus approprié est de les endiguer par le recours à la politique macroprudentielle.

18. Enfin, le niveau trop faible de l'inflation est le signe d'une sous-utilisation persistante des facteurs de production. Bien que le taux de chômage soit retombé de 12 % en 2013 à 8,7 % à la fin de 2017, il reste supérieur à son niveau d'avant la crise. De plus, la sous-utilisation du potentiel de main-d'œuvre prend également d'autres formes. Ainsi, le nombre de travailleurs à temps partiel involontaires reste relativement élevé, et il appert qu'une partie de la population active a quitté le marché du travail faute de perspectives d'emploi et qu'elle est susceptible de le réintégrer si la demande de main-d'œuvre poursuit sa progression. Ajoutons que les mesures habituelles du potentiel de production indiquent que la longue période de faibles investissements a eu une incidence à la baisse significative sur le stock de capital. Or le fait que les investissements soient dans l'intervalle devenus un moteur du redressement doit rendre cette restriction moins contraignante. On constate donc qu'une certaine marge de manœuvre reste disponible pour garantir, par stimulation de la demande, non seulement que le potentiel de production soit pleinement exploité, mais aussi qu'il soit soutenu de manière maximale en empêchant les effets d'hystérèse. Ce faisant, les réformes structurelles mises en œuvre çà et là après la crise peuvent elles aussi sortir pleinement leurs effets. Elles ont indéniablement contribué à la vive création d'emplois, et ce processus ne semble pas encore avoir atteint ses limites. La progression des augmentations salariales et l'accélération de l'inflation sont précisément les clignotants qui en signalent l'approche. De ce point de vue aussi, il convient donc de subordonner la normalisation de la politique monétaire au retour de l'inflation vers son objectif.
19. À présent que la reprise a pris de l'ampleur et qu'on voit poindre la réflation, le temps est venu de procéder à des réformes au sein de la zone euro également. Pour que l'union monétaire gagne en puissance économique tout en étant stable, il convient d'en renforcer l'architecture. Cela ne saurait se faire que par étapes, et en considérant la convergence vers les meilleures pratiques et la réduction des risques comme des conditions préalables à un partage des risques accru. À cet égard, l'accent doit être mis en priorité sur l'achèvement des initiatives en cours : l'union bancaire, l'union des marchés de capitaux, ainsi que le semestre européen et les conseils nationaux de la productivité nouvellement créés. Ces initiatives doivent être autant d'occasions de relever la croissance potentielle et de raffermir la résilience des États membres. Ce processus peut progressivement créer les conditions permettant d'avancer également sur la voie d'un partage accru des risques par l'intermédiaire du secteur public, tout en gardant à l'esprit que c'est la santé budgétaire des différents États membres qui restera en tout état de cause le pilier central de la gouvernance budgétaire de l'union monétaire.
20. Des progrès considérables ont déjà été réalisés dans le déploiement de l'union bancaire, mais le projet reste inachevé sur des points cruciaux. Le mécanisme de surveillance unique (MSU) a repris de manière particulièrement réussie la surveillance directe des banques importantes et assume désormais la responsabilité ultime de la surveillance bancaire dans la zone euro. En outre, le mécanisme de résolution unique (MRU), chargé de la résolution ordonnée des banques systémiques, est également en cours de mise en œuvre. Le MRU fait du principe de renflouement interne (*bail-in*) le nouveau mode opératoire, en vertu duquel les coûts d'une résolution sont supportés par les actionnaires et certains créanciers, sans qu'il ne soit plus nécessaire de recourir à l'argent des contribuables pour financer un renflouement externe (*bail-out*).
21. Cependant, la réalisation d'une union bancaire à part entière nécessite de nouvelles mesures, en vue d'en renforcer la stabilité, y compris en cas de perturbations financières. Ainsi, le MRU

doit, également en cas de troubles extrêmes, disposer d'une solidité financière suffisante pour mener efficacement la résolution d'établissements bancaires – au cas où le renflouement interne ne serait pas suffisant – et limiter ainsi les risques pour la stabilité financière. Il convient en outre de mettre en place un système européen de garantie des dépôts (European Deposit Insurance Scheme – EDIS) performant, qui protège suffisamment les déposants dans la zone euro. Ces filets de sécurité financière nécessaires gagnent en outre en efficacité et en crédibilité s'ils sont organisés au niveau de l'union bancaire et non par État membre. En effet, ils disposent alors de réserves plus importantes et sont de ce fait mieux équipés pour intervenir efficacement, y compris en cas de chocs importants, et éviter ainsi le risque d'instabilité financière. Néanmoins, les filets de sécurité financière communs impliquent un partage poussé des risques entre les pays de la zone euro. De ce fait, la concentration géographique d'une grande part des risques bancaires dans la zone euro complique une progression rapide dans ce domaine. En plus des créances douteuses (*non-performing loans* – NPL), le fort biais national dans le portefeuille d'obligations d'État expose en effet de manière excessive un certain nombre de banques à des risques pays spécifiques.

22. Pour approfondir le partage des risques, il convient de procéder au préalable à une importante réduction des risques, ce qui implique non seulement l'assainissement de certains bilans bancaires, mais également des efforts pour renforcer la résilience du système bancaire. La poursuite de l'intégration financière ne peut en effet se faire aux dépens de la stabilité financière nécessaire à une croissance économique durable. Les banques opérant au sein de l'union bancaire doivent donc être suffisamment résilientes sur le plan individuel pour absorber les chocs. Il faut dès lors intégrer dans le cadre réglementaire et de surveillance des garanties suffisantes. Il est très important à cet égard que les instances de réglementation transposent dans les délais impartis et de manière cohérente l'accord de Bâle III, qui impose des exigences de fonds propres et de liquidités harmonisées et robustes. Les établissements de crédit effectivement exposés aux risques doivent en outre disposer de coussins suffisants (sous la forme de fonds propres, de liquidités ou d'une capacité de renflouement présentant la qualité requise) pour compenser les pertes ou chocs imprévus ou permettre une résolution ordonnée. À cet égard, il y a lieu – dans le cadre du débat *home/host* – de tenir dûment compte des préoccupations des pays d'accueil, de sorte que les filiales systémiques de groupes bancaires internationaux qui opèrent dans ces pays disposent de coussins suffisants et ne constituent donc pas un risque excessif pour la stabilité financière de ces pays. Enfin, le principe d'un partage accru des risques au niveau européen trouvera un meilleur accueil si l'héritage du passé est écarté. Ce sont surtout les importants volumes de NPL présents dans certains pays et la rentabilité structurellement faible de certaines banques qui demeurent préoccupants.
23. La poursuite de la réduction du stock de NPL est considérée comme un important catalyseur pour l'achèvement de l'union bancaire. Bien que ce stock ait déjà été partiellement réduit au cours des dernières années – de 1 046 milliards d'euros à la fin de 2014 à environ 830 milliards d'euros au deuxième trimestre de 2017 –, il continue de peser sur le bilan de certaines banques européennes et indirectement aussi sur l'économie européenne. Les initiatives de la BCE et de la Commission européenne, qui se concentrent sur la réduction accélérée du stock existant de NPL et sur la prévention de nouveaux problèmes en matière de NPL, méritent donc tout le soutien possible. Cela étant, la reprise économique et la rentabilité structurelle d'un certain nombre de banques des pays touchés demeurent à ce stade trop faibles pour pouvoir à court terme réduire encore le stock de NPL de manière ordonnée et dans une mesure suffisante. Les propositions du Conseil Ecofin de juillet 2017 pour mieux accompagner une nouvelle opération de réduction de ces actifs visent à encourager les banques à assainir activement leurs bilans. La mise en place d'un marché secondaire performant pour ce type d'actifs, intégrant éventuellement une société de gestion d'actifs, accessible aux investisseurs spécialisés et reposant sur un cadre juridique efficace et transparent en matière de recouvrement et de faillite, est importante non seulement pour la liquidation accélérée du stock actuel de NPL, mais également pour le rôle que ce marché

pourrait jouer à l'avenir comme soupape de sécurité capable d'évacuer la pression excessive qu'exercent les créances douteuses sur les bilans des banques.

24. Bien que le secteur bancaire européen soit devenu beaucoup plus solvable depuis la crise financière, il reste confronté au défi d'atteindre de manière durable un niveau de rentabilité suffisant. Une partie des banques européennes reste en effet, en ce qui concerne le caractère rentable de leur activité, nettement en deçà du coût du capital que demandent les marchés financiers. Non seulement ce déficit de rentabilité se traduit par des valorisations faibles pour le secteur bancaire sur les marchés financiers, mais en outre il risque, à terme, d'entraîner des problèmes de financement et une sous-utilisation de la capacité d'intermédiation du secteur, ce qui freinerait la croissance économique. Outre les facteurs conjoncturels liés à un environnement de taux d'intérêt bas, tels que la faiblesse proprement dite de ceux-ci, le caractère plat des courbes de taux et la pression à la baisse sur les revenus d'intérêts, des facteurs plus structurels jouent également un rôle. La surcapacité du secteur et la concurrence aiguë qui en découle, certaines inefficacités opérationnelles persistantes et la longue liste de défis liés à l'innovation technologique mettent la pression sur les bénéfices des banques. Parallèlement, les marchés financiers continuent, en dépit de l'amélioration de la solvabilité au sein du secteur bancaire européen, d'exiger des primes de risque élevées, entraînant des coûts en capital relativement lourds. Les incertitudes structurelles quant à ce que sera in fine le cadre réglementaire, à la normalisation de la politique monétaire et aux remèdes à appliquer pour se débarrasser des héritages du passé ont en effet continué de déterminer les évaluations des risques. De nombreuses simulations montrent qu'une reprise économique conjoncturelle risque de ne pas suffire, à relativement court terme, pour redonner durablement au secteur bancaire européen un caractère rentable conforme aux attentes des marchés. Pour préserver durablement la santé du secteur bancaire, il faut davantage de mesures structurelles visant des gains d'efficacité considérables. Il convient d'envisager une série de stratégies, telles que la réalisation d'éventuelles économies d'échelle par des acquisitions ou la mise en œuvre de mesures de réduction des coûts reposant sur la numérisation, ainsi qu'un modèle d'entreprise plus diversifié et plus flexible. En outre, la conclusion de l'accord de Bâle III met temporairement un terme aux réformes du cadre réglementaire et aux incertitudes qu'elles font naître. Le secteur bancaire peut mettre la touche finale aux adaptations de ses modèles d'entreprise, tandis que les marchés financiers peuvent continuer de répercuter l'estompement des incertitudes sous la forme de réduction des primes de risque et du coût du capital.
25. Même avec la nécessaire réduction préalable des risques dans le cadre réglementaire et le renforcement des bilans des banques, l'achèvement de l'union bancaire demeure un projet ambitieux. Pour la compléter, un renforcement du MRU est nécessaire, tandis que l'EDIS doit être mis en œuvre. Pour parachever le MRU, il importe que soient achevées les négociations européennes sur la transposition et l'application des outils et principes de résolution, dont la *total loss-absorbing capacity* (TLAC) et le *minimum requirement for own funds and eligible liabilities* (MREL). Dans ce cadre, pour assurer une résolution ordonnée des banques, il convient d'imposer une qualité et une quantité suffisantes de passifs éligibles au renflouement interne. Le MRU pêche en outre par l'absence du large filet de sécurité financier commun que requiert le Fonds de résolution unique (FRU) afin de pouvoir garantir la résolution ordonnée des banques, même dans des situations extrêmes. L'instauration de l'EDIS reste cependant la pierre d'achoppement majeure dans le processus d'achèvement de l'union bancaire. Les propositions les plus récentes de la Commission européenne prévoient une transition progressive des systèmes nationaux de garantie vers le système de garantie européen. Durant la première phase, celle de la réassurance, l'EDIS se limiterait à fournir une assistance en matière de liquidité ; ultérieurement, durant la phase de coassurance, l'EDIS pourrait de plus en plus contribuer à couvrir les pertes.
26. Enfin, une union des marchés de capitaux (UMC) forte constitue un complément important et nécessaire à l'union bancaire, qui renforce encore le potentiel de croissance de l'économie ainsi

que la stabilité financière. Dans l'union des marchés de capitaux, le partage des risques (par la poursuite de l'intégration financière) et la réduction des risques (par la diversification financière) vont de pair. Un financement direct et diversifié par l'intermédiaire des marchés de capitaux, tels que le capital à risque et le capital de croissance, est en effet un complément qui est nécessaire au financement bancaire prédominant en Europe et qui est de nature à apporter un soutien supplémentaire à la croissance économique et à l'innovation. En outre, les marchés de capitaux intégrés constituent un instrument efficace pour répartir les risques et réduire les expositions excessives aux risques locaux. Depuis l'annonce, en 2015, de la création de l'UMC, plusieurs chantiers ont été lancés qui, d'ici la fin de 2019, devraient aboutir à un cadre en vertu duquel le secteur privé pourra par lui-même poursuivre le développement de l'union européenne des marchés de capitaux. Dans ce contexte, la Commission européenne a étudié quelques initiatives concrètes dans son examen à mi-parcours de l'UMC. Elle y met l'accent notamment sur la mobilisation du capital à risque européen, d'une part en encourageant les fonds européens de capital à risque et de capital de croissance ainsi que les investissements à long terme et, d'autre part, en simplifiant et en facilitant l'accès des PME aux marchés financiers. En outre, la poursuite de l'harmonisation des procédures législatives nationales – notamment en matière de résolution et de faillite – et l'amélioration de la transparence des marchés financiers nationaux doivent encourager les investissements transfrontaliers au sein de l'UE.

27. Un système d'intermédiation financière efficace et stable peut contribuer de manière significative à soutenir le potentiel de croissance dans la zone euro. Toutefois, la disponibilité du financement ne suffit pas en tant que telle. Il faut également pouvoir opérer dans un environnement économique dynamique qui stimule la mise en œuvre de projets porteurs de croissance. Le semestre européen et les conseils nationaux de la productivité nouvellement créés doivent devenir un catalyseur pour les réformes structurelles qui s'imposent à cette fin. Ces conseils de la productivité peuvent également améliorer l'appropriation de l'ordre du jour des réformes au niveau national. Ce processus peut assurer une plus grande convergence entre les États membres et une meilleure résistance aux chocs. Il doit par ailleurs être le tremplin vers une croissance plus inclusive. Outre qu'elles peuvent raffermir la vigueur économique de l'union monétaire, ces réformes devraient générer d'importantes externalités positives. Un potentiel de croissance accru facilite en effet l'élimination du fardeau de la dette, génère davantage de marges pour la politique budgétaire et simplifie, par l'effet haussier qu'il exerce sur le taux d'intérêt réel d'équilibre, la mise en œuvre de la politique monétaire. En réalisant une union économique plus approfondie, on réduit de surcroît les risques spécifiques aux pays et on renforce les bases de la confiance mutuelle nécessaire pour évoluer ultérieurement vers les étapes ultimes de l'Union économique et monétaire. Mis à part une éventuelle réforme du mécanisme européen de stabilité, il faudra en effet encore du temps avant que ne convergent les visions quant à de nouvelles initiatives d'approfondissement. On songe à cet égard à la création d'une fonction de ministre de l'Économie et des Finances pour la zone euro, ou encore à l'instauration d'un mécanisme de stabilisation budgétaire visant à absorber les chocs asymétriques.
28. Jusque-là, seules les marges budgétaires nationales pourront être mobilisées et, même lorsque le pas vers une solidarité budgétaire accrue aura été franchi, les budgets nationaux constitueront la première ligne de défense contre les chocs asymétriques. Étant donné l'ampleur relative des dépenses publiques en Europe et l'existence d'un filet de sécurité sociale largement développé, ces stabilisateurs automatiques nationaux sont en principe puissants. Toutefois, pour être en mesure d'utiliser pleinement les finances publiques, il faut que celles-ci soient structurellement saines, ce qui implique d'avoir constitué des coussins suffisants pendant les phases de haute conjoncture. C'est notamment parce que ces coussins étaient trop minces au début de la crise que la politique budgétaire a failli en matière de stabilisation macroéconomique au cours de la période 2012-2014. Des finances publiques saines sont également essentielles pour la stabilité financière, notamment pour endiguer la contamination du secteur bancaire. C'est pourquoi il est si important que les États membres se conforment strictement aux prescrits du pacte de stabilité et de croissance. Celui-ci traduit

les déterminants structurels de la soutenabilité des finances publiques en un objectif à moyen terme et tient compte, pour les trajectoires d'ajustement vers cet objectif, de la position dans le cycle économique. Alors que le nombre de pays affichant un déficit excessif de plus de 3 % du PIB a fortement chuté, et que le déficit de la zone euro dans son ensemble est revenu en 2017 à 1,1 % du PIB, la Commission européenne a tout de même pointé, dans son évaluation des projets de budget pour 2018, cinq pays, parmi lesquels la Belgique, qui menacent de ne pas progresser suffisamment vers l'objectif à moyen terme. Dans ces pays, il convient de mettre à profit la reprise pour constituer des réserves pour l'avenir.

29. L'importance de la bonne santé des finances publiques n'est pas contestée. On ne saurait pour autant nier que le pacte est devenu, au fil du temps, particulièrement complexe, ce qui peut nuire à l'efficacité de sa mise en œuvre. Par conséquent, il y a lieu d'examiner si l'une ou l'autre de ses dispositions peut être simplifiée sans pour autant en abandonner les principes. De plus, il faut trouver les bons incitants pour soutenir au maximum les investissements publics. Naturellement, les autorités budgétaires ont, aujourd'hui déjà, la possibilité de réorienter leurs dépenses en faveur des investissements. En outre, le Fonds européen pour les investissements stratégiques, et la clarification qu'Eurostat a apportée au sujet du traitement statistique des partenariats public-privé, constituent également des incitants à cet égard. Il convient néanmoins d'examiner si un mouvement de rattrapage sur le plan des investissements publics ne peut pas être encouragé davantage en ne prenant en considération, dans la partie préventive du pacte, que les amortissements plutôt que les dépenses d'investissement totales, à condition que la soutenabilité de la dette n'en soit pas menacée et que les investissements en question renforcent effectivement le potentiel de croissance économique.
30. C'est paradoxalement au moment où le Royaume-Uni a choisi de quitter l'UE qu'il y a lieu de renforcer l'union monétaire. Le brexit est un processus complexe parce que l'intégration s'est fermement ancrée au cours du temps. Néanmoins, le Conseil européen a pu constater en décembre 2017 que des progrès suffisants avaient été engrangés pour entamer la deuxième phase des négociations. Des avancées avaient en effet été réalisées dans chacun des trois domaines qu'il fallait clarifier au cours de la première phase, à savoir le statut juridique des citoyens de l'UE au Royaume-Uni, les engagements du Royaume-Uni envers le budget de l'UE, ainsi que le régime à adopter pour éviter la mise en place d'une frontière physique entre l'Irlande du Nord et la République d'Irlande. Cela a augmenté les chances qu'un brexit dur soit évité. Ni le Royaume-Uni, ni les 27 autres pays de l'UE n'ont du reste intérêt à voir se concrétiser un tel scénario. Il subsiste toutefois de nombreux risques, dans la mesure où beaucoup reste à faire au cours de la deuxième phase avant que le Royaume-Uni ne quitte l'UE en 2019, et même alors, la négociation d'un nouvel accord commercial, en particulier, n'aura pas encore abouti. Pour les États membres restant dans l'UE, il s'agit de préserver l'unité, tout comme pendant la première phase. Si le brexit a indéniablement pesé sur l'économie britannique en 2017, cela a beaucoup moins été le cas pour les autres pays de l'UE, et pour la zone euro en particulier. Le fait que le processus de séparation se déroule durant une phase de croissance du cycle économique n'y est pas étranger.

3. Un système financier stable en Belgique

31. Dix ans après la crise, le secteur financier en Belgique a subi une véritable transformation. La refonte en profondeur du cadre réglementaire et de surveillance a une nouvelle fois placé la stabilité financière davantage à l'avant-plan, et les changements structurels dans les modèles d'entreprise du secteur – en particulier des banques et des entreprises d'assurance – ont clairement renforcé la résilience du secteur. La situation financière robuste du secteur financier belge constitue une base solide pour relever à l'avenir d'importants défis tels qu'un environnement de faibles taux d'intérêt persistants, la transformation numérique, ou l'approfondissement de l'union bancaire et de l'union des marchés de capitaux.

32. Cette transformation s'est ressentie de manière particulièrement vive dans le secteur bancaire belge, qui a – en partie par obligation – délaissé les modèles d'entreprise qu'il pratiquait jusque-là et a réduit son total bilanciel d'un tiers. Le secteur bancaire a en grande partie digéré ces réformes structurelles nécessaires et se trouve maintenant dans une situation financière plus solide. Les héritages du passé ont en effet été éliminés et ont été remplacés par un modèle d'entreprise qui met davantage l'accent sur les activités bancaires traditionnelles, telles que l'octroi de crédits, et qui vise principalement les marchés domestiques. En outre, la solvabilité du secteur bancaire s'est progressivement améliorée, de sorte qu'il dispose à présent de coussins qui ont restauré la résilience du secteur ; par ailleurs, grâce notamment au programme d'achats d'actifs de la BCE, la liquidité abonde. Enfin, la transformation ne s'est pas faite longtemps au détriment de la rentabilité du secteur. Au contraire, après l'impact initial, la rentabilité s'est assez vite rétablie à un niveau conforme aux attentes des marchés financiers, notamment grâce au redressement des marges d'intérêt. Compte tenu de la structure de financement spécifique des banques belges, qui repose en grande partie sur les dépôts, la baisse des taux d'intérêt du marché s'est en effet répercutée plus rapidement sur les coûts de financement des banques que sur les rendements de leurs actifs. Cet élargissement de la marge d'intérêt totale a contribué à soutenir les revenus d'intérêts et la rentabilité des banques au cours de la crise. En moyenne, le rendement des fonds propres du secteur s'élève à environ 10 %, ce qui correspond aux coûts de capital estimés.
33. Non seulement la réorientation du secteur a été importante pour le rétablissement de la stabilité financière, mais elle a en outre préservé l'économie belge d'un tarissement extrême du crédit, phénomène typique lors de restructurations de bilan draconiennes sur fond de crise financière. Les banques belges ont continué de financer l'économie réelle, même au cours de la crise financière. En raison notamment de l'octroi de crédits dynamique et de la présence accrue de liquidité, les bilans bancaires se redressent depuis quelques années déjà, et ce après une longue période de réduction bilancielle. En inscrivant au bilan des risques de crédit supplémentaires, le secteur bancaire remplit l'une de ses fonctions essentielles dans l'intermédiation financière, à savoir la sélection, le financement, le suivi et la gestion de projets d'investissement à forte valeur ajoutée. En ce domaine également, le secteur bancaire belge présente un bon état de service. En dépit de l'octroi de crédits volumineux et dynamique au secteur privé, les NPL restent plutôt limités dans les bilans des banques belges, et en tout cas bien inférieures à la moyenne de la zone euro. Des provisionnements supplémentaires ne sauraient toutefois être complètement exclus, par exemple à la suite de l'instauration, en janvier 2018, de la nouvelle norme comptable internationale IFRS 9.
34. Il reste cependant d'importants défis à relever, qui, à long terme, mettent le modèle d'entreprise usuel des banques belges sous pression. Outre les défis plus structurels liés à la transformation numérique dans le secteur financier et à la concurrence croissante des entreprises FinTech, l'environnement de taux d'intérêt bas commence tout doucement à peser sur la rentabilité. Hormis une série d'autres facteurs, tel le niveau des prélèvements bancaires, c'est surtout la marge nette d'intérêt qui détermine la rentabilité des banques belges. Or celle-ci est de plus en plus sous pression, maintenant qu'en raison notamment du refinancement des crédits hypothécaires, les taux faibles se répercutent de manière croissante sur les rendements des actifs, tandis que les taux des dépôts ont, depuis un certain temps, atteint leur limite inférieure. En outre, en raison de la vive concurrence dans le paysage bancaire belge, les marges des établissements de crédit individuels sont étriquées. Par rapport aux autres pays, la Belgique accuse du « retard » dans la contraction de la marge d'intérêt, parce que les bilans des banques belges sont, plus que ceux des autres banques européennes, composés d'actifs dont la période de révision est relativement longue, et que les refinancements des crédits hypothécaires se sont amorcés relativement tard. À la lumière de ces défis, il s'agit que les banques considèrent les différentes options de maintien de la rentabilité. D'une part, les établissements de crédit prennent, dans leur quête de rendement, progressivement davantage

de risques de taux et de crédit, compensant à cet égard le repli des revenus d'intérêts par une hausse des primes de risque. Les tests de résistance les plus récents montrent que les banques belges sont en effet exposées, à un degré supérieur à la moyenne, au risque de taux d'intérêt. D'autre part, l'environnement de taux d'intérêt bas induit une adaptation des modèles d'entreprise, qui s'orientent davantage vers les revenus autres que d'intérêts, en particulier les commissions et les rémunérations de services financiers. Des économies de coûts et/ou des gains d'efficacité supplémentaires semblent cependant inévitables, notamment dans le contexte de la transformation numérique de l'intermédiation financière et de la concurrence croissante des entreprises FinTech.

35. Les évolutions de l'octroi de prêts hypothécaires et du marché immobilier doivent également faire l'objet d'une analyse qui tienne compte de ce contexte. En tant qu'autorité macroprudentielle chargée de la stabilité financière, la Banque suit de près les mouvements sur ces marchés. Les analyses de risques actuelles suggèrent en effet une accumulation graduelle de risques systémiques. Les hausses soutenues des prix sur le marché immobilier, qui, en Belgique, à la différence de la plupart des autres pays européens, ne se sont pas accompagnées d'ajustements notables des prix au cours de la crise, ainsi que la forte augmentation du taux d'endettement des ménages, indiquent que le cycle financier se renforce et que l'accumulation de risques macrofinanciers se poursuit. Ces risques se reflètent en outre dans les bilans des banques, qui affichent un volume considérable de crédits hypothécaires, pour lesquels les banques ne doivent constituer, sur la base des modèles internes, que des réserves d'ampleur modeste. La Banque avait déjà pris en 2013 une mesure macroprudentielle sous la forme d'une augmentation linéaire de 5 points de pourcentage de la pondération de risque découlant des modèles. Les risques systémiques poursuivant leur progression, la Banque a annoncé qu'elle procéderait à un renforcement de cette mesure en imposant des coussins de capitaux supplémentaires proportionnels au profil de risque du portefeuille de prêts hypothécaires. Ce faisant, la Banque entend en premier lieu rendre les établissements de crédit résilients face aux chocs sur le marché de l'immobilier, et, partant, préserver leur capacité de crédit future.
36. Les entreprises d'assurance ont elles aussi subi une transformation structurelle. La crise financière avait en effet mis au jour une exposition importante au risque de taux d'intérêt (*duration gap*), exposition qui, en raison des fortes baisses de taux, a affaibli la solvabilité du secteur. Ces dernières années, le secteur de l'assurance a dès lors consenti des investissements importants pour ramener le *duration gap* à des niveaux plus gérables. Ce sont tout particulièrement les grandes entreprises qui ont activement réduit le *duration gap*, d'une part en rachetant une série de gros portefeuilles déficitaires, et d'autre part en couvrant les risques de taux par des instruments dérivés et des investissements à long terme. Bien que ces mesures aient réduit l'exposition aux risques de taux du secteur de l'assurance considéré dans son ensemble, une série d'entreprises – généralement de taille plus modeste – restent exposées dans une large mesure à des risques de taux. Cela étant, les tests de résistance auxquels a procédé la Banque au cours de l'année 2017 en sa qualité d'autorité de contrôle du secteur de l'assurance confirment que la situation financière du secteur est à ce stade, de manière générale, suffisamment robuste pour résister à une période prolongée de faibles taux d'intérêt.
37. Cette réduction de l'exposition au risque de taux lève une lourde hypothèque qui pesait sur la stabilité du secteur de l'assurance. Cependant, les assureurs, en particulier en assurance-vie, restent confrontés à terme à une série de défis liés à l'augmentation des risques de liquidité et de rentabilité à long terme. Pour réduire le *duration gap*, les entreprises d'assurance ont commencé par utiliser de manière plus intensive les produits dérivés et par investir plus fortement dans des actifs à échéance éloignée mais moins liquides, processus par lequel les risques de taux sont convertis en partie en risque de liquidité. Du reste, un environnement

prolongé de faibles taux d'intérêt génère un éventuel risque de réinvestissement du fait que les actifs à taux élevé arrivant à échéance sont remplacés par des actifs à taux plus réduit. Ce risque s'applique toutefois dans une moindre mesure à court terme, le portefeuille d'investissement actuel du secteur garantissant pour une certaine période des rendements suffisamment élevés et une marge d'intérêt relativement stable. Pour les nouveaux contrats à taux garanti, le problème est en revanche plus aigu, du fait que les faibles taux d'intérêt de marché et les frais d'entrée élevés ainsi que les taxes rendent ce type d'actifs inattractifs et nuisent à leur rentabilité. Plusieurs entreprises d'assurance ont déjà indiqué qu'elles réduisaient les activités sur ce segment et se concentraient davantage sur des produits dont les risques financiers sont assumés au moins en partie par l'assuré et dont les perspectives présentent des possibilités de rendements plus élevés (par exemple, les produits de la branche 23).

38. Dans un environnement de faibles taux d'intérêt, il est donc très important pour la stabilité financière que soit préservé l'équilibre financier dans le secteur de l'assurance. Dès lors, la Banque a, en sa qualité tant d'autorité macroprudentielle que de contrôleur microprudentiel du secteur de l'assurance, publié à plusieurs reprises des recommandations exhortant le secteur à la prudence en matière de participations bénéficiaires et de dividendes. Si on veut à l'avenir pouvoir respecter les engagements pris, il s'agit de gérer prudemment les encours d'actifs, et de limiter la réalisation de plus-values ainsi que les participations bénéficiaires et versements de dividendes aux assurés et actionnaires respectivement. En tant qu'autorité de contrôle microprudentielle, la Banque peut limiter ces paiements si l'équilibre financier d'une entreprise donnée devait s'en trouver menacé. Pour le reste, la Banque entend que les conditions contractuelles des nouveaux contrats d'assurance-vie individuelle restent conformes aux conditions du marché.
39. La transformation numérique modifiera le secteur financier de manière profonde et irréversible. L'accès facilité aux réseaux numériques et l'assimilation rapide de la technologie numérique au sein de la société, associés à la croissance exponentielle de la capacité de calcul et de stockage, sont les moteurs du processus rapide et aux implications importantes qu'est la transformation numérique. Cette mutation s'opère également dans le secteur financier belge et pénètre progressivement les modèles d'entreprise des établissements financiers. Dans le secteur bancaire, en particulier, la numérisation de la relation client est déjà fortement intégrée. Les utilisateurs finaux considèrent en effet de plus en plus comme acquis l'accès permanent aux services financiers, quels que soient le lieu, le moment ou le canal utilisé. De plus, la numérisation de tâches plus opérationnelles au sein des *back offices* et des *front offices* des établissements financiers peut donner lieu à de substantielles économies d'échelle et à de fortes réductions des coûts. Ce type de transformations doit cependant être bien préparé pour maximiser la réduction des risques opérationnels, compte tenu de la complexité de ces opérations et de la nécessité d'assurer la continuité des activités des établissements, sur fond d'infrastructure informatique parfois moins flexible.
40. Dans la transformation numérique, les nouvelles entreprises FinTech sont susceptibles de jouer un rôle important. Ces entreprises innovantes enrichissent en effet le paysage financier en offrant des services supplémentaires sur des segments spécifiques de la chaîne d'intermédiation financière. Ainsi, les évolutions en matière de FinTech – telles que le *crowdfunding*, le conseil en placement robotisé, les services de paiement alternatifs ou les prêts *peer-to-peer* – exercent une incidence positive en ce qu'elles améliorent le degré de satisfaction des clients, compriment les coûts des transactions et élargissent l'offre de produits. Parallèlement, les entreprises FinTech peuvent proposer aux établissements financiers de nouveaux types de services de soutien permettant une plus grande efficacité de certains processus opérationnels et – moyennant la mise en place de mesures appropriées de gestion des risques – plus de sûreté et de fluidité dans leur déroulement. On songe par exemple à

l'analyse des *big data*, au *cloud computing*, ou encore à l'utilisation de systèmes de grands livres distribués (*distributed ledgers*) pour la protection de certaines transactions financières. La Banque dispose d'un point de contact où elle guide activement les entreprises FinTech sur le plan du respect de la réglementation et des exigences de contrôle applicables. Pour le reste, l'effet potentiellement perturbateur des FinTech sur le secteur financier, et les nouveaux défis que cela pose aux autorités de contrôle, ne sauraient être sous-estimés. Les entreprises FinTech sont en effet susceptibles de prendre à terme la relève sur certains segments lucratifs de la chaîne d'intermédiation et d'écorner ainsi la rentabilité des opérateurs établis. Par ailleurs, les risques opérationnels augmentent en raison de la forte dépendance à l'égard des systèmes informatiques, et il n'est pas toujours aisé pour les nouvelles entreprises FinTech – qui sont généralement des sociétés de petite taille – de suivre de manière stricte l'ensemble de la réglementation. Enfin, le milieu naturel de ces entreprises se situe bien davantage dans le secteur bancaire parallèle (*shadow banking*), voire en dehors du périmètre de surveillance des autorités de contrôle financier, ce qui renforce encore la nécessité de la coopération avec les autres autorités de contrôle compétentes dans des domaines non financiers, comme la cybersécurité.

41. La deuxième directive européenne sur les services de paiement constitue à cet égard un pas en avant important sur la voie de la poursuite de l'intégration des FinTech – et des BigTech – dans les paiements européens. Sur la base de cette directive, et moyennant l'accord des titulaires des comptes, une série de nouveaux prestataires (de services d'initiation de paiement ou d'agrégation d'informations) ont la possibilité d'accéder aux informations relatives aux comptes et aux opérations de paiement, ce qui signifie que les banques sont susceptibles de perdre de facto le monopole de ces informations et l'avantage concurrentiel qui y est lié. À terme, cette directive pourrait donc modifier structurellement le paysage européen des systèmes de paiement.
42. De par la transformation numérique, une série de risques se trouvent de plus en plus corrélés. Non seulement les évolutions en matière de numérisation et de FinTech exacerbent la complexité du secteur financier, notamment en accentuant les interconnexions, mais elles intensifient en outre l'interaction entre le secteur financier et d'autres secteurs, comme ceux des entreprises technologiques et des télécommunications. Une vision claire des évolutions dans ces domaines est cruciale, notamment pour les autorités de contrôle chargées d'assurer le suivi de ces risques. En plus des cyber-risques, il convient d'assurer le suivi des risques liés à la violation de la vie privée, ainsi que de ceux qui sont liés au blanchiment de capitaux ou au financement d'activités terroristes. Le cyber-risque est en train de devenir, en raison de la forte dépendance numérique et des interconnexions au sein du secteur financier, l'un des principaux risques pour le maintien de la stabilité financière, et l'une des grandes priorités pour les autorités de contrôle. Les cyber-attaques se font en effet plus fréquentes, et elles peuvent par ailleurs avoir des motivations diverses, à l'instar du vol financier, du terrorisme ou du militantisme. Compte tenu de l'évolution rapide des cybermenaces, la capacité défensive du secteur doit être suffisamment souple, et il y a lieu de veiller à ce que tous les acteurs du processus d'intermédiation, depuis les infrastructures de marchés financiers jusqu'aux utilisateurs finaux, prennent les précautions qui s'imposent. Dans ce contexte, la Banque a communiqué ses attentes dans une circulaire prudentielle en vigueur depuis 2016. Il importe d'une part que la gestion des établissements en question garantisse une culture saine quant aux risques informatiques, et d'autre part que le cadre réglementaire soit en conformité avec les orientations émises par les instances internationales et qu'il s'avère suffisamment holistique et flexible pour répondre en temps opportun et de manière appropriée aux nouvelles évolutions en la matière.
43. Le suivi des cyber-risques constitue par ailleurs l'une des grandes priorités du contrôle qu'exerce la Banque sur les infrastructures de marchés financiers et les prestataires de services

systemiques concernés comme SWIFT, et ce en raison des exigences élevées sur le plan de la disponibilité et de l'intégrité de ces acteurs. Ceux-ci agissent en effet comme des charnières internationales dans le traitement des opérations de paiement et de transfert de valeurs mobilières ou dans l'échange d'informations financières, et ils revêtent une importance cruciale pour la sécurité des transactions financières. Dans ce contexte, la Banque – en sa qualité d'autorité de contrôle principale dans le cadre d'un dispositif international établi en collaboration avec les banques centrales du G10 – opère un suivi attentif de SWIFT. Non seulement le déploiement du Customer Security Programme (CSP), qui vise à améliorer la cybersécurité et la gestion des cyber-risques auprès des utilisateurs directs, mais également la résilience interne de SWIFT font l'objet d'un suivi étroit et d'une évaluation attentive à l'aune des normes internationales en la matière. Outre l'accent mis sur les cyber-risques, une attention soutenue est consacrée à l'agrément des dépositaires centraux de titres (DCT) dans le cadre du nouveau règlement européen sur le sujet. D'autres établissements systemiques, spécialisés dans la conservation de titres, sont contrôlés à partir de cette année sur la base d'un nouveau statut prudentiel axé spécifiquement sur ce type d'établissements. Ce faisant, l'activité de contrôle spécifique que la Banque exerce depuis longtemps déjà sur ce type d'entreprises se voit dotée d'un meilleur encadrement légal.

44. Enfin, la Banque a pris acte des conclusions et recommandations des commissions parlementaires concernant Optima et les Panama Papers, et coopère pleinement à la mise en œuvre desdites recommandations. Il y a certainement lieu, pour la réalisation de certaines d'entre elles, plus particulièrement celles qui sont liées au contrôle bancaire, de veiller à tenir compte du nouveau cadre de contrôle que constitue le MSU. Sur le plan réglementaire, la Banque a déjà pris quelques initiatives concernant les pratiques de blanchiment de capitaux, le financement du terrorisme, les exigences *fit & proper* et les mécanismes dits particuliers, susceptibles de favoriser la fraude fiscale. Quelques recommandations ont d'ores et déjà été mises en œuvre ou donneront prochainement lieu à des mesures en la matière. D'autres recommandations, auxquelles sont associées d'autres autorités, par exemple dans le domaine des mécanismes particuliers pour la fraude fiscale, requièrent plus de temps. La Banque s'engage, en ce domaine également, à contribuer activement à la mise en œuvre de ces recommandations.

4. Une économie résiliente et des finances publiques saines sont les leviers par excellence d'un niveau de vie élevé et d'une plus grande inclusion sociale en Belgique

45. En 2017, la croissance économique en Belgique a été de 1,7 %, soit respectivement 0,2 et 0,3 point de pourcentage de plus que les deux années précédentes. En tant que petite économie ouverte, la Belgique a naturellement bénéficié de la reprise du commerce mondial et du redressement de la zone euro. Les exportations de biens et de services se sont accélérées de 0,8 point de pourcentage, même si l'évolution des parts de marché a été moins favorable qu'au cours des années précédentes, puisque la compétitivité-coût ne s'est plus améliorée depuis son redressement et que l'euro s'est apprécié. Les investissements des entreprises ont eux aussi été clairement orientés à la hausse. Afin de pouvoir continuer de répondre à la demande, les entreprises décident en effet de plus en plus d'investissements d'expansion. La consommation des ménages a pour sa part augmenté de 1,1 %, soit moins qu'en 2016. Après la baisse du taux d'épargne cette année-là, l'évolution de la consommation a de nouveau suivi de près celle du revenu disponible, qui s'est apprécié de 1,3 % en termes réels. Ce revenu a progressé d'une part parce que les salaires réels ont à nouveau augmenté, et d'autre part parce que l'emploi a affiché une forte hausse. Le volume d'heures ouvrées a en effet crû de 1,5 %, et 66 000 emplois ont été créés. L'emploi n'avait plus progressé autant depuis 2008.

La croissance reste encore modérée, mais la création d'emplois est particulièrement robuste

46. À cet égard, deux évolutions marquantes appellent des clarifications. Pour commencer, la Belgique progresse depuis 2015 à un rythme légèrement moindre que la moyenne de la zone euro et des trois grands pays voisins. Or, on observe dans le même temps que la création d'emplois en Belgique est particulièrement robuste. Comment interpréter ces évolutions divergentes ?
47. Tout d'abord, il s'agit d'évaluer les résultats en matière de croissance en Belgique sur une période plus étendue. Au cours des dix dernières années – c'est-à-dire depuis le début de la crise –, la Belgique a en effet enregistré des résultats nettement supérieurs à ceux de la zone euro dans son ensemble et, à l'exception de l'Allemagne, meilleurs aussi que ceux des pays voisins. Au cours des deux phases conjoncturelles défavorables, la Belgique s'est avérée plus résiliente, avec comme corollaire qu'au cours de la période de reprise, le mouvement de rattrapage a été pour elle plus limité – mais aussi moins nécessaire. Le rattrapage est en revanche très marqué en Espagne notamment, pays qui avait été durement touché par la crise. Plus près de nous, les Pays-Bas présentent un profil similaire. Ce pays a souffert en plus du repli du marché du logement et de la baisse des prix des actifs financiers, mais il bénéficie aujourd'hui davantage de la reprise dans ces domaines. En outre, l'assainissement budgétaire a été initialement plus vigoureux aux Pays-Bas, ce qui a d'abord pesé sur la croissance, mais a ensuite créé des marges. En Belgique, les politiques économiques ont, au cours des dernières années, au contraire exercé un certain effet baissier, en principe temporaire, sur la croissance. En raison de la maîtrise des dépenses publiques, la consommation publique a augmenté moins vivement que dans les pays voisins. De plus, la politique de modération salariale, bien qu'elle ait exercé une incidence positive sur l'emploi et les exportations, a pesé sur l'évolution du revenu disponible, et donc de la consommation des ménages. Maintenant que le revenu disponible se redresse, la consommation privée va de plus en plus se faire moteur de croissance, ce qui se traduira par une divergence moindre par rapport aux pays voisins.
48. Mis à part cet effet baissier à court terme sur la croissance, cette même politique a indubitablement atteint son principal objectif de création d'emplois dans une économie affligée d'un taux d'emploi atypiquement faible. L'augmentation de ce dernier n'a pas été à la hauteur des chiffres observés pour la zone euro. Néanmoins, l'intensité en emplois de la croissance a été particulièrement élevée en Belgique. Ces deux dernières années, elle a en effet été supérieure de plus de la moitié à ce qu'elle était avant la crise. Ainsi, il fallait encore, en 2007, une croissance de 3,4% pour créer à peu près autant d'emplois qu'en 2017. L'intensité en emplois a par ailleurs été plus élevée qu'ailleurs dans la zone euro et que dans chacun des trois pays voisins. Et, contrairement à ce qu'on observait auparavant, les emplois ont été créés principalement dans le secteur des entreprises, et non tellement dans les pouvoirs publics ou dans des branches d'activité fortement subventionnées.
49. Cette vive création d'emplois est le résultat notamment de deux pistes qui ont été suivies dans les politiques menées à cet égard. Tout d'abord, d'importants efforts ont été déployés pour réduire les coûts du travail : d'une part en instaurant la modération salariale, et d'autre part en réduisant les cotisations patronales de sécurité sociale. Cela profite à la demande de main-d'œuvre, non seulement en raison des gains de compétitivité qui en résultent, mais aussi parce que le facteur de production travail devient plus attractif par rapport au facteur de production capital. Une hausse de la demande de main-d'œuvre ne peut toutefois faire augmenter l'emploi que si l'offre est suffisante. C'est pourquoi le soutien de cette dernière a constitué le deuxième pilier de la politique menée, d'autant plus que cette offre subit de manière croissante l'effet du vieillissement. Dans ce contexte, l'âge légal de

la retraite a été relevé, et les possibilités de sortie anticipée du marché du travail ont été réduites. L'accent a par ailleurs été mis sur l'activation, la formation et la responsabilisation des demandeurs d'emploi. Enfin, les réductions d'impôts dans le cadre du tax shift servent à rendre le travail plus rémunérateur et, en particulier, contribuent à réduire les phénomènes traditionnellement qualifiés de pièges à l'emploi. Ensemble, ces éléments ont induit une augmentation de la population active d'environ 38 000 unités – soutenue notamment par une participation accrue des classes d'âge plus avancé – tandis que le nombre de demandeurs d'emploi s'est contracté de 28 000 unités. Le taux de chômage est ainsi retombé à 7,3 %.

50. En dépit de ces progrès, le chômage se situe encore à un niveau intolérablement élevé, et le taux d'emploi reste trop bas, surtout pour certains groupes, dits à risque, ainsi que dans les régions bruxelloise et wallonne. Le fait qu'en 2017, une pénurie croissante de main-d'œuvre se soit malgré cela déjà fait jour dans certains segments du marché du travail indique du reste la présence d'une dimension qualitative importante. Il n'y a pas uniquement un manque de mobilité géographique, les compétences des demandeurs d'emploi correspondent aussi vraisemblablement trop peu à celles que demande le marché du travail. En raison des mutations structurelles dans l'économie – en conséquence notamment de la numérisation –, les compétences souhaitées sont en outre en constante évolution, et on a observé, sur le marché du travail, l'apparition d'une polarisation qui s'opère au détriment des postes requérant des qualifications moyennes, mais qui réduit surtout les opportunités d'emploi des travailleurs ayant un faible niveau de formation. Il faut donc fournir encore des efforts dans de nombreux domaines pour parvenir à mobiliser le potentiel inexploité de la main-d'œuvre. C'est un premier facteur susceptible d'accroître significativement le potentiel de croissance de l'économie belge. Il convient en outre de s'attacher ardemment à stimuler la productivité du travail. Une fois le potentiel de main-d'œuvre pleinement exploité, les gains de productivité constituent en effet la seule source durable de création de richesse.

Maximiser le potentiel inexploité de main-d'œuvre

51. Afin de tirer le meilleur parti du potentiel de main-d'œuvre, il importe avant tout que les progrès en matière de compétitivité-coût soient consolidés et que la formation des salaires contribue de manière maximale à la création d'emplois. Les ajustements à la loi relative à la promotion de l'emploi et à la sauvegarde préventive de la compétitivité, révisée en 2017, visent à ce que les réductions de charges du tax shift bénéficient au maximum à l'emploi et à ce que soit renforcé le caractère préventif du processus en prévoyant une marge de sécurité d'au moins 0,5 point de pourcentage par cycle de négociation. Comme cela produit initialement un effet modérateur, cela limite en principe la nécessité d'intervenir par la suite, mais en même temps, la loi modifiée prévoit un terme de correction pour intégrer un automatisme accru dans le rattrapage d'un éventuel dérapage par rapport à l'année de référence 1996. Ces dernières années, il est en effet apparu que l'élimination d'un handicap plus important était un processus long et laborieux.
52. La prise en compte des contraintes liées à la compétitivité n'empêche pas forcément la hausse du pouvoir d'achat. Ainsi, les partenaires sociaux sont parvenus, dans les limites de ce cadre renouvelé, à un accord sur une marge maximale pour les augmentations de salaire réel de 1,1 % pour l'ensemble de la période 2017-2018. Le gros de la marge sera utilisé en 2018 et contribuera à soutenir la consommation privée. Pour en assurer la durabilité, il faut continuer de préserver la compétitivité. Il est préférable de tenir compte également, dans le cadre de la négociation, de l'évolution de la productivité, qui peut varier entre les secteurs, les régions et les entreprises individuelles. Outre que cela favorisera l'emploi, cela contribuera à la mobilité de la main-d'œuvre.

53. En plus de l'importance de l'évolution des salaires pour préserver la compétitivité, la formation des prix et l'évolution des autres revenus jouent également un rôle significatif à cet égard. Le fait que l'inflation ait été systématiquement plus élevée en Belgique que dans les pays voisins au cours des dernières années est dès lors préoccupant. Sous l'impulsion de l'évolution des prix de l'énergie, l'inflation a même encore progressé en 2017, passant de 1,8 à 2,2%. De plus, elle s'avère, en Belgique, plus sensible aux fluctuations du cours du pétrole brut que dans les pays voisins, principalement en raison d'accises moins élevées sur le mazout de chauffage. Pourtant, l'écart d'inflation par rapport aux pays voisins s'est replié, passant de près de 2 points de pourcentage au printemps de 2016 à 0,6 point de pourcentage à la fin de 2017. Cet écart s'était en effet creusé de manière temporaire en raison d'une série d'augmentations de la fiscalité indirecte et des tarifs publics. Il ressort en outre du rapport sur cette question établi à la demande du ministre de l'Économie par le Bureau fédéral du plan, le SPF Économie et la Banque que c'est surtout l'évolution des prix dans les branches de l'horeca et des télécommunications qui a été à l'origine de l'écart d'inflation défavorable pour les services. Entre-temps, afin de stimuler la concurrence sur le marché des télécommunications, il est devenu plus facile pour le consommateur de changer d'opérateur. Il reste important d'affermir la concurrence sur les différents marchés de produits. Cela entraînera une formation des prix plus concurrentielle et des gains de productivité plus importants. En outre, la compétitivité y trouvera son compte. Les prestations de services sont non seulement des intrants intermédiaires pour les secteurs en concurrence avec l'étranger, mais l'évolution de leur prix a également une incidence sur la formation des salaires.
54. Si nécessaire que soit la maîtrise des prix et des coûts, il est tout aussi important de veiller à l'employabilité du potentiel de main-d'œuvre. Non seulement cela consolidera la vigueur économique, mais en outre cela bénéficiera à l'inclusion sociale. Le travail est en effet l'outil d'émancipation par excellence. Chacun devrait donc être suffisamment armé pour trouver une place sur le marché du travail et rester apte tout au long de sa carrière dans un tissu économique qui évolue rapidement. L'*empowerment* des personnes et celui des talents constituent donc les mots-clés pour la politique du marché du travail.
55. Ce processus commence par la formation que les jeunes reçoivent dans l'enseignement. Des réformes qui renforcent et qui élargissent les bénéfices de la formation sont dès lors nécessaires. Prévenir le décrochage des jeunes doit rester un point d'attention important, même si de nets progrès ont déjà été réalisés dans ce domaine. La maîtrise des langues – y compris l'autre langue nationale – est essentielle, de même qu'une initiation précoce aux dernières évolutions en matière de TIC ou à l'apprentissage de méthodes de pensée destinées à concevoir des solutions créatives. Les orientations scientifiques et techniques méritent une attention particulière: elles offrent de nombreux débouchés. Pour les jeunes, la transition vers un emploi peut être facilitée par des formes d'apprentissage en alternance. Mais la formation ne s'arrête pas au moment où on quitte l'école. L'apprentissage tout au long de la vie est aujourd'hui tout aussi essentiel pour pouvoir rester en permanence au fait de l'évolution des techniques, des méthodes de travail et des formes d'organisation. Ce n'est pas uniquement une tâche dévolue aux entreprises et à leurs travailleurs, mais aussi aux demandeurs d'emploi et aux services d'intermédiation à l'emploi et de formation professionnelle. En appariant rapidement les offres d'emploi et les demandeurs d'emploi, on peut concrétiser la sécurité d'emploi dans une économie dynamique où les fonctions sans avenir disparaissent, tandis que des nouvelles se créent.
56. Il n'y a à ce jour que peu d'indices selon lesquels les changements que le marché du travail a subis auraient entraîné en Belgique une forte augmentation des inégalités de revenus, un risque accru de pauvreté pour les personnes en emploi ou une détérioration notable des caractéristiques qualitatives des postes occupés. Ainsi, neuf employés sur dix ont toujours un contrat de travail à durée indéterminée, bien que les contrats temporaires deviennent plus courants. De plus, il y a en Belgique nettement moins de travail à temps partiel involontaire qu'ailleurs en Europe. Toute une série d'autres indicateurs qualitatifs du marché du travail ne

diffèrent guère de ceux qu'affichent des pays comme la Suède, la Finlande ou le Danemark, qui obtiennent généralement des résultats élevés en ce domaine. Mais la Belgique a aussi en commun avec ces pays que le taux d'emploi des personnes peu qualifiées et des résidents issus de pays hors UE y est très faible. Ces groupes doivent continuer de bénéficier d'une attention particulière, et toute forme de discrimination doit être exclue. Une caractéristique de la Belgique est cependant que la différence de rémunération entre hommes et femmes y est nettement plus grande que dans les pays nordiques. Cela vient de ce que les femmes exercent proportionnellement plus souvent des professions moins bien rémunérées, et surtout de ce qu'en Belgique, elles travaillent plus fréquemment à temps partiel. Cela donne à penser que ce sont plus souvent elles qui prennent en charge les enfants, pendant que les hommes se concentrent davantage sur le développement de leur carrière. Cela complique pour elles l'évolution vers des postes plus élevés. C'est non seulement une question éthique, mais cela a aussi des implications économiques. Pouvoir recourir à un large éventail de compétences grâce à plus de diversité à tous les niveaux est en effet aujourd'hui un atout.

Vers une économie plus productive et plus dynamique

57. Certes les mutations que traverse l'économie appellent une adaptation des conditions de travail, mais, parallèlement, elles créent des opportunités. Ainsi, la numérisation redéfinit le concept de distance en lui ôtant son aspect purement géographique. Cela vaut pour la distance entre le consommateur et le fournisseur, mais aussi pour celle qui sépare le travailleur de son employeur. Non seulement le commerce électronique, mais aussi le télétravail, y sont associés. Tous deux génèrent de nouvelles marges dans une économie confrontée tant à la congestion de ses infrastructures de transport qu'à la nécessité de réduire les émissions de gaz à effet de serre, tout en cherchant à accroître les gains de productivité. Ceux-ci se sont en effet fortement détériorés au cours des dernières années. Ce n'est pas un phénomène typiquement belge, même si la croissance de la productivité a considérablement ralenti dans notre pays, ce qui est en partie le simple corollaire de la vive création d'emplois. Cette dernière exerce un effet baissier normal et passager sur la croissance de la productivité, mais elle assure que les gains de productivité futurs seront plus forts, dans la mesure où un plus grand nombre de travailleurs y prendront part. Pour la croissance de l'économie, il est crucial de créer un environnement qui stimule les gains de productivité. La progression des revenus s'en trouvera renforcée, et cela libérera des marges supplémentaires pour les finances publiques.
58. Les sources des gains de productivité sont multiples. L'innovation et le progrès technologique en sont des facteurs importants, mais leur large diffusion dans tous les échelons de l'économie, ainsi qu'un processus efficace de réallocation par lequel le travail et le capital peuvent être facilement déployés, le sont tout autant. De ce point de vue, la productivité et l'innovation sont des concepts multidimensionnels qui requièrent une approche transversale. S'agissant de l'innovation proprement dite, les performances de la Belgique sont bonnes, surtout en ce qui concerne les partenariats entre les entreprises, les universités et les pouvoirs publics. Mais la diffusion de l'innovation demeure néanmoins insatisfaisante. Un environnement de marché plus concurrentiel peut à cet égard fournir des incitants à la modernisation et à une plus grande efficacité organisationnelle. La simplification des procédures administratives, juridiques ou fiscales trop fastidieuses et l'élimination des obstacles inutiles facilitent par ailleurs la réallocation des ressources. Le bon fonctionnement de l'administration publique et un cadre réglementaire efficace et transparent y contribueront également. En Belgique, de nombreuses entreprises à croissance rapide voient le jour, et, depuis peu, le passage à un emploi indépendant se fait plus fréquent. Dans le même temps, le processus dynamique par lequel des activités plus productives prennent le relais de moins productives reste trop peu développé. En comparaison avec d'autres pays européens, la création de nouvelles entreprises est faible, leur croissance ultérieure est limitée, et peu de sociétés existantes disparaissent, ce qui peut être un signe d'inefficacité. Le nombre d'entreprises « zombies » – c'est-à-dire dont le résultat d'exploitation est, sur une période prolongée, insuffisant pour couvrir les coûts financiers – s'avère assez élevé en

Belgique. Il s'agit d'environ 10 % de la population d'entreprises, et elles affichent généralement une croissance lente de la productivité. Une économie dynamique a besoin d'entreprises qui, grâce à une grande adaptabilité, augmentent avec succès leurs chances de survie. De plus, des ressources pour de nouvelles initiatives peuvent entre autres être libérées par la disparition d'activités sans avenir. Non seulement cette substitution exerce un effet immédiat sur la productivité au niveau macroéconomique, mais elle favorise en outre l'employabilité et la rémunération des travailleurs en leur donnant l'opportunité de se développer dans un environnement plus productif.

59. La croissance potentielle et la productivité bénéficieront du reste d'une infrastructure efficace. Cette dernière a souffert en Belgique du faible niveau des investissements publics. La mobilité et l'approvisionnement énergétique sont deux domaines cruciaux qui affichent de très grands besoins à cet égard. Il faut une vision prospective pour concilier efficacité économique et durabilité écologique. En plus d'investissements dûment considérés dans l'infrastructure, il convient également de créer des incitants pour réduire la demande de mobilité et d'énergie avant de la canaliser vers les options les moins polluantes. Bien que les pouvoirs publics aient notablement un rôle de pilotage à jouer sur ce plan, le secteur privé peut également apporter une contribution importante. Pour pouvoir mobiliser des investissements privés pour des projets nécessitant une considérable injection de capitaux et portant sur un horizon très étendu, il est essentiel de disposer d'un cadre stable et prévisible.

Pour les finances publiques, le temps est venu de constituer des réserves pour l'avenir

60. Le déficit budgétaire s'est fortement réduit en 2017, passant de 2,5 % à 1 % du PIB. Cette amélioration résulte d'une nouvelle diminution des charges d'intérêts, de l'embellie conjoncturelle – surtout de la croissance dynamique de l'emploi –, de la poursuite de la maîtrise des dépenses primaires, de la forte augmentation des recettes tirées de l'impôt des sociétés, en particulier des paiements anticipés, et d'une réduction de la contribution au budget de l'UE. Si l'on ne tient pas compte de l'incidence de l'évolution conjoncturelle et des facteurs non récurrents, le déficit structurel est revenu de 2,1 % du PIB en 2016 à 1,2 %. Cette amélioration est proche de l'objectif fixé dans le programme de stabilité, à savoir une réduction d'un point entier de pourcentage. Pour la première fois depuis des années, la dette publique s'est significativement repliée, de près de 3 points de pourcentage, pour revenir à 102,8 % du PIB. Alors qu'aucun progrès n'avait été réalisé en 2016, 2017 s'est donc avérée être une année particulièrement bonne pour les finances publiques.
61. Il s'agit toutefois de ne pas se reposer sur ses lauriers. La bonne conjoncture économique doit être exploitée pour constituer des réserves pour l'avenir. La dette publique reste en effet particulièrement élevée, tandis que le vieillissement, en dépit de la réforme des pensions, entraînera des coûts budgétaires supplémentaires. En outre, il s'agit de plus en plus de trouver des solutions à d'autres défis, comme la question de la mobilité et la transition énergétique. Et dans la constellation économique en évolution rapide d'aujourd'hui, il est important que les pouvoirs publics puissent continuer de fournir un filet de sécurité sociale adéquat. C'est pour cette raison que la poursuite de l'évolution vers l'équilibre structurel – l'objectif à moyen terme pour le solde budgétaire en Belgique – reste souhaitable. La trajectoire d'ajustement vers cet objectif joue un rôle important dans le pacte de stabilité et de croissance et doit rester le principe directeur de la politique budgétaire en Belgique.
62. La nécessité de poursuivre la consolidation budgétaire est indéniable, mais sa concrétisation est complexe. Il existe en effet de nombreuses interactions entre les pouvoirs publics et l'économie dont il convient de tenir compte dans l'élaboration de la stratégie budgétaire. Pour commencer, une économie résiliente facilitera l'assainissement budgétaire. C'est une

raison importante de poursuivre les réformes structurelles qui soutiennent le potentiel de croissance de l'économie. Le fait que l'objectif à moyen terme de la Belgique ait pu, après la mise en œuvre en particulier de la réforme des pensions, être ramené d'un excédent de 0,75 % du PIB à un équilibre structurel en est un exemple frappant. Par ailleurs, la composition des recettes et des dépenses influence le fonctionnement de l'économie, et donc, in fine, le solde budgétaire lui-même. Du côté tant des recettes que des dépenses, il y a de la marge pour des ajustements qui rendent les finances publiques plus propices à la croissance.

63. Du côté des recettes, le tax shift était un pas important dans cette direction. Les lourdes charges pesant sur le travail compriment en effet la croissance et l'emploi. Leur réduction fournit dès aujourd'hui des emplois supplémentaires. Le tax shift actuel se poursuit encore jusqu'en 2020, et les réductions prévues doivent être mises en œuvre d'une manière qui ne compromette pas la poursuite de la réduction du déficit public. En 2017, l'impôt des sociétés a également été réformé : il est prévu que, lorsque le nouveau régime atteindra sa vitesse de croisière en 2020, le taux d'imposition de base sera abaissé à 25 % mais que la base imposable sera élargie. Cela rendra la fiscalité des entreprises plus conforme au format usité dans les autres pays européens ; la réforme donne en outre suite aux nouvelles règles européennes de lutte contre les pratiques d'évasion fiscale. L'abaissement du tarif, qui évite que se creuse l'écart par rapport à l'étranger, est important pour attirer des investissements directs étrangers. Ces derniers sont d'importants facilitateurs de la diffusion de l'innovation et de la technologie. Vu le besoin de poursuivre l'assainissement budgétaire, il est opportun que l'abaissement des tarifs reste neutre sur le plan fiscal, et c'est un signe de prudence de ne pas avoir tenu compte des éventuels effets de retour. Dans la mise en œuvre de la réforme, il se recommande de bien en suivre les risques et les effets. Il convient en outre de maintenir les efforts visant une perception correcte des recettes, et d'examiner dans quelle mesure de nouvelles réformes de la fiscalité peuvent soutenir la croissance, orienter davantage l'épargne, abondante en Belgique, vers le financement des investissements, et créer des incitants qui contribuent à réduire les émissions de gaz à effet de serre.
64. Du côté des dépenses également, il y a de la marge pour des ajustements propices à la croissance, en particulier en matière d'investissements de soutien à l'économie et au tissu social. En outre, une maîtrise judicieuse des dépenses publiques est nécessaire, et il faut tendre vers une action des pouvoirs publics plus efficace et de plus grande qualité. Les dépenses publiques primaires restent en effet élevées, non seulement par rapport à la situation d'avant la crise, mais aussi vis-à-vis de la plupart des économies avancées, sans qu'on trouve toujours en contrepartie de meilleures prestations. Parallèlement aux efforts de simplification administrative et de gestion efficace, les pouvoirs publics doivent saisir la progression de la numérisation comme une opportunité de réaliser des gains de productivité dans les nombreux domaines dans lesquels ils opèrent. Déterminer quels domaines font partie de l'action des pouvoirs publics est un choix intrinsèquement politique qui reflète les préférences sociétales en la matière. Par contre, tendre à cet égard à l'efficacité des coûts constitue un principe économique universellement accepté.
65. Assurer la soutenabilité des finances publiques relève de la responsabilité de toutes les entités des pouvoirs publics belges, et une coordination mutuelle est indispensable. C'est pourquoi le gouvernement fédéral et les gouvernements des communautés et régions doivent conclure un accord comportant des objectifs budgétaires contraignants, comme le prévoit l'accord de coopération du 13 décembre 2013. Ceci clarifie la responsabilité de chacun et permet un suivi indépendant de la trajectoire d'ajustement par le Conseil supérieur des finances. En outre, il se recommande que les différentes entités du pays coordonnent leurs initiatives en matière de politiques, afin que leur meilleure adaptation aux besoins locaux, objectif visé par la sixième réforme de l'État, soit concrétisée efficacement.

5. Conclusion

66. À présent que l'économie mondiale enregistre de bons résultats, il s'indique de procéder à un ajustement des politiques économiques. Les puissants incitants monétaires doivent être progressivement réduits, même si les différentes économies présentent encore des divergences entre elles quant à l'intensité de la reprise et aux pressions inflationnistes sous-jacentes. C'est ainsi que la Réserve fédérale a pu prendre de nouvelles mesures de normalisation, tandis que dans la zone euro, il s'est avéré qu'il fallait prolonger la politique monétaire accommodante. Pourtant, une politique de réformes propices à la croissance doit partout revenir à l'avant-plan. C'est ainsi que la reprise conjoncturelle pourra se muer en une croissance durable. Dans la zone euro, il y a urgence à achever l'union bancaire, tout en restant attentif aux défis spécifiques que l'actuelle architecture asymétrique induit au cours de la phase transitoire. Il faut approfondir encore l'union des marchés de capitaux, et les États membres doivent rendre à la fois leur tissu économique plus résilient et leurs finances publiques saines et propices à la croissance. Ces réformes favoriseront non seulement la vigueur économique, mais aussi la stabilité de l'union monétaire.
67. En 2017, les conditions financières sont demeurées particulièrement favorables de par le monde, et la volatilité est restée très contenue sur les marchés financiers. Si la croissance en a indubitablement profité, il ne faut pas perdre de vue les risques susceptibles de s'accumuler. Ce biotope est également celui dans lequel opèrent les établissements financiers belges. Les profondes restructurations qui ont suivi la crise ont rendu le système financier belge fondamentalement plus sain. Cela étant, de nouveaux défis se font jour. L'environnement actuel de taux d'intérêt bas en est un. Bien qu'il soit nécessaire d'un point de vue macroéconomique et qu'il induise des retombées positives sur la stabilité financière, il n'en demeure pas moins qu'il occasionne aussi des hausses des valorisations sur les marchés financiers et qu'il comprime la marge d'intermédiation des banques, ce qui peut inciter à une prise de risques accrue. Cette situation risque par ailleurs d'avoir des retombées plus sévères encore sur les opérateurs en assurance-vie, même si la plupart des entreprises concernées sont parvenues à réduire considérablement leur exposition au risque de taux. Ces risques font l'objet d'un suivi étroit, et c'est dans ce contexte que la Banque a proposé en 2017 une mesure macroprudentielle supplémentaire en matière de crédit hypothécaire. Les intermédiaires financiers sont en outre confrontés à d'importantes mutations structurelles, telles que la tendance à davantage de financement de marché, la surcapacité au sein du paysage bancaire européen et, *last but not least*, la numérisation et l'émergence des opérateurs dits FinTech. La combinaison de ces différents facteurs n'est pas dénuée de conséquences pour les modèles d'entreprise actuels, mais il en ressort par ailleurs des opportunités d'amélioration de la convivialité pour le client, d'élargissement de l'offre de services et d'efficacité dans la maîtrise des coûts. Les autorités de contrôle doivent veiller à ce que ces transitions ne compromettent pas la stabilité financière, et rester suffisamment attentives aux vulnérabilités nouvelles qui se présentent, par exemple en ce qui concerne l'augmentation des cyber-risques.
68. Parallèlement à la reprise dans la zone euro, l'activité économique s'est également redressée en Belgique. Bien que la croissance y soit restée un peu plus faible à 1,7 %, la création d'emplois a été particulièrement robuste, avec 66 000 postes supplémentaires. La création d'emploi a été facilitée par la modération salariale et par l'allègement des cotisations patronales de sécurité sociale. Elle a bénéficié également de ce que l'offre de main-d'œuvre a été de plus en plus soutenue par l'allongement des carrières, l'activation et l'accompagnement des demandeurs d'emploi et le soutien du pouvoir d'achat dans le cadre du tax shift. Les réformes mises en œuvre portent donc clairement leurs fruits. Si l'embellie conjoncturelle augure, sur fond de tensions croissantes sur le marché du travail, d'autres maux auxquels il faudra remédier, elle crée surtout le climat idéal pour s'y atteler. Hormis la consolidation de la compétitivité par une formation adéquate des salaires et des prix, il reste encore beaucoup à faire pour mettre à profit le potentiel inexploité de main-d'œuvre dont dispose la Belgique. L'enseignement, l'accompagnement sur le marché du travail et l'apprentissage tout au long de la vie doivent

permettre que le talent soit et reste valorisable dans un tissu économique en constante évolution. Cet *empowerment* des personnes et des talents gagnera encore en puissance si toutes les formes de discrimination sont proscrites – qu’il s’agisse de l’origine, de la religion, du genre ou de l’âge des travailleurs. C’est aussi de nature à favoriser la réallocation des ressources des activités moins productives vers celles qui le sont plus, et, en combinaison avec des efforts d’innovation, des investissements dûment considérés dans l’infrastructure et des marchés de produits plus compétitifs, à induire la nécessaire augmentation de la productivité en Belgique. C’est de cette manière que peut s’établir une assise durable pour un niveau de vie élevé, et que se dégagent pour les pouvoirs publics les marges nécessaires pour faire face à l’incidence budgétaire du vieillissement, pour relever d’autres défis, comme la question de la mobilité et la transition énergétique, et pour continuer de garantir un filet de sécurité sociale adéquat. Cela étant, ces mêmes pouvoirs publics doivent, après le net progrès accompli en 2017, s’atteler à poursuivre leurs efforts sur la voie de l’équilibre structurel et, sans que cela compromette cette trajectoire, continuer d’ajuster tant les recettes que les dépenses pour rendre l’action des pouvoirs publics à la fois plus efficace et plus propice à la croissance.

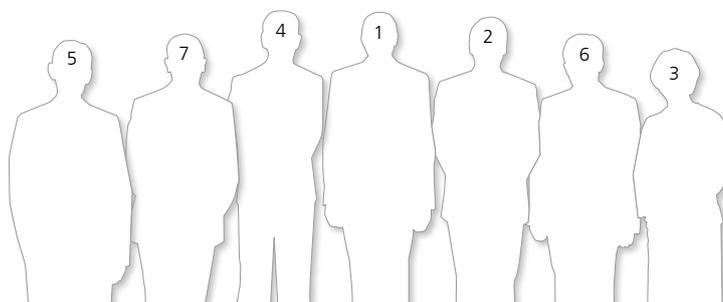
69. La vigueur de l’économie belge ne s’exprime pas seulement dans le niveau de vie élevé qu’elle a déjà généré, ou dans le fait qu’elle a assez bien résisté à la crise. Cette vigueur peut également être latente dans des aspects qui, à ce stade, sont encore source de fragilité mais qui offrent pour l’avenir des perspectives de marges de progrès non négligeables. La poursuite de la mobilisation du potentiel de main-d’œuvre, le renforcement des gains de productivité, un financement adéquat de l’économie et des pouvoirs publics plus efficaces sont autant de leviers qui, de par la poursuite de la politique de réforme, peuvent à la fois accroître la résilience de l’économie et renforcer l’inclusion sociale.

Bruxelles, 31 janvier 2018

Comité de direction



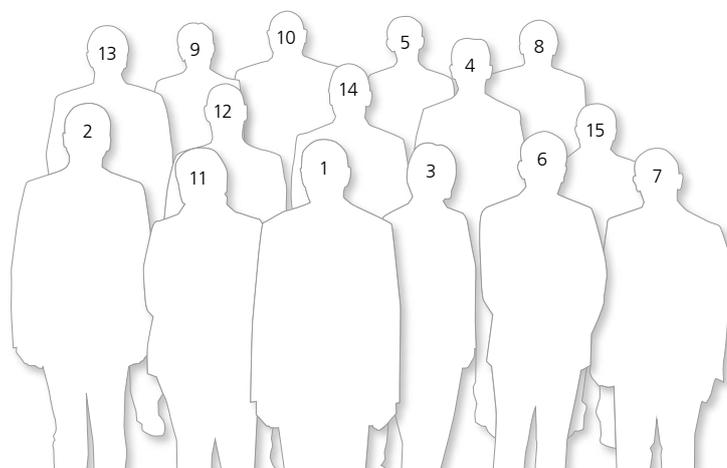
- 1 **Jan Smets**, GOUVERNEUR
- 2 **Pierre Wunsch**, VICE-GOUVERNEUR
- 3 **Marcia De Wachter**, DIRECTEUR
- 4 **Jean Hilgers**, DIRECTEUR – TRÉSORIER
- 5 **Vincent Magnée**, DIRECTEUR
- 6 **Tom Dechaene**, DIRECTEUR
- 7 **Tim Hermans**, DIRECTEUR – SECRÉTAIRE



Conseil de régence



- 1 **Jan Smets**, GOUVERNEUR
- 2 **Pierre Wunsch**, VICE-GOUVERNEUR
- 3 **Marcia De Wachter**, DIRECTEUR
- 4 **Jean Hilgers**, DIRECTEUR — TRÉSORIER
- 5 **Vincent Magnée**, DIRECTEUR
- 6 **Tom Dechaene**, DIRECTEUR
- 7 **Tim Hermans**, DIRECTEUR — SECRÉTAIRE
- 8 **Gérald Frère**, RÉGENT
- 9 **Didier Matray**, RÉGENT
- 10 **Rudy De Leeuw**, RÉGENT
- 11 **Michèle Detaille**, RÉGENT
- 12 **Marc Leemans**, RÉGENT
- 13 **Pieter Timmermans**, RÉGENT
- 14 **Pieter Verhelst**, RÉGENT
- 15 **Yves Prete**, RÉGENT



Développements économiques
et financiers



Économie mondiale et zone euro

1. Économie mondiale et zone euro

1.1 Croissance robuste et généralisée dans les principales zones économiques

Poursuivant le mouvement qui s'était amorcé à la mi-2016, l'activité a continué de se renforcer en 2017. À 3,7 %, la croissance mondiale du PIB a atteint son niveau le plus élevé depuis 2011. Son assise géographique s'est par ailleurs élargie, au sein tant des économies avancées

que des économies émergentes. Dans les premières, la vigueur de l'activité a été soutenue par des politiques monétaires toujours accommodantes, l'orientation des politiques budgétaires demeurant globalement neutre, et par un regain de confiance des ménages et des chefs d'entreprise. Elle a reposé très nettement sur le dynamisme de la demande intérieure – notamment sur le rebond des investissements – et de l'emploi. Dans les secondes, l'accélération de la croissance a été moins

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

	2015	2016	2017	p.m.	p.m.
				Contribution à la croissance du PIB mondial	Part du PIB mondial ⁽¹⁾
				2017	
Économies avancées	2,2	1,7	2,3	1,0	41,3
dont :					
États-Unis	2,9	1,5	2,3	0,4	15,3
Japon	1,1	0,9	1,8	0,1	4,3
Zone euro	2,1	1,8	2,2	0,3	11,6
Royaume-Uni	2,3	1,9	1,5	0,0	2,3
Économies émergentes	4,0	4,4	4,7	2,7	58,7
dont :					
Chine	6,9	6,7	6,8	1,2	18,3
Inde	8,0	7,1	6,7	0,5	7,5
Russie	-2,8	-0,2	1,8	0,1	3,2
Brésil	-3,8	-3,5	1,1	0,0	2,5
Monde	3,4	3,2	3,7	3,7	100,0
<i>p.m. Commerce mondial</i> ⁽²⁾	2,8	2,5	4,7		

Sources : CE, FMI.

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

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

marquée, mais les divergences entre les pays se sont atténuées de manière plus prononcée. L'embellie du climat économique général s'est accompagnée d'une reprise du commerce mondial et d'une nette hausse des prix des actifs financiers. En revanche, les matières premières ont affiché des évolutions de cours plus contrastées.

La conjoncture s'est légèrement améliorée dans les économies émergentes

S'établissant à 6,8 %, la croissance économique s'est maintenue à un rythme soutenu en **Chine**. Contrastant avec le rééquilibrage en faveur de la consommation privée et des activités de services observé précédemment, l'activité a bénéficié en 2017 d'une vive hausse des exportations, qui a compensé le ralentissement de la demande intérieure. Ce sont principalement les investissements des entreprises et ceux en logements qui ont décéléré, d'importantes capacités demeurant inutilisées. La politique budgétaire est restée légèrement expansionniste, sous l'effet, notamment, d'un haut niveau d'investissements publics. Même si l'orientation de sa politique monétaire a été globalement neutre, la Banque populaire de Chine a procédé à un assouplissement sélectif afin de faciliter l'accès au crédit pour les petites entreprises et pour le secteur agricole. En revanche, dans le contexte d'un niveau d'endettement élevé et de risques accrus pour la stabilité financière, les autorités chinoises ont pris de nouvelles dispositions pour freiner l'ascension rapide et persistante du crédit. L'endiguement des activités du secteur bancaire parallèle est en cours, tandis que l'accès au crédit hypothécaire a été resserré et que le financement interbancaire va être réglementé de manière plus stricte. En outre, certaines mesures ont contribué à un désendettement, certes encore limité, du secteur des entreprises. Les garanties implicites dont bénéficient les entreprises d'État n'ont cependant pas encore été modifiées.

En **Inde**, les conséquences des mesures prises pour enrayer l'économie parallèle, comme la démonétisation des billets de 500 et de 1 000 roupies mise en œuvre en novembre 2016 et les effets de l'harmonisation de la taxe sur les biens et services introduite en juillet 2017, ont temporairement pesé sur le dynamisme de l'activité. La croissance du PIB est revenue un peu en deçà de 7 % en 2017. Ces dispositions devraient cependant contribuer à conforter le potentiel économique à plus long terme. De plus, l'adoption d'un code national réglant les faillites des sociétés et le plan de recapitalisation des banques publiques (à hauteur d'environ 1,3 % du PIB) annoncé en octobre devraient permettre aux banques d'accorder de nouveaux prêts et d'ainsi soutenir les investissements et le dynamisme de l'économie.

L'activité des **pays exportateurs de matières premières** – et plus particulièrement d'énergies fossiles – a continué d'être pénalisée par le niveau toujours relativement bas des prix de ces produits sur les marchés internationaux, même si ceux-ci se sont redressés en 2017. Le **Brésil** et la **Russie** ont cependant sorti la tête de l'eau, après deux années de sévère récession. Au Brésil, la reprise a initialement été portée par l'agriculture, avant de se raffermir et de s'étendre aux autres secteurs de l'économie. La baisse de l'inflation a soutenu la demande de consommation des ménages, tandis que les investissements, toujours en repli, ont néanmoins bénéficié d'un assouplissement de la politique monétaire. En Russie, l'économie a graduellement gagné en vigueur à partir de la fin de 2016, à la suite de la remontée des cours du pétrole, de la stabilisation du rouble et du recul de l'inflation. La consommation et les investissements privés ont tous deux contribué à la reprise, sur fond d'un regain de confiance et d'une amélioration des conditions de financement. L'accroissement des revenus issus des énergies fossiles a concouru à comprimer sensiblement le déficit public.

Le renforcement conjoncturel s'est poursuivi dans les principales économies avancées

Aux **États-Unis**, l'activité économique s'est raffermie en 2017. Portée par un rebond des investissements, la croissance du PIB a progressivement augmenté, pour atteindre plus de 3 % en rythme annuel au troisième trimestre. Sous l'effet des créations d'emplois, le taux de chômage a retrouvé son niveau du début des années 2000, revenant à 4,1 % en décembre. Parallèlement, le taux de participation au marché du travail de la population en âge de travailler est demeuré largement inchangé, soit un peu en deçà de 63 %. La consommation privée est restée robuste, portée également par les effets de richesse liés à la bonne tenue des marchés d'actifs et par la hausse, fût-elle toujours modérée, des salaires. En dépit de ces évolutions favorables, l'inflation s'est maintenue à un niveau inférieur à sa cible de 2 % et les anticipations d'inflation sont restées relativement faibles. Néanmoins, compte tenu du renforcement de l'économie, la Réserve fédérale a relevé à trois reprises – en mars, juin et décembre – la fourchette de ses taux directeurs, la faisant passer à 1,25-1,50 %. Elle a par ailleurs initié en octobre 2017 un plan visant à réduire peu à peu ses réinvestissements dans les titres arrivant à échéance. La politique budgétaire est globalement demeurée neutre en 2017. Le déficit public s'est maintenu juste au-dessus de 4 %, tandis que la dette publique a légèrement grimpé pour s'établir à 108 % du PIB. La fin de l'année a été marquée par l'adoption d'une importante réforme fiscale qui comprend des réductions d'impôts tant sur les revenus des personnes physiques que sur les bénéfices des sociétés. Par la mise

en œuvre de ce programme, dans le courant de 2018 et de 2019, la normalisation monétaire graduelle devrait s'accompagner d'une stimulation budgétaire.

Au **Japon**, l'expansion économique s'est accélérée, dans le contexte de conditions de financement très accommodantes et de vastes mesures gouvernementales de soutien à l'économie. La hausse des exportations, à la suite du redressement du commerce international, a entraîné dans sa foulée celle des investissements, tandis que la consommation a bénéficié d'une nouvelle embellie sur le front de l'emploi. Abstraction faite des prix de l'énergie et des produits alimentaires, l'inflation est néanmoins restée proche de zéro, ce qui semble principalement traduire la grande prudence dont font preuve les entreprises nippones lorsqu'elles fixent les salaires et les prix, et ce après des années de faible inflation, voire de légère déflation. Nonobstant une pénurie grandissante de main-d'œuvre, avec un taux de chômage inférieur à 3 %, et une nette hausse des profits des entreprises, les salaires n'ont pratiquement pas varié en termes réels.

Dans ces conditions, la Banque du Japon n'a pas modifié sa politique monétaire accommodante, qui vise à faire remonter l'inflation vers sa cible de 2 %. Elle a continué d'appliquer un taux négatif de -0,1 % sur les dépôts en comptes courants des institutions financières. En outre, afin de maintenir le taux à dix ans proche de 0 %, elle a conservé son programme d'achats de bons du Trésor japonais de près de 80 000 milliards de yens (soit environ 590 milliards d'euros) sur une base annuelle. Enfin, elle a poursuivi ses acquisitions d'autres types d'actifs, tels des titres de fonds négociés en bourse (*exchange-traded funds*) et de fonds de placements immobiliers. L'orientation budgétaire est demeurée expansionniste en 2017, le déficit campant à plus de 4 % du PIB. Le niveau d'endettement public brut a quant à lui atteint environ 240 % du PIB.

À l'inverse de la tendance générale, la croissance s'est ralentie au Royaume-Uni

Au **Royaume-Uni**, après qu'elle avait fait montre d'une certaine résilience au lendemain du vote en faveur d'une sortie du pays de l'UE, le 23 juin 2016, l'économie a sensiblement décéléré en 2017, en raison, principalement, d'un essoufflement de la consommation privée. Cette dernière a notamment subi les conséquences d'une baisse de pouvoir d'achat, à la suite de la hausse marquée de l'inflation après la vive dépréciation de la livre sterling dans le courant de 2016. La chute de la livre a en revanche soutenu les exportations qui, contrairement aux importations, ont affiché une belle progression. Les incertitudes entourant la mise en œuvre de la sortie

de l'UE ont, par contre, modéré les investissements des entreprises. Malgré une dynamique économique moins favorable, la création d'emplois a continué d'être solide. Le taux de chômage est revenu sous la barre des 4,5 %, tandis que la participation au marché du travail est demeurée stable, aux alentours de 78,5 %.

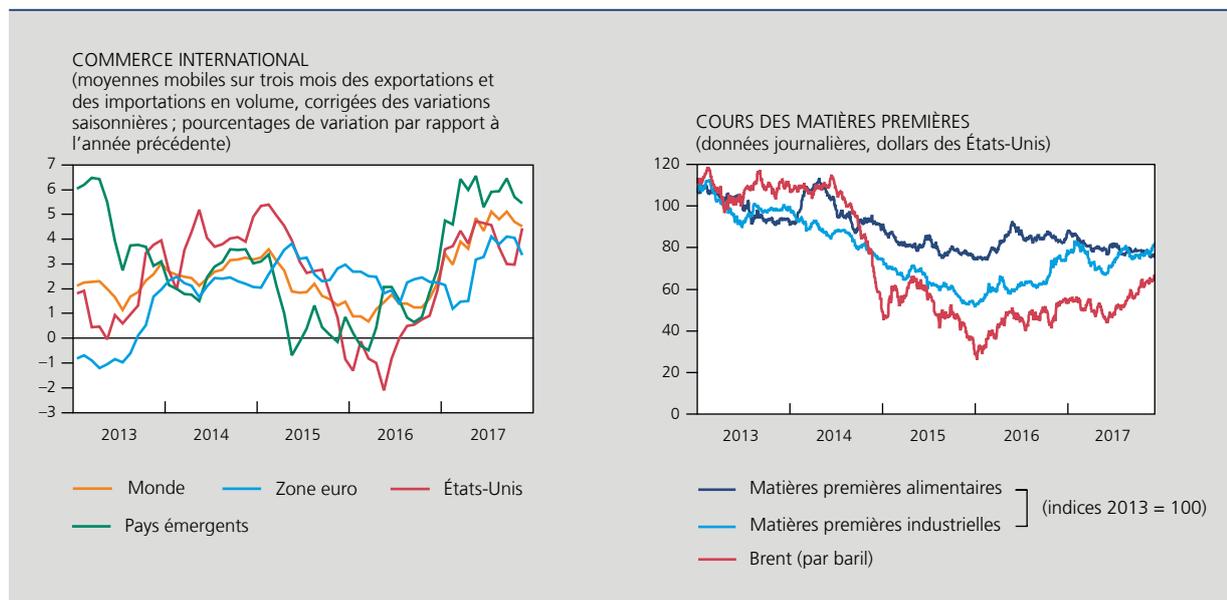
L'inflation ayant atteint un point haut de 3,1 % en novembre 2017, soit nettement au-delà de la cible de 2 % poursuivie par la Banque d'Angleterre, cette dernière a décidé en novembre de relever son taux directeur à 0,5 %. Le gouvernement a pour sa part peu desserré la politique budgétaire restrictive qu'il avait mise en œuvre pour comprimer un déficit qui avait flirté avec les 10 % du PIB au plus fort de la crise financière. En novembre 2017, il a annoncé un nouveau plan de stimulation de l'économie, sous la forme d'une hausse des investissements, d'une réduction des impôts, notamment pour faciliter l'accès des ménages à la propriété, et d'une modération des économies programmées dans les dépenses courantes.

Le 29 mars 2017, le gouvernement britannique a notifié au président du Conseil européen sa volonté de quitter l'Union. Depuis, les négociations avec la CE ont commencé; elles ont porté, dans un premier temps, sur les questions liées à la séparation, et plus particulièrement sur la facture pour solde de tout compte, sur les droits des citoyens britanniques dans l'UE, d'une part, et des citoyens européens au Royaume-Uni, d'autre part, ainsi que sur la frontière entre l'Irlande du Nord et la République d'Irlande. Ces discussions ont été compliquées par le fait que les conservateurs ont perdu leur majorité absolue lors des élections législatives qu'ils avaient convoquées en juin 2017. Lors du Conseil européen des 14 et 15 décembre, les chefs d'État ou de gouvernement des États membres de l'UE ont constaté que des progrès suffisants avaient été engrangés sur le plan des questions liées à la scission. Cela a ouvert la porte aux négociations sur la relation économique future entre l'UE et le Royaume-Uni et sur la phase de transition que le gouvernement britannique souhaite voir mise en place au moment où le Royaume-Uni quittera officiellement l'UE, le 29 mars 2019.

Le commerce international s'est redressé, et les prix des matières premières non alimentaires ont suivi dans le courant de l'année

Après qu'ils s'étaient nettement affaiblis en 2016, les flux commerciaux mondiaux ont vivement rebondi en 2017, leur croissance surpassant de nouveau significativement celle du PIB, contrairement à ce qui avait été observé les deux années précédentes. Le raffermissement des échanges a été manifeste tant dans les

GRAPHIQUE 1 LE COMMERCE MONDIAL S'EST FORTEMENT ACCÉLÉRÉ ET LES COURS DES MATIÈRES PREMIÈRES SE SONT REDRESSÉS EN 2017



Sources : CPB, Thomson Reuters.

économies avancées que dans les économies émergentes. Il s'est appuyé sur la hausse de la demande mondiale et, plus spécifiquement, sur celle des investissements en équipements, dont le contenu en importations tend à être supérieur à celui des autres catégories de demande. Outre le regain d'activité dans la zone euro, au sein de laquelle les échanges commerciaux sont particulièrement intenses, le renforcement de la croissance en Chine et aux États-Unis a joué un rôle prépondérant à cet égard. L'augmentation des importations chinoises a dynamisé le commerce intra-asiatique, tandis que, outre-Atlantique, la remontée des cours pétroliers a soutenu la reprise des investissements dans le secteur énergétique.

Après avoir quasiment doublé en 2016, les cours du pétrole se sont temporairement repliés au premier semestre de 2017. Cette évolution s'explique par l'augmentation de la production aux États-Unis et par son redressement plus rapide que prévu en Libye et au Nigéria. Au second semestre, les cours pétroliers sont toutefois repartis à la hausse, sous l'effet à la fois de la demande vigoureuse émanant de l'Europe et des États-Unis et de l'incertitude concernant la situation (géo)politique et sociale dans plusieurs pays producteurs du Moyen-Orient ainsi qu'au Venezuela. Enfin, l'anticipation d'une prolongation de l'accord conclu entre les membres de l'OPEP et plusieurs autres pays en vue de réduire la production de 1,8 million de barils par jour a encore fait grimper les prix à la fin de

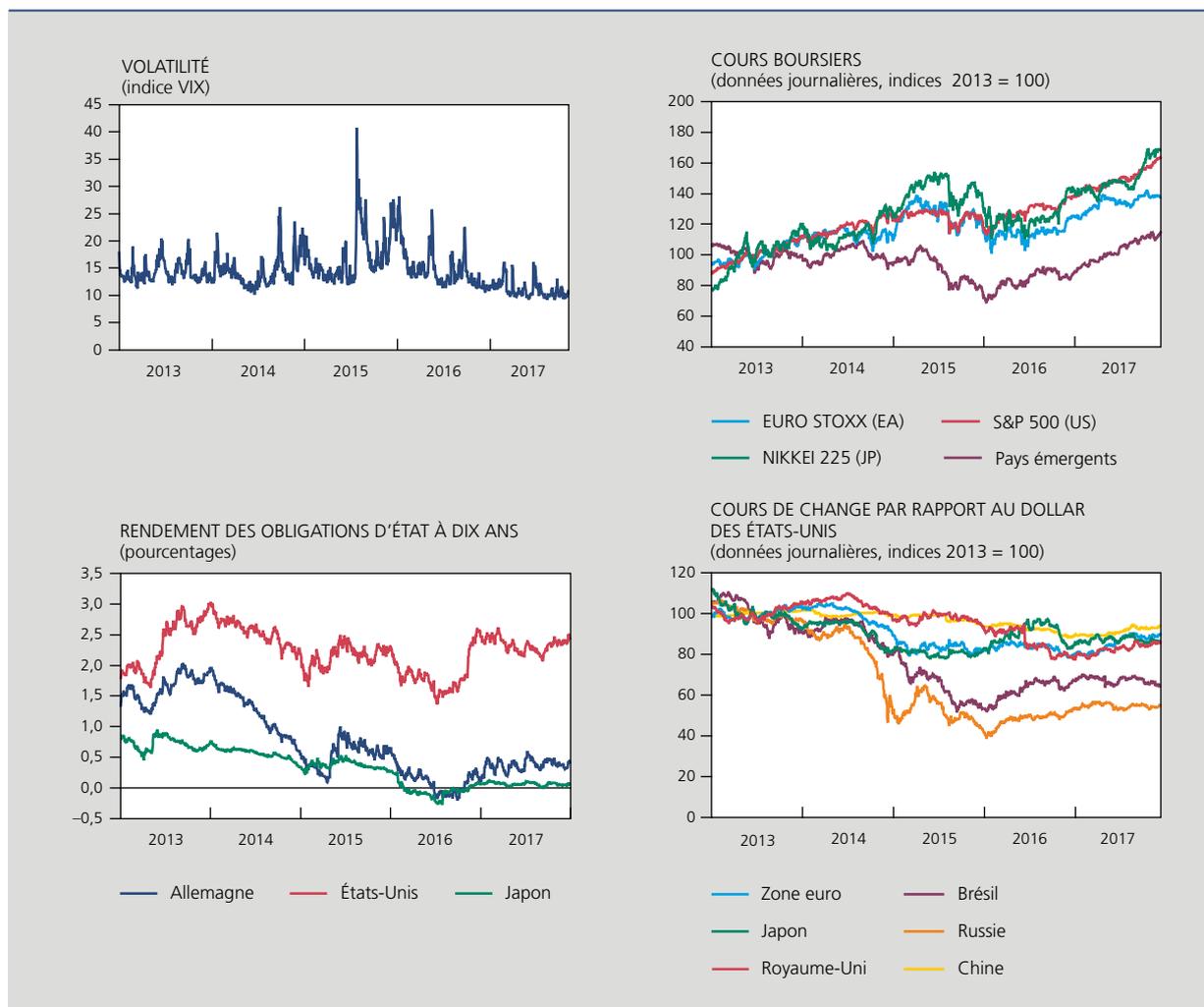
l'année. À la fin de novembre, il a finalement été décidé de reconduire l'accord jusqu'à la fin de 2018.

Les cours des matières premières industrielles ont suivi une évolution comparable ; après avoir amorcé un raffermissement en 2016, ils se sont à nouveau contractés à partir de février face à la perspective d'un ralentissement de la demande en provenance de Chine, à la suite des mesures prises par les autorités du pays pour éviter une bulle sur le marché immobilier. La plupart des pertes ont été comblées au second semestre, les prix des métaux étant alors soutenus par l'amélioration du climat économique et, en particulier, par le dynamisme accru de l'économie chinoise. Seuls les cours des matières premières alimentaires sont demeurés orientés à la baisse tout au long de l'année, les récoltes records successives de ces dernières années ayant permis la constitution de stocks importants.

Les conditions sur les marchés financiers sont demeurées favorables

Les conditions sur les marchés financiers sont restées particulièrement favorables en 2017, dans un contexte marqué par le rétablissement de l'économie mondiale, par l'anticipation d'une politique monétaire toujours accommodante dans les principales économies avancées et par la quête de rendement dans un environnement de taux d'intérêt encore particulièrement bas. Bien que les incertitudes politiques soient demeurées élevées du

GRAPHIQUE 2 CONDITIONS DE FINANCEMENT TRÈS FAVORABLES ET FAIBLE VOLATILITÉ SUR LES MARCHÉS FINANCIERS



Source : Thomson Reuters.

fait des négociations sur le brexit, du manque de clarté concernant la future politique budgétaire des États-Unis et des tensions géopolitiques persistantes, la volatilité s'est maintenue à un niveau très faible. L'indice VIX est revenu à son niveau d'avant la crise, exception faite de quelques pics au printemps et durant l'été, en raison notamment du regain de tensions entre les États-Unis et la Corée du Nord.

Les cours boursiers se sont fortement raffermis à travers le monde, à la faveur de l'amélioration des prévisions de bénéfices des entreprises sur fond d'embellie conjoncturelle. Aux États-Unis, ils ont même atteint de nouveaux sommets. Dans les pays émergents, les bourses chinoise et indienne, en particulier, ont affiché de bons résultats. Seules quelques corrections ponctuelles ont été enregistrées. Ainsi, les cours des actions se sont légèrement

repliés dans la zone euro de mai à août, potentiellement à la suite de l'appréciation de l'euro, qui peut avoir pesé sur les perspectives de bénéfices des entreprises orientées vers l'exportation. Les baisses de cours temporaires observées au Japon étaient principalement des réactions aux évolutions en Corée du Nord et à l'appréciation du yen.

Comme l'année précédente, les taux obligataires sont restés très faibles. La hausse des taux d'intérêt survenue dans le sillage des élections présidentielles américaines en novembre 2016, qui reflétait essentiellement un accroissement des projections d'inflation dû à l'anticipation d'une politique budgétaire plus expansionniste aux États-Unis, ne s'est pas poursuivie en 2017. Le rendement des obligations d'État américaines a même accusé un nouveau recul durant les neuf premiers mois de l'année, à mesure que les prévisions du marché quant à la future politique

budgétaire étaient graduellement revues à la baisse. L'éventualité d'un durcissement de la politique monétaire et l'annonce des projets de réforme fiscale ont inversé la tendance à l'automne. Dans la zone euro et au Japon, les taux d'intérêt sont demeurés proches de leur plancher historique. Les taux des obligations européennes ont suivi une tendance légèrement ascendante, sur fond de perspectives économiques favorables pour la zone euro et de renforcement des attentes concernant le retrait progressif de l'incitant monétaire par la BCE.

Dans le même temps, les écarts de taux (« spreads ») par rapport au Bund allemand se sont également resserrés dans la plupart des pays de la zone euro, surtout après l'atténuation de l'incertitude politique apparue à l'approche des élections présidentielles françaises. Cette contraction a été soutenue par l'amélioration des conditions économiques et par le relèvement de la notation de certains pays. C'est au Portugal et en Grèce que les spreads ont enregistré leur plus forte diminution, celle-ci atteignant plus de 200 points de base. Le regain de confiance dans l'économie grecque s'est pour sa part traduit par le retour des pouvoirs publics du pays sur les marchés des capitaux durant l'été, avec l'émission d'obligations d'une maturité de cinq ans pour un total de 3 milliards d'euros.

Si les conditions sur les marchés financiers sont donc restées globalement très positives, plusieurs institutions financières internationales mettent néanmoins en garde contre la possible émergence de risques pour la stabilité

financière. Certains signes donnent en effet à penser que les prix actuels sur les marchés financiers s'écartent de leurs valeurs fondamentales. Aux États-Unis, par exemple, les rapports cours-bénéfices sont supérieurs à leurs moyennes historiques. Des valorisations aussi élevées, combinées à la faiblesse persistante de la volatilité, induisent le risque de sévères corrections sur les marchés en cas de revirement soudain du sentiment des investisseurs.

Sur les marchés des changes, l'incertitude entachant les politiques monétaire et budgétaire américaines a pesé sur le dollar des États-Unis. Durant les neuf premiers mois de l'année, celui-ci s'est déprécié par rapport aux monnaies de la plupart des économies avancées et émergentes. Il s'est surtout affaibli face à l'euro, qui a lui-même été soutenu par une hausse des taux de croissance dans la zone euro et par la confiance retrouvée dans l'économie européenne après les élections présidentielles françaises. Dans un contexte de négociations sur le brexit, l'euro a également continué de se redresser par rapport à la livre sterling, avant de se replier quelque peu en septembre, l'anticipation d'un durcissement de la politique monétaire de la Banque d'Angleterre devenant plus vive. À partir de septembre, le dollar a regagné un peu de terrain, la perspective d'une réforme des impôts sur les sociétés se renforçant et les prévisions du marché concernant la trajectoire future de la politique monétaire américaine ayant été réévaluées. Le rouble russe et le réal brésilien, qui s'étaient nettement appréciés en 2016 à la suite de l'augmentation des cours des matières premières, ne se sont pas raffermis davantage face au dollar en 2017.

Encadré 1 – L'avènement des monnaies numériques du point de vue d'une banque centrale⁽¹⁾

Les monnaies dites numériques émises par le secteur privé, comme le bitcoin et l'éther, ont suscité un vif intérêt de la part de la presse durant l'année écoulée. Certaines d'entre elles ont vu leur valeur augmenter sensiblement. Ces monnaies recourent généralement à la technologie dite des registres distribués (*Distributed Ledger Technology* – DLT), qui, à l'instar des espèces (autrement dit les pièces et les billets), permet aux participants d'effectuer des transactions directement entre eux. Contrairement aux systèmes traditionnels de monnaie électronique, qui reposent sur des intermédiaires sûrs – tels que les banques centrales ou les émetteurs de cartes de crédit – pour s'acquitter des opérations et pour tenir un registre central à jour, le mécanisme de règlement est donc direct dans le cas de la monnaie électronique numérique. Dans la mesure où ces types de systèmes décentralisés sont anonymes et portent en eux la promesse d'être plus efficaces, moins onéreux et plus rapides, la monnaie numérique pourrait fortement concurrencer les instruments monétaires traditionnels et avoir des conséquences potentiellement importantes pour les banques centrales, le système financier et l'économie

(1) Pour de plus amples informations, cf. Stevens A. (2017), « Menaces et opportunités des monnaies numériques pour la politique monétaire », BNB, *Revue économique*, juin, 83-98.



au sens large. Au-delà des services financiers, la technologie des registres distribués peut avoir des applications dans une multitude de branches d'activité, comme le secteur des transports (pour répertorier les transactions logistiques), le notariat (pour enregistrer l'achat de logements), l'administration publique (pour les prélèvements d'impôts, l'octroi de subventions et le vote numérique) et les soins de santé (pour la tenue de dossiers numériques des patients). Le présent encadré se cantonnera toutefois à aborder les monnaies numériques et leur technologie sous-jacente du point de vue de la banque centrale.

La monnaie remplit traditionnellement trois fonctions : elle permet d'effectuer des transactions (moyen d'échange), de conserver des avoirs en sécurité (réserve de valeur) et d'exprimer la valeur des biens et des services (unité de compte).

La nouvelle technologie pourrait faire des monnaies numériques du secteur privé un moyen d'échange intéressant. Cependant, son application à grande échelle semble encore s'accompagner d'inconvénients. Ainsi, le nombre de transactions pouvant être traitées simultanément est aujourd'hui plutôt restreint et le système demeure très énergivore.

Plus qu'un moyen d'échange, les monnaies numériques privées, et à plus forte raison le bitcoin, sont donc à l'heure actuelle plutôt un actif spéculatif. La conservation pure et simple de ces monnaies ne présentant pas d'avantage – elles ne génèrent par exemple pas d'intérêts –, celles-ci sont achetées à seule fin d'être revendues plus tard à un prix supérieur. Cette absence de valeur fondamentale – il s'agit en effet uniquement d'un code informatique – distingue ces monnaies de certaines matières premières, mais aussi de la monnaie de banque centrale, qui tire sa valeur de son statut de moyen de paiement légal et de son pouvoir d'achat prévisible. Le cours de la monnaie numérique du secteur privé est donc par nature volatil, de sorte que celle-ci ne peut pas servir de réserve de valeur sûre permettant de transférer du pouvoir d'achat vers l'avenir. Cette volatilité et le risque de formation d'une bulle impliquent toutefois que les monnaies numériques du secteur privé sont susceptibles de perturber la stabilité financière et, partant, la transmission de la politique monétaire. De même, la pratique des entreprises consistant à acquérir des capitaux en émettant elles-mêmes une monnaie numérique (*Initial Coin Offering* – ICO) peut mettre à mal la stabilité financière ou confronter les consommateurs à des pertes inattendues. À ce stade, il n'y a en effet pas ou que peu de contrôle sur ces ICO, si bien que le risque d'investissements hasardeux et frauduleux est grand. À cela s'ajoute que, contrairement aux comptes bancaires électroniques, les placements en monnaies numériques privées ne bénéficient pas de la couverture jusqu'à concurrence de 100 000 euros offerte par le système de garantie des dépôts. La valeur totale de l'ensemble des monnaies numériques du secteur privé semble pour l'instant trop faible pour pouvoir menacer le système, ce qui n'empêche pas qu'elles puissent occasionner de légères perturbations.

À l'heure actuelle, la monnaie numérique du secteur privé ne joue pas le moindre rôle en tant qu'unité de compte dans l'économie – ainsi, dans les magasins qui proposent de régler les achats en euros ou en bitcoins, le prix en bitcoins est calqué sur le taux de change en vigueur –, et cette situation semble appelée à se maintenir à l'avenir. Une fois encore, l'absence de cours légal pour ces monnaies, qui génère une volatilité intrinsèque, constitue un obstacle de taille. Si la monnaie numérique du secteur privé en venait néanmoins à être largement acceptée et finissait par servir d'unité de compte, elle pourrait se substituer à la monnaie traditionnelle, y compris à la monnaie de banque centrale. Ce scénario comporte un risque important, en ce sens que cela empêcherait la banque centrale de remplir son rôle. Étant donné qu'elle ne pourrait plus orienter les conditions de financement dans l'économie, elle ne serait plus non plus à même d'absorber les chocs macroéconomiques et ne pourrait plus assumer sa fonction de prêteur en dernier ressort en cas de déficit de liquidité sur les marchés.

Les monnaies numériques du secteur privé ne remplissent donc pas les trois fonctions de la monnaie et ne peuvent donc pas être considérées comme un instrument monétaire. Cette caractéristique freine leur adoption à grande échelle, si bien qu'elles ne semblent constituer qu'une menace potentielle limitée pour la stabilité financière et monétaire. Les banques centrales et les autres autorités compétentes suivent néanmoins de près leurs évolutions et prendront le cas échéant les mesures qui s'imposent.



Il n'en demeure pas moins que les monnaies numériques suscitent l'intérêt des banques centrales. Certaines d'entre elles étudient l'opportunité d'émettre une forme numérique de billets de banque, appelée monnaie numérique de banque centrale (*Central Bank Digital Currency* – CBDC). Une monnaie numérique de ce type soulève une foule de questions, notamment concernant son accessibilité universelle, le fait qu'elle soit ou non porteuse d'intérêts, la possibilité d'en détenir des montants illimités et la question de savoir si ses avantages supplantent ses inconvénients.

Sous une configuration appropriée, cette monnaie numérique pourrait par exemple lever les obstacles auxquels se heurte la politique monétaire pour rendre le taux d'intérêt nominal fortement négatif lorsque les circonstances économiques l'exigent. En cela, une CBDC pourrait être favorable à la stabilité macroéconomique. De même, elle pourrait garantir l'accès des citoyens à des actifs sûrs, même en cas de diminution du recours aux espèces. Les conséquences qu'aurait l'instauration de CBDC pour le secteur bancaire et pour la stabilité financière sont pourtant incertaines. La conversion en billets numériques d'avoirs considérables détenus en dépôts auprès de banques commerciales par les ménages et par les entreprises pourrait avoir de lourdes répercussions sur le secteur financier. Même s'il pourrait réduire le risque de liquidité que les banques commerciales encourent lorsqu'elles financent des emprunts à long terme par des dépôts à court terme – ce qui rendrait le système financier plus sûr et limiterait le risque de perturbations dans la transmission de la politique monétaire –, ce scénario n'est pas dénué de risques. Afin de préserver l'octroi de crédits et l'activité économique de retombées négatives, les banques commerciales pourraient en effet avoir à attirer un financement alternatif à plus long terme. Qui plus est, le risque existe qu'une créance sur la banque centrale facilement accessible puisse amplifier l'intensité et la fréquence des paniques bancaires. Ainsi, les banques centrales réfléchissent sérieusement aux avantages et aux inconvénients que comportent les CBDC et à leurs différentes modalités avant de prendre une décision.

1.2 Même si l'activité économique s'est redressée dans la zone euro, l'inflation est restée en deçà de l'objectif fixé, de sorte que la politique monétaire accommodante a été maintenue

L'expansion de l'activité a gagné en vigueur dans la zone euro

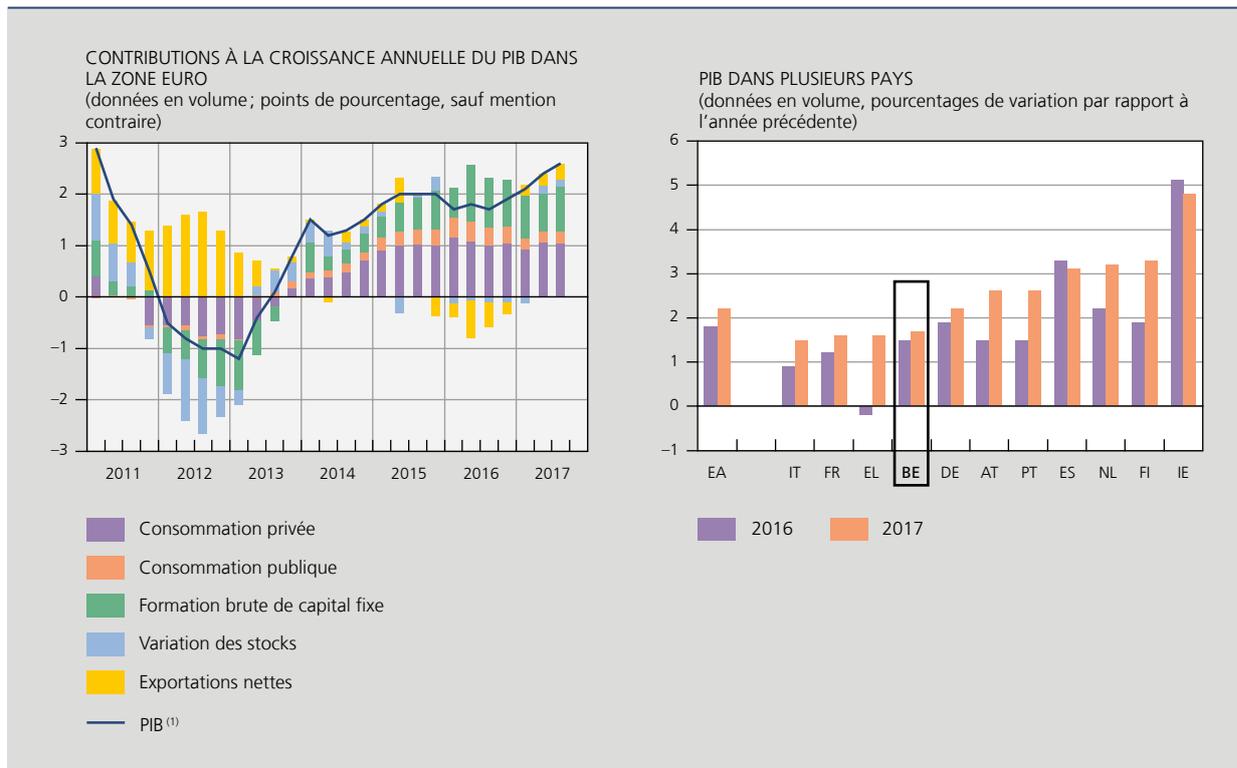
Tout comme cela a été le cas dans d'autres principales économies avancées, l'activité dans la zone euro a nettement gagné en dynamisme en 2017. La reprise qui s'était amorcée en 2013 et avait trouvé un nouvel élan à la mi-2016 a ainsi porté le rythme de croissance moyen du PIB à 2,2 %, après une progression de 1,8 % en 2016. L'expansion a continué d'être particulièrement riche en nouveaux emplois. Elle s'est aussi généralisée à l'ensemble des pays. Ainsi, même si des différences persistent entre les pays, les taux de croissance allant de 1,5 à 5,6 %, les écarts entre ceux-ci se sont réduits au sein de la zone, aucun pays n'accusant de recul du PIB.

Portée notamment par les politiques monétaire et budgétaire, une nette amélioration est survenue dans le courant de 2017. À l'instar des deux années précédentes,

la consommation privée est restée le principal moteur de la croissance. En effet, en dépit d'une évolution des salaires atone, les revenus du travail ont été soutenus par d'importantes nouvelles créations d'emplois; dans certains cas, celles-ci ont été renforcées par les réformes mises en œuvre les années précédentes. La consommation publique a également continué de s'inscrire en hausse en 2017. Toutefois, même s'ils ont été quelque peu volatils, ce sont les investissements qui ont eu tendance à prendre le plus d'ampleur en 2017, apportant à la croissance du PIB une contribution quasi égale à celle de la consommation privée.

À cet égard, les entreprises ont fait montre de davantage de dynamisme qu'en 2016. Tandis qu'un besoin accru de renouvellement et d'extension des moyens de production s'est traduit par une augmentation continue du taux d'utilisation de leurs capacités, portant celui-ci au-delà de sa moyenne de long terme, elles ont continué de bénéficier de conditions de financement externe favorables, d'une rentabilité en hausse et de perspectives de demande robustes, tant sur le marché domestique qu'à l'exportation. La confiance des chefs d'entreprise a ainsi atteint des niveaux inégalés depuis le début des années 2000. Elle n'a guère été affectée par les foyers d'incertitudes liés, par exemple, aux négociations laborieuses

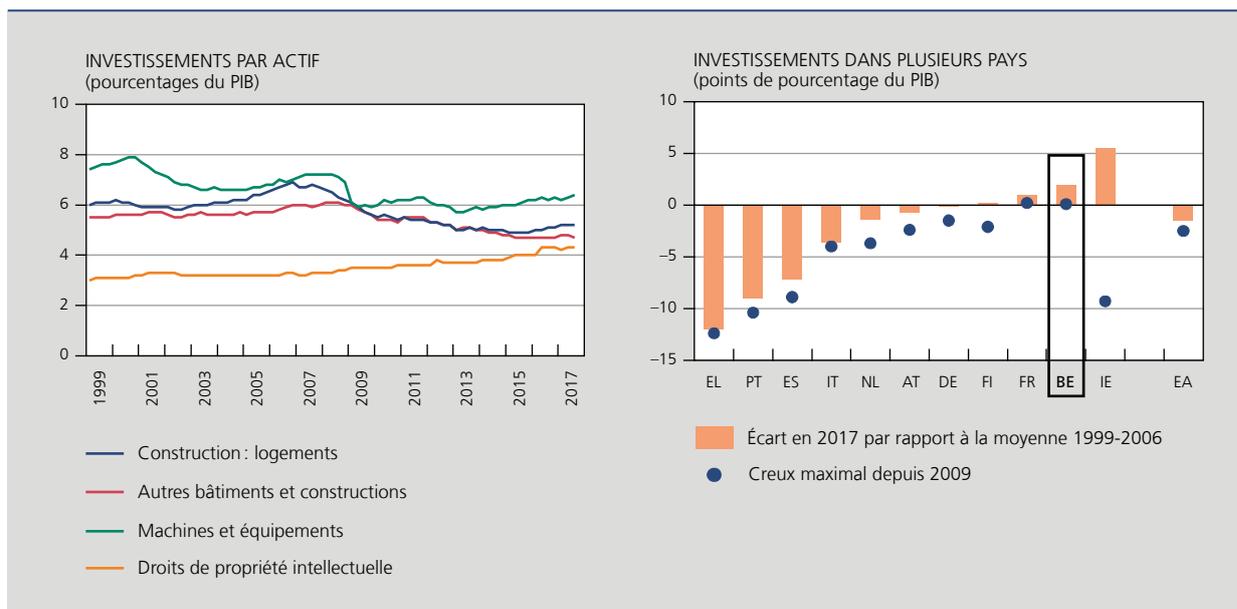
GRAPHIQUE 3 LA CROISSANCE S'EST ÉLARGIE AUX DIFFÉRENTS FACTEURS DE DEMANDE ET S'EST GÉNÉRALISÉE À L'ENSEMBLE DES PAYS



Sources: CE, Eurostat, BNB.

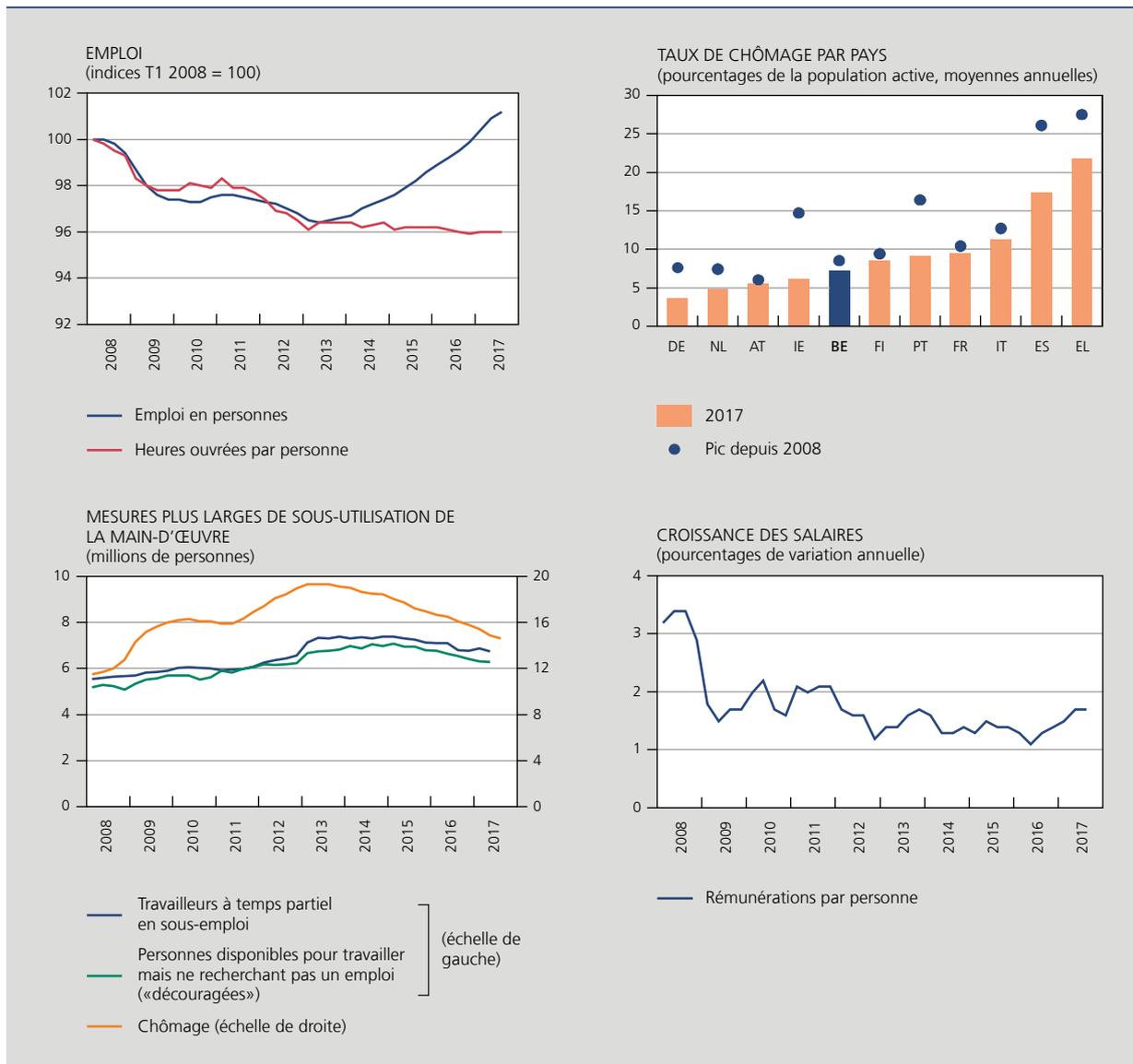
(1) Pourcentages de variation par rapport au trimestre correspondant de l'année précédente.

GRAPHIQUE 4 MALGRÉ LA REPRISE DES INVESTISSEMENTS, LES DÉFICITS NE SONT PAS ENCORE ENTièrement RÉSORBÉS



Sources: CE, Eurostat, BNB.

GRAPHIQUE 5 DES SOUS-UTILISATIONS PERSISTANTES SUR LE MARCHÉ DU TRAVAIL ONT CONTINUÉ DE FREINER LA CROISSANCE DES SALAIRES



Sources : BCE, CE, Eurostat.

portant sur la sortie du Royaume-Uni de l'UE ou à des divisions politiques dans certains pays, comme l'Espagne, pas plus que par ceux émanant du reste du monde.

Le redressement a aussi concerné les autres types d'investissements. Les investissements en logements, plus particulièrement, qui avaient touché un point bas en 2015, ont, plus tardivement que ceux des entreprises, fini par amorcer une reprise. Celle-ci a été la plus vigoureuse, notamment, dans les pays qui avaient subi les ajustements les plus sévères à la suite de l'éclatement de leur bulle immobilière, à savoir l'Irlande, les Pays-Bas et l'Espagne. Des poches de vulnérabilité pourraient apparaître dans les

deux premiers pays cités, l'accélération des prix s'y inscrivant dans un contexte de rigidités persistantes sur leur marché et d'endettement des ménages toujours élevé. En Allemagne aussi, les investissements en logements ont continué de progresser à un rythme soutenu en 2017, prolongeant l'expansion générale du marché de l'immobilier en cours depuis 2010. Elle est l'un des seuls pays à atteindre ses plus hauts niveaux depuis une décennie, grâce au récent dynamisme, mais aussi au vu de son évolution atone avant la crise.

En se poursuivant en 2017, le raffermissement du commerce mondial initié l'année précédente a dopé les exportations de

la zone euro, en dépit de l'appréciation de l'euro. La croissance de celles-ci a d'ailleurs dépassé celle des importations, les échanges extérieurs contribuant ainsi directement à la croissance du PIB en 2017, outre par leurs effets d'entraînement sur les investissements et sur l'emploi.

La reprise reste pourtant en partie inachevée

Malgré cette embellie conjoncturelle nette et franche, la reprise dans la zone euro continue de présenter un caractère inachevé. En effet, dans la plupart des pays de la zone euro, le rebond généralisé des investissements n'a pas encore été suffisant pour que ceux-ci retrouvent leurs niveaux moyens d'avant la crise. Dans certains de ces pays, les investissements, notamment en logements, avaient toutefois été exagérément gonflés à cette époque.

Sur le marché du travail, les sous-utilisations qui s'étaient accumulées ces dix dernières années n'ont pas encore été entièrement résorbées, même si la consolidation de la reprise économique s'est manifestée de plus en plus clairement au travers d'améliorations des conditions régnant sur ce marché. Les gains d'emplois se sont progressivement généralisés dans davantage de pays et de secteurs. Ainsi, au premier trimestre de 2017, l'emploi a fini par dépasser son niveau d'avant la crise. De plus, on a observé une baisse globale des taux de chômage, d'autant plus remarquable qu'elle s'est opérée dans un contexte d'augmentation des taux de participation, principalement des femmes et des travailleurs âgés. Dans certains pays de la zone euro, des signes de pénurie touchant des secteurs ou des qualifications spécifiques se sont même fait jour.

Toutefois, d'autres indicateurs conduisent à nuancer cette image. Ainsi, après avoir reculé jusqu'en 2013, tout comme le nombre de personnes en emploi, le nombre d'heures ouvrées par personne n'est, pour sa part, pas remonté depuis lors, en raison de la proportion croissante de travailleurs à temps partiel. De plus, le niveau du taux de chômage reste très élevé dans certains pays ou pour certains groupes, comme les jeunes, et le nombre de sans-emploi de longue durée reste très important. De surcroît, pour la zone euro dans son ensemble, d'autres mesures plus larges de sous-utilisation de la main-d'œuvre – comme le nombre de travailleurs à temps partiel involontaires ou celui des personnes découragées de rechercher un emploi – ont révélé une réduction beaucoup plus lente que celle notée pour les chômeurs.

Conjugués à d'autres aspects, tels la faiblesse des gains de productivité, le bas niveau de l'inflation, les effets de composition de l'emploi en termes d'allocation sectorielle, ou encore l'incidence des réformes du marché du travail introduites dans certains pays au lendemain de la crise,

ces facteurs ont contribué à peser sur les salaires. En effet, même si les rémunérations par personne ont amorcé une accélération à la mi-2016, leur croissance est globalement restée faible dans la zone euro en 2017. Là encore, des différences importantes sont apparues selon les pays et l'état des marchés du travail nationaux.

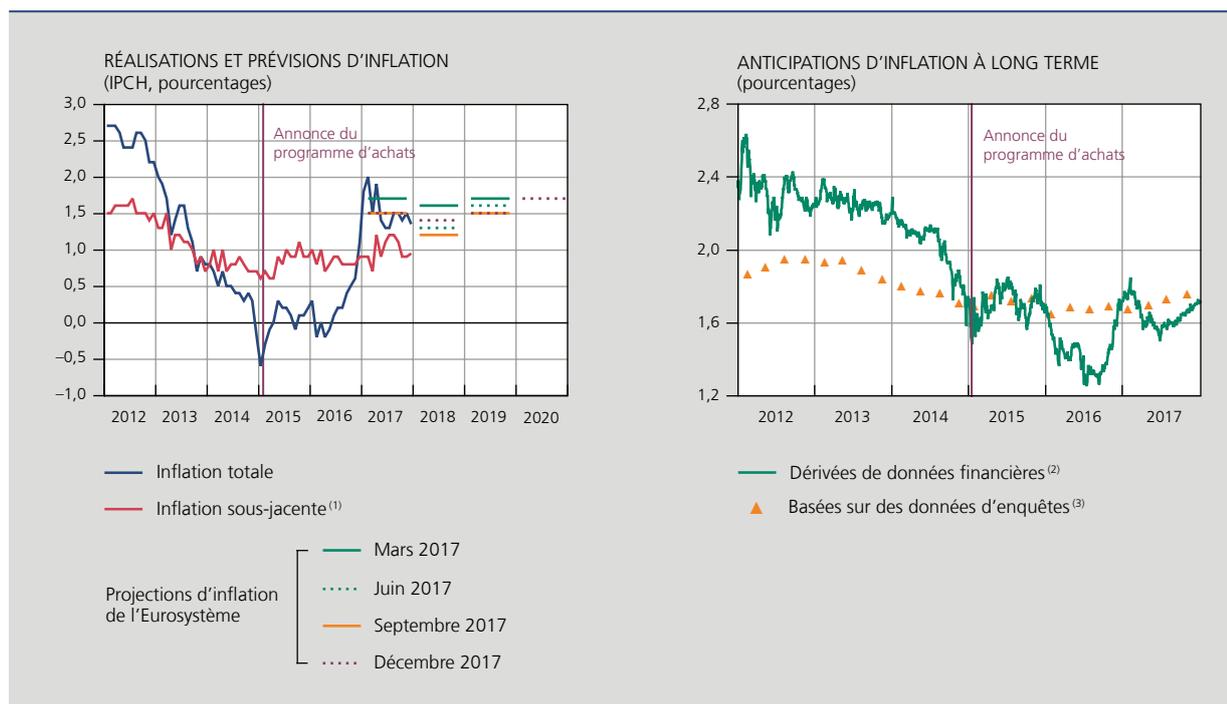
L'inflation est restée trop basse

La croissance salariale limitée dans la zone euro a maintenu l'inflation sous-jacente à un faible niveau, cette dernière ayant avoisiné 1 % en 2017. Certes, l'inflation totale s'est accrue, passant de 0,2 % en 2016 à 1,5 % en 2017, mais elle est demeurée au-dessous d'un niveau compatible avec la définition de la stabilité des prix de la BCE, à savoir un taux inférieur à, mais proche de, 2 %. De plus, la progression notable qu'elle a affichée au début de l'année était principalement tirée par les composantes volatiles que sont l'énergie et l'alimentation, de sorte qu'elle ne se révélerait pas durable. D'après les estimations de l'Eurosystème, l'inflation resterait également en deçà de l'objectif au cours des prochaines années. Les prévisions en la matière ont même été révisées à la baisse dans le courant de l'année. Nonobstant une projection pour 2018 légèrement plus élevée en décembre, celle pour 2019 ne dépasse pas 1,5 %. Les anticipations à long terme ne sont elles non plus pas encore ancrées aux alentours du niveau plus élevé observé avant la crise. Les attentes en matière d'inflation basées sur des données d'enquêtes se sont toutefois raffermies de manière constante, mais les répondants font toujours état de risques baissiers.

De nombreux facteurs peuvent expliquer la faiblesse persistante de l'inflation

Le processus inflationniste est complexe et subit l'influence de nombreux facteurs, dont l'incidence peut en outre se modifier au fil du temps. Ainsi, comme indiqué précédemment, la mesure dans laquelle la reprise de l'activité économique a débouché sur une pénurie de facteurs de production dans la zone euro demeure incertaine. Il est également possible que certaines réformes structurelles aient accru les potentiels de main-d'œuvre et de production, de sorte qu'un raffermissement de la demande agrégée est plus long à générer une pression haussière sur les prix.

La période prolongée de faible inflation observée dernièrement peut également affecter l'évolution des prix. La persistance d'une inflation basse pourrait ainsi exercer une pression baissière sur les salaires négociés entre les employeurs et les travailleurs et sur les prix fixés par les entreprises, ce qui ralentirait le retour vers l'objectif d'inflation. De plus, les anticipations d'inflation à long terme restent en deçà de l'objectif de l'Eurosystème. L'effet des chocs qui



Sources : BCE, Bloomberg.

(1) Inflation totale, hors énergie et produits alimentaires.

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

(3) 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.

influencent l'évolution actuelle des prix devrait en principe disparaître à moyen terme, et l'inflation devrait donc à nouveau être conforme à l'objectif. Le fait que les perspectives la concernant restent plus modestes qu'escompté peut donc être le signe que sa longue apathie a incité les agents économiques à revoir la tendance inflationniste à la baisse : on s'attend dès lors à ce que l'augmentation des prix ne renoue pas avec la moyenne qui prévalait avant la crise, mais à ce qu'elle se stabilise à un niveau inférieur.

Enfin, des chocs exogènes peuvent également avoir pesé sur l'inflation. Ainsi, la chute des cours pétroliers en 2014 et en 2015 a largement contribué au repli de l'augmentation des prix. Si de tels chocs n'exercent normalement qu'un effet temporaire sur l'évolution de l'inflation, leur incidence peut se prolonger en l'absence d'un ancrage solide des prévisions en la matière.

À l'instar d'une déflation, une trop longue période d'inflation trop basse n'est pas souhaitable

En réaction à la forte diminution de l'inflation et au risque de déflation y afférent, le Conseil des

gouverneurs de la BCE a adopté diverses mesures de relance ces dernières années. Il a ainsi décidé en janvier 2015 d'acquérir à grande échelle des actifs des secteurs public et privé (expanded asset purchase programme – APP). Le Conseil a annoncé d'emblée qu'il procéderait aux achats mensuels jusqu'à ce que la hausse des prix converge durablement vers l'objectif. Cette décision liait explicitement l'exécution du programme d'achats à l'objectif d'inflation. À partir de mars 2016, le Conseil a également fait savoir qu'il maintiendrait les taux directeurs à leurs niveaux actuels, voire à des niveaux plus faibles, bien au-delà de la période fixée pour les achats nets d'actifs. De cette manière, il donnait des indications claires quant à la future politique monétaire (orientations prospectives), qui portaient tant sur l'horizon des achats que sur celui des taux directeurs bas. Depuis mars 2016, le taux de la facilité de dépôt s'établit à -0,40 %, celui des opérations principales de refinancement à 0 % et celui de la facilité de prêt marginal à 0,25 %.

Les mesures se sont avérées efficaces pour soutenir l'économie réelle et écarter le risque de déflation. Par

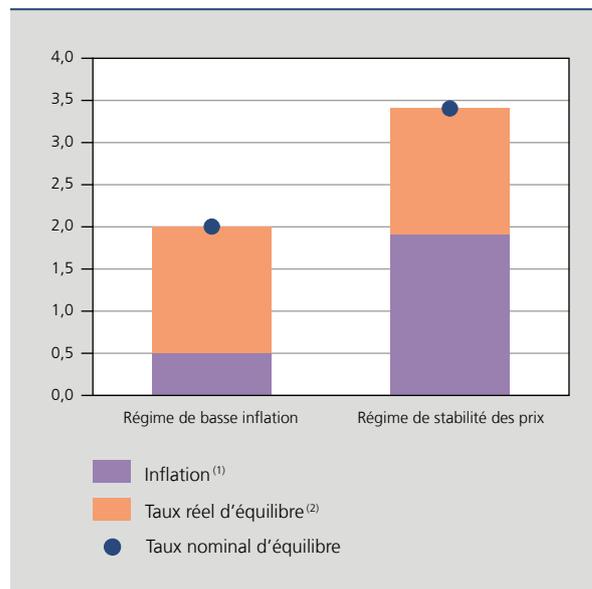
conséquent, il a été décidé en décembre 2016 de ramener les achats mensuels nets d'actifs de 80 à 60 milliards d'euros à partir d'avril 2017. En juin 2017, la formulation des orientations prospectives a été légèrement modifiée : le Conseil a confirmé que les taux directeurs seraient maintenus à leurs (faibles) niveaux actuels mais n'a plus évoqué la possibilité de les abaisser davantage.

Afin d'éviter une longue période d'inflation insuffisante, un important incitant monétaire est cependant resté de mise. Une inflation qui demeure trop longtemps inférieure à l'objectif poursuivi par la banque centrale est en effet néfaste, tout comme une déflation. Dans le contexte actuel, si la hausse des prix renouait avec les 2 %, les conséquences de la crise s'en trouveraient atténuées. Comme les dettes sont généralement contractées en termes nominaux, une inflation moins élevée que prévu complique le processus de désendettement de la zone euro, qui s'avère toujours nécessaire. La volonté d'éviter autant que faire se peut de réduire, en termes nominaux, les salaires et les prix étant profondément ancrée dans la société, une inflation faible ralentit également la résorption des déséquilibres macroéconomiques dans divers États membres

Une politique monétaire axée sur la stabilité des prix s'attaque en outre aux causes fondamentales de l'inflation basse. Si celle-ci n'est due qu'à un déficit de la demande dans l'économie, le maintien de l'incitant monétaire contribuera également à l'élimination de la sous-utilisation résiduelle des facteurs de production. Par ailleurs, si la période prolongée de faible hausse des prix a eu une incidence sur la manière dont les entreprises et les travailleurs déterminent les prix et les salaires, l'incitant monétaire doit – afin d'ancrer à nouveau solidement l'inflation (ou les anticipations la concernant) autour des 2 % – se poursuivre jusqu'au retour de la stabilité des prix, et donc éventuellement aussi après que l'écart de production a été comblé. Les coûts d'une économie en surchauffe seront en effet contrebalancés par des bénéfices de longue durée dans le futur. Le taux d'intérêt nominal correspond effectivement à la somme des prévisions d'inflation et du taux d'intérêt réel. Un bon ancrage des anticipations d'inflation élargit la marge dont dispose la banque centrale pour faire face à de futures récessions. Elle peut alors diminuer suffisamment les taux directeurs sans que ceux-ci ne retombent à leur niveau plancher⁽¹⁾, ce qui réduit la probabilité que l'Eurosystème doive une nouvelle fois avoir recours à des mesures non conventionnelles.

(1) La section 1.3 du Rapport de 2016 contient de plus amples informations sur le niveau plancher des taux directeurs.

GRAPHIQUE 7 LA STABILITÉ DES PRIX ÉLARGIT LA MARGE DONT DISPOSE LA POLITIQUE MONÉTAIRE POUR ABSORBER LES CHOCS



Sources : CE, BNB.

(1) Dans le régime de basse inflation, l'inflation est calculée comme la moyenne de celle-ci dans la zone euro depuis 2014. Dans l'autre régime, la stabilité des prix est interprétée à titre d'illustration comme un taux d'inflation de 1,9 %.

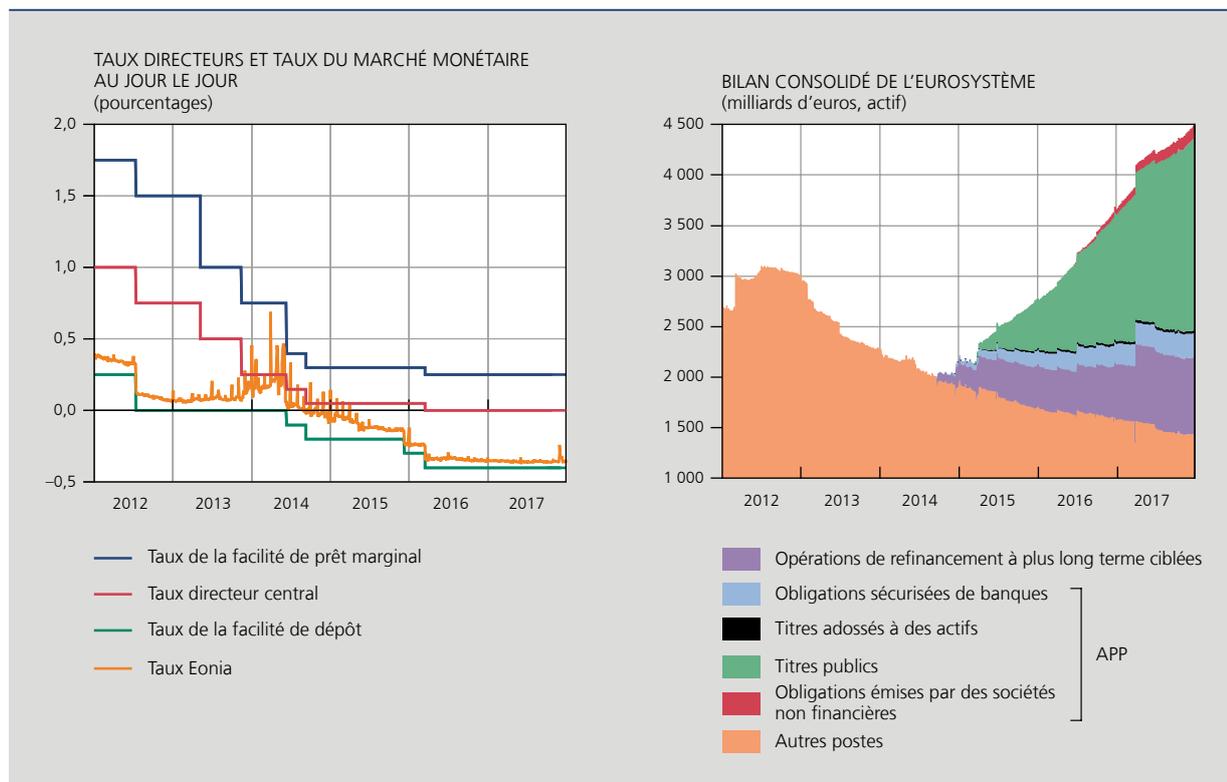
(2) Le taux réel d'équilibre est celui auquel l'épargne et l'investissement sont en équilibre, ou encore celui auquel l'écart de production a été comblé et auquel l'inflation est stable. Le taux réel d'équilibre est un concept théorique inobservable. Il est donc approximé dans les deux régimes sur la base des prévisions d'automne de la CE concernant la croissance potentielle dans la zone euro en 2018.

Il a donc été décidé de prolonger l'incitant monétaire

Au vu de l'inflation trop basse et des trop faibles anticipations d'inflation, le Conseil des gouverneurs a poursuivi son orientation souple de la politique monétaire en 2017. Les différentes mesures de relance monétaires – les taux directeurs bas, les achats d'actifs et les orientations prospectives – sont donc restées d'application. En outre, le Conseil des gouverneurs a décidé en octobre de conserver l'orientation souple également après décembre 2017. Cette décision est cohérente avec son engagement de continuer les achats d'actifs jusqu'à ce qu'une adaptation durable soit perceptible dans l'évolution de l'inflation.

Concrètement, le Conseil des gouverneurs a décidé de prolonger les achats d'actifs de neuf mois, c'est-à-dire jusqu'en septembre 2018 inclus. En tout état de cause, le Conseil a répété que les achats nets se poursuivraient jusqu'à ce que l'inflation converge durablement vers son objectif. Étant donné qu'il est de plus en plus convaincu que la convergence vers l'objectif d'inflation

GRAPHIQUE 8 LES ACHATS D'ACTIFS, LES TAUX BAS, LES ORIENTATIONS PROSPECTIVES ET LES RÉINVESTISSEMENTS ONT POUR OBJECTIF D'AMENER L'INFLATION À UN NIVEAU PROCHE DE 2 %



Sources : BCE, Thomson Reuters.

va se manifester graduellement, le montant des achats mensuels nets a été ramené de 60 à 30 milliards d'euros à partir de janvier 2018 (achats plus limités pour plus longtemps). Les titres de créance qui arrivent à échéance seront réinvestis encore bien après les derniers achats nets d'actifs, et en tout cas aussi longtemps que nécessaire, si bien que le montant total des actifs détenus au bilan de l'Eurosystème se maintiendra à niveau. Les taux directeurs sont restés inchangés et le Conseil a confirmé qu'ils demeureraient à leur niveau actuel pendant encore longtemps, et en tout cas jusque bien après la période des achats nets d'actifs.

En achetant un montant plus réduit sur une période plus longue – plutôt qu'un montant plus important sur une période plus courte –, l'Eurosystème reste plus longtemps présent sur le marché, ce qui permet une transmission de plus longue durée des mesures de relance. Dans l'environnement financier et économique plus favorable, les investisseurs peuvent dès à présent mieux prendre en compte de futurs achats de la banque centrale dans la valorisation des actifs financiers. De plus, les orientations prospectives concernant les taux directeurs impliquent qu'un allongement du programme

d'achats postpose la date attendue de la première hausse des taux. Le Conseil est en outre disposé, si les perspectives deviennent moins favorables ou si les conditions financières ne permettent plus de nouvelles avancées vers un ajustement durable de l'évolution de l'inflation, à accroître le volume et/ou à allonger la durée de l'APP.

Mise en œuvre concrète des mesures de politique monétaire

Les achats dans le cadre de l'APP s'effectuent selon certaines directives. Ainsi, l'Eurosystème a décidé de ne pas détenir plus de 33 % de chaque émission et de la dette totale d'un pays. Les achats d'obligations publiques sont également ventilés entre les pays de la zone euro selon la clé de répartition du capital de la BCE. Étant donné que cette dernière reflète l'importance d'un pays sur les plans économique et démographique et qu'elle n'est pas liée à l'encours des dettes de ce pays, l'Eurosystème peut devenir un acteur essentiel sur les marchés de dettes – mesurées par le montant des encours ou des nouvelles émissions – relativement étroits, comme c'est le cas en Allemagne. Les obligations publiques

allemandes sont en outre déjà très demandées : en raison de leur solvabilité élevée et de la profondeur du marché, elles constituent un instrument de placement sûr et sont très prisées à titre de garantie. De ce fait, on a assisté à l'émergence de tensions sensibles entre la demande et l'offre de ces instruments.

Dès lors, pendant quelques mois en 2017, les achats mensuels de titres publics allemands ont été légèrement inférieurs au pourcentage prévu par la clé de répartition du capital. Des écarts limités et/ou temporaires sont toutefois autorisés, puisque cette clé constitue une ligne de conduite et non un objectif strict. De tels écarts sont également inévitables, les achats dépendant de la disponibilité des actifs. La part des titres allemands dans l'ensemble de la dette publique achetée par l'Eurosystème est d'ailleurs toujours un peu plus élevée que d'après la clé de répartition. De ce fait, des achats mensuels moins volumineux pourront aussi être absorbés à l'avenir. Une série de plus petits pays de la zone euro éprouvent néanmoins plus de difficultés pour atteindre leur objectif en matière d'achats d'obligations publiques. Cela s'explique par l'ampleur très réduite des marchés concernés ou par le fait que les limites d'achats mentionnées ont été atteintes. Pour arriver aux volumes visés de titres publics, on achète alors par exemple – à titre de substitut – des obligations d'institutions européennes.

De plus, le déséquilibre croissant entre la demande et l'offre a sensiblement comprimé les taux des obligations publiques présentant la plus grande qualité de crédit. Ainsi, en 2016, les taux à court et à moyen termes des obligations allemandes ont généralement été inférieurs au taux de la facilité de dépôt, qui constitue un plancher pour le taux du marché monétaire au jour le jour. En 2017, les taux à court terme allemands ont subi de nouvelles pressions baissières. Ce repli était aussi une conséquence de la décision prise par le Conseil en décembre 2016 d'acheter, au besoin, des titres publics dont le taux est inférieur à celui de la facilité de dépôt. Cette décision a toutefois permis à l'Eurosystème d'atteindre plus aisément les objectifs en matière d'achats de titres allemands et d'autres titres prisés.

Afin d'éviter que la pénurie de titres de bonne qualité n'entrave le bon fonctionnement du marché, la plupart des banques centrales de l'Eurosystème ont élaboré des dispositifs de prêts de titres. Dans ce cadre, les obligations achetées au titre de l'APP sont de nouveau prêtées aux intervenants de marché. En effet, ce sont surtout les obligations publiques qui sont très demandées, notamment parce qu'elles servent de garantie pour les opérations de prise en pension (repo). Les prêts de titres ont ainsi contribué à limiter de grosses perturbations sur

les marchés de titres de bonne qualité. L'Eurosystème continue néanmoins de suivre de près les évolutions sur les marchés de titres concernés afin de garantir à la fois une transmission correcte de la politique monétaire et la stabilité financière.

La décision concernant les « achats plus limités pour plus longtemps » prise en octobre 2017 influencera positivement la mise en œuvre de l'APP, étant donné qu'une pénurie de titres surviendra moins rapidement et que la pression à la baisse exercée sur les taux sera mieux dosée. Le Conseil des gouverneurs a en outre l'intention de continuer d'acheter des montants considérables d'actifs privés. Le Conseil des gouverneurs a donc de nouveau fait montre de la flexibilité nécessaire, ce qui doit également faciliter l'implémentation de l'APP.

Grâce à la flexibilité de l'APP, les objectifs en matière de volumes d'achats ont de nouveau été atteints et les perturbations sur le marché ont été aussi restreintes que possible. À la fin de 2017, les titres achetés dans le cadre de l'APP s'élevaient à près de 2 300 milliards d'euros, soit environ 50 % du total du bilan de l'Eurosystème. Les obligations publiques en constituaient la majeure partie, à savoir 1 889 milliards. L'Eurosystème détenait également pour 241 milliards d'euros d'obligations sécurisées de banques, pour 132 milliards d'obligations émises par des sociétés non financières et pour 25 milliards de titres adossés à des actifs.

En mars 2017, l'Eurosystème a aussi fourni aux banques un financement bon marché et stable par le biais d'une quatrième, et dernière, opération de refinancement à plus long terme ciblée (targeted longer-term refinancing operation – TLTRO II⁽¹⁾). Celle-ci a permis d'injecter 217 milliards d'euros – après déduction du remboursement des anciennes TLTRO – dans le système bancaire pour soutenir l'octroi de crédits au secteur privé. À la fin de 2017, l'encours total du volume des TLTRO s'établissait à 754 milliards d'euros, soit environ 17 % du total du bilan de l'Eurosystème.

Sous l'influence de l'APP et des TLTRO, le bilan consolidé de l'Eurosystème a continué de gonfler sensiblement. Parallèlement à la croissance du bilan de la banque centrale, les liquidités que les établissements de crédit de la zone euro détiennent auprès de l'Eurosystème ont également augmenté. Dans ce contexte de liquidités excédentaires, le taux du marché monétaire au jour le jour, c'est-à-dire l'Eonia, s'est stabilisé autour d'un niveau qui était supérieur de quelques points de base

(1) Pour plus d'informations, cf. le Rapport de 2016.

au taux de la facilité de dépôt. Durant l'ensemble de l'année 2017, 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 liquidités supplémentaires qui ont été injectées dans le système bancaire via l'APP ont également poussé à la hausse les créances et les engagements que les banques centrales nationales de la zone euro détiennent vis-à-vis de la BCE, ce qu'on appelle les soldes TARGET. La mise en œuvre décentralisée de la politique monétaire dans la zone euro a pour conséquence que les paiements interbancaires transfrontaliers en euros créent des positions ouvertes entre les banques centrales nationales : un flux net entrant de paiements dans un État membre accroît la créance TARGET (ou réduit la dette TARGET) de la banque centrale nationale concernée, et inversement pour un flux net sortant. Étant donné que, dans le cadre de l'APP, environ 80 % des titres sont achetés auprès de non-résidents, cela engendre des flux de paiements transfrontaliers considérables et, par conséquent, une hausse des soldes TARGET. Si, par exemple, la Banco de España achète des titres d'une banque commerciale établie en Allemagne ou via celle-ci, un flux de paiements s'opère alors de l'Espagne vers l'Allemagne, par lequel tant la dette TARGET de la Banco de España que la créance TARGET de la Bundesbank augmentent. De plus, une part importante des contreparties sont

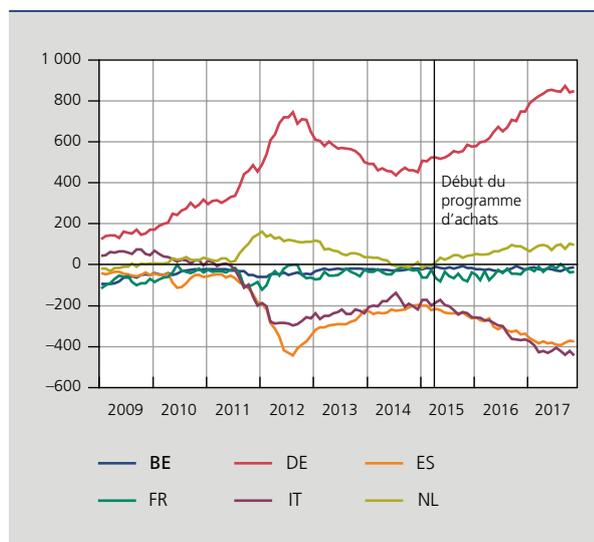
établies en dehors de la zone euro. La liquidation des opérations au titre de l'APP avec ces dernières s'effectue généralement dans de grands centres financiers comme l'Allemagne et, dans une moindre mesure, les Pays-Bas. Le flux de liquidités entrantes qui y est associé s'exprime par une progression des créances TARGET des banques centrales de ces deux pays. Depuis le démarrage de l'APP, le solde TARGET de la Banque nationale de Belgique est toutefois resté limité et il présente une évolution assez stable.

Les conditions financières favorables se sont maintenues

Les mesures de politique monétaire ont contribué à faire en sorte que les taux nominaux de différentes classes d'actifs restent bas. Les orientations prospectives ont ainsi ancré les taux sans risque à court terme à un niveau faible, proche du taux de la facilité de dépôt. L'APP a poussé à la baisse les taux sans risque à plus long terme, et notamment la prime de terme qu'ils incluent. Cette dernière reflète la compensation que les investisseurs demandent pour le risque de durée, c'est-à-dire le fait que les actifs financiers à plus long terme sont exposés à des prix volatils en raison de variations imprévues des taux à l'avenir. En achetant des actifs à long terme et en les remplaçant par des titres à court terme sûrs (c'est-à-dire les réserves de banque centrale), l'Eurosystème réduit en effet le risque de durée total dans le portefeuille du secteur privé. Dans ce contexte, c'est le montant total acheté (donc tant les achats déjà effectués que les achats futurs) qui est important, et non les achats mensuels, ce qui peut justifier un rythme d'achats plus lent à partir de janvier 2018. Dans le courant de 2017, la courbe des taux s'est cependant un peu raidie, sous l'effet, probablement, des meilleurs résultats macroéconomiques observés dans la zone euro et des attentes qui y sont liées concernant une révision des impulsions monétaires. Un taux nominal à long terme plus élevé qui résulte de meilleures perspectives en matière de croissance et d'inflation constitue d'ailleurs la preuve du succès du programme d'achats (pour plus d'informations, cf. Encadré 2).

En 2017, le taux des obligations publiques à dix ans a, dans tous les pays de la zone euro, été légèrement supérieur à celui de l'année précédente, tout en demeurant faible et remarquablement stable. Les écarts de taux sur les obligations d'État des pays de la zone euro vis-à-vis de titres allemands sont généralement restés stables. Ce constat pourrait être la preuve du fonctionnement actif du canal de rééquilibrage des portefeuilles de l'APP. Ainsi, les investisseurs réduisent leurs portefeuilles de titres publics de la zone euro massivement acquis par l'Eurosystème et achètent

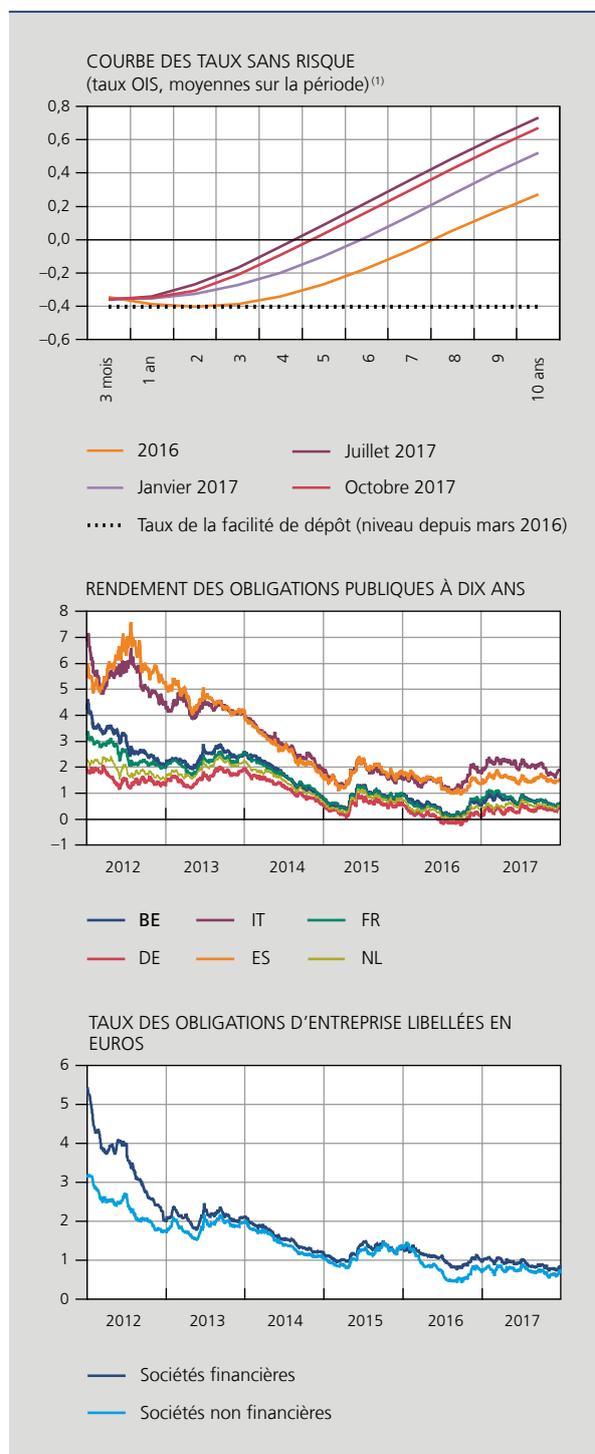
GRAPHIQUE 9 HAUSSE DES SOLDÉS TARGET À LA SUITE DE LA MISE EN ŒUVRE DE L'APP
(milliards d'euros)



Source : BCE.

davantage de titres assortis de taux plus élevés, si bien que les taux d'intérêt de ces derniers sont également poussés à la baisse.

GRAPHIQUE 10 LES TAUX NOMINAUX SONT ANCRÉS À UN NIVEAU BAS
(pourcentages)



Source: Thomson Reuters.

(1) Taux d'intérêt des swaps Eonia pour différentes maturités.

Les entreprises ont, elles aussi, bénéficié de coûts de financement favorables. Du fait, notamment, que, depuis juin 2016, l'Eurosystème achète également des obligations de sociétés non financières présentant une qualité de crédit très élevée, le taux de ces obligations est resté bas. Le taux des obligations d'entreprise qui n'entraient pas en ligne de compte pour le programme est lui aussi resté faible, voire s'est replié, ce qui est une fois encore le signe de réaménagements des portefeuilles à la suite des achats effectués par l'Eurosystème.

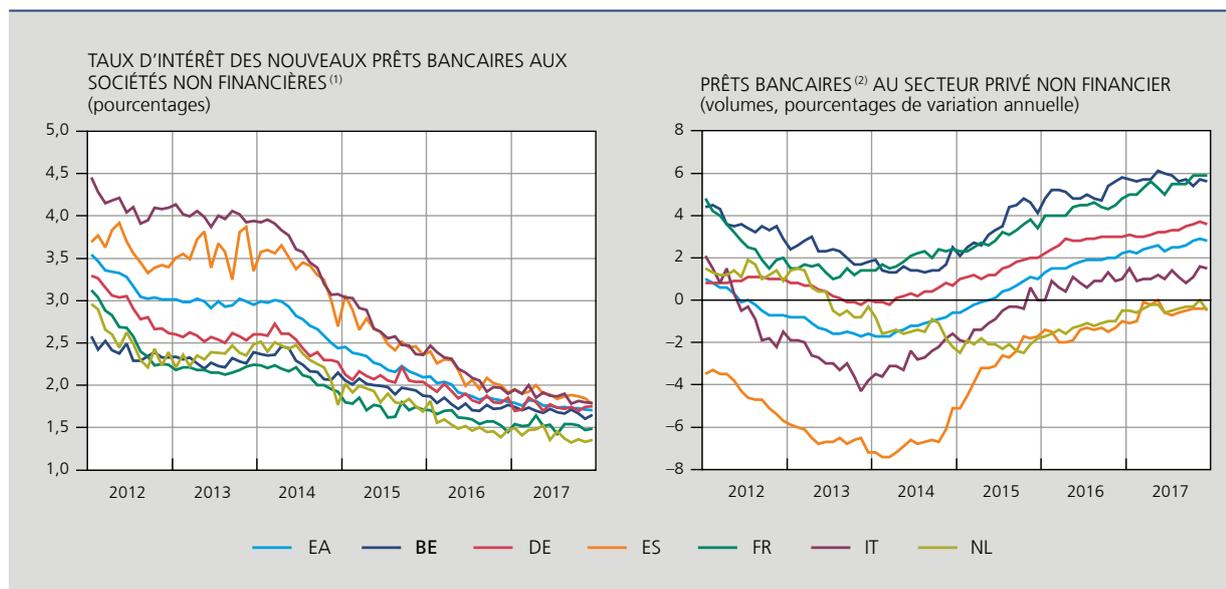
Contrairement à l'évolution plutôt plate des taux nominaux, l'euro s'est fortement apprécié à partir du printemps de 2017, vis-à-vis tant du dollar que d'un panier de devises plus large. Cette appréciation étant largement due à l'amélioration de la situation intérieure, son incidence, en principe à la baisse, sur l'inflation doit être quelque peu nuancée.

L'octroi de crédits au secteur privé a continué d'augmenter

Le secteur bancaire – qui joue un rôle fondamental dans le financement de l'économie de la zone euro – a continué de transmettre les impulsions de la politique monétaire à l'économie réelle. D'une part, les coûts du financement bancaire des ménages et des entreprises ont poursuivi leur recul. 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, la dynamique positive de la croissance des prêts bancaires octroyés au secteur privé a persisté. Dans les États membres vulnérables, de même qu'aux Pays-Bas, la croissance du crédit est toutefois généralement demeurée négative.

L'enquête sur la distribution du crédit bancaire (Bank Lending Survey – 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 ont ainsi été assouplis, le plus souvent à la faveur de l'intensification de la concurrence et d'un allègement de la perception des risques par les banques. Ces dernières ont également annoncé qu'elles avaient prioritairement consacré les liquidités générées par l'APP à élargir 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 pesait sur leur marge d'intérêt. Cela étant, la demande de crédits des entreprises et des ménages a continué de croître, grâce à la faiblesse des taux d'intérêt,

GRAPHIQUE 11 LE SECTEUR PRIVÉ DE LA ZONE EURO BÉNÉFICIE D'UN ACCÈS AISÉ AUX CRÉDITS BON MARCHÉ



à l'augmentation de la formation de capital fixe, au renforcement de la confiance des consommateurs, ainsi qu'à l'embellie des perspectives sur le marché de l'immobilier résidentiel.

La faiblesse des taux d'intérêt, l'amplification des volumes et l'accès plus aisé au crédit nuancent ainsi les préoccupations de certains observateurs craignant que les mesures de politique monétaire n'exercent des effets inappropriés sur la capacité d'intermédiation des banques et sur l'offre de crédits bancaires dans la zone euro⁽¹⁾.

La voie vers la stabilité des prix comporte des risques et des opportunités

En maintenant des conditions de financement favorables, la politique monétaire a soutenu le redressement conjoncturel dans la zone euro. Le Conseil vise ainsi à remplir son mandat de stabilité des prix. De la sorte, il sera possible de normaliser la politique monétaire afin de créer des conditions qui permettent à la banque centrale de jouer durablement un rôle stabilisateur, y compris lors de futures récessions. Il est cependant tout aussi indispensable de mobiliser d'autres domaines politiques.

En effet, la politique de taux bas ne présente pas que des avantages au niveau macroéconomique; elle est en effet aussi susceptible d'induire des risques pour la stabilité financière. L'Eurosystème suit de près les éventuels effets négatifs de sa politique accommodante, mais l'émergence de risques généralisés dans la zone euro semble, jusqu'à présent, limitée. Des vulnérabilités particulières peuvent néanmoins se manifester dans certains pays, par exemple sur le marché résidentiel. La politique prudentielle possède toutefois les meilleurs instruments pour être la première à contrecarrer ces risques. De cette manière, la politique monétaire peut se concentrer pleinement sur la stabilité des prix, et donc mettre en place les conditions qui permettront, à terme, de normaliser les taux nominaux, ce qui contribuera à la stabilité financière.

Bien que la politique monétaire participe à la stabilisation de l'activité économique aux alentours de son niveau potentiel, elle ne dispose pas ou guère de leviers pour garantir une croissance économique durable à long terme. Des réformes structurelles et institutionnelles, de même qu'une politique budgétaire propice à la croissance et inspirant la confiance, jouent un rôle-clé à cet égard.

(1) Pour plus d'informations, cf. de Sola Perea M. et M. Kasongo Kashama (2017), « La politique de taux négatif dans la zone euro et l'offre de prêts bancaires », BNB, *Revue économique*, décembre, 45-64.

Encadré 2 – Quels sont les facteurs à l’origine du changement des conditions financières dans la zone euro depuis la fin de 2016 ?

À l’automne de 2016, les taux d’intérêt nominaux sur les obligations d’État et d’entreprise ont augmenté dans la zone euro, et cette remontée s’est poursuivie au début de 2017. Par la suite, les taux sont demeurés plus ou moins stables. De plus, le taux de change effectif de l’euro a enregistré une progression assez continue durant le printemps et l’été de 2017, avant de se stabiliser à un niveau légèrement plus élevé qu’au début de 2015, lorsque l’Eurosystème a annoncé le programme d’achats. Ces deux constats semblent faire état d’un durcissement des conditions financières. Cependant, l’appréciation des valorisations boursières dans la zone euro observée dans le même intervalle semble les nuancer. Le présent encadré propose une interprétation des évolutions récentes sur la base d’un modèle économétrique.

L’élévation des taux d’intérêt à long terme et le renforcement de l’euro semblent contrecarrer l’Eurosystème, qui s’efforce de créer des conditions financières très accommodantes censées favoriser un retour de l’inflation vers son objectif dans la zone euro. Tout resserrement des conditions financières n’implique pas pour autant un durcissement excessif et indésirable de la politique monétaire ; la nature du choc qui en est à l’origine joue un rôle de premier plan à cet égard. Ainsi, des perspectives plus propices en matière de croissance et d’inflation dans la zone euro peuvent justifier une augmentation du taux de change ou un relèvement du taux d’intérêt à long terme. Cela étant, lorsque les conditions financières font l’objet d’un resserrement indésirable sous l’influence de chocs d’origine extérieure ou lorsque les intervenants sur les marchés financiers réagissent de façon excessive aux nouvelles informations, il est possible que la banque centrale soit appelée à intervenir afin de garantir une trajectoire de politique monétaire appropriée. C’est pourquoi il importe, pour l’Eurosystème, de savoir quels chocs ont occasionné le durcissement observé des conditions financières.

Le modèle vectoriel autorégressif⁽¹⁾ utilisé à cet effet permet d’appréhender en quoi ces trois facteurs – les chocs macroéconomiques internes, les chocs d’origine extérieure et les chocs de politique monétaire – ont contribué à modifier les conditions financières dans la zone euro. Le modèle recourt à trois variables, à savoir le taux nominal sans risque à dix ans dans la zone euro, l’indice boursier de la zone euro et le taux de change de l’euro vis-à-vis de 38 partenaires commerciaux. Sur la base d’hypothèses théoriques, des restrictions de signe permettant d’identifier les trois chocs sont ensuite appliquées. Il est ainsi postulé que, toutes autres choses restant égales par ailleurs, les chocs de politique monétaire restrictifs gonflent le taux, compriment les cours boursiers et renforcent l’euro. Les chocs macroéconomiques internes positifs, pour leur part, sont supposés tirer ces trois variables vers le haut, tandis que les chocs d’origine extérieure entraîneraient le taux dans la direction opposée à celle empruntée par le cours de change. Les chocs apparaissant dans le modèle ne livrent, du reste, qu’une image de l’interprétation que les intervenants sur les marchés financiers donnent du flux d’informations économiques. L’analyse ne permet pas de cerner la mesure dans laquelle les différents chocs influent sur l’incertitude, sur l’aversion pour le risque ou sur l’appréciation des risques. Qui plus est, le modèle ne permet que de saisir la mesure dans laquelle les chocs respectifs ont contribué à la modification des conditions financières depuis l’automne de 2016 et non pas de mesurer leur contribution totale à leurs niveaux. Sur une plus longue période, la contribution des chocs de politique monétaire est bien plus grande : la politique monétaire accommodante menée depuis la crise a en effet joué un rôle important dans l’assouplissement des conditions financières.

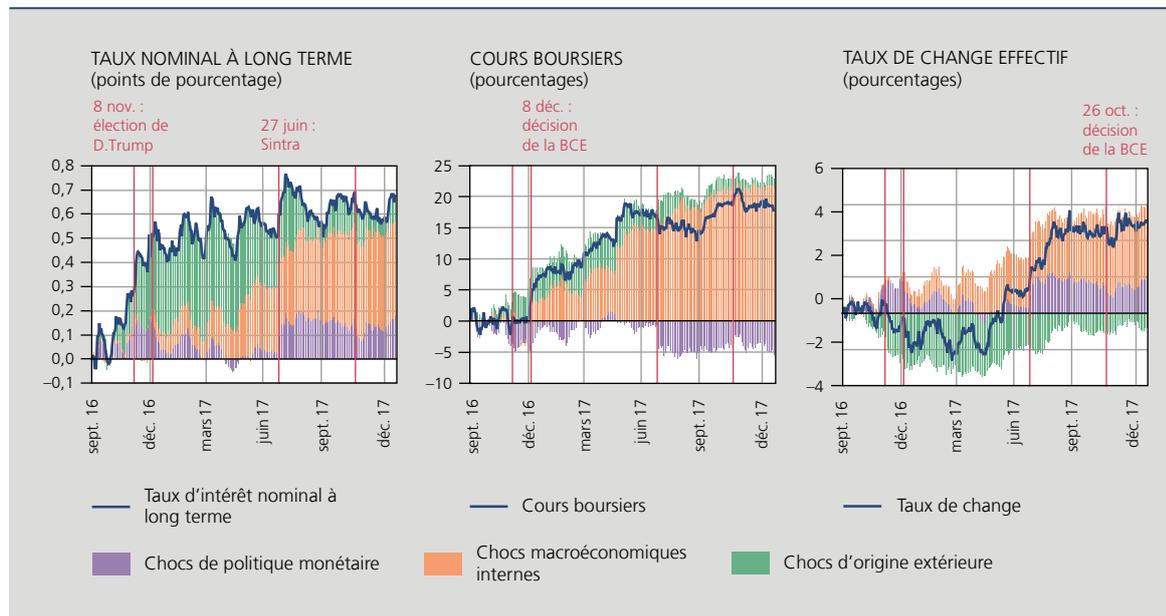
Les résultats du modèle montrent que les chocs d’origine extérieure ont joué un rôle prépondérant dans la variation des conditions financières dans la zone euro au début de la période considérée. L’élection de Donald Trump au poste de président des États-Unis et les anticipations associées à une nouvelle impulsion budgétaire – qui se traduiraient

(1) La méthode repose sur celle qui est suivie dans Matheson T. et E. Stavrev (2014), *News and monetary shocks at a high frequency: A simple approach*, dans deux discours de la BCE prononcés en 2017, à savoir *Calibrating unconventional monetary policy* et *Dissecting the yield curve: a central bank perspective*, ainsi que dans Budrys et Saint-Guilhem (mimeo).



FACTEURS EXPLIQUANT L'ÉVOLUTION DES VARIABLES FINANCIÈRES DE LA ZONE EURO

(variation cumulée depuis le 1^{er} septembre 2016)



Sources : BCE, Thomson Reuters, calculs propres.

par un resserrement accéléré de la politique monétaire américaine – ont donc fait grimper les taux d'intérêt à long terme, non seulement outre-Atlantique, mais aussi, visiblement, dans la zone euro. Dans le même temps, les chocs d'origine extérieure ont aussi donné lieu à un assouplissement : ils ont comprimé le cours de l'euro et induit une remontée des bourses européennes. Dans le courant de 2017, l'incidence des chocs d'origine extérieure sur les variables financières s'est toutefois sensiblement atténuée, traduisant probablement l'essoufflement de la croissance de l'économie américaine ainsi que l'ajustement à la baisse des attentes concernant l'impulsion budgétaire aux États-Unis.

À partir du printemps de 2017, c'est surtout l'amélioration conjuguée des performances et des perspectives de croissance dans la zone euro qui a soutenu la poursuite de l'élévation du taux d'intérêt à long terme et l'affermissement du sentiment sur les places boursières. Elle a aussi largement contribué à l'appréciation de l'euro durant l'été. L'incidence sur l'inflation s'est exercée par deux canaux. D'une part, le renchérissement de l'euro entrave, par la baisse des prix à l'importation, le retour de l'inflation à 2 %. D'autre part, une économie en phase ascendante exerce en principe également une pression haussière d'origine intérieure sur les prix.

La contribution des chocs de politique monétaire a été plus faible et, jusqu'à la mi-2017, globalement neutre. L'Eurosystème est donc parvenu à préserver les conditions financières favorables sans même créer de volatilité. Depuis l'été, pourtant, un choc de politique monétaire a aussi entraîné un certain durcissement. Les marchés semblent avoir interprété l'exposé que le président Draghi a prononcé lors du forum de la BCE qui s'est tenu à Sintra à la fin de juin comme un resserrement de la politique monétaire, ou du moins comme une indication dans ce sens. Comme il a été annoncé, en octobre 2017, que les mesures de relance monétaires seraient maintenues pendant encore un certain temps, la politique monétaire a une nouvelle fois temporairement concouru à assouplir les conditions financières.



Vu le rôle de premier plan que jouent les facteurs internes et compte tenu du fait que le resserrement sous la forme d'un relèvement du taux et d'un renchérissement de l'euro a été quelque peu contrebalancé par l'appréciation sur les marchés boursiers, les conditions financières dans la zone euro sont demeurées globalement favorables en 2017 et ont été propices à la reprise de l'activité économique et au redressement de l'inflation. Si toutefois les conditions financières venaient à ne pas être compatibles avec un nouveau renforcement de l'inflation sur la voie de son objectif, le programme d'achats pourrait être étendu sur le plan de sa taille et/ou de sa durée. En 2017, cet engagement a également été confirmé à l'issue de chaque réunion du Conseil des gouverneurs.

1.3 Tirer profit de l'environnement économique favorable pour renforcer l'UEM

La croissance économique robuste et équilibrée et les conditions financières qui ont prévalu en 2017 créent un contexte porteur pour conforter l'assise de la zone euro et des économies qui la composent. Cet environnement a certes permis d'engranger des progrès dans la résorption des déséquilibres accumulés depuis la crise, mais leur ampleur a jusqu'ici été limitée. Des réformes s'imposent pour accroître le potentiel de développement et la résilience de la zone euro, à la fois sur le plan de la gouvernance de l'Union économique et monétaire (UEM) et sur celui du fonctionnement des économies.

Les finances publiques s'améliorent progressivement dans la zone euro, même si de nombreux pays ont encore des efforts à fournir

Dans l'ensemble de la zone euro, le déficit public a continué de se contracter, revenant de 1,5 % du PIB en 2016 à 1,1 % du PIB en 2017. Cette embellie s'explique surtout par la poursuite du redressement de l'économie et, dans un environnement de taux d'intérêt très bas, par le repli des charges d'intérêts. Globalement, la politique budgétaire a été légèrement expansive.

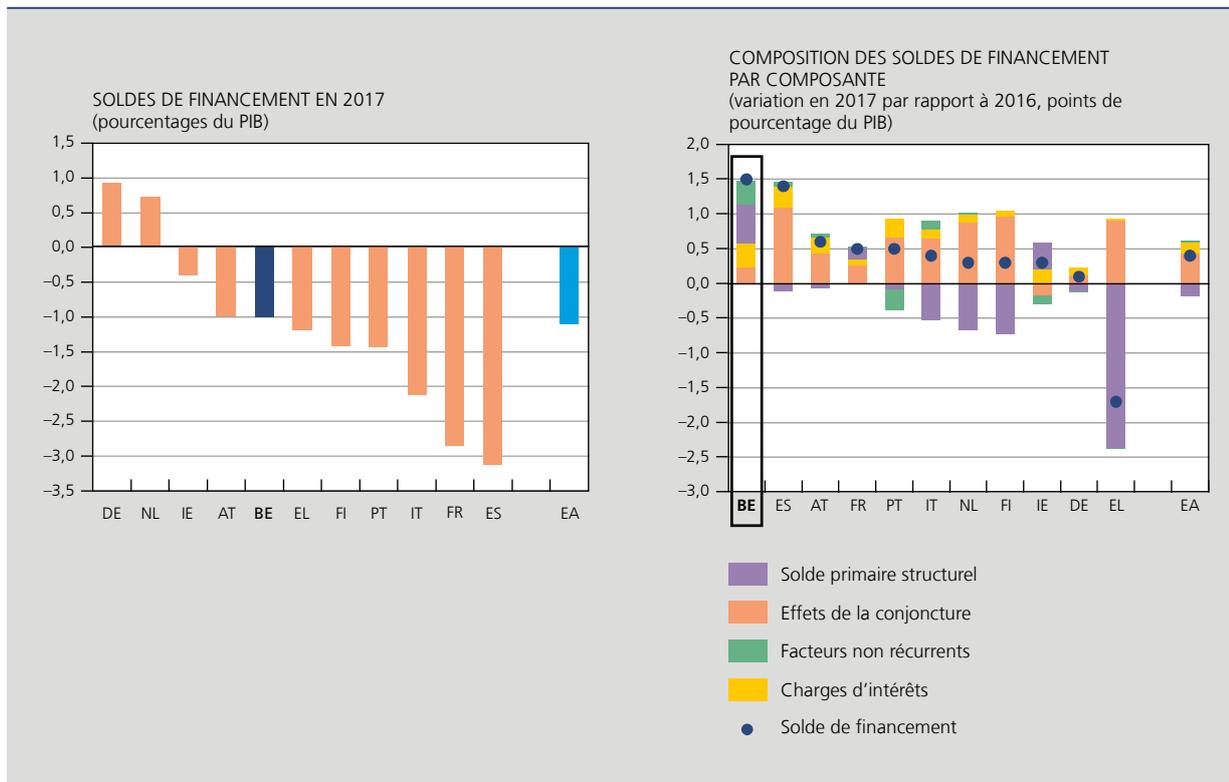
Le solde de financement s'est amélioré dans la plupart des États membres de la zone euro. Bien qu'elle ait enregistré une croissance plus vigoureuse qu'escompté, la Grèce a de nouveau accusé un déficit budgétaire, mais qui est cependant demeuré nettement en deçà de la valeur de référence de 3 % du PIB. Ces évolutions sont liées à la politique budgétaire mise en œuvre par les autorités hellènes : en 2016, la restriction des dépenses publiques, notamment sur le plan des investissements publics, et une série de facteurs non récurrents avaient, dans le contexte d'une stabilisation de l'économie, amené le solde primaire à s'établir à un niveau sensiblement supérieur à l'objectif fixé dans le programme d'ajustement.

Un recul s'est toutefois ensuivi en 2017. Dans ses prévisions d'automne, la CE s'attendait néanmoins à ce que la Grèce atteigne son objectif pour 2017 en matière d'excédent primaire. La plupart des pays membres de la zone euro ont d'ailleurs mené une politique budgétaire expansive, ce qui a entraîné une dégradation de leur solde primaire structurel. Tel a surtout été le cas en Finlande, aux Pays-Bas et en Italie ; a contrario, la Belgique, l'Irlande et la France ont durci leurs politiques budgétaires. La conjoncture a exercé une incidence favorable dans la quasi-totalité des pays et les charges d'intérêts ont légèrement diminué presque partout.

La dette publique s'est contractée dans la plupart des pays de la zone euro ; le taux d'endettement est néanmoins demeuré plus ou moins stable en France et en Italie. De manière générale, la dette publique de l'ensemble de la zone euro s'est par conséquent repliée, pour ressortir à 89,3 % du PIB.

Même si le déficit budgétaire de l'Espagne s'est resserré, il dépassait toujours la valeur de référence de 3 % du PIB. Parmi les pays de la zone euro, la France faisait elle aussi toujours l'objet d'une procédure concernant les déficits excessifs au titre du volet correctif du pacte de stabilité et de croissance (PSC). S'agissant du Portugal, le Conseil de l'UE a décidé en juin 2017 que le déficit public excessif avait été résorbé, et la procédure a dès lors été clôturée. La procédure concernant les déficits excessifs visant la Grèce a été abrogée en septembre 2017, à la faveur des mesures budgétaires adoptées par les pouvoirs publics grecs au cours des dernières années. Les finances publiques hellènes n'en restent pas moins soumises à un suivi scrupuleux dans le cadre du programme d'ajustement macroéconomique en cours. Au total, seuls deux pays de la zone euro continuaient donc de faire l'objet d'une procédure concernant les déficits excessifs à la fin de 2017, une situation qui contraste nettement avec celle qui prévalait durant les années de crise qu'ont été 2010 et 2011, lorsque seuls trois des 19 pays actuels de la zone euro échappaient à cette procédure.

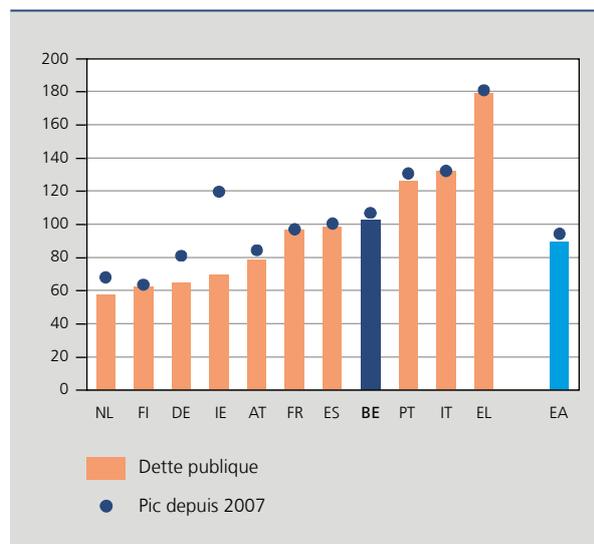
GRAPHIQUE 12 LES FINANCES PUBLIQUES SONT SOUTENUES PAR LE RAFFERMISSEMENT DE L'ÉCONOMIE ET PAR L'ALLÈGEMENT DES CHARGES D'INTÉRÊTS



Sources : CE, BNB.

Pour 16 États membres de la zone euro – à savoir les 19 pays à l'exclusion de l'Espagne, de la France (toutes deux soumises à une procédure concernant les déficits excessifs) et de la Grèce (soumise à un programme d'ajustement) –, la surveillance des finances publiques s'effectue au titre du volet préventif du PSC. Dans ce cadre, les États membres de l'UE sont tenus de viser un objectif à moyen terme (OMT). Il s'agit d'une valeur de référence en matière de solde budgétaire structurel qui est propre à chaque pays et qui est conforme à des finances publiques saines. Lors de la fixation des OMT, il est tenu compte, notamment, de la nécessité de ramener la dette publique à un niveau soutenable. En 2017, les efforts à consentir par les États membres pour atteindre leurs OMT respectifs continuaient de différer sensiblement d'un pays à l'autre. Ainsi, une poignée de pays, tels l'Allemagne et les Pays-Bas, disposaient d'une certaine marge de manœuvre budgétaire, étant donné que leur solde budgétaire structurel dépassait leur OMT. À l'inverse, de nombreux pays de la zone euro, parmi lesquels l'Italie et la Belgique, devaient encore fournir des efforts pour parvenir à leur objectif. À cet égard, la CE indiquait en novembre 2017 dans son évaluation générale des projets de plans budgétaires des pays de la zone

GRAPHIQUE 13 LA DETTE PUBLIQUE S'EST CONTRACTÉE DANS LA PLUPART DES PAYS DE LA ZONE EURO, MÊME SI ELLE ATTEIGNAIT EN MOYENNE ENCORE PRÈS DE 90 % DU PIB
(pourcentages du PIB, 2017)



Sources : CE, BNB.

euro que certains États membres, au nombre desquels figure la Belgique, couraient le risque de s'écarter significativement de la trajectoire d'ajustement requise pour atteindre leur OMT.

Dans le secteur privé aussi, les vulnérabilités accumulées depuis la crise se résorbent lentement

Les fragilités héritées de la crise ont continué de peser sur la croissance dans la zone euro. Liées au niveau excessif de l'endettement privé et aux créances douteuses qui subsistent dans le portefeuille de certaines institutions du secteur bancaire, elles ont continué de se résorber, fût-ce à un rythme lent.

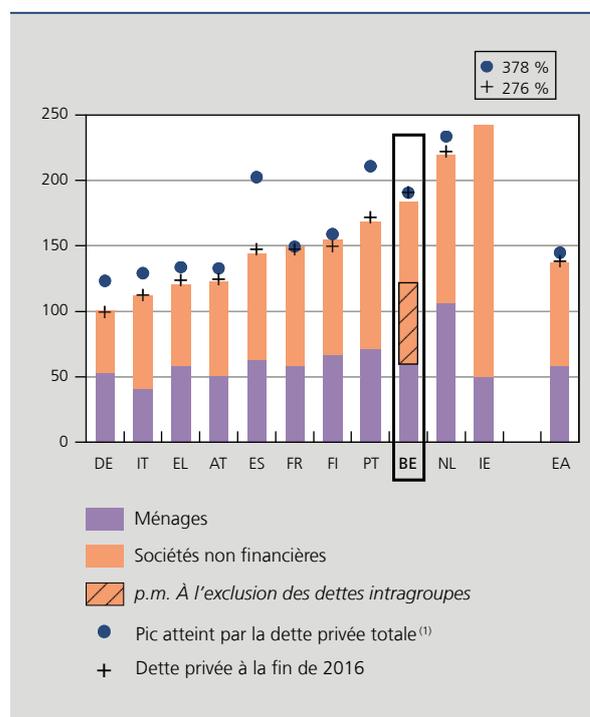
L'endettement du secteur privé non financier avait atteint un niveau élevé dans la zone euro en général, et dans certains pays en particulier. Selon les cas, il était principalement le fait des sociétés non financières, notamment dans des pays comme l'Irlande, les Pays-Bas ou la Belgique, où les flux financiers transfrontaliers sont gonflés par la présence sur leur territoire d'entités financières de multinationales. Dans d'autres cas, ce sont les ménages qui supportent un endettement considérable.

La tendance baissière du taux d'endettement par rapport au PIB qui s'esquisse depuis 2015 dans la zone euro s'est poursuivie au premier semestre de 2017. Elle a été très marquée en Irlande, essentiellement en raison de l'allègement de l'encours des dettes des sociétés non financières (désendettement actif). Des diminutions notables ont également été observées au Portugal, aux Pays-Bas, en Espagne et en Grèce, à la fois pour les ménages et pour les sociétés non financières, sous l'effet, principalement, de la croissance du PIB (désendettement passif). En Belgique aussi, le ratio s'est quelque peu infléchi durant le premier semestre de 2017. Mais, dans ce dernier cas, outre à l'effet de la hausse du PIB, le recul est entièrement imputable aux sociétés non financières, à la suite d'une réduction des dettes intragroupes. À l'inverse, comme cela sera expliqué plus en détail dans le chapitre 3, les ménages ont continué d'alourdir leur endettement. Contrairement aux autres pays, l'endettement actif des entreprises en Finlande et en France est resté dynamique, faisant grimper les ratios. Pour sa part, l'Allemagne fait figure de cas atypique : alors que le taux d'endettement du secteur privé était en repli constant depuis 1999, il s'est finalement stabilisé à un niveau bas à partir de 2015, progressant même très légèrement au premier semestre de 2017.

Le secteur bancaire de la zone euro est aussi confronté à la nécessité de résorber des problèmes hérités du passé pour restaurer pleinement sa capacité d'allouer efficacement le financement dans tous les pays.

GRAPHIQUE 14 LES DIMINUTIONS DE LA DETTE DU SECTEUR PRIVÉ NON FINANCIER SONT LIMITÉES

(données consolidées, pourcentages du PIB; 30 juin 2017, sauf mention contraire)



Sources : BCE, BNB.

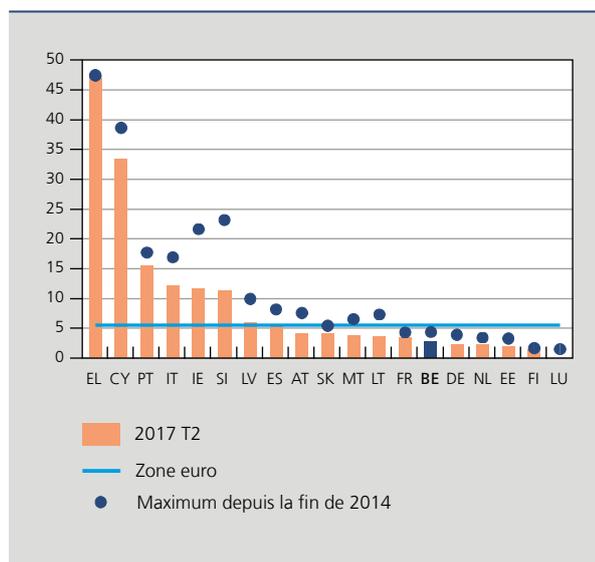
(1) Depuis 1999 ou premières données disponibles, selon les pays.

La rentabilité de certaines institutions financières est toujours entravée par des surcapacités et par des inefficiences en matière de coûts, qui sont exacerbées par l'environnement de taux d'intérêt bas. Dans certains pays, cette question est liée à l'ampleur des crédits non performants dans les portefeuilles de prêts et d'avances. Si ce ratio a confirmé son repli jusqu'au deuxième trimestre de 2017 dans l'ensemble de la zone euro, retombant à son plus bas niveau depuis la fin de 2014, une large dispersion géographique persiste, les ratios allant de moins de 1 à plus de 40 %. Au total, le volume des créances improductives reste élevé, aux alentours de 800 milliards d'euros, malgré une diminution depuis le pic de près de 1 100 milliards d'euros atteint au début de 2015.

En juillet 2017, le Conseil Ecofin a adopté un plan d'action de lutte contre les prêts non performants. La BCE a également apporté son appui à cette initiative. Dans le cadre de sa mission de supervision bancaire, elle a constaté que les banques suivaient des approches très différentes en matière d'identification, d'évaluation, de gestion et de passage en perte (*write-off*) des prêts non performants. Afin de mettre en œuvre une stratégie prudentielle cohérente

GRAPHIQUE 15 LES ENCOURS DES CRÉDITS NON PERFORMANTS⁽¹⁾ RESTENT TRÈS ÉLEVÉS DANS CERTAINS PAYS

(pourcentages du total des prêts et des avances)



Source : BCE.

(1) Les ratios de crédits non performants présentent des différences selon les sources considérées, en raison de divergences dans la définition des crédits non performants et dans la délimitation des secteurs bancaires.

dans la zone euro, la BCE a adressé aux banques, en mars 2017, des lignes directrices portant sur le traitement des prêts non performants. Celles-ci prônent des mesures, processus et bonnes pratiques, et elles demandent aux banques de mettre en place des méthodes de réduction de ces prêts. En octobre 2017, ces lignes directrices ont été complétées par un addendum précisant les attentes en matière de provisionnement prudentiel pour les nouveaux prêts non performants à dater du 1^{er} janvier 2018.

Les progrès liés à la mise en œuvre de l'agenda d'approfondissement de l'UEM ont été limités

Les crises économiques et financières qu'a traversées l'Europe entre 2008 et 2013 ont mis en lumière certains défauts de l'architecture originelle de l'UEM qui empêchaient les citoyens d'en tirer tous les bénéfices potentiels en termes d'opportunités et de protection économique et sociale. Si d'importantes avancées ont été réalisées depuis lors, des efforts conséquents restent à fournir pour l'achever pleinement.

En juin 2015, le rapport des cinq présidents avait relancé ce processus, en proposant une feuille de route sur la voie à suivre jusqu'en 2025. Dans la lignée de ce rapport, le document de réflexion sur l'approfondissement de l'UEM publié par la CE en mai 2017 reformulait des pistes concrètes en s'appuyant sur une nouvelle séquence

d'étapes. Certaines propositions déjà existantes peuvent en effet requérir davantage de temps pour arriver à maturité en termes de réflexion et pour réunir un soutien suffisant de la part des États membres afin de pouvoir être pleinement mises en œuvre, tandis que d'autres, dont la concrétisation est déjà bien avancée, peuvent aisément être achevées. Reposant sur le principe que la réduction des risques propres à chacune des parties à l'UEM, d'une part, et la mise en place d'institutions et de procédures permettant un partage de ces risques entre les différentes parties, d'autre part, devaient aller de pair, les options qui sont avancées dans le document de réflexion visent le parachèvement d'une véritable union financière et une plus grande intégration de l'union économique et budgétaire. Enfin, le 6 décembre 2017, la CE a présenté une série de communications décrivant de nouvelles étapes vers la réalisation de l'UEM. Pour l'essentiel, ces nouvelles propositions concernent la création d'un Fonds monétaire européen (FME) ancré dans le cadre juridique de l'Union, de nouveaux instruments budgétaires pour assurer une stabilité renforcée de la zone euro et, enfin, la définition des possibles fonctions d'un ministre européen de l'Économie et des Finances.

Depuis son lancement, l'union bancaire a avancé à grands pas, notamment avec l'établissement du mécanisme de surveillance unique (MSU) et du mécanisme de résolution unique (MRU). Cela étant, deux éléments majeurs restent encore inaboutis ; ils sont abordés dans l'encadré 14 du présent Rapport (cf. partie « Réglementation et contrôle prudentiels »). Premièrement, en vertu du nouveau cadre de l'UE en matière de résolution des défaillances bancaires, il est prévu que les résolutions soient financées par les actionnaires et par les créanciers de la banque concernée, ainsi que, au besoin, par un Fonds de résolution unique (FRU) préfinancé par le secteur bancaire. Toutefois, dans l'éventualité où de graves problèmes affecteraient plusieurs banques simultanément, ce Fonds pourrait s'avérer insuffisant. Dès décembre 2013, il avait ainsi été convenu que les États membres le complèteraient par un dispositif de soutien commun qui serait neutre sur le plan budgétaire – tout décaissement éventuel devant être remboursé par le secteur bancaire à moyen terme – et disponible uniquement en dernier ressort. La piste du mécanisme européen de stabilité (MES) a été présentée en tant que candidat naturel à un tel appui financier, et la CE a suggéré à ce titre, en décembre 2017, que le MES pourrait être progressivement transformé en un FME. Deuxièmement, un système européen d'assurance des dépôts (SEAD), qui constituerait le troisième pilier de l'union bancaire, garantirait que les comptes de dépôts bénéficient d'un niveau de protection accru et identique pour tous les épargnants de la zone euro.

La mise en place d'une union des marchés des capitaux (UMC) a pour objet d'intégrer les différents écosystèmes financiers nationaux et de rendre le système actuel moins dépendant du canal bancaire. Le secteur privé pourrait ainsi compter sur des sources de financement ou sur des options de placement plus diversifiées et mieux adaptées à ses projets. Le renforcement de la résilience globale du secteur financier et de la capacité de partage des risques à un niveau transfrontalier par le secteur privé serait ainsi substantiel. Un plan d'action de 2015 avait défini les priorités qui permettraient l'entrée en vigueur de l'UMC d'ici à 2019. Un certain nombre de mesures ont depuis lors été prises, conformément au calendrier prévu, comme le renouvellement du cadre législatif relatif au capital à risque et aux opérations de titrisation, ou encore la levée de certains obstacles nationaux liés aux différences entre les processus de restructuration et d'insolvabilité des entreprises. Avec le brexit, la perspective d'un éloignement du plus grand centre financier européen du marché unique a accentué le besoin de consolider ce programme. C'est ainsi qu'en juin 2017, la CE a publié un examen à mi-parcours qui dresse le bilan des progrès accomplis et qui redéfinit le plan d'action en le déclinant autour d'une série de nouvelles mesures prioritaires assorties d'un tableau de bord. Il s'agit du raffermissement du cadre de surveillance des marchés de capitaux, du développement de la proportionnalité des règles concernant les petites entreprises cotées et les entreprises d'investissement, de la suppression des derniers obstacles aux investissements transfrontaliers, de la consolidation de la position dominante de l'UE dans les investissements durables et du soutien au développement de la technologie financière (FinTech).

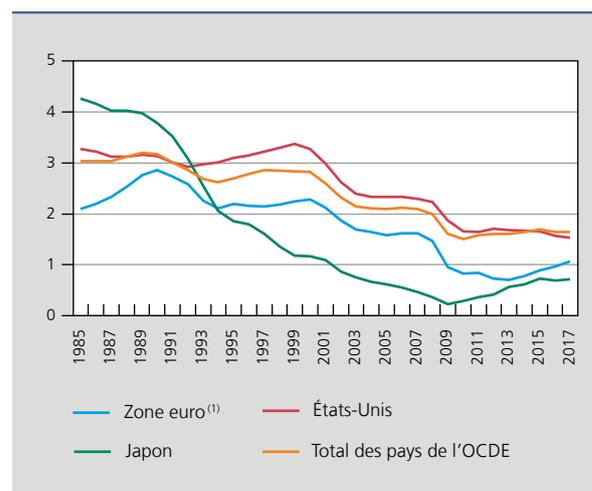
Parmi les différentes pistes évoquées, le rapport des cinq présidents de 2015 avait mis en lumière le fait que l'union économique et budgétaire devait progresser vers un objectif de convergence accrue des structures économiques et sociales des pays de la zone euro. C'est dans le cadre de la poursuite d'un tel objectif que la proposition d'un mécanisme de stabilisation macroéconomique pour la zone euro a été avancée. En effet, eu égard aux crises passées, il est impossible de garantir que tous les risques pourront être éliminés et que tous les chocs économiques pourront être résorbés en douceur, même dans les économies déjà résilientes, dont les marchés du travail sont suffisamment flexibles et dont les finances publiques sont saines. Comme le mentionne le document de réflexion de la CE de mai 2017, un mécanisme de stabilisation européen pourrait ainsi être envisagé pour compléter le rôle stabilisateur des budgets nationaux et de la politique monétaire. À ce titre, la communication de la CE de décembre 2017 propose de nouveaux instruments budgétaires. Parmi ceux-ci,

un instrument ad hoc, mettant en commun des finances publiques de l'UE, serait fondé sur le principe d'un système européen de protection de l'investissement et serait automatiquement activé en cas de grave choc asymétrique, à condition de respecter des critères stricts d'admissibilité. Un tel soutien serait mixte, s'articulant autour de l'octroi de prêts par le budget de l'UE et par le FME et d'un volet « subventions » alimenté par des lignes provenant du budget de l'UE et complété, éventuellement, par un mécanisme d'assurance fondé sur des contributions volontaires des États membres.

Prendre les actions nécessaires pour renforcer les potentialités des économies de la zone euro

Même si elles ont un rôle important à jouer, les initiatives prises au niveau européen ne seront pas suffisantes pour garantir que les économies de la zone euro fonctionnent de manière satisfaisante pour assurer la prospérité des citoyens. La responsabilité des politiques économiques incombe principalement aux États membres, et les défis à relever pour inverser la tendance au ralentissement de la croissance potentielle, pour accroître la capacité de résilience des économies et pour inclure plus de personnes dans ce mouvement sont considérables. Le redressement de la croissance potentielle peut aussi contribuer à briser une spirale auto-entretenue entre une croissance amoindrie et des investissements faibles, de même qu'il peut soutenir le désendettement des administrations publiques et du secteur privé.

GRAPHIQUE 16 LA CROISSANCE POTENTIELLE DANS LA ZONE EURO A ACCUSÉ UN REPLI TENDANCIEL AU COURS DES DERNIÈRES DÉCENNIES
(données en volume, pourcentages de variation annuelle)



Source: OCDE.

(1) Moyenne des 16 pays de la zone euro qui sont membres de l'OCDE, autrement dit la zone euro à l'exclusion de Chypre, de Malte et de la Lituanie.

Au cours des décennies écoulées, la croissance potentielle dans la zone euro a toutefois accusé un repli tendanciel, à l'instar de celles des autres économies avancées telles que les États-Unis et le Japon. Alors qu'elle se situait déjà en deçà de la moyenne des États membres de l'OCDE depuis les années 1980, elle a encore graduellement reculé par la suite. Durant la crise de 2008-2012, elle y a même été encore plus fortement et plus longuement touchée que dans les autres économies, si bien qu'elle s'établissait à moins de 1 % en base annuelle au début de la présente décennie. Aux États-Unis et en moyenne dans les pays de l'OCDE, la croissance est en revanche demeurée nettement plus élevée, dépassant 1,5 %.

Si la difficulté d'appréhender dans les statistiques certains types de nouvelles activités, notamment liées aux technologies numériques, peut accroître l'incertitude entourant la quantification précise de la croissance potentielle, et peut-être induire un biais de sous-estimation, le constat général d'un ralentissement marqué de la croissance potentielle dans la zone euro et d'un retard par rapport à d'autres pays avancés reste toutefois avéré. La croissance potentielle est influencée par les différents facteurs de production pouvant être mobilisés, et plus précisément par le volume de travail et par le capital disponible, ainsi que par l'efficacité avec laquelle ces facteurs sont mis en œuvre. Pour ce qui est du travail, il s'agit notamment de la taille de la population active (qui est affectée, par exemple, par le vieillissement), mais aussi des compétences de celle-ci (le « capital humain ») et de la mesure dans laquelle les caractéristiques de l'offre de travail correspondent aux besoins de la demande de travail (inadéquations). Pour sa part, le facteur de production « capital », qui est complémentaire du facteur « travail », intègre largement les innovations et les avancées technologiques. Le processus continu de création et de destruction d'entreprises et de postes de travail revêt de l'importance pour l'efficacité de l'allocation ou de la réallocation des moyens de production entre les branches d'activité et les entreprises.

Ainsi, une réglementation inefficace régissant les marchés de produits, du travail ou financiers peut entraver inutilement la réallocation des moyens et la concurrence entre les entreprises, sans pour autant mieux atteindre son but initial. C'est surtout le secteur des services qui en pâtirait. Par ailleurs, dans certains pays, la crise a freiné l'accès au crédit des jeunes entreprises, souvent très productives.

La politique doit contribuer à instaurer un climat plus propice aux investissements, aux innovations et à la diffusion de la technologie, de même qu'à une réallocation des moyens vers les investissements les plus productifs. De plus, une amélioration de l'environnement institutionnel peut jouer un rôle, notamment au travers de mécanismes

de résolution plus efficaces pour les entreprises insolubles, ce qui permettrait aux firmes défailtantes de disparaître plus facilement et aux facteurs de production qui y étaient consacrés d'être réaffectés efficacement. Sur les marchés de produits, il convient de continuer de lever les obstacles subsistants à l'accès de nouvelles entreprises. D'autres réformes structurelles sont également recommandées, comme des réformes axées sur une embellie du climat des affaires, sur un renforcement de la concurrence, sur un accroissement de l'efficacité et sur une meilleure formation du capital humain.

Il convient par ailleurs d'œuvrer à un fonctionnement plus fluide du marché du travail et à un relèvement de la participation au marché du travail, notamment des travailleurs plus jeunes et plus âgés, ainsi que des femmes, des moins qualifiés et des migrants. Les mesures nécessaires doivent être prises, en fonction des facteurs spécifiques qui entravent la participation de ces groupes. Ainsi, il y a lieu d'augmenter l'employabilité de certains groupes, par exemple, par le maintien à niveau ou par le développement des aptitudes des personnes âgées et des travailleurs faiblement qualifiés, d'étendre les possibilités en matière de garde des enfants, de continuer de réduire l'écart entre les salaires bruts et nets, en particulier pour les bas salaires, et de lutter contre la discrimination. En outre, d'autres réformes s'imposeront sur divers plans, tels les pensions, l'enseignement et la formation.

L'adoption de mesures complémentaires au travers de trains de réformes cohérentes dans plusieurs domaines, comme les marchés du travail et de produits, est par ailleurs mieux à même de soutenir la croissance que des mesures isolées. Il est très important de fixer les priorités et l'ordre qu'il y a lieu de suivre dans la mise en œuvre des réformes structurelles, de façon à optimiser leurs effets à court et à moyen termes et à ce que ceux-ci soient largement répartis entre les groupes de revenus. À cet égard, les réformes du marché du travail doivent être précédées – ou à tout le moins s'accompagner – de réformes des marchés de produits, afin de garantir que les adaptations des salaires se répercutent sur les prix. De même, en ce qui concerne le marché du travail, l'OCDE, pour ne citer qu'elle, recommande de toujours coupler les réformes des systèmes de protection de l'emploi et d'allocations de chômage à des mesures d'activation, de reconversion et de remise au travail.

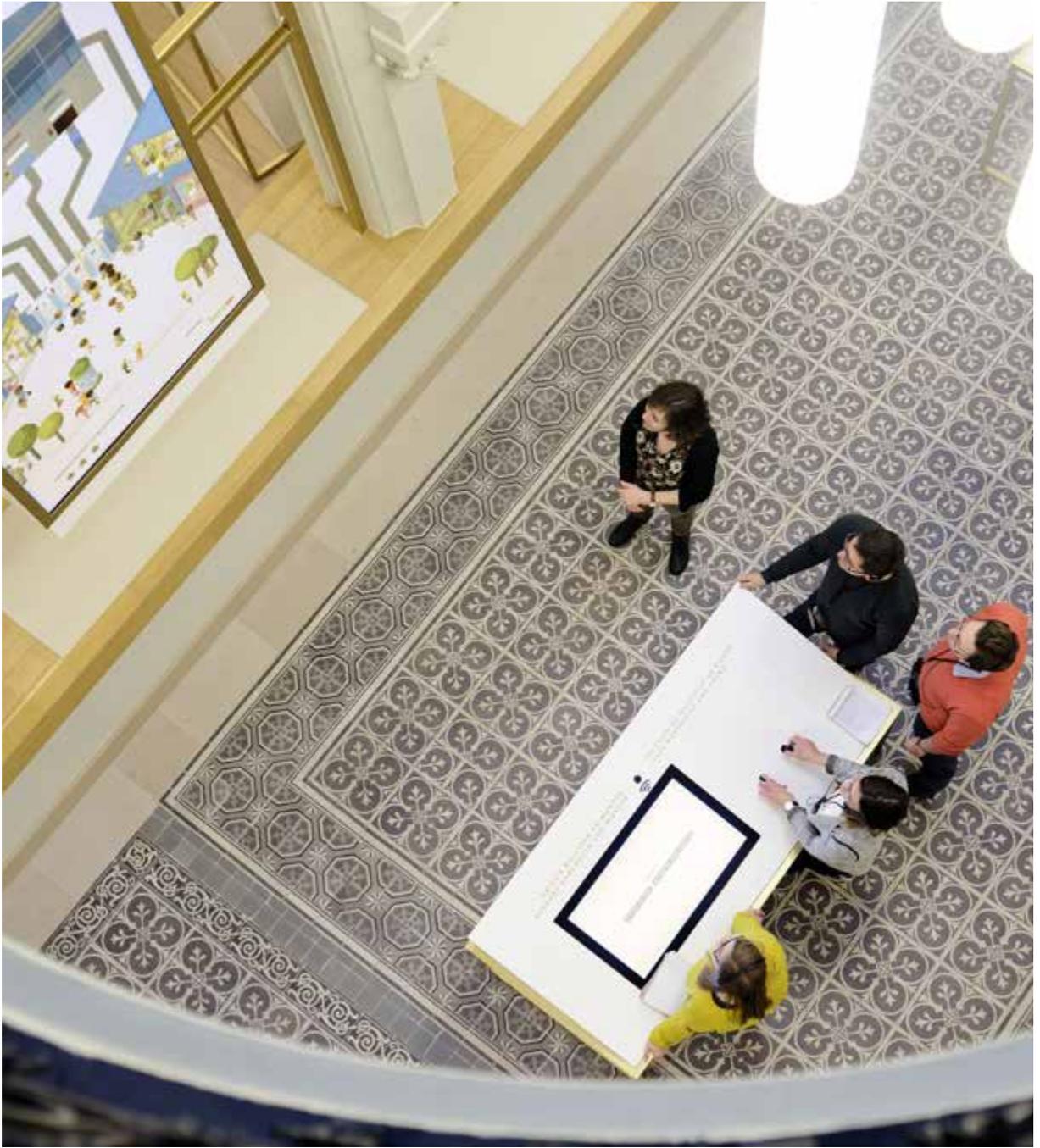
Une série de mesures structurelles ont déjà été adoptées dans plusieurs États membres. Cela a cependant surtout été le cas dans les pays qui ont été sévèrement touchés par la crise. Les autres pays ont mis en place peu de mesures structurelles, de sorte que le potentiel économique n'est pas pleinement exploité. Le suivi de la mise en œuvre au

niveau national de mesures visant à répondre aux recommandations qui leur sont adressées année après année dans le cadre du semestre européen montre que celle-ci est insuffisante. Dans tous les pays de la zone euro, des progrès supplémentaires devront donc être accomplis pour accélérer encore le rétablissement de la croissance potentielle.

Ces dernières années, des initiatives diverses ont été prises dans l'UE en vue de favoriser l'implémentation de mesures de ce type. Ainsi, les conseils nationaux de la productivité, dont le Conseil de l'UE avait recommandé la création en 2016, devront à l'avenir stimuler les réformes structurelles. Si les autorités nationales et les citoyens eux-mêmes sont convaincus de la nécessité des réformes, ils seront en effet, conformément au principe d'appropriation (*ownership*), mieux disposés à adopter les mesures concernées. Dans le même ordre d'idées,

la communication que la CE a publiée le 6 décembre 2017 à propos des nouveaux instruments budgétaires pour une zone euro stable dans le cadre de l'Union vise notamment à encourager les réformes structurelles nationales. Pour ce faire, un nouvel outil d'aide à la mise en place de réformes sera élaboré après 2020 pour soutenir les réformes que les États membres se sont engagés à prendre. À titre de test, la CE propose de déjà augmenter les possibilités qui leur sont offertes d'affecter une partie des fonds structurels et d'investissement européens au soutien de réformes convenues dans le cadre du semestre européen. Par ailleurs, une assistance technique sur mesure et déployée à la demande des États serait prévue.

Enfin, il convient d'insister une fois encore sur l'importance de l'achèvement de l'UMC pour faciliter l'accès à un financement alternatif de projets innovants.



Développements économiques en Belgique

2. Développements économiques en Belgique

2.1 Renforcement de l'activité et vive création d'emplois

La reprise économique s'est raffermie, tout en demeurant moins dynamique que dans la zone euro

En Belgique, tout comme chez les principaux partenaires européens, la croissance en volume du PIB s'est accélérée en 2017, atteignant 1,7 %, contre un taux moyen de 1,4 % les trois années précédentes. Le redressement de l'activité a été vigoureux au premier semestre, après quoi il s'est quelque peu ralenti durant la seconde moitié de l'année. Comme dans les pays voisins et dans la zone euro, il a principalement été porté par la demande intérieure.

Si le profil d'évolution de l'activité s'est inscrit en ligne avec celui des autres pays européens, le rythme d'expansion du PIB est toutefois resté en retrait, comme cela avait déjà été le cas les deux années précédentes. En moyenne sur la période allant de 2015 à 2017, le différentiel de croissance a approché 0,5 point de pourcentage par an vis-à-vis de la zone euro et 0,3 point de pourcentage par rapport à la moyenne des pays limitrophes.

Ce constat appelle toutefois des nuances. D'une part, la vigueur plus modeste de la croissance récente en Belgique doit être examinée à l'aune du recul moins prononcé du PIB enregistré durant la récession de 2008-2009 et d'une meilleure résilience jusqu'en 2013, à la sortie de la crise de la zone euro. Sur l'ensemble de la période allant de 2008 à 2017, la progression en volume du PIB en Belgique a certes été inférieure à celle de l'Allemagne, mais elle a dépassé celles des Pays-Bas, de la France et de la zone euro.

D'autre part, le moindre dynamisme constaté ces trois dernières années se marque principalement aux niveaux de la

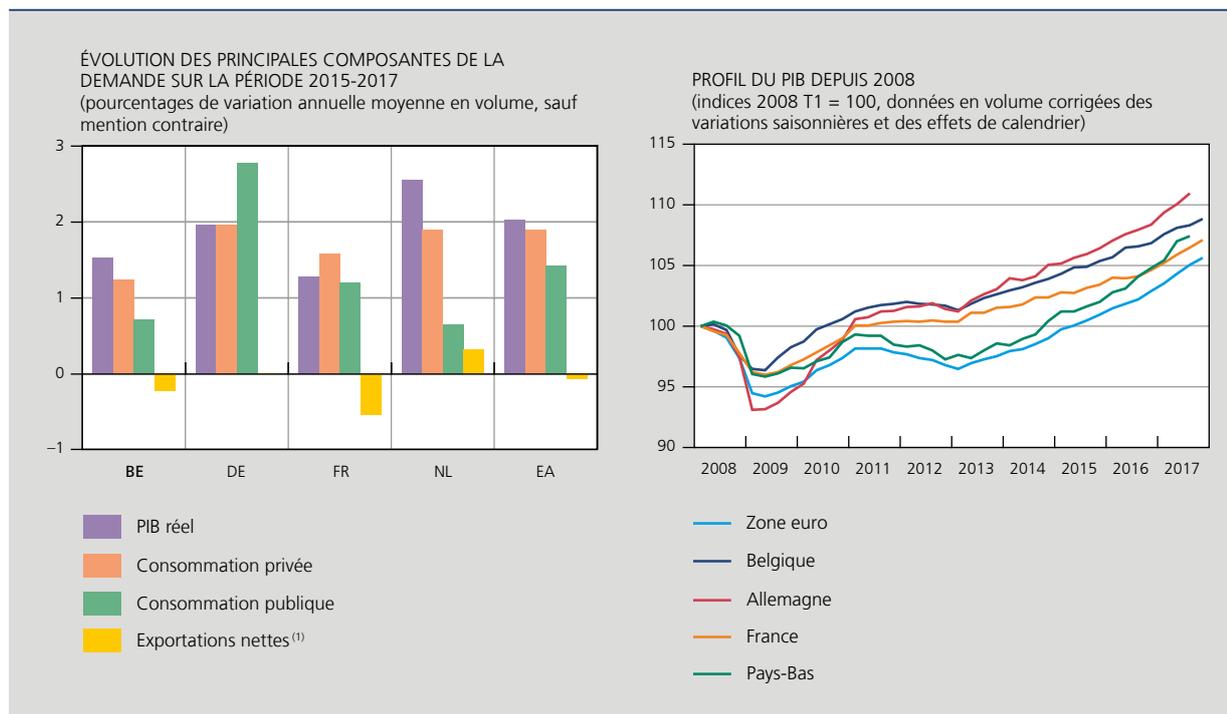
consommation privée et de la consommation publique. Certains facteurs propres à chaque pays contribuent à expliquer ces différences. S'agissant de la consommation privée, celle-ci a été soutenue aux Pays-Bas par les effets de richesse liés, entre autres, au rebond des prix immobiliers au terme de la crise que ce secteur y a traversée. En Belgique, les mesures de modération des salaires dans le secteur privé ont pesé à court terme sur le pouvoir d'achat des ménages, même si, à plus long terme, elles concourent à renforcer la compétitivité des entreprises et à stimuler les créations d'emplois. De même, l'évolution des rémunérations du secteur public et des prestations sociales a été freinée par le saut d'index décidé en 2015. De manière générale, la politique budgétaire a été en moyenne plus restrictive en Belgique que dans les pays voisins durant les deux dernières années. En Allemagne, les dépenses de consommation publique ont quant à elles augmenté de manière significative, notamment du fait des efforts menés pour faire face à l'afflux de migrants.

Ces divergences en matière de consommation n'ont pas été compensées par de meilleures performances sur le plan des échanges extérieurs: la contribution des exportations nettes à la croissance réelle a globalement été comparable à celle des pays limitrophes et plus faible que dans la zone euro.

Les services marchands ont eu le vent en poupe en 2017

En 2017, ce sont les services marchands qui ont apporté la plus grande contribution à la croissance du PIB et au renforcement de celle-ci. En effet, outre le fait que cette branche occupe un poids important dans l'économie (47 % du PIB), sa valeur ajoutée a grimpé de 2,4 % sur l'ensemble des trois premiers trimestres par rapport à la période correspondante de 2016. Un tel rythme n'avait

GRAPHIQUE 17 LE RYTHME DE CROISSANCE EST ACTUELLEMENT PLUS FAIBLE EN BELGIQUE, MÊME SI, À PLUS LONG TERME, LE PIB Y A AUGMENTÉ PLUS QUE DANS LA ZONE EURO



Sources : CE, Eurostat, BNB.

(1) Contribution des exportations nettes à la croissance du PIB réel en points de pourcentage. Pour la Belgique, les données sont corrigées d'opérations spécifiques importantes.

plus été observé depuis 2011, et il a continué de s'accroître graduellement dans le courant de l'année. Au sein de ces services, l'orientation de l'activité a été favorable tant dans les secteurs typiquement associés aux consommateurs (commerce, transports, hôtels et restaurants) que dans les services davantage tournés vers les entreprises (recherche et développement, ou encore activités juridiques, comptables ou de gestion).

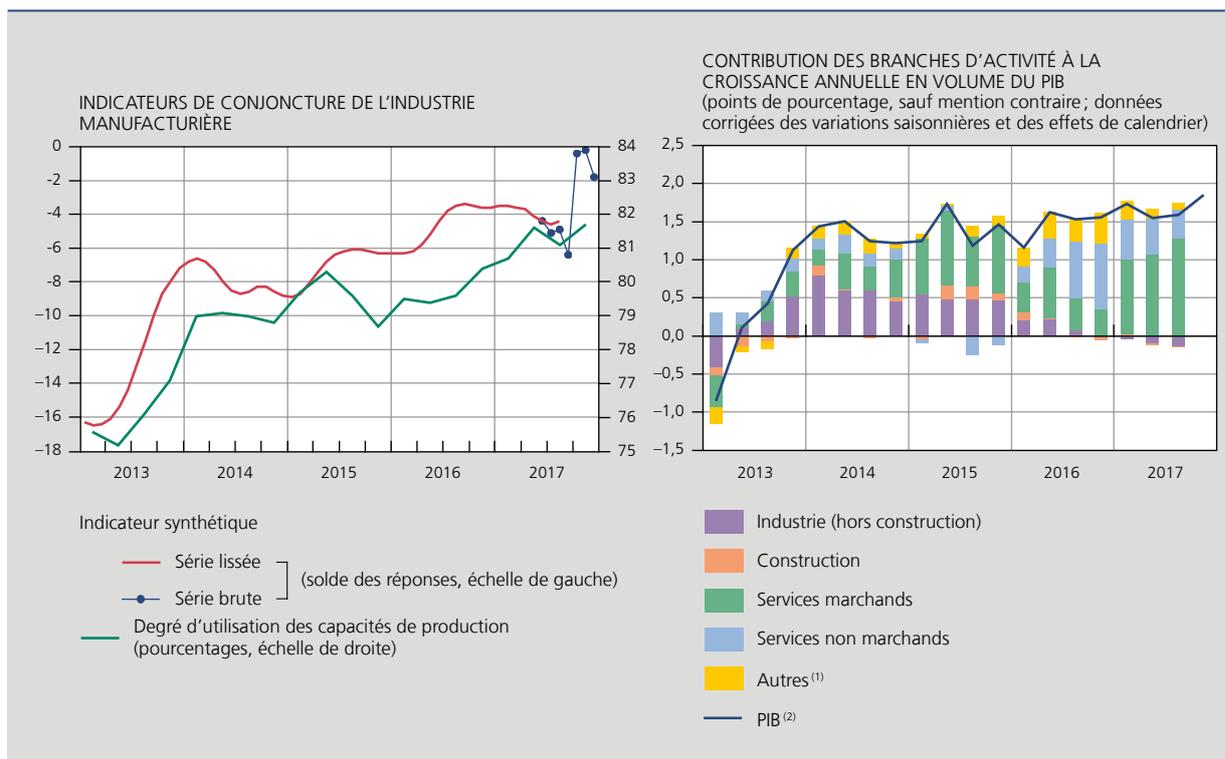
En revanche, alors que l'industrie manufacturière avait considérablement contribué à la croissance du PIB en 2014 et en 2015, l'évolution de la valeur ajoutée de cette branche s'est ralentie depuis lors. Elle a même été négative sur les trois premiers trimestres de 2017 par rapport à la période correspondante de l'année précédente. Une forte hétérogénéité du climat conjoncturel caractérise toutefois les sous-secteurs de l'industrie. En particulier, deux branches ont enregistré une contribution largement négative, à savoir la métallurgie et le secteur de la cokéfaction, du raffinage et des industries nucléaires. Abstraction faite de ces branches, la valeur ajoutée de l'industrie manufacturière aurait crû de 1,5 % entre les trois premiers trimestres de 2016 et les trois premiers trimestres de 2017, la majorité des sous-secteurs affichant par ailleurs un taux de croissance

positif. Dans ce contexte de renforcement de l'activité, le taux d'utilisation des capacités de production a augmenté sensiblement dans l'industrie manufacturière en l'espace d'une année, ce qui est de nature à accroître le besoin d'investissements. L'indicateur synthétique de conjoncture issu des enquêtes mensuelles de la Banque, qui reflète la confiance des chefs d'entreprise, s'est quant à lui maintenu à un niveau nettement supérieur à la moyenne historique. Les indicateurs plus spécifiques font état d'un rebond des prévisions relatives à la demande au quatrième trimestre, mais d'un léger tassement de l'appréciation du carnet de commandes à l'exportation. Dans la construction, la croissance de la valeur ajoutée est tombée en territoire négatif en 2017.

Des créations d'emplois soutenues, accompagnées d'un ralentissement des gains de productivité

Les créations nettes d'emplois se sont encore intensifiées en 2017, alors qu'elles avaient déjà été abondantes les deux années précédentes. L'emploi intérieur a augmenté de 1,4 % – soit une hausse du nombre de personnes occupées de 66 000 unités –, ce qui représente une accélération de 0,2 point de pourcentage par rapport à 2016. À l'instar de l'année précédente, 2017 s'est caractérisée

GRAPHIQUE 18 LA CROISSANCE DE LA VALEUR AJOUTÉE EST PRINCIPALEMENT TIRÉE PAR LES SERVICES



Sources: ICN, BNB.

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

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

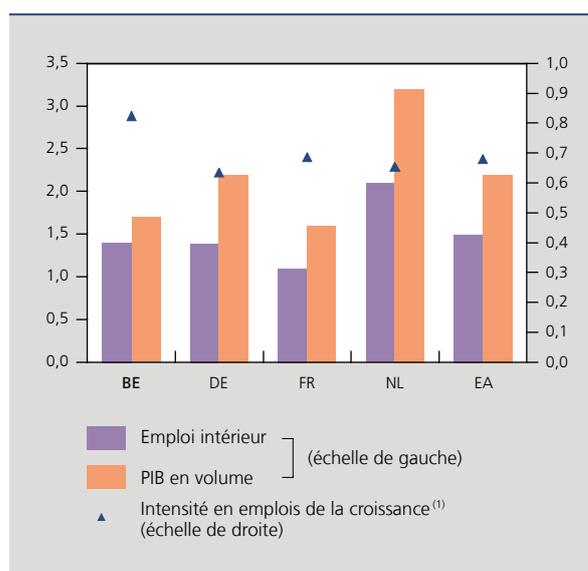
par une forte intensité en emplois de la croissance. Pour une même croissance du PIB, l'économie belge a créé plus d'emplois que dans le passé. Inférieur à 0,5 en moyenne avant la grande récession, le rapport de la progression de l'emploi à la croissance de l'activité s'est établi à plus de 0,8 en 2017. Durant la même période, il a été proche de 0,7 à la fois dans la zone euro dans son ensemble et dans les trois pays voisins.

Ce résultat ne peut être dissocié des mesures prises ces dernières années en vue, d'une part, de réduire le coût du travail et, d'autre part, d'atténuer le coin fiscal et parafiscal sur les revenus du travail. Les premières ont pour effet de stimuler la demande de travail par les entreprises, notamment parce que, en termes relatifs, elles rendent le recours au travail plus attractif et ralentissent sa substitution par du capital. Les secondes renforcent l'offre de travail en multipliant les incitants financiers à exercer un emploi. À ces mesures s'ajoutent celles visant à soutenir l'activation des personnes au chômage ou inactives.

L'intensité en emplois élevée de la croissance est contrebalancée par une évolution atone de la productivité

GRAPHIQUE 19 L'INTENSITÉ EN EMPLOIS DE LA CROISSANCE A ÉTÉ PLUS ÉLEVÉE QUE DANS LES PAYS VOISINS EN 2017

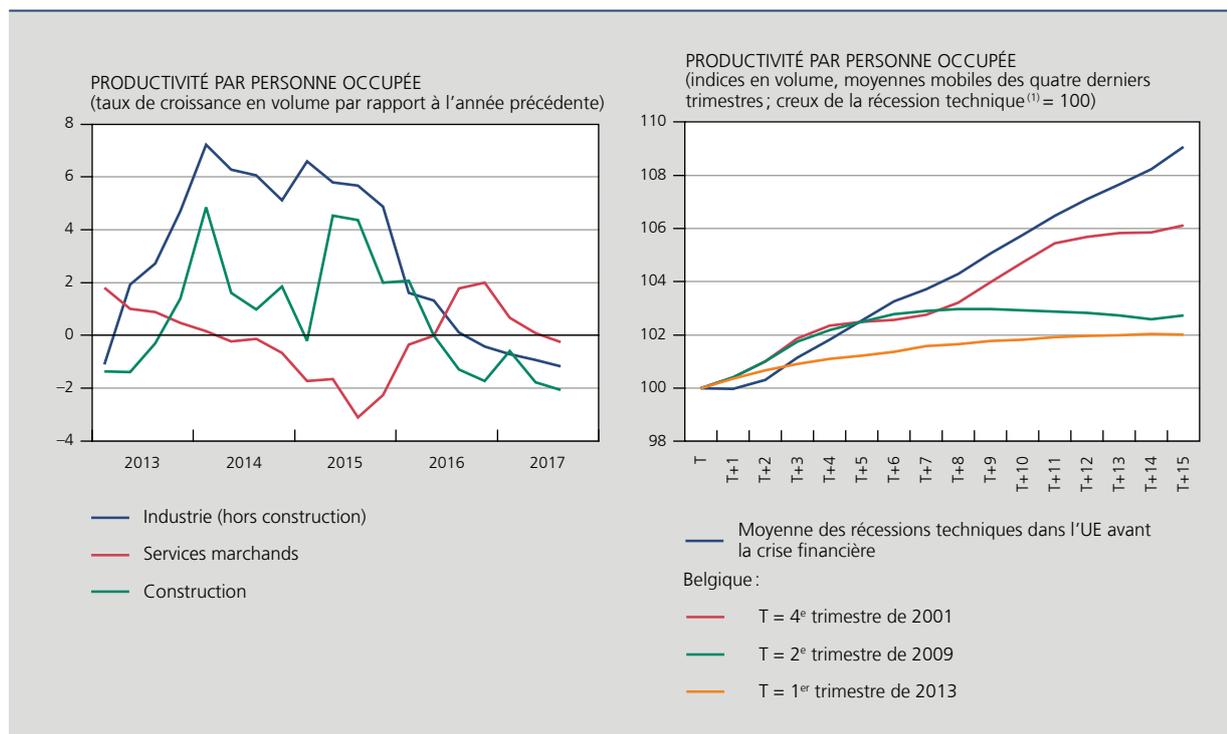
(pourcentages de variation annuelle, sauf mention contraire)



Sources: CE, BNB.

(1) Rapport entre la croissance de l'emploi et la croissance du PIB.

GRAPHIQUE 20 LES GAINS DE PRODUCTIVITÉ APPARENTE DU TRAVAIL ONT ÉTÉ FAIBLES



Sources : Eurostat, BNB.

(1) Une récession technique est définie comme une période de recul du PIB pendant deux trimestres consécutifs.

apparente du travail, ce facteur conjoncturel amplifiant l'affaïssement tendanciel de la productivité. Au total, l'évolution de la productivité a présenté un profil atypique depuis la crise financière, de même d'ailleurs que le redressement de l'activité.

L'ampleur de la crise économique de 2008-2009 a eu pour effet de maintenir la croissance de la productivité par travailleur à un niveau relativement faible pendant la phase initiale de la reprise. En Belgique, les stabilisateurs automatiques, et en particulier le recours au chômage temporaire, avaient largement contribué à limiter les pertes d'emplois dans la foulée de la récession, ce qui a pesé sur le redressement de la productivité pendant la phase initiale de redémarrage de l'activité. Par ailleurs, ce rétablissement s'est révélé plus lent que d'habitude, et il a rapidement été suivi d'un deuxième creux, à la suite de la crise de la dette souveraine de la zone euro. Ainsi, tant après la crise financière mondiale de 2008-2009 qu'après la crise de la zone euro de 2012-2013, le rebond de la productivité par personne occupée mesuré après quatre années de reprise a été nettement inférieur à celui mesuré en moyenne après les épisodes de récession technique observés dans l'UE entre 1996 et 2006, ou encore après la récession technique de 2001-2002 en Belgique.

Au-delà de ces évolutions conjoncturelles, l'élargissement de la part des services, au détriment de l'industrie, dans l'emploi ou dans le volume total de travail mobilisé dans l'économie tend à freiner les gains de productivité au niveau agrégé. En effet, ces gains de productivité sont généralement moins importants dans les services que dans l'industrie. Ces mutations structurelles ont certainement continué de se manifester en 2014 et en 2015, lorsqu'une croissance rapide de la productivité dans l'industrie s'est accompagnée d'une nouvelle contraction du volume de travail. En revanche, une évolution sectorielle atypique s'est fait jour à partir de 2016, la productivité par personne occupée dans l'industrie ralentissant nettement. Il convient de noter que cet essoufflement résulte pour l'essentiel du tassement de l'activité dans la métallurgie et dans le secteur de la cokéfaction, du raffinage et des industries nucléaires.

Le chômage recule de manière constante

Plus élevées que les années précédentes, les créations nettes d'emplois en 2017 ont été du même ordre que celles qu'on avait pu observer durant les années de croissance soutenue antérieures à la grande récession (+65 000 emplois en moyenne par an entre 2005 et

TABLEAU 2 OFFRE ET DEMANDE DE TRAVAIL
(variations en milliers de personnes, sauf mention contraire)

	2013	2014	2015	2016	2017 e	Niveau 2017 e
Population en âge de travailler ⁽¹⁾	12	9	16	16	13	7 313
Population active	9	33	21	32	38	5 326
Emploi intérieur	-15	20	40	58	66	4 724
Salariés	-21	14	30	44	55	3 934
Branches sensibles à la conjoncture ⁽²⁾	-25	-1	19	29	39	2 441
Administration publique et enseignement	3	8	2	2	3	815
Autres services ⁽³⁾	1	7	9	13	12	679
Indépendants	6	6	10	13	11	789
Demandeurs d'emploi inoccupés	25	14	-19	-26	-28	525
<i>p.m. Taux de chômage harmonisé^{(4),(5)}</i>	<i>8,5</i>	<i>8,6</i>	<i>8,6</i>	<i>7,9</i>	<i>7,3</i>	
<i>Taux d'emploi harmonisé^{(4),(6)}</i>	<i>67,2</i>	<i>67,3</i>	<i>67,2</i>	<i>67,7</i>	<i>68,3</i>	

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

(1) Définie comme la population âgée de 15 à 64 ans.

(2) Agriculture; industrie et énergie; construction; commerce, transports et horeca; information et communication; activités financières et d'assurance; activités immobilières et services aux entreprises.

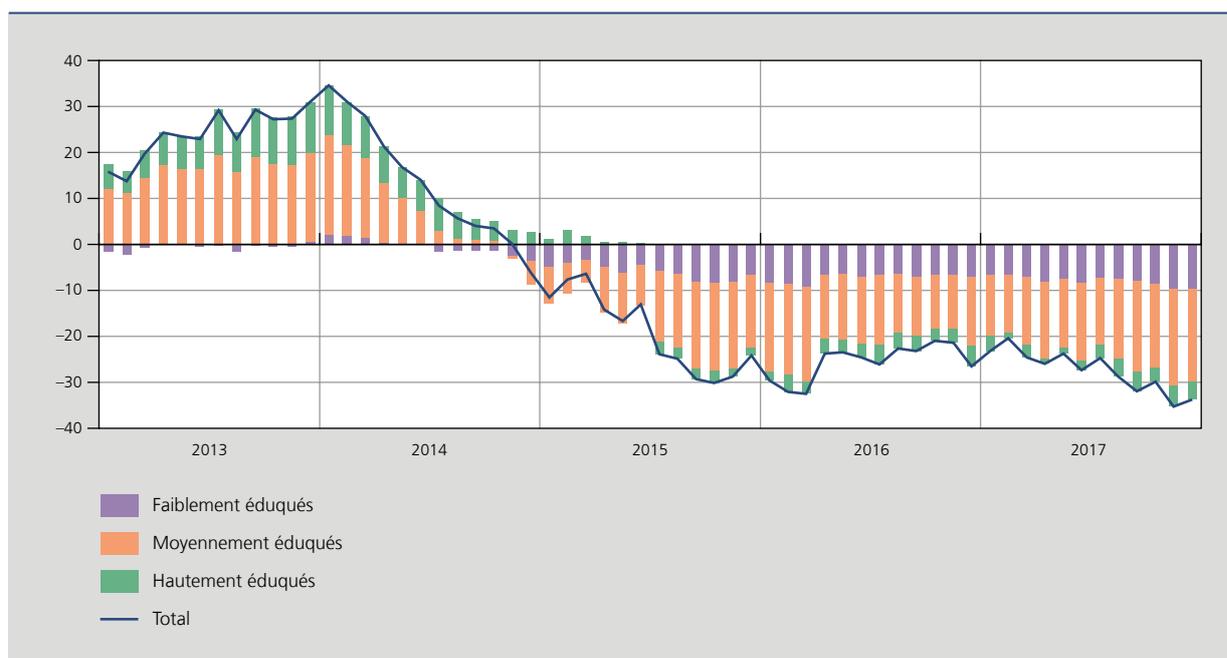
(3) Santé humaine et action sociale; arts, spectacles et activités récréatives; autres activités de services et activités des ménages en tant qu'employeurs.

(4) Sur la base des données de l'enquête sur les forces de travail. En raison de la réforme de cette enquête introduisant notamment un panel rotatif, les résultats de 2017 ne peuvent pas être directement comparés à ceux des années précédentes. Pour plus d'informations, cf. <https://statbel.fgov.be>.

(5) Demandeurs d'emploi en pourcentage de la population active âgée de 15 à 64 ans.

(6) Personnes occupées en pourcentage de la population âgée de 20 à 64 ans.

GRAPHIQUE 21 RÉDUCTION DU NOMBRE DE DEMANDEURS D'EMPLOI INOCCUPÉS, POUR TOUS LES NIVEAUX D'ÉDUCATION
(variations en milliers de personnes par rapport au mois correspondant de l'année précédente)



Source: ONEM.

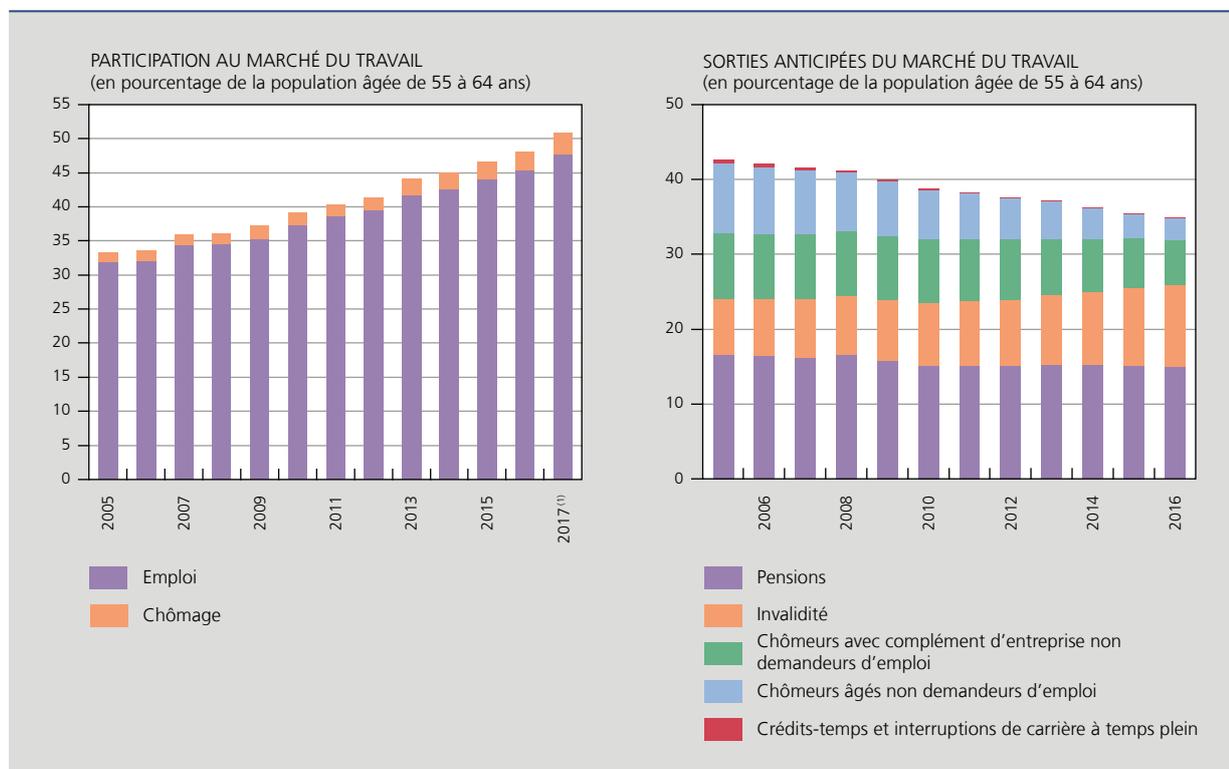
2008). De plus, alors qu'à l'époque les titres-services contribuaient à hauteur de 20 % à la croissance de l'emploi total, leur part n'a plus dépassé 3 % en 2017. En outre, au sein de l'emploi salarié, l'administration publique et l'enseignement n'ont quasiment plus participé à l'expansion de l'emploi : en 2017, ils n'ont plus représenté que 5 % des emplois salariés créés en termes nets, contre 17 % entre 2005 et 2008. Comme cela avait été le cas les deux années antérieures, ce sont les branches sensibles à la conjoncture qui ont été les principales pourvoyeuses de nouveaux emplois en 2017 (+39 000), les secteurs les plus porteurs étant les services aux entreprises (+22 000) et les commerces, transports et horeca (+12 000). Par ailleurs, contrairement aux années précédentes, les branches de l'industrie et de la construction n'ont pas détruit d'emplois en 2017.

En dépit du relèvement du taux de participation, dans un contexte de croissance positive de la population en âge de travailler, fût-elle plus faible que durant la première décennie des années 2000, la progression de l'emploi est allée de pair, pour la troisième année de suite, avec une diminution du nombre de demandeurs d'emploi inoccupés (DEI). En 2017, ils étaient 525 000 en moyenne,

soit 28 000 de moins que l'année précédente. Le taux de chômage harmonisé s'est ainsi établi à 7,3 %, soit un taux toujours supérieur à celui observé avant la grande récession (7 % en 2008).

La décrie du nombre de DEI se manifeste dans les trois régions, pour toutes les durées d'inactivité, toutes les tranches d'âge et tous les niveaux d'éducation. L'analyse met en avant la réduction relativement importante du nombre de DEI faiblement éduqués depuis 2015, d'autant que, contrairement aux deux autres catégories, leur nombre n'avait pas augmenté à la suite de la crise de la dette souveraine de 2012. Le nombre de DEI hautement éduqués n'a quant à lui reflué que dans des proportions limitées, alors que ces personnes avaient été les plus touchées par la hausse les années précédentes. Ces constatations doivent cependant être nuancées puisque l'enquête sur les forces de travail montre que, parmi les demandeurs d'emploi faiblement éduqués sortis du chômage en 2016, seuls 29 % se sont dirigés vers l'emploi. Les 71 % restants ont quitté le marché du travail et sont devenus inactifs. En ce qui concerne les hautement éduqués, ces pourcentages sont de respectivement 59 et 41 %.

GRAPHIQUE 22 LES 55-64 ANS PARTICIPENT DE PLUS EN PLUS AU MARCHÉ DU TRAVAIL



Sources : CE, DGS, INAMI, ONEM, SFP.

(1) Moyenne des trois premiers trimestres. En raison de la réforme de l'enquête sur les forces de travail introduisant notamment un panel rotatif, les résultats de 2017 ne peuvent pas être directement comparés à ceux des années précédentes. Pour plus d'informations, cf. <https://statbel.fgov.be>.

Les réformes de fin de carrière influencent aussi bien l'emploi que le chômage

Bien que de moindre ampleur qu'en moyenne dans l'UE, le vieillissement démographique, et donc la croissance moins vigoureuse de la population en âge de travailler, représente un enjeu pour le financement du système des pensions puisque le taux de dépendance, tel que défini par le Comité d'étude sur le vieillissement, à savoir le rapport entre le nombre de personnes de 67 ans et plus et le nombre de personnes de 18 à 66 ans, est passé de 23,8 % en 2005 à 24,9 % en 2015 et qu'il continuera de grimper durant les prochaines années. L'activation de tous les travailleurs potentiels, et plus particulièrement celle des plus de 55 ans, constitue donc un défi dans le cadre duquel une série de mesures ont été prises.

Depuis le 1^{er} janvier 2013, les conditions d'âge à réunir pour pouvoir prétendre à la pension anticipée ont peu à peu été durcies. Ainsi, alors qu'en 2012 il suffisait d'avoir 60 ans et une carrière de 35 ans pour y avoir droit, il fallait en 2017 être âgé de 62 ans et demi et compter une carrière professionnelle de 41 ans. L'âge légal de la pension anticipée atteindra son maximum de 63 ans en 2018, tandis que la condition de carrière passera à 42 ans en 2019. Depuis le 1^{er} janvier 2015, tous les chômeurs complets, y compris ceux avec complément d'entreprise, doivent s'inscrire comme demandeurs d'emploi et être disponibles pour le marché du travail, et ce quel que soit leur âge.

Ces mesures, outre celles déjà mises en place dans le passé, ont contribué à faire grimper le taux d'emploi des personnes âgées de 55 à 64 ans, faisant passer celui-ci de 31,8 % en 2005 à 47,7 % en 2017. Cette évolution s'observe tant pour les hommes que pour les femmes et, même si le taux d'emploi des femmes âgées de 55 à 64 ans (43 %) demeure inférieur de dix points de pourcentage à celui de leurs homologues masculins (53 %), l'écart entre les taux d'emploi s'est réduit de moitié par rapport à 2005.

Parallèlement à la progression de l'emploi, les sorties anticipées du marché du travail ont drastiquement diminué. Alors qu'il y a dix ans, 42 % des personnes âgées de 55 à 64 ans avaient quitté le marché du travail, ce taux est tombé à 35 % en 2016. L'âge effectif du retrait de la vie active a ainsi été relevé et atteignait, en 2014, 60 ans pour les hommes et 59,3 ans pour les femmes. Il est néanmoins toujours nettement inférieur à la moyenne de l'OCDE, qui est de 64,6 ans pour les hommes et de 63,1 ans pour les femmes. Tous les dispositifs de sortie anticipée ont vu leur utilisation reculer, à l'exception de l'invalidité. Selon une récente étude de

la Banque⁽¹⁾, l'augmentation du nombre d'invalides enregistrée depuis plus d'une décennie serait en grande partie imputable au vieillissement démographique et à la hausse des taux d'activité. Seule une part limitée (10 % pour les hommes et 19 % pour les femmes) de l'accroissement de l'invalidité reste à expliquer par d'autres facteurs non observés, parmi lesquels, peut-être, la moindre accessibilité des autres systèmes de sortie du marché du travail.

Après quatre années de créations d'emplois soutenues, les signes de tensions s'intensifient sur le marché du travail

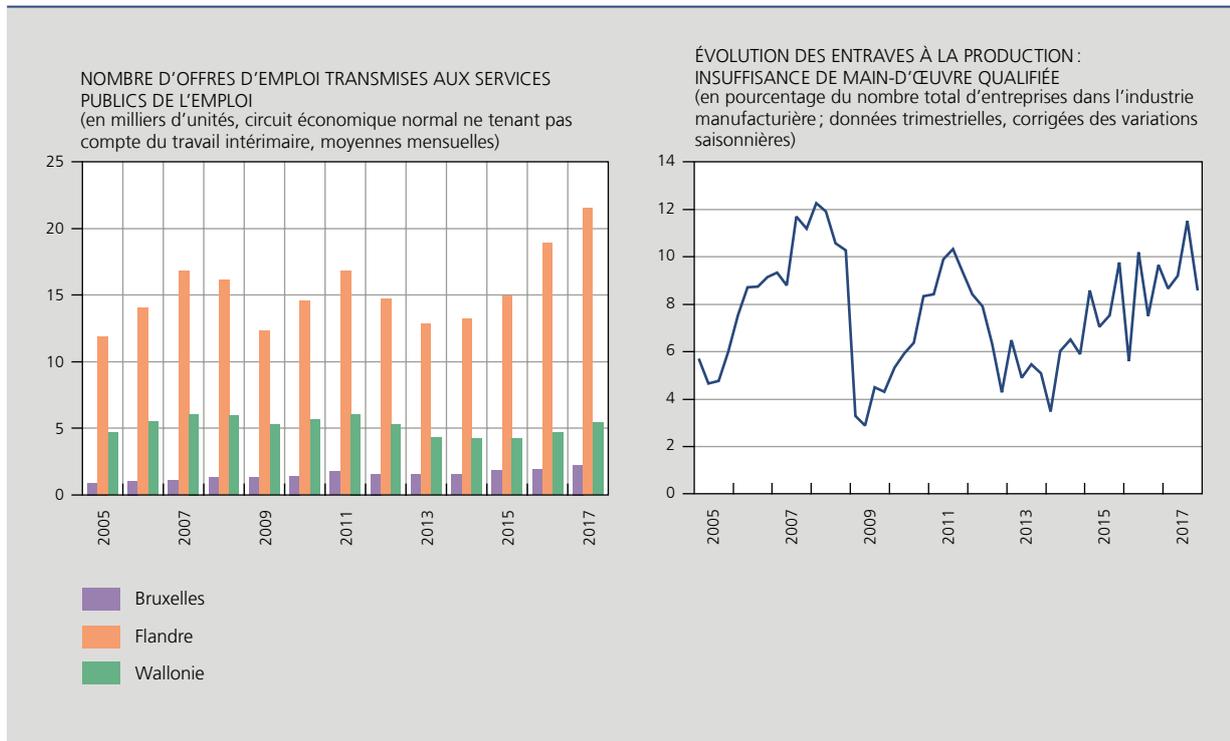
La demande de travail, mesurée sur la base du nombre d'offres d'emploi transmises aux services publics de l'emploi (SPE), est en hausse dans chacune des trois régions depuis 2015. En 2017, les SPE ont reçu de la part des entreprises en moyenne 29 200 offres d'emploi par mois (hors postes d'intérimaires), contre 25 500 en 2016. Sur le même laps de temps, les prestations des travailleurs intérimaires, exprimées en nombre total d'heures ouvrées, ont également augmenté, de 6 % en moyenne.

Bien que le nombre de demandeurs d'emploi soit toujours très élevé, la tendance haussière du nombre d'entreprises qui évoquent une insuffisance de main-d'œuvre qualifiée dans les enquêtes de conjoncture de la Banque donne à penser que cette offre abondante de main-d'œuvre n'est pas nécessairement en adéquation avec les besoins et les souhaits des entreprises.

De fait, les problèmes d'inadéquation entre l'offre et la demande de travail ne sont pas neufs. Ce phénomène structurel, analysé plus en détail dans le chapitre 5 du présent Rapport, est la résultante de plusieurs facteurs, lesquels portent notamment sur le niveau des qualifications respectivement requises par les employeurs et proposées par l'offre de travail. Le problème se pose pour la formation initiale (niveau et orientation des études), mais également pour la formation continue (manque de compétences transversales ou aptitudes spécifiques qui n'ont pas été actualisées). De plus, notre pays compte un grand nombre de demandeurs d'emploi inoccupés de longue durée : durant les trois premiers trimestres de 2017, 49 % des chômeurs ont compté une durée de chômage supérieure ou égale à un an, contre 45 % en moyenne dans l'UE. Ces personnes sont plus difficilement activables puisqu'elles sont plus éloignées des besoins du marché du travail. Enfin, en dépit des fortes divergences régionales, la faible mobilité géographique ne favorise pas les transferts de main-d'œuvre qui seraient requis entre les régions pour pouvoir éventuellement satisfaire la demande de travail.

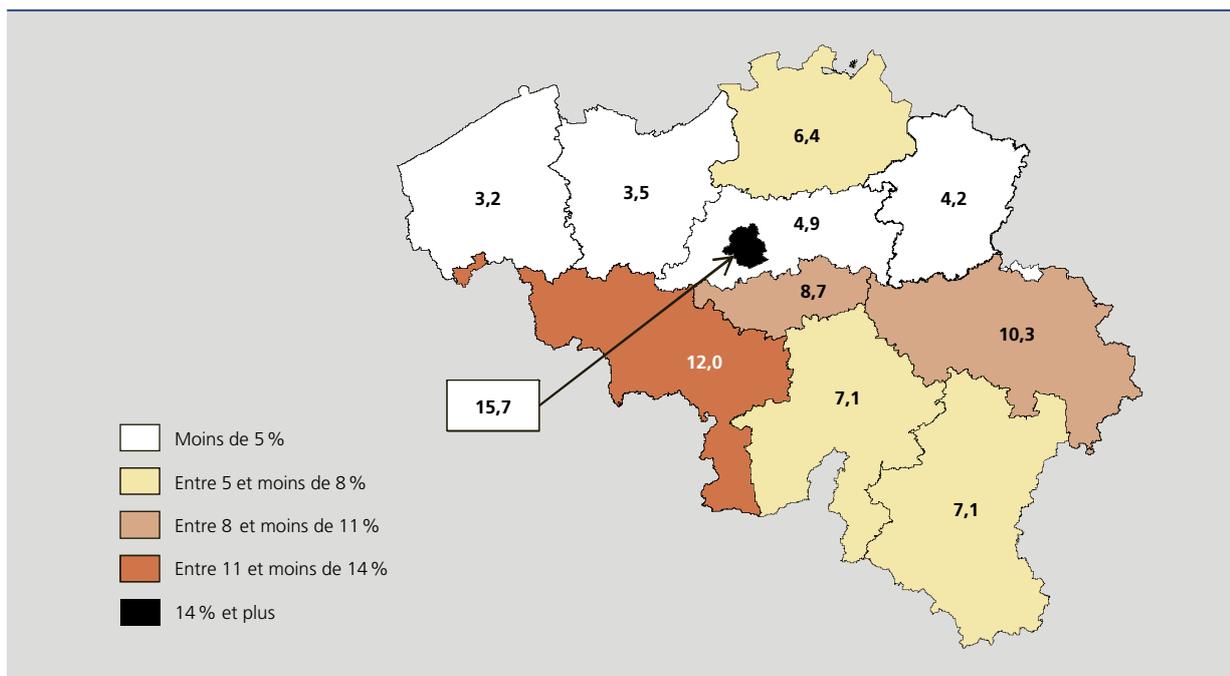
(1) Cf. Saks Y. (2017), « Mieux comprendre l'évolution du nombre de bénéficiaires de l'assurance-invalidité », BNB, *Revue économique*, septembre, 59-72.

GRAPHIQUE 23 LES SIGNES DE TENSIONS SUR LE MARCHÉ DU TRAVAIL SE SONT INTENSIFIÉS



GRAPHIQUE 24 LA FAIBLE MOBILITÉ IMPLIQUE DE FORTES DIVERGENCES RÉGIONALES

(taux de chômage, en pourcentage de la population active âgée de 15 à 64 ans; moyennes des trois premiers trimestres de 2017)



Si les difficultés de recrutement devaient perdurer, les secteurs les plus concernés pourraient ressentir une pression haussière sur les salaires. En alourdissant le coût relatif du travail, celle-ci risque de contribuer à freiner la demande de ces entreprises. À l'inverse, en accroissant le coût d'opportunité de l'inactivité, elle permettrait d'attirer de nouveaux candidats susceptibles de répondre aux besoins des employeurs.

2.2 Inflation et croissance des salaires en hausse

Les prix de l'énergie ont accéléré l'inflation en 2017

L'inflation totale s'est accentuée, passant de 1,8 % en moyenne en 2016 à 2,2 % en 2017. Contrairement aux deux années précédentes, les facteurs qui ont fait grimper l'inflation ne sont pas propres à la Belgique mais relèvent principalement de développements externes dont les autres économies européennes ont également ressenti les effets. L'écart d'inflation par rapport aux pays voisins et à la moyenne de la zone euro, qui s'était creusé en 2015 et en 2016, s'est donc nettement

resserré dans le courant de l'année, même s'il est resté significatif.

En 2017, c'est la composante énergétique de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) qui a alimenté le rebond de l'inflation totale, puisque sa variation est passée de -0,6 % en 2016 à 9,9 %. Ce mouvement résulte du retournement de l'évolution des prix des produits pétroliers (carburants et mazout de chauffage) et du gaz. Alors que leurs prix avaient diminué l'année précédente, ces produits se sont nettement renchérissés en 2017, dans la foulée de la forte remontée des cotations du Brent sur les marchés internationaux. Exprimée à un an d'écart, la hausse du cours du Brent a surtout été marquée durant la première moitié de l'année, celui-ci étant retombé à un creux de 29 euros le baril au début de 2016.

En revanche, le rythme d'accroissement des prix de l'électricité est revenu de 28,3 % en 2016 à 7,9 % en 2017. Les répercussions sur l'inflation des différentes mesures prises aux niveaux fédéral et régional qui avaient touché ce produit en 2016 ont progressivement disparu en 2017. Il s'agit notamment de l'incidence de l'augmentation de

TABLEAU 3 INDICE DES PRIX À LA CONSOMMATION HARMONISÉ
(pourcentages de variation par rapport à l'année précédente, sauf mention contraire)

	2014	2015	2016	2017	p.m. Trois principaux pays voisins
					2017
IPCH	0,5	0,6	1,8	2,2	1,5
Produits énergétiques	-6,0	-8,0	-0,6	9,9	4,1
Électricité	-9,6	11,9	28,3	7,9	1,2
Gaz	-5,6	-5,4	-11,8	4,1	0,0
Carburants	-3,7	-12,8	-5,3	10,6	7,0
Mazout de chauffage	-7,1	-25,7	-17,5	18,7	12,1
Produits alimentaires	0,8	1,8	3,1	1,4	2,0
Inflation sous-jacente	1,5	1,6	1,8	1,5	0,9
Services	2,2	2,4	2,2	1,9	1,1
Biens industriels non énergétiques	0,3	0,5	1,0	0,8	0,6
Contribution ⁽¹⁾ à l'inflation totale					
Prix réglementés ⁽²⁾	0,3	0,4	0,3	0,3	0,1
Taxes sur l'énergie et les produits alimentaires ⁽³⁾	-0,1	0,4	1,0	0,4	-
p.m. Indice-santé ⁽⁴⁾	0,4	1,0	2,1	1,8	-

Sources: DGS, Eurostat, BNB.

(1) Points de pourcentage.

(2) Biens et services dont les prix sont totalement ou partiellement déterminés par les pouvoirs publics, selon la définition d'Eurostat.

(3) Accises sur le tabac, les carburants, les boissons alcoolisées et les boissons rafraîchissantes sucrées et taxes sur l'électricité.

(4) 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.

la cotisation sur l'énergie en Flandre, qui était passée de 3 euros environ à 100 euros par an pour un ménage moyen, en mars, et de l'effet haussier de la suppression de la gratuité du paquet de base électricité en Flandre, en mai. Alors que les mesures relatives à l'électricité avaient gonflé l'inflation totale de 0,7 point de pourcentage en 2016 (y compris le passage à 21 % de la TVA imposé en septembre 2015 dans le cadre du tax shift), elles n'ont plus représenté qu'un surcroît de 0,2 point en 2017. La cotisation flamande sur l'énergie ayant été invalidée par la justice, elle a été supprimée le 1^{er} janvier 2018.

Les taux d'inflation de toutes les autres catégories de l'indice des prix ont globalement décéléré en 2017

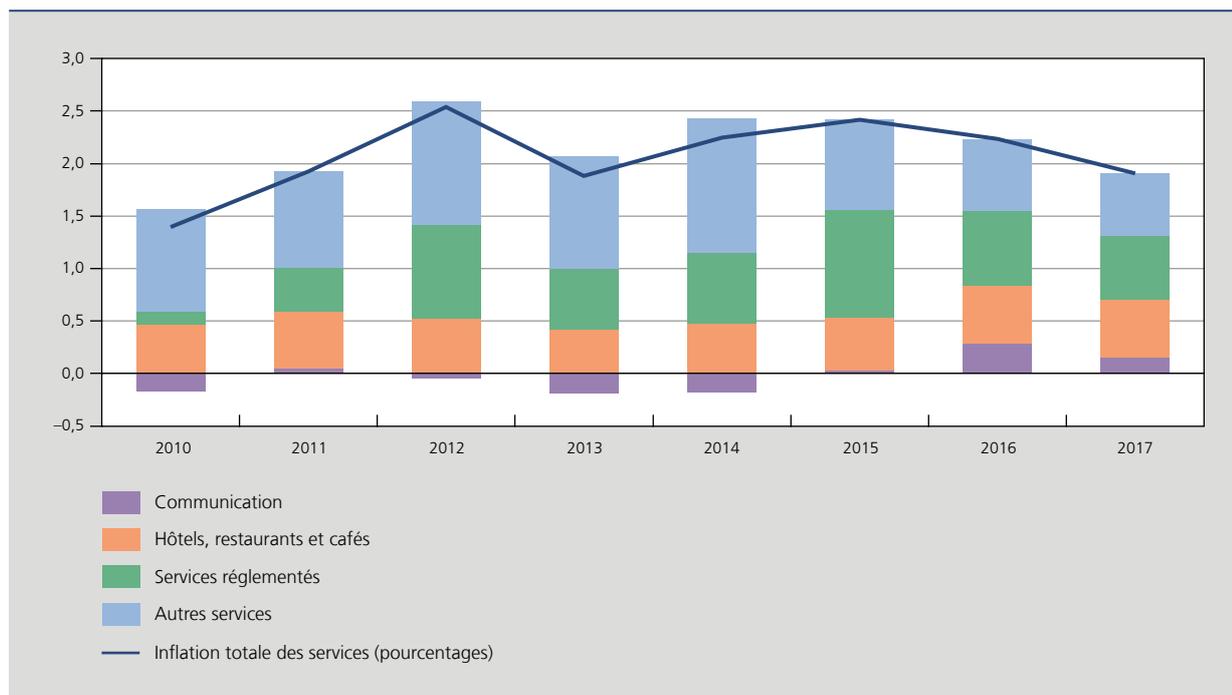
Le taux d'inflation des services s'est établi à 1,9 %, contre 2,2 % en 2016. Plusieurs facteurs ont concouru à ce tassement, parmi lesquels le caractère non récurrent de certaines décisions. Ainsi, la majoration, en octobre 2015, des frais d'inscription dans l'enseignement supérieur en Communauté flamande, qui avait poussé l'inflation des services de quelque 0,2 point de pourcentage en 2016, n'a plus exercé d'influence. De même, les opérateurs de télécommunications n'ont plus relevé les prix des packs avec la même ampleur qu'en 2016 (cela avait fait bondir l'inflation

des services de 0,2 point en 2016), tandis que la suppression, dès le mois de juin 2017, des frais de roaming pour les communications internationales de téléphonie mobile a contribué à la baisse de l'inflation des services.

Avec un poids supérieur à 40 % dans le panier de consommation des ménages belges, les services apportent généralement une importante contribution à l'inflation totale. Le rôle des pouvoirs publics dans la fixation des prix de certains services, et donc l'influence que ces derniers exercent sur le niveau de l'inflation, ne sont pas nouveaux. En fait, depuis 2012, la contribution à l'inflation des services dont les prix sont réglementés s'est renforcée, essentiellement à la suite des hausses de prix enregistrées dans la collecte des eaux usées et des déchets ménagers, les services médicaux et hospitaliers, la protection sociale (principalement les maisons de repos) et l'enseignement. Bien que leur contribution s'inscrive en recul depuis 2015, les prix des services réglementés ont alimenté l'inflation totale des services à hauteur de près d'un tiers en 2017.

L'inflation des services est également soutenue par des facteurs structurels liés, notamment, à une concurrence insuffisante. Le rapport établi par la Banque, le Bureau fédéral du Plan et le SPF Économie et qui a été remis au ministre de l'Économie en mars 2017 a tout particulièrement mis

GRAPHIQUE 25 VENTILATION DU TAUX D'INFLATION DES SERVICES EN BELGIQUE
(contributions en points de pourcentage, sauf mention contraire)



Source : Eurostat.

en évidence deux branches qui affichent généralement des évolutions de prix défavorables par rapport aux trois principaux pays voisins, à savoir les restaurants et cafés, pour lesquels les hausses de prix sont plus marquées en Belgique, et les télécommunications, pour lesquelles les baisses de prix sont moins vives. Ce rapport conclut qu'il faut assurer un suivi de ces questions, dans un contexte où des mesures qui devraient concourir à stimuler la concurrence ont été prises. La mise en œuvre, en juillet 2017, de la procédure « Easy switch », qui simplifie le changement d'opérateur de télécommunications, en constitue un exemple récent.

On observe par ailleurs une faible réactivité des prix des services aux efforts de modération salariale entrepris ces dernières années, puisque l'inflation des services est demeurée proche de sa moyenne de long terme, qui s'établit à 2,1 %. En 2015 et en 2016, les taux de marge bénéficiaire s'étaient élargis, sur fond de diminution des coûts salariaux unitaires. Cela n'a plus été le cas en 2017, dans un contexte d'augmentation de ceux-ci. Ces mouvements expliquent pourquoi le niveau d'inflation des services reste relativement stable.

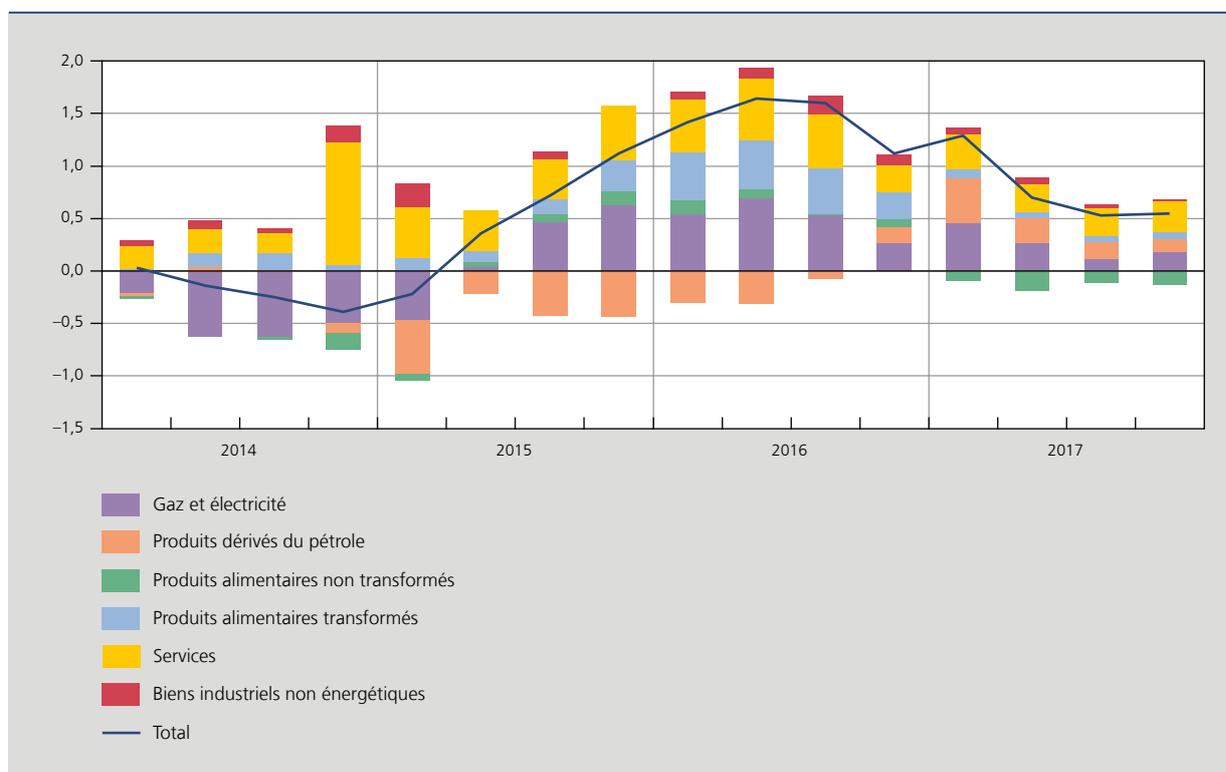
Pour sa part, la récente appréciation de l'euro a potentiellement contenu l'inflation des biens industriels non

énergétiques, qui s'est repliée de 1 à 0,8 % entre 2016 et 2017. Son influence sur les prix de ces biens s'explique par des inputs intermédiaires et par des biens finaux importés de pays hors zone euro moins onéreux. Au-delà de ce facteur, le recul de l'inflation des biens industriels non énergétiques en 2017 est principalement imputable à la disparition des effets haussiers exercés sur le prix d'achat des véhicules automobiles par les nouvelles normes européennes d'émission d'application depuis la fin de 2015, ainsi que par le relèvement de la taxe de mise en circulation en Flandre en janvier 2016.

Au total, l'inflation sous-jacente, qui englobe l'évolution des prix des services et des biens industriels non énergétiques, est revenue de 1,8 % en 2016 à 1,5 % en 2017.

En retombant à 1,4 %, contre 3,1 % l'année précédente, le ralentissement de la hausse des prix des produits alimentaires a davantage contribué à freiner la progression de l'inflation totale que ne l'a fait l'inflation sous-jacente. Les prix des produits alimentaires non transformés ont même décliné, en raison de la chute des prix des fruits et des légumes, tandis que le renchérissement des produits alimentaires transformés

GRAPHIQUE 26 RECUL DU DIFFÉRENTIEL D'INFLATION ENTRE LA BELGIQUE ET LES TROIS PRINCIPAUX PAYS VOISINS
(moyennes trimestrielles, contributions en points de pourcentage)



Source : Eurostat.

a retrouvé un rythme normal, après qu'il avait été tiré en 2016 par les effets de l'alourdissement des accises sur l'alcool et sur le tabac et par l'introduction d'accises sur les boissons sucrées, décidés dans le cadre du tax shift. Alors que la quasi-totalité des composantes ont affiché une diminution de leur taux d'inflation, voire une très légère progression, on a noté une forte croissance du prix du beurre, qui a culminé à 26 % en novembre. Celle-ci est liée à l'augmentation de la demande, aux niveaux tant national qu'international, notamment en Asie, au détriment des matières grasses végétales, dans un contexte de production en baisse.

L'écart d'inflation par rapport aux pays voisins s'est resserré en 2017

L'accélération de l'inflation en 2017 ayant été moins vive en Belgique que dans chacun des trois pays voisins, le différentiel qui s'était creusé les deux années précédentes s'est réduit. Il est revenu de 1,4 point de pourcentage en 2016 à 0,8 point de pourcentage en moyenne en 2017 ; il s'est stabilisé à environ 0,5 point de pourcentage durant le second semestre.

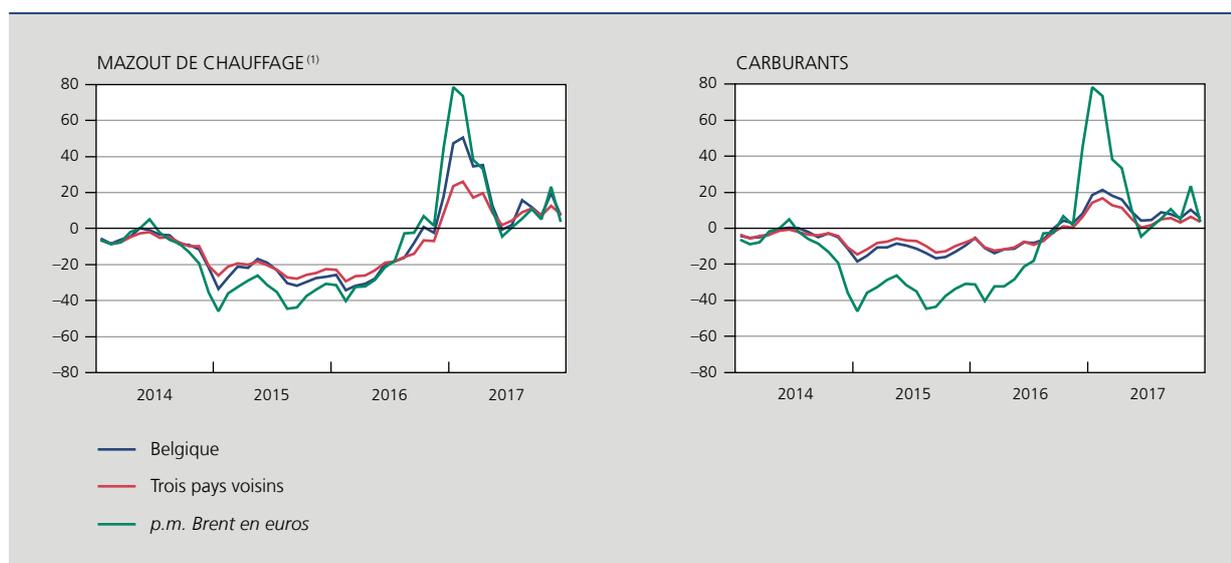
Durant le premier semestre de 2017, ce sont surtout les produits énergétiques qui ont expliqué le taux d'inflation total plus élevé en Belgique. La hausse des prix de ces produits s'avère en effet plus sensible aux fluctuations mondiales du cours du pétrole dans notre pays, en raison

principalement du très bas niveau des accises sur le mazout de chauffage. Du fait de leur poids faible, ces taxes forfaitaires atténuent moins la transmission des fluctuations du cours du pétrole brut aux prix à la consommation que dans les pays voisins. De plus, la part du mazout dans la consommation d'énergie, et donc dans le panier de l'indice des prix, est plus importante en Belgique (14 % des produits énergétiques, contre 8 % en moyenne dans les pays voisins). Ces facteurs, qui avaient réduit le différentiel d'inflation entre la Belgique et ses pays voisins en période de baisse des cours pétroliers, notamment en 2015, l'ont au contraire exacerbé au début de 2017.

Même s'il a diminué, l'écart d'inflation total avec les trois principaux pays voisins demeure significatif, notamment parce que l'augmentation des prix des services continue d'être plus vive en Belgique. En 2017, les services de télécommunications et les restaurants et cafés ont continué d'alimenter la majeure partie du différentiel d'inflation dans les services entre la Belgique et ses pays voisins, suivis des dépenses liées, entre autres, aux maisons de repos, aux crèches et aux services hospitaliers.

Pour le reste, le différentiel des autres catégories qui avaient poussé l'écart d'inflation en 2016 s'est nettement réduit dans le courant de 2017, l'influence des mesures l'ayant fait gonfler, notamment celle relative au financement du tax shift sur les produits alimentaires et la fiscalité accrue sur l'électricité, s'étant éteinte.

GRAPHIQUE 27 LES PRIX À LA CONSOMMATION DE CERTAINS PRODUITS PÉTROLIERS SONT PLUS SENSIBLES À L'ÉVOLUTION DES COTATIONS INTERNATIONALES EN BELGIQUE QUE DANS LES TROIS PRINCIPAUX PAYS VOISINS (pourcentages de variation à un an d'écart)



Sources : Eurostat, Thomson Reuters.

(1) La mazout de chauffage n'est pas repris dans l'indice des prix aux Pays-Bas.

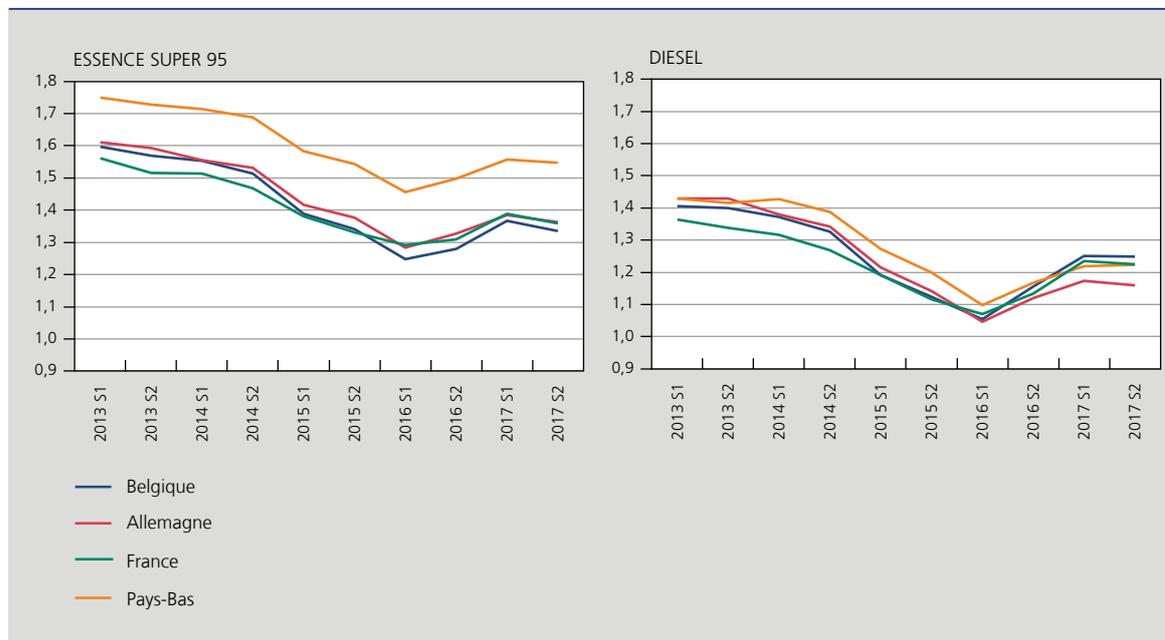
Encadré 3 – Les prix de l'énergie pour les ménages en Belgique et dans les trois principaux pays voisins

Les prix que les ménages paient pour certains produits énergétiques divergent fortement entre la Belgique et ses pays voisins. Ces différences peuvent en partie être attribuées aux politiques fiscales mises en œuvre, qui ont notamment affecté le niveau des taxes sur les produits énergétiques en Belgique.

S'agissant des produits pétroliers, les accises sur le diesel sont en Belgique parmi les plus lourdes de l'UE. Cela n'a toutefois pas toujours été le cas. En novembre 2015, un système dit de « cliquet » a été réintroduit dans le cadre du tax shift. Un système inversé pour l'essence est couplé à celui pour le diesel, l'objectif final étant de relever le prix du diesel par rapport à celui de l'essence. Selon ce mécanisme, les baisses des prix maximums journaliers du diesel – arrêtés dans le contrat-programme qui règle la fixation des prix pétroliers au détail – qui résultent de diminutions des cotations sur le marché de gros de Rotterdam ne sont pas intégralement répercutées sur les consommateurs; elles sont en partie compensées par une augmentation des accises. À compter d'un certain montant de majoration des accises sur le diesel, des réductions d'accises compensatoires sur l'essence s'enclenchent. Ce système est d'application jusqu'au moment où le montant souhaité par les autorités est atteint. Du fait de cette politique, le niveau des accises sur le diesel a été relevé à plusieurs reprises depuis 2015. Depuis la hausse de mars 2017, le prix du diesel à la pompe est plus élevé en Belgique que dans les principaux pays voisins. Au total, le niveau des accises est passé de 0,48 euro le litre de diesel en moyenne en 2016 à 0,53 euro en 2017. Cela correspond à 42 % du prix total (TVA incluse).

ÉVOLUTION DES PRIX À LA POMPE DES CARBURANTS

(moyennes semestrielles des prix hebdomadaires, en euros par litre, toutes taxes incluses)



Source: CE.

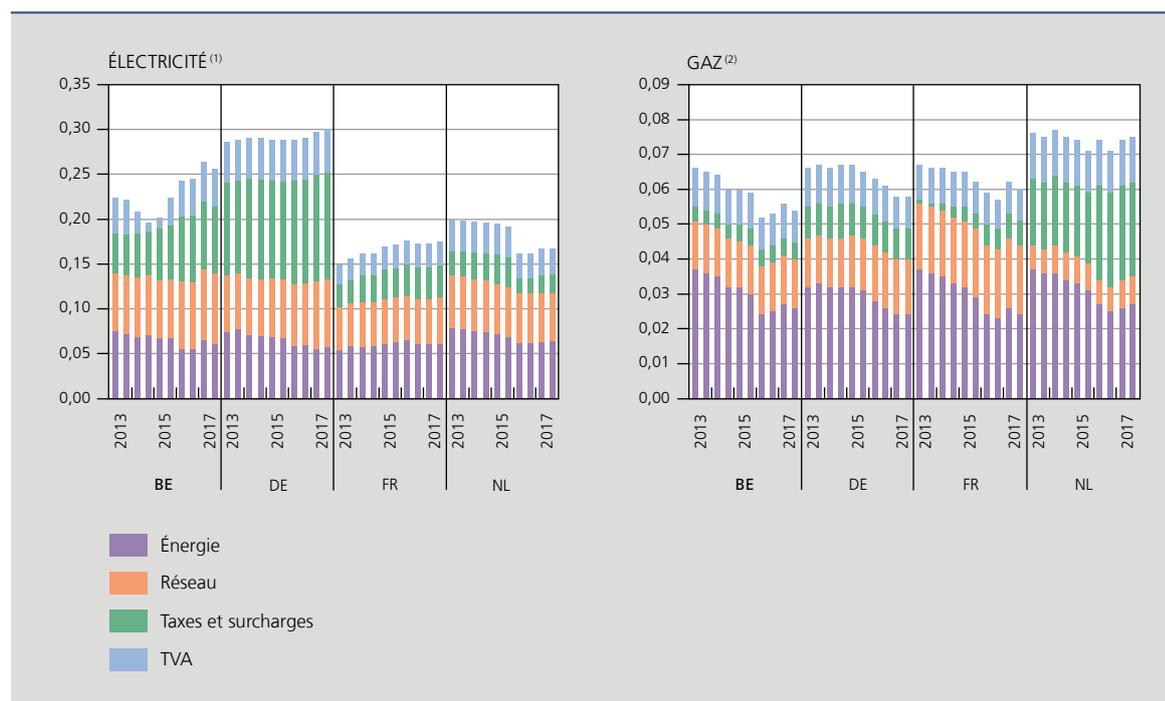
Représentant 45 % du prix à la pompe, les accises sur l'essence restent supérieures à celles sur le diesel, mais elles ont très légèrement reculé, revenant de 0,62 euro le litre en moyenne en 2016 à 0,61 euro en 2017 pour la super 95. Elles sont inférieures à celles prélevées dans les trois principaux pays voisins. Ainsi, alors que si on

exclut toutes les taxes, les prix de l'essence avaient été comparables ces dernières années entre la Belgique et ses principaux pays voisins, si on les ajoute, l'essence est nettement plus onéreuse aux Pays-Bas, tandis que, en moyenne en 2017, c'est en Belgique que le prix total a été le plus bas.

Le niveau des taxes est aussi déterminant pour les prix de l'électricité. En effet, selon les données collectées par la CREG – le régulateur fédéral pour le marché de l'électricité et du gaz –, pour un consommateur moyen, le coût de la composante énergétique de l'électricité en Belgique et dans les trois principaux pays voisins est relativement proche (aux alentours de 6 cents par kilowatt-heure) et il ne correspondait en 2017 qu'à un quart du prix final en Belgique, ce dernier étant constitué à hauteur de 60 % des tarifs de réseau (transport et distribution) et des taxes et surcharges et, pour le reste, de la TVA. À cet égard, les fluctuations du prix ont été marquées en Belgique ces dernières années, notamment à la suite de l'abaissement à 6 % de la TVA en avril 2014, suivi de son retour à 21 % en septembre 2015, ainsi que des taxes régionales telles que la cotisation sur l'énergie levée par la Flandre en mars 2016. Cette dernière taxe a été abolie au début de 2018. C'est cependant en Allemagne que la consommation de détail d'électricité est la plus taxée. Cela s'explique en grande partie par les contributions visant à financer les énergies renouvelables dans ce pays; les taxes autres que la TVA y représentent 40 % du prix à la consommation. La hausse continue depuis 2015 du prix de l'électricité facturé aux ménages belges se traduit par un écart de prix de plus en plus prononcé par rapport à ceux pratiqués en France et aux Pays-Bas, où ils sont nettement moins influencés par les diverses taxes. Ce faisant, il se rapproche de plus en plus du niveau du prix allemand.

NIVEAU ET COMPOSITION DES PRIX DE L'ÉLECTRICITÉ ET DU GAZ NATUREL

(moyennes semestrielles, euros par kilowatt-heure)



Source: CREG.

(1) Consommation type de 3 500 kWh par an avec compteur mono-horaire.

(2) Consommation type de 23 260 kWh par an.

Quant au prix du gaz, la valeur de la composante énergétique s'est généralement contractée au cours de la période récente, et elle affiche actuellement un niveau similaire dans les quatre pays (aux alentours de 2,5 cents par kilowatt-heure). Le prix final moins élevé en Belgique s'explique, vis-à-vis de l'Allemagne, par des prélèvements qui sont plus conséquents dans ce pays et, par rapport à la France, par des coûts de réseau qui y sont plus substantiels. En ce qui concerne les Pays-Bas, bien que le pays soit producteur de gaz, les consommateurs n'y bénéficient pas de prix plus intéressants. Les pouvoirs publics néerlandais appliquent en effet de lourdes surcharges par la voie de la «Regulerende Energiebelasting», le but étant de stimuler les économies d'énergie et la réduction des émissions de CO₂.

En introduisant le mécanisme du filet de sécurité en 2012, le gouvernement belge poursuivait l'objectif d'empêcher que les prix de l'électricité et du gaz ne dépassent la moyenne des pays voisins, tant pour les particuliers que pour les PME. Il a mis fin au mécanisme le 31 décembre 2017. Selon la CREG, ce dispositif a contribué à rendre l'information plus transparente pour les différents acteurs de marché, notamment en imposant l'utilisation, dans les contrats, de paramètres d'indexation liés aux cotations boursières de l'électricité et du gaz naturel. Certains aspects du mécanisme du filet de sécurité sont maintenus, tel le monitoring de la CREG en vertu duquel la base de données de tous les produits destinés aux clients résidentiels et aux PME est mise à jour. En outre, la CREG continuera de comparer les prix à l'échelle internationale. La suppression de ce dispositif met néanmoins un terme à certaines de ses missions de contrôle relatives, entre autres, à l'application des indexations trimestrielles qui entendaient principalement s'attaquer aux problèmes de volatilité des prix de l'énergie en Belgique.

Après une période de modération salariale, les salaires ont rebondi en 2017

Après deux années de croissance très modérée – soit 0,2 % en 2015 et 0,7 % en 2016 –, les salaires horaires bruts dans le secteur privé ont grimpé de 2 % en 2017. Parallèlement, les coûts salariaux horaires se sont inscrits en nette hausse, à concurrence de 1,7 %, alors qu'ils avaient reculé de 0,8 % l'année précédente et avaient enregistré une progression quasi nulle en 2015. L'année 2017 marque donc une nette inflexion après la période prolongée de modération salariale et de réduction des coûts du travail qui prévalait depuis 2009, sous l'effet de différentes mesures dont les résultats les plus intenses étaient apparus les deux années précédentes; celles-ci n'ont sans doute pas été étrangères à l'augmentation récente de l'intensité en emplois de la croissance.

L'accélération du rythme de progression des salaires bruts trouve essentiellement sa source dans l'effet de l'indexation de ceux-ci sur l'évolution des prix à la consommation. Ce mécanisme, qui est aussi appliqué aux rémunérations des fonctionnaires et aux allocations sociales, avait été suspendu par le gouvernement en avril 2015. Le paramètre de référence pour l'indexation, à savoir la moyenne sur quatre mois de l'indice-santé, avait dès lors été bloqué jusqu'à ce que ce dernier ait augmenté de 2 %, soit, dans les faits, jusqu'en avril 2016. Les modalités réglant la manière dont l'évolution de ce paramètre influence les

salaires sont déterminées de manière spécifique au niveau des commissions paritaires du secteur privé, ce qui entraîne un décalage plus ou moins important dans l'adaptation des salaires. Ainsi, en pratique, le saut d'index a exercé son effet en partie en 2015, mais la plus grande part s'est révélée en 2016, voire, pour les commissions paritaires qui disposeraient d'un mécanisme à intervalles fixes d'un an assorti d'une indexation s'effectuant au mois de mars, jusqu'en mars 2017. Les mécanismes ayant repris leur cours normal à l'issue de la période du saut d'index, l'indexation moyenne des salaires dans le secteur privé a contribué à hauteur de 1,6 % à la hausse des salaires bruts.

Outre par leur adaptation à l'inflation via l'indexation, les salaires bruts évoluent aussi selon les augmentations conventionnelles réelles. Celles-ci sont négociées au niveau sectoriel sur la base de l'accord interprofessionnel 2017-2018 conclu au niveau national par les partenaires sociaux, avec une norme salariale fixée à 1,1 % pour les deux années. Cette norme est plus large que celle qui avait été convenue pour les trois périodes bisannuelles précédentes, durant lesquelles elle avait été proche de zéro. Ces négociations sectorielles menées dans le courant de 2017 ont toutefois été telles que les augmentations conventionnelles ont encore été très limitées cette année, ne dépassant pas 0,2 %.

Enfin, la hausse des salaires est également influencée par d'autres éléments, comme les accords d'entreprise et les augmentations individuelles, mais aussi tout autre aspect

TABLEAU 4 COÛTS SALARIAUX DANS LE SECTEUR PRIVÉ

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

	2013	2014	2015	2016	2017 e
Coûts salariaux dans le secteur privé					
Salaires horaires bruts	2,5	1,2	0,2	0,7	2,0
Salaires conventionnels ⁽¹⁾	2,0	0,8	0,1	0,6	1,8
Adaptations conventionnelles réelles	0,1	0,0	0,0	0,0	0,2
Indexation	1,9	0,8	0,1	0,6	1,6
Glissement des salaires ⁽²⁾	0,5	0,4	0,1	0,1	0,1
Cotisations patronales ⁽³⁾	-0,1	-0,1	-0,1	-1,5	-0,3
Sécurité sociale	0,0	0,0	-0,1	-1,2	-0,3
dont: Impact des réductions de cotisations	0,0	-0,1	0,0	-1,0	-0,3
Autres cotisations ⁽⁴⁾	-0,1	-0,1	0,0	-0,4	0,0
Coûts salariaux horaires	2,4	1,1	0,2	-0,8	1,7
<i>p.m. Idem, selon le concept économique⁽⁵⁾</i>	2,4	1,0	0,1	-0,7	1,9
Coûts salariaux horaires dans le secteur public	3,4	1,2	0,6	2,8	2,7
dont: Indexation	2,3	0,0	0,0	1,0	2,0
Coûts salariaux horaires pour l'ensemble de l'économie	2,7	1,1	0,3	0,1	1,9

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 d'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, y compris les indemnités de licenciement.

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

qui affecte la structure des salaires. Au total, ces facteurs n'auraient guère eu d'incidence en 2017, le glissement des salaires, aussi appelé dérive salariale, étant estimé à 0,1 %. S'il n'est pas possible de quantifier l'ampleur de chacun de ces facteurs, on peut néanmoins considérer que les tensions sur le marché du travail, qui semblent se manifester de manière croissante dans certaines entreprises, pourraient à l'avenir conduire des employeurs à augmenter les salaires. Une éventuelle généralisation de telles hausses, y compris dans des secteurs, des entreprises ou des bassins régionaux qui seraient dans une situation moins favorable, fragiliserait les potentialités d'emplois. Les changements dans la structure de l'emploi, comme le relèvement du niveau de qualification, de l'âge ou de l'ancienneté, dans un contexte où les travailleurs plus âgés restent plus longtemps en emploi, accélèrent également le rythme de progression des salaires. Par contre, le recrutement de personnes peu qualifiées sur le marché du travail pourrait avoir eu l'effet inverse.

Outre par l'incidence des efforts de modération des salaires, l'allègement du coût du travail a été mené au travers de réductions des cotisations sociales patronales.

Ce volet de la politique du tax shift – qui intègre une partie des dispositions adoptées préalablement dans le cadre du pacte de compétitivité – a produit ses effets les plus importants en 2016, mais des étapes supplémentaires sont prévues jusqu'en 2020. Après avoir comprimé les coûts salariaux de 1 % en 2016, ces mesures les ont diminués de 0,3 % de plus en 2017. Cette nouvelle contraction résulte principalement de l'effet en année pleine de la baisse générale des cotisations sociales, qui avait pris cours à partir d'avril 2016, pour un budget complémentaire de 255 millions d'euros en 2017, ainsi que d'une nouvelle mesure d'abaissement des cotisations pour les premiers recrutements, à concurrence d'environ 40 millions d'euros additionnels en 2017. En plus des mesures de diminution des cotisations sociales patronales, le tax shift comporte aussi un volet d'allègements de la taxation des revenus des personnes physiques, programmés de 2016 à 2019.

Depuis la sixième réforme de l'État, les conditions et les règles d'attribution des réductions de cotisations ciblées sont fixées par les régions. Dans chacune d'entre elles, le recrutement de jeunes travailleurs, de travailleurs âgés ou de chômeurs de longue durée peut aller de pair avec

l'obtention de tels avantages. Selon la méthodologie des comptes nationaux, ces réductions ciblées sont considérées comme des subsides salariaux. Au-delà de ces réductions ciblées, l'importance des subsides salariaux a diminué en 2017, principalement sous l'effet de la conversion de l'exonération généralisée du précompte professionnel de 1 % en une baisse du taux de base des cotisations. Selon le concept économique, qui intègre l'effet des subsides, le coût salarial horaire dans le secteur privé s'est accru de 1,9 % en 2017.

S'établissant à 2,7 % en 2017, la hausse des coûts salariaux horaires dans le secteur public a de nouveau dépassé celle observée dans le secteur privé. En 2017, cela a résulté tant de l'effet plus important de l'indexation à la suite du franchissement de l'indice-pivot en mai, soit un an après le précédent, que d'un glissement des salaires plus significatif. Ce dernier facteur, qui semble d'ordre structurel, pourrait s'expliquer par le recrutement de fonctionnaires plus hautement diplômés, tandis que les départs à la retraite ont davantage concerné du personnel peu qualifié. L'augmentation du nombre de travailleurs sous statut contractuel au sein du secteur public pourrait également avoir contribué à ce glissement. La dérive salariale reflète cependant aussi les erreurs et omissions des différentes séries et se révèle assez fluctuante dans une perspective historique.

L'évolution des coûts salariaux en 2017 a été légèrement inférieure à celle enregistrée par les principaux partenaires

En 2017, selon les estimations du Conseil central de l'économie (CCE), la hausse moyenne des coûts salariaux dans le secteur privé chez nos trois principaux partenaires commerciaux aurait été légèrement supérieure à celle constatée en Belgique. Ce faible écart est imputable à la progression plus dynamique du coût salarial horaire en Allemagne, en ligne avec la France, et à une augmentation des coûts salariaux aux Pays-Bas plus faible qu'en Belgique. Les évolutions récentes s'inscrivent donc dans les perspectives sur lesquelles repose l'accord interprofessionnel 2017-2018.

Cet accord est le premier à avoir été négocié selon les nouvelles modalités fixées par la loi modifiant la loi de 1996 relative à la promotion de l'emploi et à la sauvegarde préventive de la compétitivité, promulguée le 19 mars 2017. Comme auparavant, cette loi se fonde sur l'évolution attendue des coûts salariaux dans les trois principaux pays voisins que sont l'Allemagne, la France et les Pays-Bas et sur les projections d'inflation pour la Belgique pour fixer la marge de négociation maximale disponible. Elle stipule en outre que les baisses de cotisations

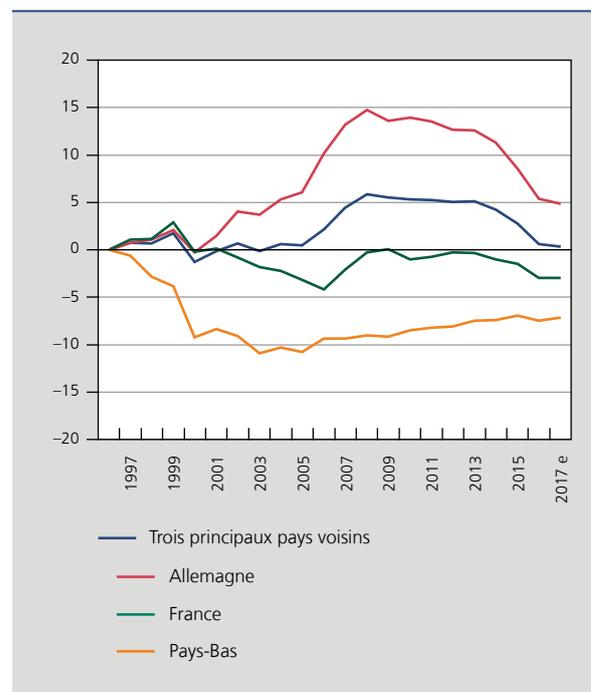
accordées dans le cadre du tax shift pour les années 2016 à 2020 ne peuvent pas être prises en compte pour déterminer l'écart salarial et que les nouvelles diminutions de cotisations prises en sus du ou après le tax shift ne pourront l'être qu'à concurrence de 50 %. Cette neutralisation des mesures de réduction a eu pour effet de relever la hausse du coût salarial horaire de référence dans le secteur privé de 0,8 point de pourcentage en 2016 et de 0,3 point en 2017 par rapport à l'estimation basée sur les comptes nationaux.

Le calcul de la marge maximale disponible doit désormais également incorporer des facteurs correctifs et une marge de sécurité, qui assure notamment qu'une partie de l'écart salarial en faveur de la Belgique est consacrée à réduire le handicap historique, à savoir celui qui existait déjà avant l'entrée en vigueur de la loi de 1996. Le niveau de ce handicap doit toutefois encore être estimé par le CCE.

La comparaison de l'évolution des coûts salariaux horaires en Belgique et dans les principaux pays partenaires est un indicateur pertinent pour juger celle du coût relatif de la

GRAPHIQUE 28 LE HANDICAP DE LA BELGIQUE EN MATIÈRE DE SALAIRES HORAIRES EST RESTÉ QUASI NUL EN 2017

(écarts⁽¹⁾ cumulés depuis 1996 dans le secteur privé, pourcentages)

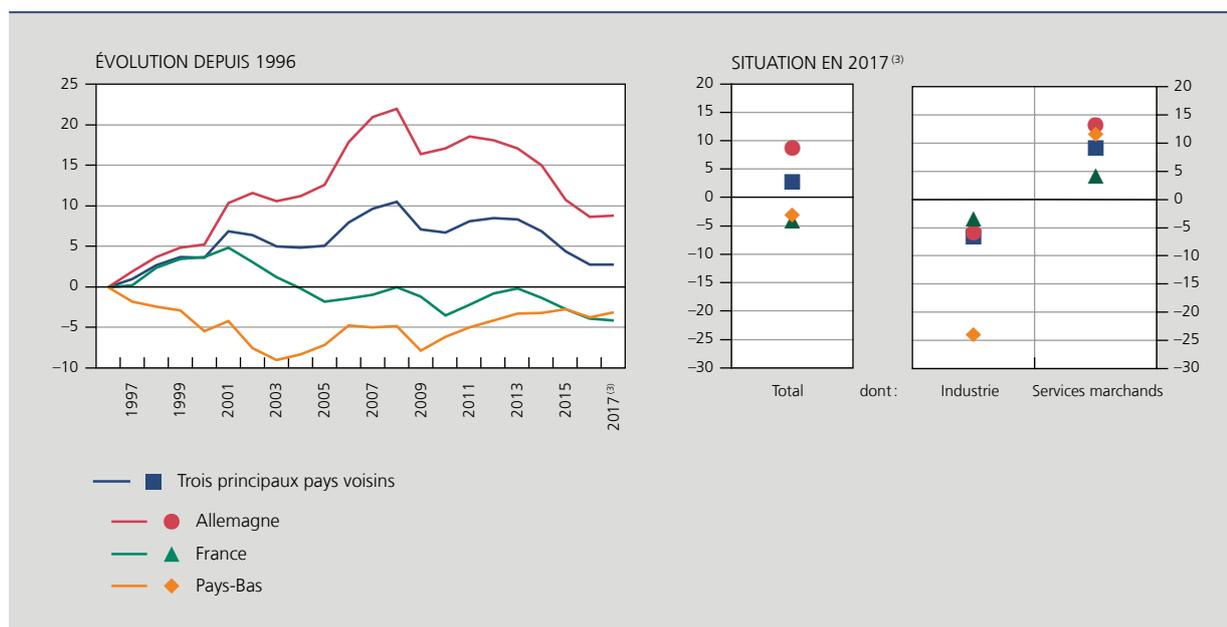


Source : CCE.

(1) Selon le mode de calcul défini par la loi révisée relative à la promotion de l'emploi et à la sauvegarde préventive de la compétitivité. Un signe positif indique un gain de compétitivité de l'économie concernée par rapport à la Belgique.

GRAPHIQUE 29 L'ÉCART⁽¹⁾ D'ÉVOLUTION DES COÛTS SALARIAUX PAR UNITÉ PRODUITE VIS-À-VIS DES TROIS PRINCIPAUX PAYS VOISINS EST RESTÉ STABLE

(écarts cumulés depuis 1996 dans le secteur des entreprises⁽²⁾, pourcentages)



Source : Eurostat.

(1) Un signe positif indique un gain de compétitivité de l'économie concernée par rapport à la Belgique.

(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.

(3) Trois premiers trimestres.

main-d'œuvre en Belgique, mais elle n'intègre cependant pas la dimension de la productivité. La loi révisée prévoit également que le CCE fasse rapport sur trois autres mesures de l'écart salarial de la Belgique, soit l'écart absolu des coûts salariaux, l'écart absolu des coûts salariaux corrigé pour le niveau de productivité et, enfin, l'écart des coûts salariaux corrigé pour les diminutions de cotisations patronales et les subsides salariaux en Belgique et dans les trois principaux pays partenaires depuis 1996, de manière à compléter l'information dont disposent les partenaires sociaux lors des négociations interprofessionnelles.

Si la position de compétitivité de la Belgique peut être appréhendée par le handicap salarial officiel calculé par le CCE, qui intègre la neutralisation des réductions de cotisations au titre du tax shift, elle peut aussi l'être sur la base de l'écart salarial en termes d'unités produites. Cette mesure présente une évolution neutre si une progression plus rapide des coûts salariaux va de pair avec une accélération plus vive de la productivité.

Les développements en termes de coûts salariaux horaires ne peuvent en principe pas s'écarter durablement de ceux de la productivité du travail. Comme illustré à la section 2.1, la croissance intensive en emplois observée ces dernières années en Belgique découle cependant en

partie de la plus grande participation de travailleurs moins qualifiés ou dont la progression de la productivité était inférieure à la moyenne, ce qui a pesé sur le redressement de la productivité. Le profil du handicap en termes de coûts unitaires est resté proche de celui exprimé en termes de coûts salariaux horaires, même si le relèvement de la productivité a été moindre en Belgique ces deux dernières années. La décomposition par branche d'activité montre que la faiblesse relative de la Belgique est surtout marquée dans les services marchands, qui constituent par ailleurs une branche de plus en plus importante de l'économie.

2.3 La demande intérieure, pierre angulaire de la croissance belge

En 2017, le raffermissement de l'activité en Belgique s'est largement appuyé sur les investissements⁽¹⁾ des entreprises

(1) L'analyse des différentes composantes de la demande est affectée par des opérations spécifiques importantes, mais qui n'ont guère de répercussions directes sur l'activité économique en Belgique. Il s'agit par exemple de changements dans l'organisation internationale des circuits de distribution au sein de multinationales, qui affectent les flux bruts d'exportations comme d'importations, ou encore d'acquisitions à l'étranger d'actifs tangibles ou intangibles (navires ou brevets), qui sont enregistrées à la fois dans la formation brute de capital fixe et en tant qu'importations. Dans la mesure où il est possible d'identifier ces opérations, l'analyse en a été expurgée.

TABLEAU 5 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)

	2013	2014	2015	2016	2017 e
Consommation privée	0,7	0,6	0,9	1,7	1,1
Consommation publique	0,3	0,7	0,5	0,5	1,1
Formation brute de capital fixe	-1,5	6,0	2,7	3,6	1,2
Logements	-3,9	5,7	1,0	2,6	-0,2
Entreprises	-0,2	6,4	3,5	4,9	1,3
<i>p.m. Sans les opérations spécifiques importantes</i>	-0,2	2,9	2,7	5,0	5,5
Administrations publiques	-4,3	3,6	1,0	-3,1	3,1
<i>p.m. Dépenses intérieures finales</i> ⁽¹⁾	0,1	1,8	1,2	1,8	1,2
Variation des stocks ⁽²⁾	-0,4	0,3	0,2	0,2	0,3
Exportations nettes de biens et de services ⁽²⁾	0,5	-0,8	0,0	-0,6	0,3
<i>p.m. Sans les opérations spécifiques importantes</i> ⁽²⁾	0,5	-0,2	0,2	-0,6	-0,3
Exportations de biens et de services	0,9	5,2	3,3	7,5	4,5
<i>p.m. Sans les opérations spécifiques importantes</i>	0,9	5,2	3,3	2,9	3,7
Importations de biens et de services	0,3	6,2	3,3	8,4	4,2
<i>p.m. Sans les opérations spécifiques importantes</i>	0,3	5,5	3,1	3,8	4,2
PIB	0,2	1,4	1,4	1,5	1,7

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.

et sur les exportations. Le contenu en importations de ces deux composantes étant élevé, ces dernières se sont elles aussi nettement accrues, de sorte que la contribution des exportations nettes à la croissance du PIB est restée faible en 2017. Le rythme de progression du total des dépenses publiques de consommation et d'investissement s'est également accéléré par rapport à l'année précédente. Celui de la consommation publique est toutefois demeuré en retrait de l'expansion du PIB.

La consommation privée s'est essoufflée, en particulier celle de biens durables

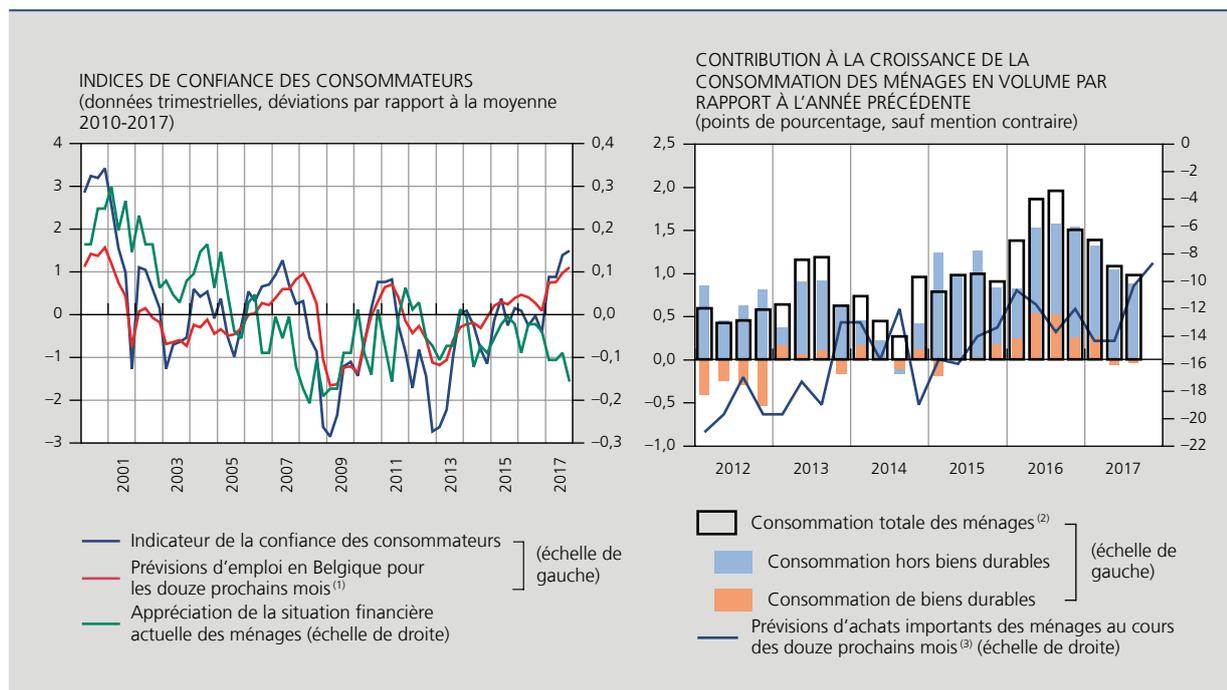
Même si, en raison de son importance, la consommation privée a continué d'apporter une contribution significative à la croissance du PIB, celle-ci s'est ralentie durant l'année écoulée. Cette décélération a surtout été manifeste vers le milieu de l'année, lorsque les forts effets de base résultant d'un surcroît temporaire de dynamisme un an plus tôt se sont estompés. Elle est survenue en dépit de l'orientation très positive de la confiance des consommateurs. Depuis deux ans, l'indicateur de la Banque s'affiche nettement au-dessus de sa moyenne historique, puisqu'il a atteint dans le courant de 2017 son plus haut niveau depuis plus de 16 ans. La confiance

des consommateurs s'est graduellement améliorée au fil de l'année, principalement grâce à l'embellie des perspectives en matière de chômage.

Une partie du vigoureux rebond de la consommation des ménages observé au début de 2016 peut être attribuée à l'évolution de la consommation de biens durables. Selon les statistiques publiées pour la première fois en 2017 par l'ICN, les achats de biens assortis d'une durée d'utilisation attendue de plus de trois ans réalisés par les ménages – par exemple les gros appareils ménagers ou les véhicules – ont été particulièrement soutenus en 2015 et au début de 2016. À ce moment-là, les perspectives des ménages quant à la situation sur le marché du travail et à leurs revenus s'étaient redressées et l'incertitude économique s'était affaiblie, ce qui a probablement conduit certains ménages à accroître leur demande de biens, notamment celle de biens durables. Il est possible que l'environnement de taux bas, le gain de pouvoir d'achat généré par le faible niveau des cours pétroliers, ou encore un mouvement de rattrapage d'une demande précédemment contenue ait alors également temporairement soutenu les achats de ces biens.

Le ralentissement de la consommation de biens durables à partir du troisième trimestre de 2016, le taux de croissance

GRAPHIQUE 30 LA CONSOMMATION DES MÉNAGES A RALENTI APRÈS UN PIC D'ACHAT DE BIENS DURABLES ET EST DAVANTAGE EN LIGNE AVEC LEUR APPRÉCIATION DE LEUR SITUATION FINANCIÈRE



Sources : ICN, BNB.

(1) Cet indicateur est l'inverse de celui publié par la BNB.

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

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

devenant négatif en glissement annuel aux deuxième et troisième trimestres de 2017, est allé de pair avec le recul de l'indicateur de l'enquête auprès des ménages relatif aux prévisions d'achats importants au cours des douze prochains mois qui a été observé entre le début de 2016 et le deuxième trimestre de 2017. Le cycle des achats de biens durables, qui, une fois réalisés, ne sont pas réitérés à court terme, a donc contribué à la relative faiblesse de la consommation en 2017. Ce n'est cependant pas la seule explication, la consommation des ménages hors biens durables s'étant aussi quelque peu modérée.

Par ailleurs, si l'amélioration apparemment sensible du sentiment des ménages reflète en grande partie un repli des craintes de chômage, elle ne prend pas en compte le jugement qu'ils portent sur leur situation financière actuelle, ce dernier indicateur n'étant pas repris dans le calcul de l'indicateur global de confiance. Dans un contexte de croissance faible, voire négative, des salaires en termes réels jusqu'à récemment, l'appréciation de la situation financière s'est maintenue à un niveau relativement bas en 2017. Cette dichotomie inhabituelle entre l'évolution positive quant aux attentes des ménages en matière de chômage, d'une part, et la stagnation de

l'évaluation de leur situation financière, d'autre part, pourrait expliquer que le lien avec le profil de la consommation se soit distendu.

Les investissements en logements présentent une évolution similaire à celle de la consommation de biens durables. Leur taux de progression est même tombé en territoire négatif en 2017, et ce après trois années de croissance soutenue, malgré des taux hypothécaires toujours historiquement bas. Il convient cependant de noter que le niveau des dépenses reste élevé après le vif redressement qu'elles ont affiché les années précédentes, tant sur le plan de la consommation de biens durables que sur celui des investissements en logements.

La croissance du revenu disponible des particuliers a alimenté à la fois la consommation et l'épargne

Le revenu disponible des particuliers a nettement rebondi en 2017 et a progressé de 1,3 % en termes réels, contre 0,9 % en 2016 et 0,4 % en moyenne les trois années précédentes. La cause principale de cette remontée réside dans l'augmentation des revenus du travail, sous l'effet en

TABLEAU 6 DÉTERMINANTS DU REVENU DISPONIBLE BRUT DES PARTICULIERS, À PRIX COURANTS

(pourcentages de variation par rapport à l'année précédente, sauf mention contraire)

	2013	2014	2015	2016	2017 e	p.m. Milliards d'euros
						2017 e
Revenu primaire brut ⁽¹⁾	1,2	1,0	0,6	1,5	3,6	242,9
Salaires bruts	1,8	1,5	0,8	2,5	3,4	163,6
Volume de l'emploi salarié	-0,7	0,2	0,6	1,2	1,4	
Salaires bruts par heure ouvrée ⁽¹⁾	2,6	1,3	0,2	1,2	2,0	
Excédent brut d'exploitation et revenu mixte brut	-0,1	3,3	1,5	0,9	3,0	51,6
Revenus de la propriété ⁽²⁾	0,2	-5,1	-2,5	-2,9	5,3	27,7
Intérêts reçus	-31,4	-33,5	-17,4	-22,2	-41,3	1,4
Intérêts versés	-30,6	-4,3	2,0	-17,3	-51,1	1,0
Dividendes reçus	11,4	3,0	3,6	-0,4	3,8	15,9
Autres	1,0	-0,9	-4,6	-4,1	7,9	11,2
Transferts courants nets ⁽¹⁾	-2,5	5,7	20,3	49,9	-13,0	5,7
Transferts courants reçus	3,4	1,6	1,7	2,4	2,4	98,1
Transferts courants versés ⁽¹⁾	3,7	1,5	0,9	0,0	3,5	92,5
Revenu disponible brut	1,2	1,1	0,9	2,4	3,1	248,5
<i>p.m. En termes réels</i> ⁽³⁾	0,3	0,5	0,3	0,9	1,3	
Taux d'épargne ⁽⁴⁾	12,5	12,3	11,9	11,2	11,3	

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) 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.

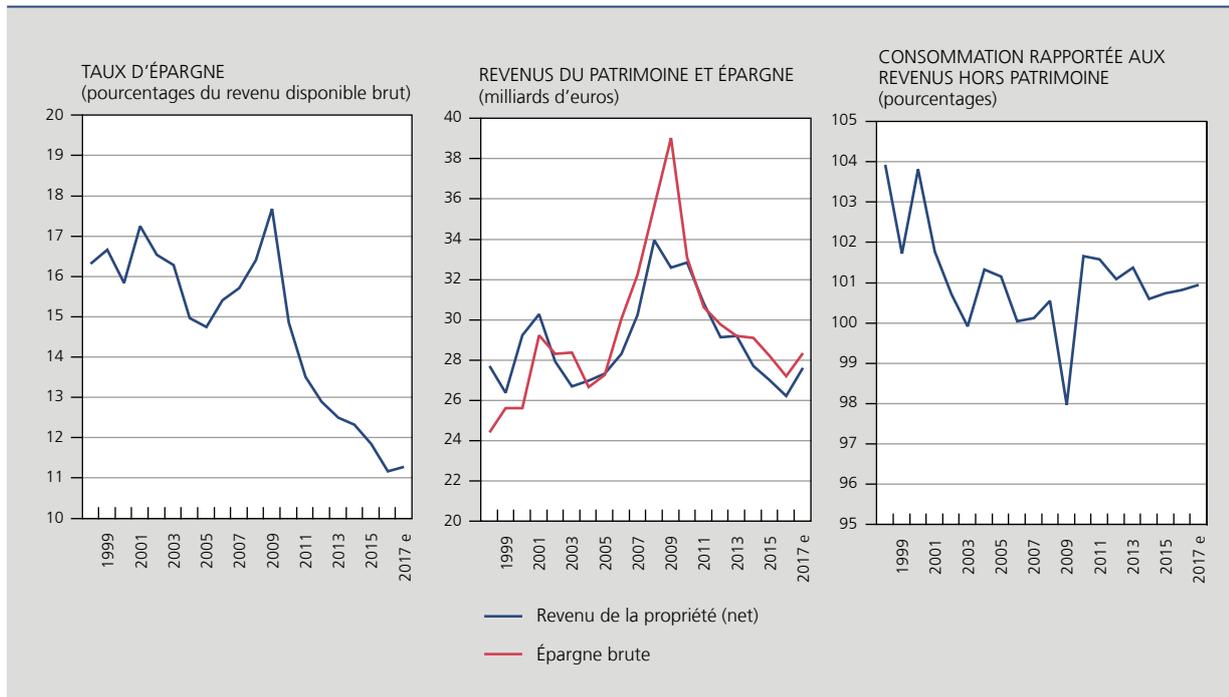
particulier de la solide création d'emplois. Dans le même temps, le relèvement des salaires bruts par heure ouvrée (à l'exclusion des cotisations sociales patronales) s'est renforcé, passant, à prix courants, de 0,2 % en 2015 à 1,2 % en 2016, puis à 2 % en 2017. Compte tenu de la hausse des prix mesurée par le déflateur de la consommation privée, les salaires horaires ont très modestement gonflé en termes réels en 2017, de 0,2 %, alors qu'ils avaient reculé d'environ 0,3 % par an en 2015 et en 2016. Au cours de cette période, les effets du saut d'index, qui avaient commencé à se faire sentir en 2015, ont été très importants en 2016, avant de s'amenuiser en 2017. Dans le secteur privé, le léger accroissement des salaires réels résulte de la hausse, certes encore limitée, des salaires conventionnels octroyée en 2017, après que ceux-ci avaient été gelés les deux années antérieures.

Les autres catégories de revenus ont également participé à l'accélération du pouvoir d'achat. L'ensemble constitué par l'excédent brut d'exploitation et le

revenu mixte brut des indépendants a sensiblement grimpé en 2017, sous l'effet de la conjoncture économique favorable. Pour leur part, contrairement aux trois années précédentes, les revenus de la propriété perçus par les ménages se sont accrus en 2017, notamment parce que les dividendes distribués par les sociétés ont augmenté.

En revanche, le montant net des transferts reçus de et versés à d'autres secteurs s'est replié en 2017, ce qui a quelque peu érodé la progression du revenu disponible des ménages. Cet effet est lui aussi lié au raffermissement de l'économie, et notamment à la forte création d'emplois. En soutenant la masse salariale, cette dernière a en effet non seulement généré davantage d'impôts sur les revenus, mais également permis un recul du chômage, et donc du montant consacré au paiement des allocations de chômage. Par ailleurs, les différentes mesures de soutien au pouvoir d'achat liées au tax shift n'ont guère exercé d'effets significatifs sur le revenu des ménages en 2017,

GRAPHIQUE 31 LE TAUX D'ÉPARGNE S'EST STABILISÉ



Sources : ICN, BNB.

contrairement à ce qui avait été observé en 2016, avec l'introduction de la première phase de celui-ci.

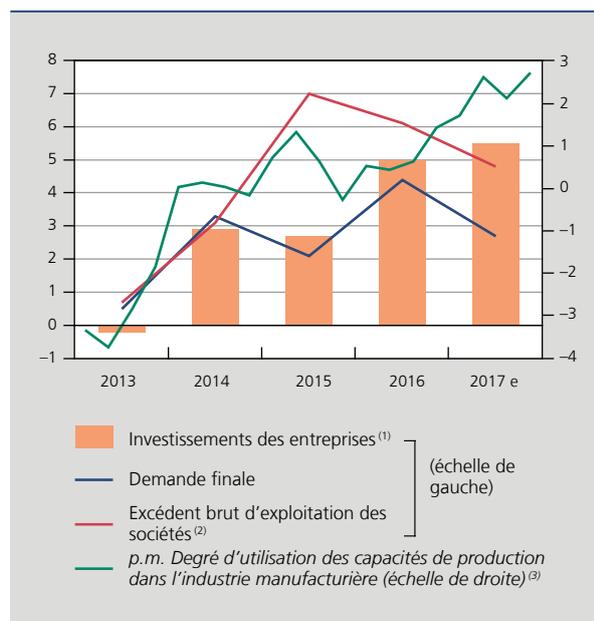
La consommation s'est accrue de 1,1 % en termes réels, soit un peu moins que le revenu disponible. Le taux d'épargne a dès lors très légèrement augmenté en 2017, après plusieurs années de contraction. Alors que les ménages épargnaient 17,7 % de leur revenu disponible en 2009, ce ratio est retombé à 11,2 % en 2016 et est remonté à 11,3 % en 2017. La hausse, certes faible, de l'épargne des ménages en 2017 a été soutenue par le rebond des revenus de la propriété, les ménages ayant tendance à épargner une large proportion de ce type de revenus.

Les entreprises ont continué d'investir de manière soutenue

En 2017, outre sur des créations d'emplois, l'amélioration des conditions économiques et, dans la foulée, l'optimisme affiché par la majorité des chefs d'entreprise, ont de nouveau débouché, comme cela avait déjà été le cas l'année précédente, sur des investissements soutenus des entreprises. Ces derniers n'ont certes affiché qu'une augmentation modérée de 1,3 %, mais ce taux est comprimé par des opérations d'achat ou de vente spécifiques de grande ampleur qui avaient été effectuées à l'étranger

GRAPHIQUE 32 DES FONDAMENTAUX SOLIDES POUR LES INVESTISSEMENTS DES ENTREPRISES

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



Sources : ICN, BNB.

- (1) Données corrigées des opérations spécifiques importantes.
- (2) Données en valeur nominale.
- (3) Écart, en points de pourcentage, par rapport à la moyenne historique.

TABLEAU 7 DÉTERMINANTS DE L'EXCÉDENT BRUT D'EXPLOITATION DES ENTREPRISES⁽¹⁾, À PRIX COURANTS

(pourcentages de variation par rapport à l'année précédente, sauf mention contraire)

	2013	2014	2015	2016	2017 e
Marge brute d'exploitation par unité vendue ⁽²⁾	0,3	-0,7	4,3	1,1	1,6
Prix de vente unitaires	0,0	-0,8	-1,4	-0,4	1,9
Sur le marché intérieur	0,9	0,5	0,4	1,1	1,7
À l'exportation	-0,3	-1,9	-3,0	-1,6	1,3
Coûts par unité vendue	0,0	-0,8	-2,4	-0,7	1,9
Biens et services importés	-0,6	-2,1	-3,8	-2,3	1,7
Coûts d'origine intérieure par unité produite ^{(2),(3)}	1,2	0,3	-1,0	0,6	1,7
dont:					
Coûts salariaux unitaires ⁽⁴⁾	1,5	0,1	-1,3	-0,6	1,6
Impôts indirects nets unitaires	0,0	0,6	-0,6	6,2	2,4
Ventes finales à prix constants	0,4	3,8	2,6	5,0	3,1
Excédent brut d'exploitation des sociétés	0,7	3,1	7,0	6,1	4,8

Sources: ICN, BNB.

(1) Entreprises 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.

l'année précédente et dont l'impact sur l'économie est limité. Corrigée de l'incidence de ces opérations spécifiques, la croissance des investissements des entreprises atteindrait 5,5 %, soit un taux encore supérieur au résultat de 2016 – une année déjà considérée comme dynamique au niveau des investissements – et qui dépasse largement la moyenne observée entre 2013 et 2015.

Dans le secteur manufacturier, plus particulièrement, l'embellie de l'activité s'est traduite par une hausse sensible du degré d'utilisation des capacités de production, y compris du recours au capital physique. En octobre 2017, le taux d'utilisation a progressé de 1,3 point de pourcentage par rapport à l'année précédente, atteignant 81,7 %, soit son niveau le plus élevé depuis 2008. Le redressement est assez général au sein des différentes activités de l'industrie, fût-il plus marqué dans la production de biens de consommation et de biens intermédiaires. Le dynamisme des investissements n'a d'ailleurs pas été circonscrit à l'industrie manufacturière puisque, selon les données tirées des déclarations à la TVA pour les trois premiers trimestres de l'année, les services marchands et les services non marchands ont également participé à la croissance des investissements. Seules les entreprises de la construction ont montré plus de retenue à cet égard.

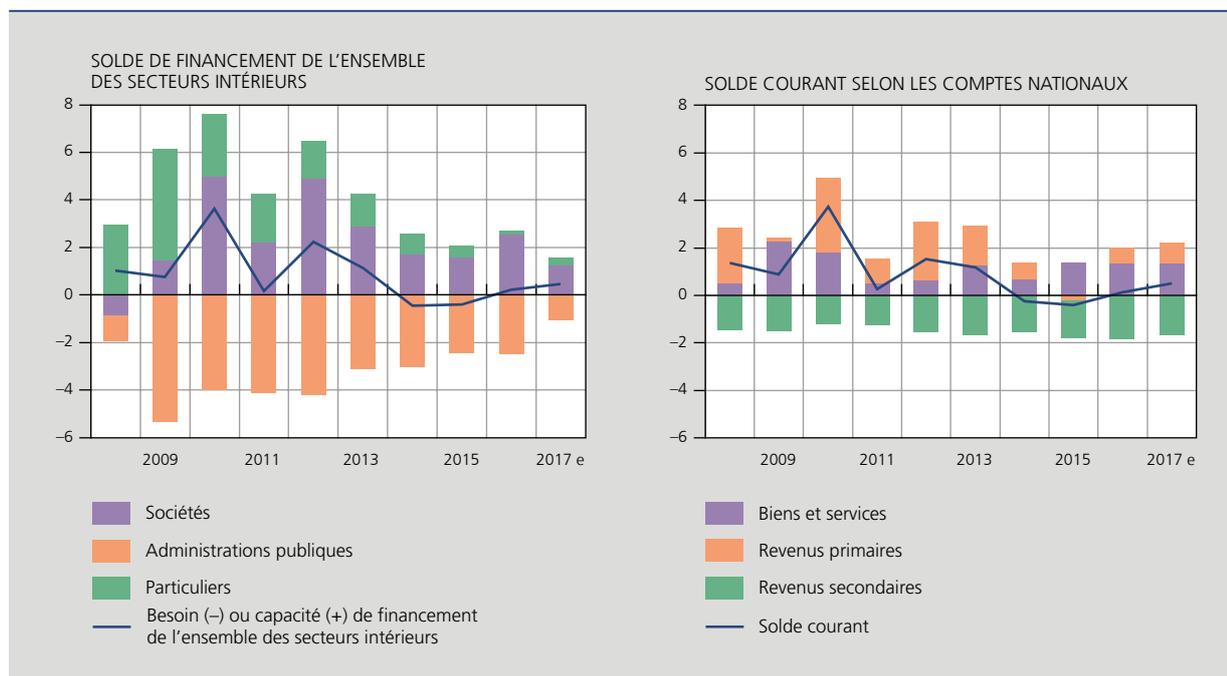
Les possibilités de financement des entreprises ont été globalement souples, et donc propices aux

investissements, et ce sur le plan du financement tant externe qu'interne. Le financement externe a été favorisé par la politique monétaire accommodante, qui a maintenu les coûts d'emprunt à un faible niveau. Dans le même temps, les ressources internes des entreprises ont continué de progresser, et ce malgré des coûts unitaires en hausse pour la première fois depuis 2013. L'excédent brut d'exploitation des entreprises, c'est-à-dire le revenu qu'elles génèrent par leur activité, a ainsi grimpé de 4,8 % en termes nominaux en 2017, soit un taux de croissance certes inférieur à la moyenne des trois années précédentes, mais toujours supérieur à celui du PIB.

En 2017, l'accélération du volume des ventes a conservé un rythme soutenu de 3,1 %, tandis que la marge brute d'exploitation unitaire dégagée par les entreprises s'est élargie de 1,6 %. Ceci reflète un taux de marge stable, les prix de vente et les coûts unitaires ayant gonflé dans la même proportion – de 1,9 % –, soit un taux de croissance qui n'avait plus été observé depuis 2012. Le coût par unité vendue s'est accru, contrairement aux trois années précédentes, non seulement parce que les biens et les services importés se sont renchérissés (en particulier les produits pétroliers), mais aussi parce que les coûts salariaux ont rebondi, en conséquence des développements positifs survenus sur le marché du travail. Le coût unitaire a par ailleurs été alourdi par une augmentation de 2,4 % des impôts indirects nets unitaires, qui a toutefois été moindre qu'en 2016.

GRAPHIQUE 33 LE SOLDE COURANT S'EST CONSOLIDÉ À UN NIVEAU PROCHE DE L'ÉQUILIBRE

(pourcentages du PIB)



Sources : ICN, BNB.

Le solde des opérations courantes avec le reste du monde est resté proche de l'équilibre

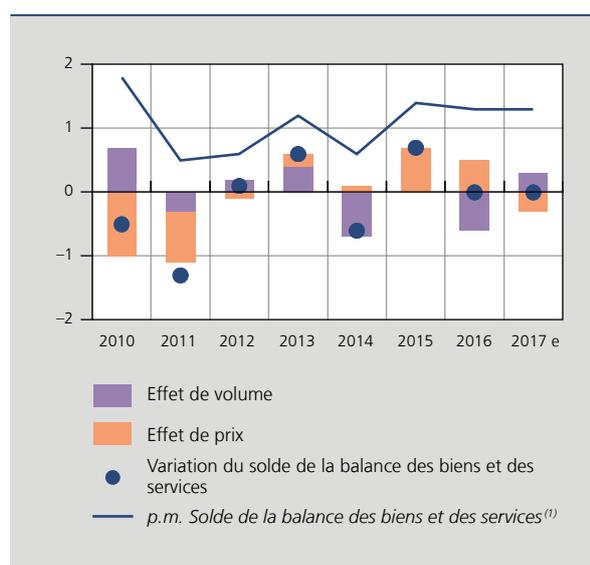
Comme l'année précédente, la capacité de financement de l'économie s'est quelque peu redressée en 2017, consolidant ainsi un solde légèrement positif. Selon l'estimation basée sur les comptes nationaux, ce dernier s'élèverait à quelque 0,4 % du PIB, contre 0,2 % en 2016. Cette évolution tient principalement à la réduction du besoin de financement des administrations publiques. Le raffermissement de la capacité de financement des particuliers – même si celle-ci reste faible par rapport aux niveaux observés dans le passé – a lui aussi contribué à cette embellie, à la suite de la stabilisation de leur niveau d'épargne et du ralentissement de leurs investissements en logements. En revanche, le dynamisme des investissements des entreprises a érodé le surplus de financement des entreprises.

L'évolution favorable de la capacité de financement de l'ensemble des secteurs de l'économie belge trouve essentiellement son origine dans l'amélioration du solde des flux de revenus avec le reste du monde. Pour sa part, l'excédent enregistré sur les opérations sur biens et sur services est resté stable en 2017. En effet, bien que la croissance des exportations en volume (4,5 %) ait été quelque peu supérieure à celle des importations (4,2 %), l'économie belge a subi une détérioration de ses termes de l'échange,

de l'ordre de 0,4 %, le prix des exportations ayant progressé moins rapidement que celui des importations. Cette

GRAPHIQUE 34 STABILISATION DE L'EXCÉDENT COMMERCIAL

(points de pourcentage du PIB, sauf mention contraire)

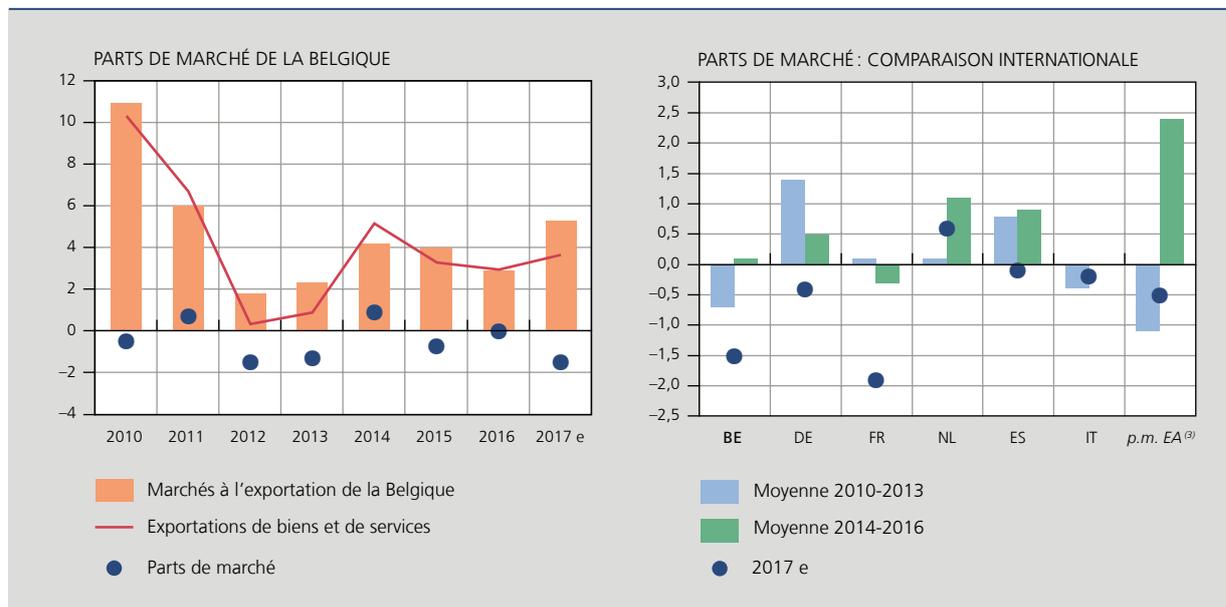


Sources : ICN, BNB.

(1) Pourcentages du PIB.

GRAPHIQUE 35 DES PERFORMANCES À L'EXPORTATION MOINDRES QUE CELLES DE NOS VOISINS EUROPÉENS^{(1), (2)}

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



Sources: BCE, ICN, BNB.

(1) Les exportations belges sont estimées hors effet de la réorganisation des activités d'une entreprise du secteur pharmaceutique.

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

(3) À l'exclusion des échanges intra-zone euro.

dégradation s'explique notamment par la remontée des prix des produits énergétiques qui, en raison du poids plus important de ceux-ci dans le panier des biens importés, a pesé de façon plus significative et immédiate sur les prix à l'importation que sur ceux à l'exportation, alourdissant la facture nette des produits énergétiques. L'appréciation de l'euro n'aurait que partiellement compensé cette hausse des prix énergétiques au cours de l'année 2017.

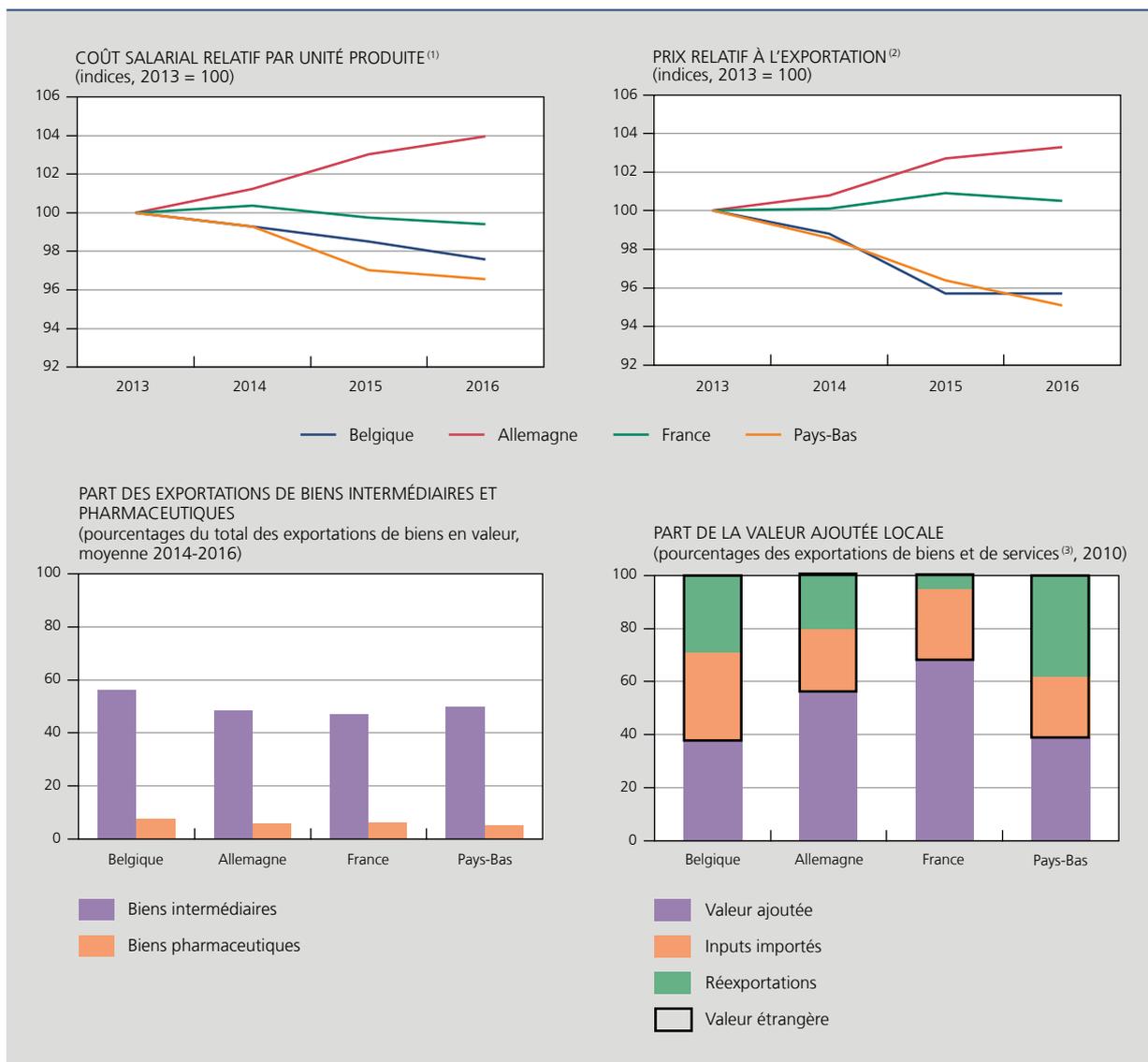
Depuis 2016, la réorganisation des activités commerciales d'une multinationale du secteur pharmaceutique, dont les transactions transitent plus largement par ses filiales implantées en Belgique, a par ailleurs considérablement gonflé les exportations et les importations de la Belgique. Si cette réorientation d'activités n'a pas eu d'incidence nette sur le PIB belge, puisqu'elle a affecté les deux flux commerciaux de manière similaire, elle perturbe néanmoins l'évaluation des performances à l'exportation de la Belgique. Si on expurge les statistiques de cet effet, il apparaît que les entreprises exportatrices belges n'auraient pas perdu de parts de marché en 2016, tandis que la croissance de leurs ventes à l'étranger serait restée en retrait de celle de la demande d'importations émanant de ses principaux partenaires commerciaux en 2017.

En dépit de ces pertes subies en 2017, sur la période allant de 2014 à 2016, les parts de marché de la Belgique se

sont stabilisées, après que le pays avait accusé une perte moyenne de 0,7 % par an durant la période d'après-crise, de 2010 à 2013. Cette amélioration n'est pas propre à la Belgique: un mouvement dans le même sens s'observe également dans d'autres pays de la zone euro – ce n'est toutefois pas le cas en Allemagne, où les gains de parts de marché se sont amenuisés entre les deux périodes, ni en France, où de légères pertes ont été enregistrées sur la période 2014-2016 –, qui ont tous bénéficié du contexte lié à la dépréciation de l'euro, mais aussi, pour certains d'entre eux, de mesures de modération salariale. La compétitivité-coût relative de la Belgique par rapport à ses concurrents de la zone euro s'est également raffermie ces dernières années, et cette variation des coûts unitaires du travail semble s'être répercutée en grande partie dans les prix des exportations au cours de la période récente.

De manière générale, les performances à l'exportation restent toutefois en retrait de celles des pays partenaires. Bien qu'ils aient permis de réduire l'ampleur du retard de la Belgique en la matière, les efforts de modération salariale et de réduction du coût du travail ne se reflètent que progressivement et partiellement dans l'évolution des exportations, et ce pour plusieurs raisons. D'abord, eu égard notamment à la plus grande proportion de biens intermédiaires dans le total des biens exportés, l'élasticité-prix des exportations belges est relativement faible.

GRAPHIQUE 36 DES PERFORMANCES À L'EXPORTATION QUI NE DÉPENDENT PAS QUE DE L'AMÉLIORATION DE LA COMPÉTITIVITÉ-COÛT



Sources : BCE, ICN, BNB.

- (1) Évolution relative du coût salarial unitaire nominal du pays considéré par rapport à la moyenne de l'ensemble des pays de la zone euro, pondérée par le poids des exportations de biens du pays vers les pays constituant le panel retenu.
 (2) Évolution relative du déflateur des exportations de biens et de services du pays considéré par rapport à la moyenne de l'ensemble des pays de la zone euro, pondérée par le poids des exportations de biens du pays vers les pays constituant le panel retenu.
 (3) Selon les comptes nationaux.

En effet, dans le contexte globalisé des chaînes de valeur, les exportateurs belges sont principalement actifs dans l'exportation de ce type de biens, pour lesquels les prix ne joueraient pas un rôle essentiel, du moins à court terme. Il est en effet difficile de modifier rapidement les chaînes de valeur mises en place, surtout si celles-ci ont lieu entre entités d'un même groupe, comme c'est fréquemment le cas en Belgique. En revanche, la comparaison des coûts de production constitue un facteur de poids dans le choix de la localisation des unités de production au sein de ces chaînes. Ensuite, comme pour nos trois pays voisins, la

part de biens exportés à haut degré technologique est importante en Belgique. Or, les biens à haute intensité de R&D, tels que les biens pharmaceutiques, sont moins sensibles à une variation des prix que les biens présentant une technologie plus standardisée. Enfin, l'impact de la compétitivité-coût sur les exportations nettes et sur la croissance est également limité par le fait que le contenu en importations des exportations de la Belgique est plus élevé que celui de ses pays voisins – ou, à l'inverse, que la valeur ajoutée domestique y est moindre. Il n'en demeure pas moins que la valeur ajoutée exportée par l'économie

belge est considérable, compte tenu de la taille des exportations dans l'économie.

Globalement, l'évolution de la capacité de financement de l'ensemble des secteurs de l'économie belge se reflète dans les données de la balance des paiements. Selon cette statistique, le solde courant, à $-0,2\%$ du PIB, est resté proche de l'équilibre en 2017, à l'instar des deux années précédentes, après qu'il avait accusé un déficit de $0,9\%$ du PIB en 2014.

Contrairement à l'évolution du surplus des biens et des services, qui s'est réduit de 5,6 à 2,7 milliards d'euros selon la balance des paiements, le solde des revenus primaires s'est accru en 2017, passant de quelque 2,7 milliards d'euros en 2016 à environ 3,6 milliards. Cette amélioration résulte essentiellement du moindre déficit des revenus nets de placements et d'investissements vis-à-vis du reste du monde. Toutefois, le solde négatif de ces revenus nets d'investissements demeure particulier au regard de la position extérieure nette de la Belgique, qui reste largement excédentaire, à près de 50% du PIB.

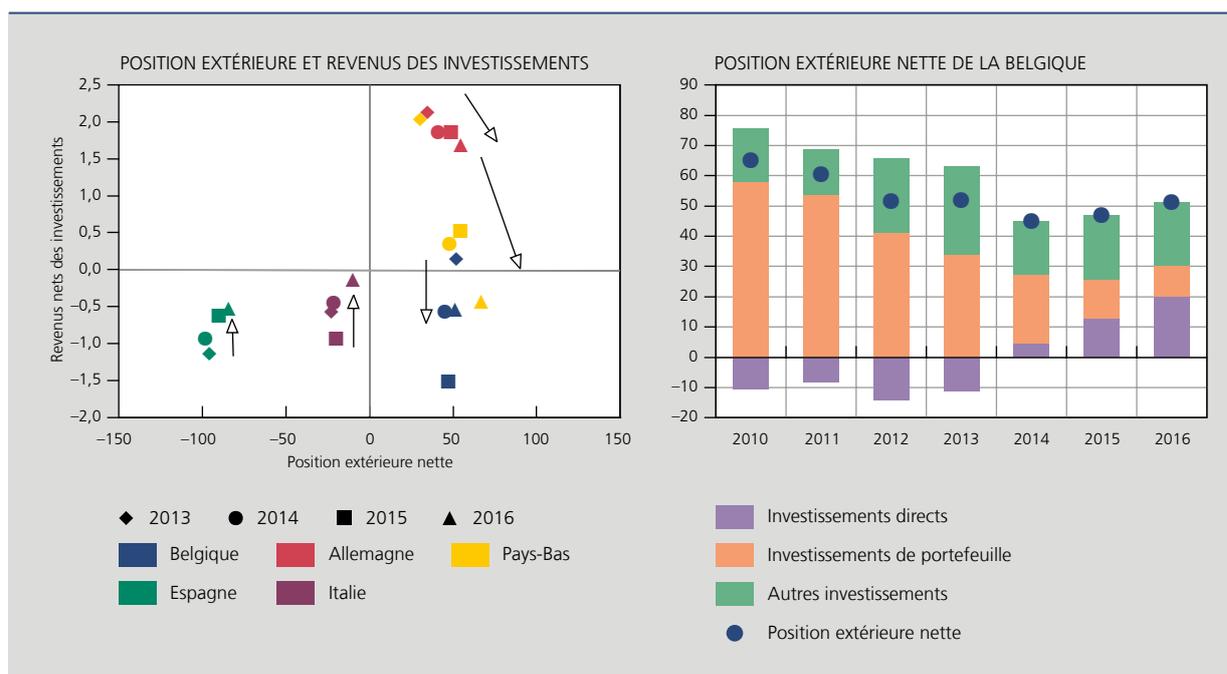
Certes, la détérioration des revenus de placements et d'investissements de la Belgique observée entre

2012 et 2016 s'inscrit dans le contexte d'un recul généralisé des rendements des produits d'investissement sur les marchés. Cette tendance favorise les pays dont les engagements extérieurs sont supérieurs à leurs avoirs sur l'étranger, comme l'Italie et l'Espagne, au contraire de pays créditeurs nets sur l'étranger, tels la Belgique, l'Allemagne ou les Pays-Bas. Il n'empêche que le déficit au titre des revenus de placements qui avait été enregistré en Belgique était relativement conséquent par rapport à celui de certains autres pays de la zone euro.

Ces revenus d'investissements nets négatifs s'expliquent à la fois par un effet de composition de la position extérieure nette et par un effet de rendement. Ainsi, les avoirs nets de la Belgique vis-à-vis du reste du monde sont notamment constitués de larges positions en termes d'« investissements de portefeuille » et d'« autres investissements » (qui regroupent, entre autres, les dépôts et les prêts de différents secteurs, dont le secteur bancaire, les crédits commerciaux, etc.). Or, cette dernière catégorie aurait gagné en importance, alors qu'il s'agit précisément des investissements dont le rendement implicite est le plus bas. Par ailleurs, les rendements implicites de ces catégories d'investissements seraient plus faibles du côté des avoirs extérieurs que de celui des engagements, en particulier au niveau des « investissements directs ». Des considérations d'ordre

GRAPHIQUE 37 DES REVENUS NETS DE PLACEMENTS ET D'INVESTISSEMENTS NÉGATIFS EN DÉPIT D'UNE POSITION EXTÉRIÈRE NETTE POSITIVE

(en pourcentage du PIB)



Sources : BCE, ICN, BNB.

TABLEAU 8 OPÉRATIONS COURANTES DE LA BALANCE DES PAIEMENTS

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

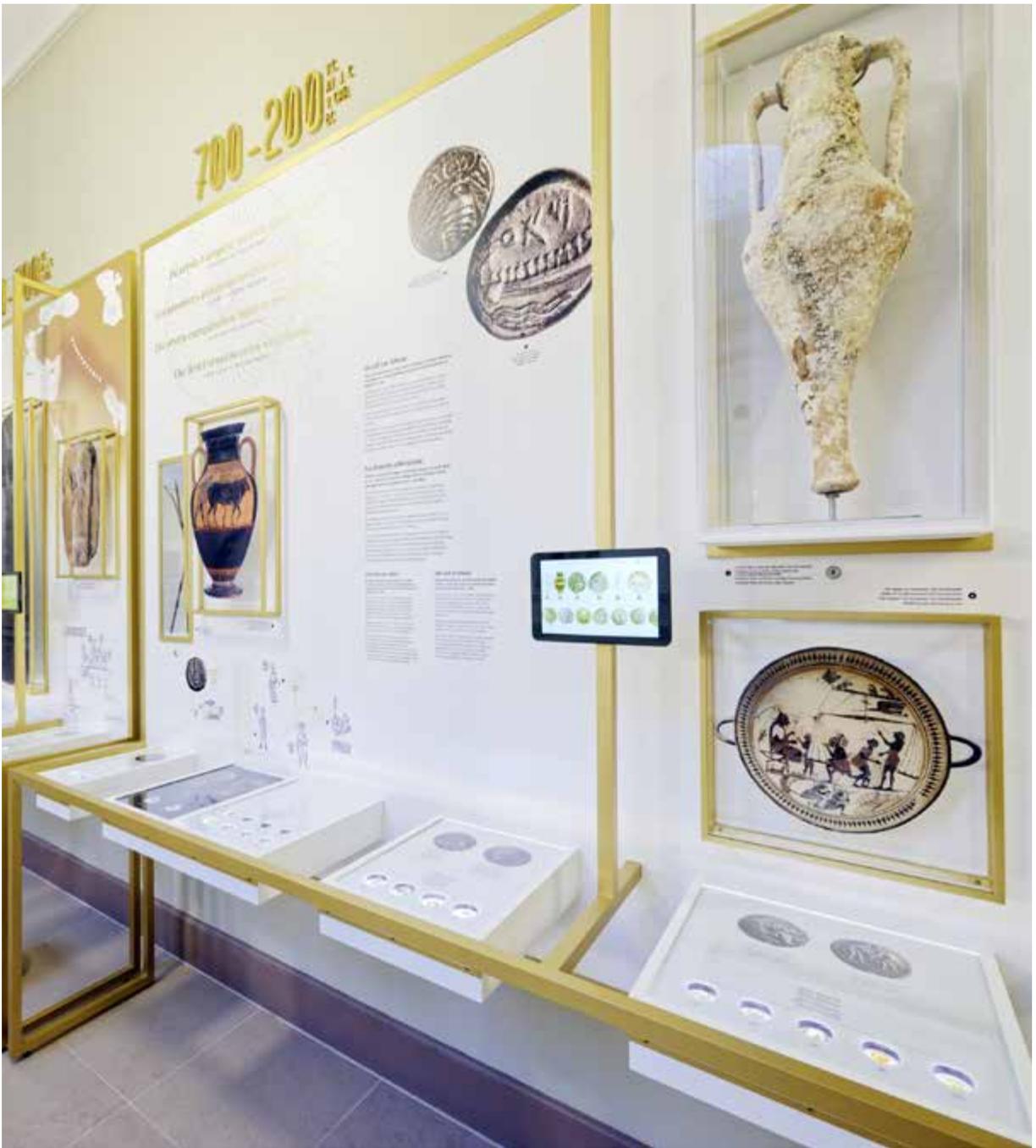
	2013	2014	2015	2016	2017 e
Biens et services	0,2	0,1	6,8	5,6	2,7
Biens	-6,6	-5,3	1,4	1,1	n.
Services	6,8	5,4	5,4	4,5	n.
Revenus primaires	5,4	2,8	-0,9	2,7	3,6
Revenus du travail	5,5	5,7	5,9	6,1	6,3
Revenus de placements et d'investissements	0,5	-2,3	-6,2	-2,3	-1,2
Autres revenus primaires	-0,6	-0,6	-0,7	-1,1	-1,5
Revenus secondaires	-6,9	-6,4	-6,4	-7,9	-7,3
Revenus secondaires des administrations publiques	-3,9	-3,6	-3,9	-4,3	-3,4
Revenus secondaires des autres secteurs	-3,0	-2,8	-2,6	-3,6	-3,8
Total	-1,3	-3,5	-0,6	0,4	-0,9
<i>p.m. Idem, pourcentages du PIB</i>	-0,3	-0,9	-0,1	0,1	-0,2

Sources: ICN, BNB.

fiscal pourraient expliquer ce résultat, les « investissements directs » de la Belgique prenant essentiellement la forme de crédits (intragroupes) et non de participations en actions. De même, dans le contexte plus généralisé de la diminution des rendements des produits d'investissement sur les marchés financiers, le rendement implicite des catégories « investissements de portefeuille » et « autres investissements » semble s'être contracté plus vivement du côté des avoirs

extérieurs que de celui des engagements. Cette situation pourrait résulter d'une composition différente, notamment en termes de maturité, entre avoirs et engagements.

Enfin, le solde des revenus secondaires a été légèrement moins déficitaire en 2017 qu'en 2016, en raison, entre autres, d'une moindre contribution de la Belgique au budget de l'UE.



Épargne et financement
de l'économie belge

3. Épargne et financement de l'économie belge

3.1 Tirant parti des taux bas, les entreprises se sont davantage endettées auprès des banques résidentes

Les entreprises belges ont privilégié les crédits bancaires pour couvrir la hausse de leurs investissements

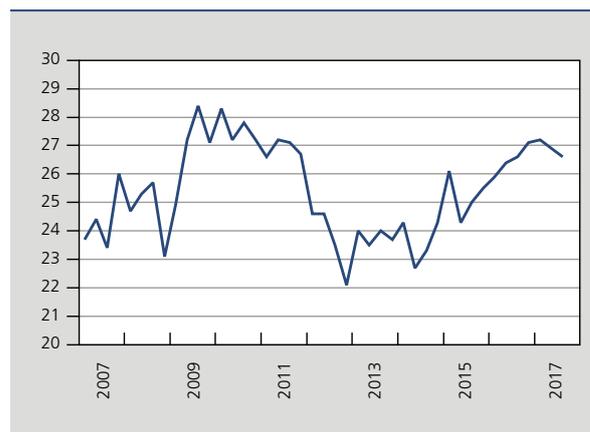
En 2017, les conditions économiques et financières ont été particulièrement propices à une extension des capacités opérationnelles des entreprises. Ainsi, comme cela a déjà été évoqué dans le chapitre précédent, leurs investissements en capital fixe sont restés dynamiques. Au total, ils se sont chiffrés à 45,3 milliards d'euros sur les neuf premiers mois de l'année. Les sociétés non financières belges ont par ailleurs accru leurs investissements réels ou financiers à l'étranger à hauteur de 3,4 milliards d'euros au cours de cette même période.

Les investissements étant en partie financés par les excédents d'exploitation et par les réserves de liquidités disponibles, leur vigueur en 2017 a contribué à ce que l'encours des numéraires et des dépôts détenus par les entreprises cesse de croître au-delà du premier trimestre, pour ensuite quelque peu s'amenuiser. Au terme du troisième trimestre, le montant de ces liquidités, qui se chiffrait à 115,7 milliards d'euros, soit 26,6% du PIB, n'en demeurait pas moins élevé. Ce niveau se situe un peu en deçà du pic qui avait été atteint au troisième trimestre de 2009, après que les entreprises avaient accumulé des liquidités en raison de la faiblesse de leurs investissements pendant la crise.

L'élargissement des résultats d'exploitation des entreprises et l'importance de leurs réserves de liquidités ne semblent toutefois pas avoir freiné les sollicitations

GRAPHIQUE 38 LES RÉSERVES DE LIQUIDITÉS DES ENTREPRISES ONT CESSÉ D'AUGMENTER

(numéraires et dépôts des sociétés non financières, en pourcentage du PIB)



Sources : ICN, BNB.

de prêts adressées aux banques. C'est en tout cas ce que suggèrent les résultats de l'enquête sur la distribution du crédit bancaire de l'Eurosystème (Bank Lending Survey – BLS), ce facteur n'ayant guère été évoqué pour expliquer la demande de crédits dans le courant de 2017. Cette demande s'est d'ailleurs à nouveau accrue, dans la foulée de la hausse des investissements et des autres besoins de financement, tels ceux liés aux opérations de fusion et d'acquisition, ou encore aux restructurations. Au dernier trimestre de l'année, sa progression a davantage tenu au financement des stocks et des fonds de roulement, ce qui s'est traduit par une proportion plus large des prêts à court terme dans le total des crédits bancaires octroyés durant cette période.

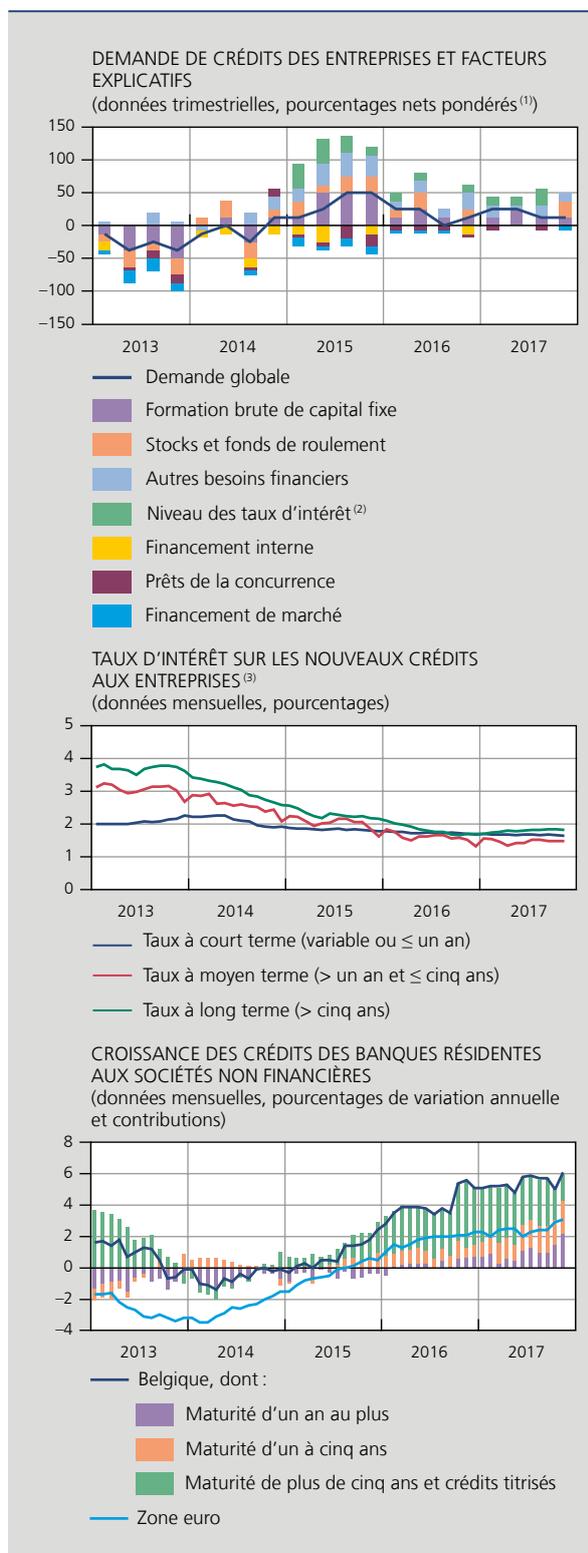
Outre par cet effet d'augmentation des besoins de financement, la demande de crédits a également toujours été portée par le très bas niveau des taux d'intérêt. La politique monétaire de la BCE est demeurée accommodante en 2017, ce qui a permis aux banques de continuer de se financer à moindre coût, tandis que la pression concurrentielle les a encore contraintes à rétrécir quelque peu leurs marges sur les crédits octroyés. Les taux des crédits bancaires à moyen et à long termes ont ainsi été maintenus à des niveaux planchers, avoisinant ceux des taux à moins d'un an. Conformément aux tendances globales des marchés financiers, les taux à long terme se sont toutefois légèrement redressés – de 12 points de base depuis la fin de 2016 –, pour s'établir à 1,81 % en moyenne en septembre 2017.

Dans ce contexte, la croissance des crédits bancaires aux entreprises s'est donc encore accélérée en 2017, pour ressortir, au mois de novembre, à 6,1 % en glissement annuel, soit une progression bien plus rapide que celle de 3,1 % enregistrée pour la zone euro. Ces trois dernières années, elle a essentiellement été tirée par les prêts à long terme. Les prêts à court et à moyen termes, d'une maturité inférieure à cinq ans, y ont toutefois davantage contribué au cours des derniers mois de 2017.

L'expansion des crédits octroyés par les banques belges en 2017 a surtout bénéficié aux microsociétés et aux petites entreprises. Entre le troisième trimestre de 2016 et la même période de 2017, l'encours des crédits qui leur ont été accordés a en effet grimpé de 9 %. Cette augmentation est nettement supérieure à celles observées pour les moyennes et pour les grandes entreprises, dont la croissance des crédits utilisés s'est élevée à, respectivement, 0,4 et 4,8 %. Par ailleurs, toutes les branches d'activité ont davantage eu recours au financement bancaire en 2017, fût-ce à des degrés divers. La hausse des crédits a été plus prononcée dans l'industrie et dans les branches des services principalement destinés aux entreprises. Elle a été plus mesurée dans le commerce ainsi que dans la construction et dans l'immobilier. En dépit de cette croissance plus faible, ces deux dernières branches d'activité considérées globalement représentaient toujours, à la fin de septembre 2017, un peu plus du quart de l'encours des crédits octroyés par les banques résidentes aux sociétés non financières établies en Belgique.

Au final, sur l'ensemble des trois premiers trimestres de 2017, les nouveaux prêts obtenus par les entreprises belges auprès des banques résidentes, en ce compris les crédits titrisés, se sont chiffrés, selon les statistiques des comptes financiers, à 6,4 milliards d'euros. Ce recours étendu au crédit bancaire est allé de pair avec un usage plus limité du financement de marché, et en particulier

GRAPHIQUE 39 LA CROISSANCE DES CRÉDITS BANCAIRES A ÉTÉ TIRÉE PAR LES BESOINS DE FINANCEMENT ET PAR LES TAUX BAS



Sources : BCE, BNB.

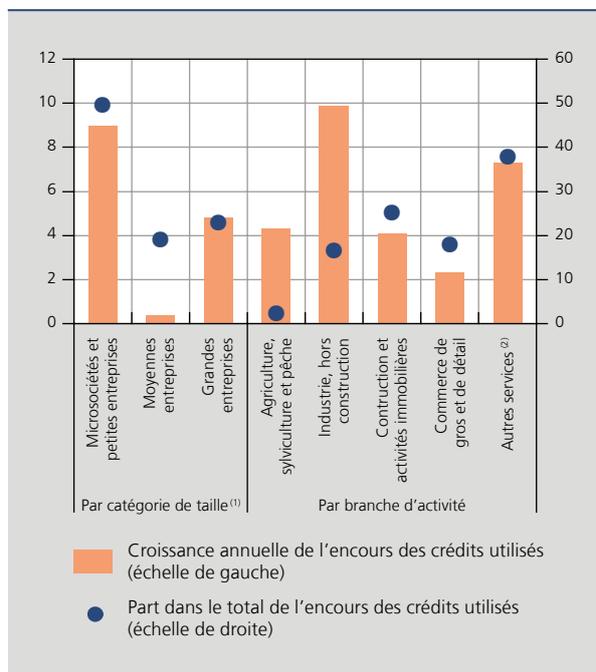
(1) Un pourcentage positif (négatif) correspond à un facteur qui a contribué à l'accroissement (affaiblissement) de la demande de crédits.

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

(3) Crédits d'un montant inférieur ou égal à un million d'euros.

GRAPHIQUE 40 LA HAUSSE DES CRÉDITS BANCAIRES A ÉTÉ PLUS FORTE PARMIS LES MICROSOCIÉTÉS ET LES PETITES ENTREPRISES

(prêts octroyés par les banques résidentes, données au 30 septembre 2017, pourcentages)



Source : BNB (Centrale des crédits aux entreprises).

- (1) Sont considérées comme des microsociétés les firmes qui ont utilisé le modèle micro pour établir leurs comptes annuels et comme des petites entreprises celles qui ont remis un modèle abrégé. Celles qui ont déposé un schéma complet sont considérées comme moyennes ou grandes selon qu'elles dépassent, respectivement, un ou plus d'un des seuils définis en termes de nombre de travailleurs (50 ETP), de chiffre d'affaires (9 millions d'euros) et de total bilanciel (4,5 millions d'euros). Les données relatives aux entreprises dont la taille est indéterminée ne sont pas représentées.
- (2) À l'exclusion des activités financières et d'assurance.

du financement obligataire. Les remboursements des emprunts réalisés sous cette forme auprès des autres secteurs institutionnels ont en effet été supérieurs à la valeur des obligations nouvellement émises. Le volume des titres de créance émis par les sociétés non financières s'est ainsi contracté de 375 millions d'euros au cours des trois premiers trimestres de 2017. Un an auparavant, il s'était accru de 13,5 milliards d'euros, essentiellement à la suite de l'emprunt obligataire réalisé par AB InBev dans le cadre du financement de l'acquisition de SABMiller. Le repli des émissions de titres de créance depuis la mi-2016 donne à penser que le Corporate Sector Purchase Programme (CSPP) mis en œuvre par l'Eurosystème n'a globalement pas eu d'effet significatif direct sur le financement des sociétés belges, sinon par la pression baissière que cette mesure a exercée sur les taux du marché obligataire. Cela peut en partie s'expliquer par le petit nombre de sociétés belges dont les obligations sont assorties d'une notation suffisamment élevée pour satisfaire aux conditions d'achat dans le cadre de ce programme. Par ailleurs,

certaines entreprises établies en Belgique peuvent avoir indirectement bénéficié, par le biais de prises de participation ou de crédits intragroupes, de fonds collectés via l'émission d'emprunts obligataires effectuée par des entités liées, qu'elles soient résidentes ou étrangères.

En grande partie déterminé par des mouvements de fonds intragroupes, l'endettement des entreprises s'est globalement inscrit en baisse en 2017

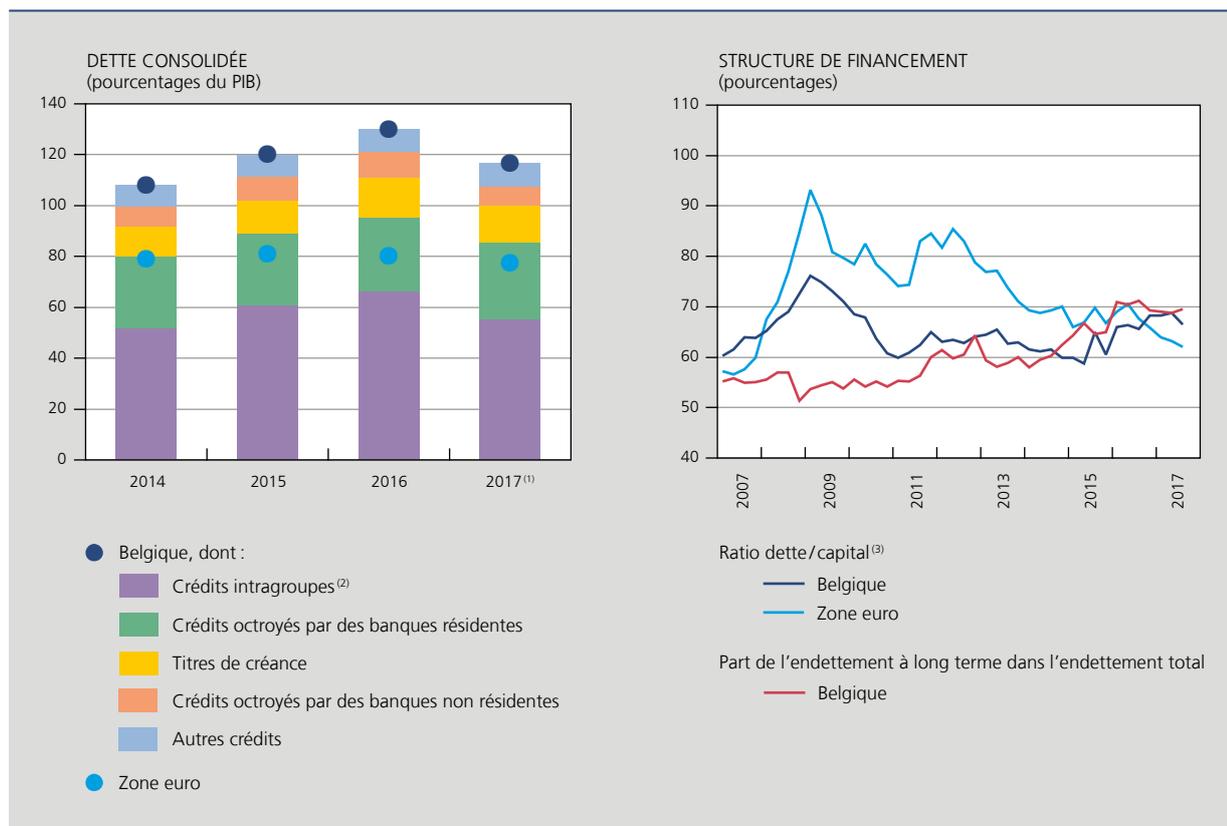
En dépit de la croissance des crédits bancaires, le niveau global d'endettement des entreprises a sensiblement baissé entre la fin de 2016 et le troisième trimestre de 2017. Cela résulte essentiellement d'une réduction, de 39,1 milliards d'euros, de l'encours des prêts intragroupes⁽¹⁾, qui est largement imputable au remboursement, par une grande entreprise, d'une dette contractée auprès d'une société appartenant au secteur des institutions financières captives et des prêteurs non institutionnels. Par ailleurs, l'encours des emprunts obtenus auprès de banques non résidentes s'est lui aussi contracté, de 11,1 milliards d'euros, au cours des trois premiers trimestres de l'année.

Le 30 septembre 2017, la dette consolidée des entreprises s'établissait ainsi à 507,7 milliards d'euros, soit 116,9 % du PIB. Elle reste donc largement supérieure à la moyenne enregistrée pour la zone euro, qui se chiffrait quant à elle à 77,6 % du PIB. Il convient toutefois de relativiser cette différence, compte tenu de l'importance des engagements intragroupes que les sociétés non financières belges ont contractés auprès d'entités étrangères ou d'institutions financières captives et de prêteurs non institutionnels. Hors ces engagements, qui représentent à eux seuls près de la moitié du total, la dette des entreprises belges vis-à-vis des autres secteurs institutionnels s'élève à 266,9 milliards d'euros, soit 61,4 % du PIB. L'ampleur des dettes intragroupes est propre à la Belgique, de même qu'à un nombre réduit d'autres pays européens, comme les Pays-Bas, l'Irlande, ou encore le Luxembourg.

Alors que les sociétés non financières belges ont longtemps présenté un taux de capitalisation supérieur à la moyenne de la zone euro, tel n'a plus été le cas en 2017. Le ratio dette/capital atteignait 66,5 % au troisième trimestre de 2017, contre 62,1 % en moyenne dans la zone euro. Les dettes des sociétés établies en Belgique ont en effet nettement augmenté en 2016,

(1) Ce montant est estimé sur la base des données des comptes nationaux financiers, en regroupant les crédits octroyés aux sociétés non financières par le secteur non financier étranger et par les institutions financières captives et les prêteurs non institutionnels. Il s'agit d'un montant consolidé, en ce qu'il ne tient pas compte des crédits accordés par les sociétés non financières à d'autres sociétés non financières résidentes.

GRAPHIQUE 41 LES DETTES DES ENTREPRISES SONT DOMINÉES PAR LES ENGAGEMENTS INTRAGROUPES ET À LONG TERME



Sources : BCE, CE, BNB.

(1) Les données pour la Belgique correspondent à la situation au 30 septembre 2017. Celles disponibles pour la zone euro portent sur le montant des dettes au 30 juin 2017.

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

(3) Données non consolidées.

tandis que, dans la zone euro, l'assainissement des bilans s'est poursuivi de façon pratiquement continue à partir de la fin de 2011. L'accélération, depuis peu, de l'endettement des sociétés belges est en très grande partie imputable aux fonds empruntés, au travers de différents canaux, par AB InBev. Le récent déclin des investissements en capital social, dont le volume était précédemment gonflé du fait de l'existence de la déduction d'intérêts notionnels, a aussi contribué à hausser le ratio dette/capital, fût-ce dans une moindre mesure. Ce dispositif fiscal est en effet devenu moins attrayant à la suite des diminutions successives du taux de référence, à savoir le taux de rendement des obligations linéaires (OLO) à dix ans émises par l'État belge, ainsi que de l'impossibilité, depuis 2013, de reporter les déductions fiscales d'un exercice d'imposition à l'autre.

Il convient par ailleurs de remarquer que les emprunts nouvellement contractés par les entreprises l'ont majoritairement été pour des échéances longues et à des taux d'intérêt historiquement bas, ce qui est de nature

à comprimer à la fois les risques de refinancement et les charges d'intérêts.

3.2 Nouvelle hausse de l'endettement des particuliers

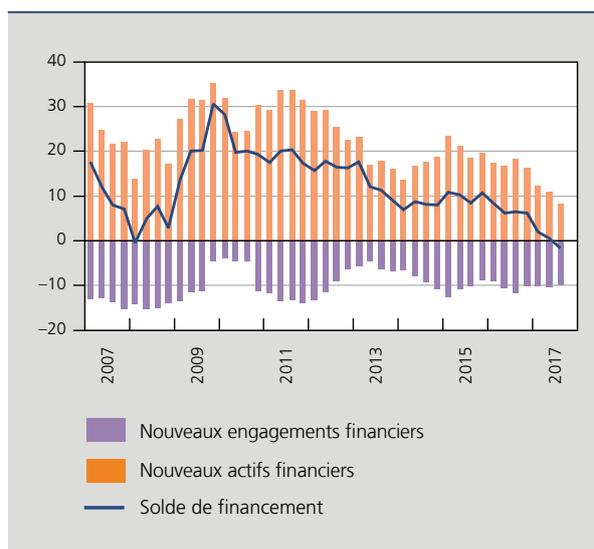
La constitution nette d'actifs financiers a de nouveau diminué en 2017

En 2017, prolongeant une tendance en cours depuis 2010, les particuliers ont de nouveau réduit leur constitution de nouveaux actifs financiers, le montant de leurs dépenses de consommation et d'investissements réels s'approchant de celui de leur revenu disponible. En glissement annuel, le solde des transactions financières des particuliers est revenu à -1,7 milliard d'euros à la fin du troisième trimestre de 2017, soit le niveau le plus bas depuis 2007.

Ce mouvement est allé de pair avec la poursuite, à un rythme régulier et soutenu, de la formation de nouveaux

GRAPHIQUE 42 LE SOLDE DES TRANSACTIONS FINANCIÈRES DES MÉNAGES S'EST AMOINDRI

(milliards d'euros, sommes mobiles sur quatre trimestres)



Source : BNB.

engagements, à hauteur de 3,1 milliards d'euros en 2017, contre 2,6 milliards en 2016. Les nouveaux placements sont quant à eux revenus à 0,8 milliard par trimestre au cours des neuf premiers mois de 2017, contre 3,5 milliards durant la période correspondante de 2016.

Les particuliers se sont davantage tournés vers des actifs financiers plus risqués

Confrontés depuis plusieurs années à des rendements exceptionnellement bas, non seulement les particuliers ont modéré leurs acquisitions d'actifs financiers, mais ils se sont également davantage tournés vers des instruments associés à des risques plus élevés, et dès lors susceptibles de maintenir un certain niveau de rémunération. Ce regain d'appétence pour le risque a été nourri à la fois par le renforcement de la conjoncture économique et par la nette amélioration de la confiance des ménages qui l'a accompagné, d'une part, et par les évolutions attrayantes – augmentation des prix et volatilité faible – sur les marchés financiers, d'autre part.

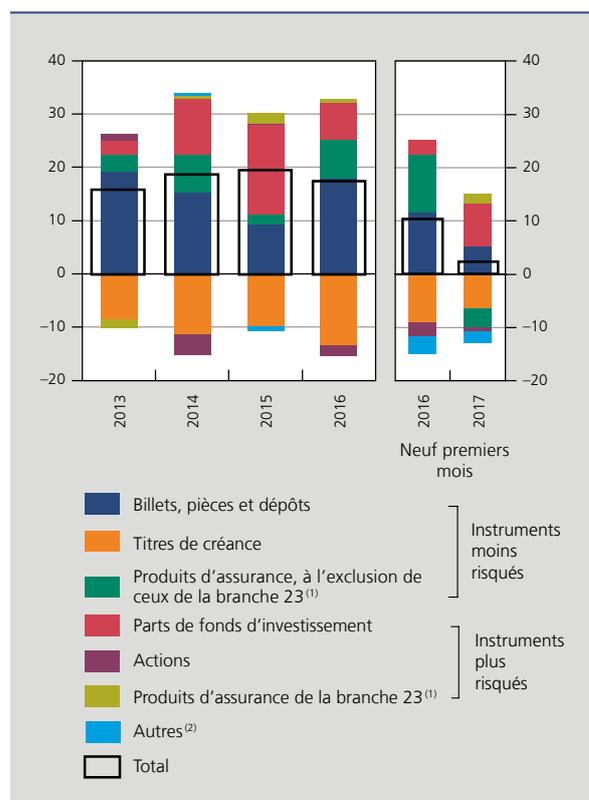
La recherche de rendements plus élevés, qui nécessite la détention d'actifs financiers plus risqués, s'est traduite par un délestage, à hauteur de 6,3 milliards d'euros, de titres de créance – principalement des obligations publiques et d'entreprise, ainsi que des bons de caisse –, les ménages réalisant potentiellement de la sorte des plus-values sur ces portefeuilles. Les produits d'assurance avec capital garanti (notamment ceux de la branche 21) ont également pâti de

l'environnement de taux bas, ainsi que d'un changement de stratégie dans la politique des compagnies d'assurances. Pour limiter l'éventuel risque de réinvestissement inhérent à cette situation, ces dernières ont réduit la production de ces produits devenus moins rentables; les particuliers s'en sont défaits pour un montant de 3,6 milliards d'euros. Enfin, ils ont ramené à 5,3 milliards d'euros leurs placements sous la forme de numéraires et de dépôts, contre un apport de 11,5 milliards de janvier à septembre 2016. La majeure partie de ces fonds ont été déposés sur des comptes à vue (3,8 milliards) et sur des comptes d'épargne (2,8 milliards).

À l'inverse, les particuliers ont acquis des parts de fonds d'investissement, à concurrence de 7,9 milliards d'euros, ainsi que, dans une moindre mesure, des produits d'assurance sans garantie de capital, tels ceux de la branche 23, pour 1,9 milliard. Ils se sont toutefois de nouveau délestés d'actions individuelles, principalement des actions cotées, pour un montant de 0,8 milliard.

GRAPHIQUE 43 MOINS DE PLACEMENTS FINANCIERS, MAIS PLUS 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.

Les modifications apportées à la taxation des revenus des actifs mobiliers ont également pu influencer sur les décisions de placement financier des particuliers. En 2017, la taxe sur la spéculation a été supprimée; instaurée en 2016, elle visait les plus-values boursières réalisées par les investisseurs privés en moins de six mois. Dans le même temps, les montants maximums dus au titre de la taxe sur les opérations de bourse, qui s'applique à toutes les transactions, ont été quasiment doublés; pour les actions, ils sont passés de 900 à 1 600 euros. Enfin, le précompte mobilier sur les dividendes et les intérêts a été relevé de 27 à 30 % le 1^{er} janvier 2017.

En outre, d'autres changements ont pu influencer le comportement des ménages. Ainsi, le gouvernement a introduit une taxation de 0,15 % sur l'encours des actifs détenus par les particuliers sur des comptes-titres lorsque le montant de ceux-ci atteint au moins 500 000 euros. Sont concernés les avoirs en actions, en obligations et en fonds de placement, de même que les autres produits financiers négociables en bourse (tels que warrants, certificats et trackers), à l'exclusion toutefois des titres nominatifs. Les placements en assurance-vie ou en épargne-pension ne sont pas non plus pris en considération dans le calcul de cette taxe, ce qui a notamment pu favoriser les investissements dans les produits d'assurance de la branche 23. Par ailleurs, d'autres nouveautés sont entrées en vigueur le 1^{er} janvier 2018, parmi lesquelles une exonération du précompte mobilier de 30 % sur la première tranche de 627 euros des dividendes, ainsi qu'une limitation à 940 euros (contre 1 880 précédemment) de l'exonération fiscale des intérêts des comptes d'épargne. Ces adaptations ont essentiellement pour objectif de stimuler les investissements des particuliers dans l'économie réelle, sous la forme d'actions, en dissuadant les placements sur les comptes d'épargne. Enfin, un ajustement, qui n'a, lui, pas influé sur les opérations des ménages en 2017, a également visé l'épargne-pension. Alors que, jusqu'à cette date, les versements donnaient droit à une réduction d'impôts de 30 % jusqu'à un plafond de 940 euros par an, depuis 2018, les épargnants peuvent effectuer des versements au-delà de cette limite et jusqu'à un maximum de 1 200 euros par an, auquel cas la réduction d'impôts accordée est ramenée à 25 %.

Dans un contexte de relative stabilité du marché, les particuliers ont continué de marquer de l'intérêt pour les actifs immobiliers

Les prix de l'immobilier résidentiel ont nettement augmenté durant plus de trois décennies en Belgique, sans pour autant entraîner de véritable correction à la baisse dans le contexte de la crise économique et financière amorcée en 2008, comme cela a été le cas dans

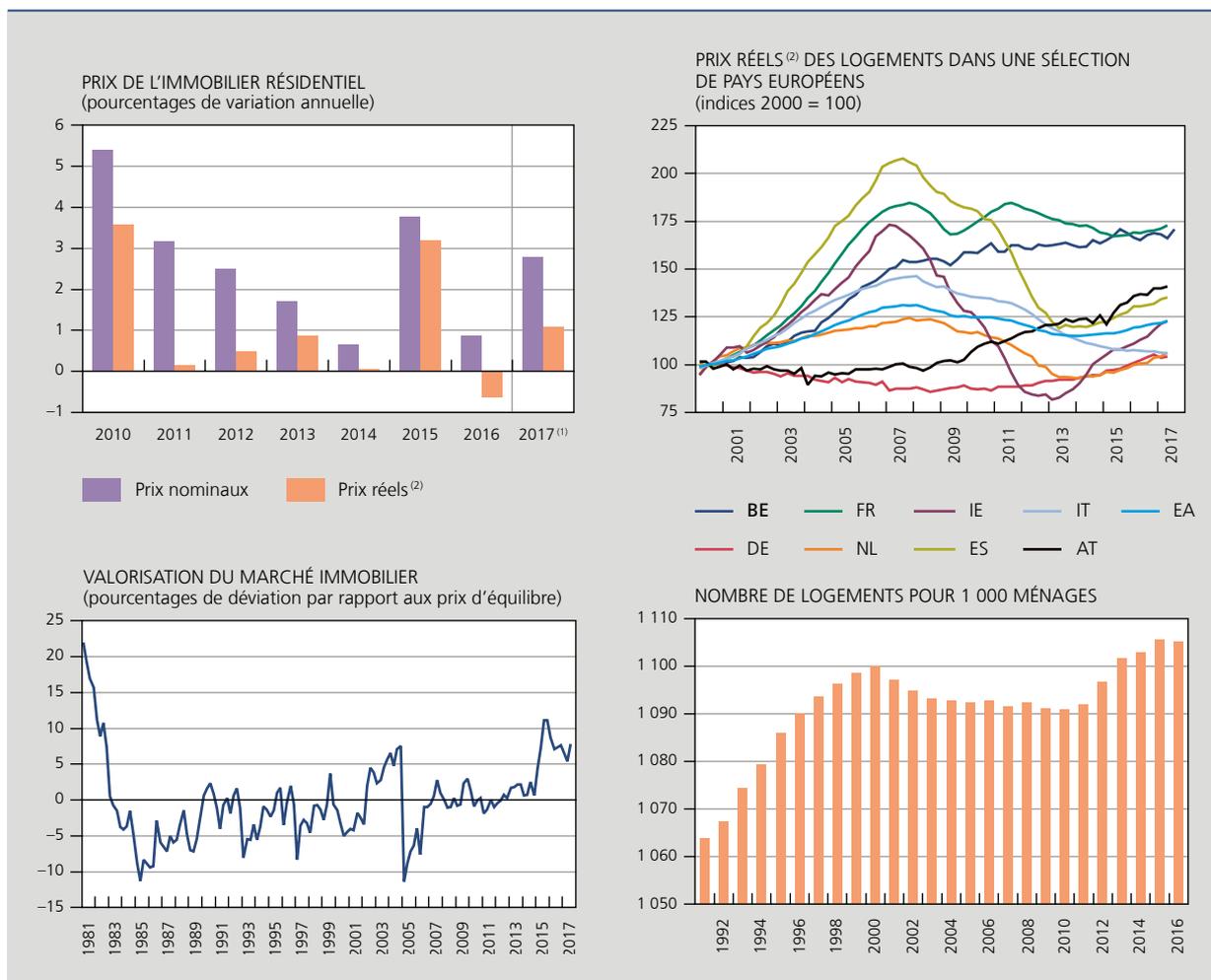
certains pays européens, tels l'Espagne, l'Irlande ou les Pays-Bas. Depuis quelques années, les prix des logements repartent cependant à la hausse dans presque tous les pays européens, notamment en périphérie de la zone euro, mais aussi aux Pays-Bas, en Allemagne et, surtout, en Autriche, où de vives expansions ont été observées.

En Belgique, la croissance des prix immobiliers s'est quelque peu accélérée entre 2016 et 2017, la hausse nominale atteignant 2,8 % en glissement annuel durant les trois premiers trimestres de 2017. Rapportée à l'évolution du déflateur de la consommation privée, cette progression correspond à un renchérissement réel de 1,1 %. Ce rebond semble marquer le terme du mouvement de ralentissement de la croissance des prix des logements observé entre 2011 et 2016, même si cette dernière est toujours demeurée positive. Une accélération nette mais temporaire avait par ailleurs été enregistrée en 2015, alors même que le durcissement, en particulier en Région flamande, de la fiscalité liée aux prêts hypothécaires était en principe de nature à peser sur les prix.

Selon les estimations d'un modèle économétrique prenant en compte un certain nombre de facteurs de demande, à savoir le revenu disponible des ménages, les taux d'intérêt hypothécaires, les évolutions démographiques et les principaux changements apportés à la fiscalité immobilière, les prix de l'immobilier résidentiel auraient été supérieurs d'approximativement 6,5 % à leur valeur d'équilibre estimée pour 2017. Ce résultat s'inscrit en retrait de celui enregistré en 2015, année durant laquelle la déviation par rapport à cette valeur s'était vivement accentuée, jusqu'à atteindre 11,1 %. La diminution est essentiellement due à un essoufflement de la croissance des prix immobiliers, qui demeure donc inférieure à ce que laissent entendre les déterminants du modèle, mais aussi, en partie, au récent élargissement du parc de logements. Leur nombre a en effet grimpé de 5,5 % entre 2010 et 2016, tandis que le nombre de ménages a augmenté de 4,1 % sur la même période, suggérant ainsi une meilleure adéquation entre l'offre de logements et les évolutions démographiques. Il convient de rappeler qu'un niveau des prix immobiliers proche de la valeur estimée sur la base des fondamentaux du marché ne signifie en aucune manière l'absence de risque pour le marché immobilier. Si l'un des déterminants des prix immobiliers se détériorait sensiblement, par exemple en cas de hausse des taux d'intérêt ou de choc sur le revenu des ménages, ceux-ci pourraient chuter de manière sensible.

Après avoir été notablement affectée par les réformes de la déductibilité des emprunts hypothécaires mises en

GRAPHIQUE 44 MARCHÉ DE L'IMMOBILIER RÉSIDENTIEL EN BELGIQUE ET DANS UNE SÉLECTION DE PAYS EUROPÉENS



Sources : DGS, OCDE, BNB.

(1) Trois premiers trimestres de 2017 par rapport à la période correspondante de l'année précédente.

(2) Déflatés par le déflateur de la consommation privée de la comptabilité nationale.

œuvre par les régions à partir de 2015, l'activité sur le marché secondaire de l'immobilier est revenue en 2016 à un niveau plus proche de celui généralement observé. Elle a de nouveau crû en 2017, quoiqu'à un rythme modéré, puisque la Fédération Royale du Notariat belge a noté une progression d'à peine 1 % du nombre de transactions sur l'ensemble des trois premiers trimestres de l'année par rapport à la période correspondante de 2016.

La hausse de l'endettement des particuliers a de nouveau été portée par les emprunts hypothécaires

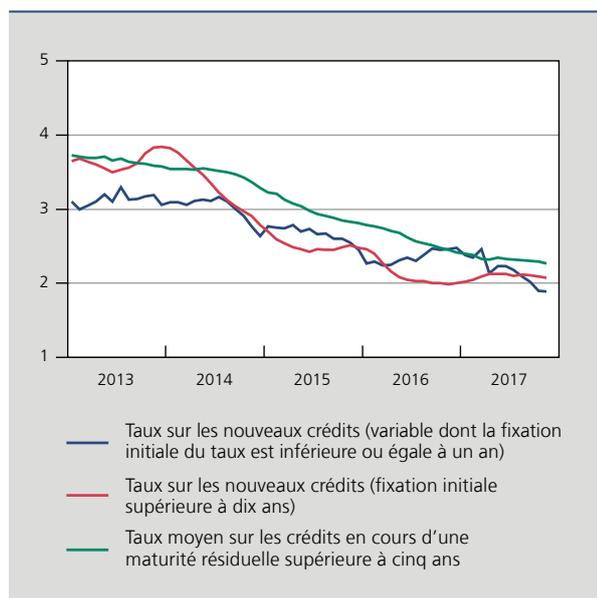
En 2017, le contexte financier est donc demeuré favorable à la concrétisation de projets de rénovation ou d'achat de biens immobiliers. Parmi les éléments

qui ont apporté un soutien à la demande d'investissements résidentiels, la faiblesse des taux d'intérêt a continué de figurer en bonne place. Bien qu'il se soit légèrement redressé par rapport au plancher atteint en novembre 2016 (1,99 %), le taux d'intérêt sur les nouveaux emprunts hypothécaires d'une durée supérieure à dix ans est resté très bas, s'établissant à 2,07 % en novembre. Les tarifs des crédits à taux variable dont la fixation du taux est inférieure ou égale à un an ont continué de se replier, retombant de 2,48 % à la fin de 2016 à 1,89 % à la fin de novembre 2017. En termes réels, compte tenu de l'inflation des prix à la consommation, les taux d'intérêt sur les nouveaux crédits au logement sont donc restés proches de zéro.

Conséquence des diminutions répétées des taux applicables aux nouveaux emprunts hypothécaires au cours

GRAPHIQUE 45 LES TAUX D'INTÉRÊT SUR LES NOUVEAUX CRÉDITS IMMOBILIERS SONT DEMEURÉS TRÈS BAS

(pourcentages, données mensuelles)



Source : BNB.

des dernières années, le taux moyen sur le stock des crédits en cours d'une maturité résiduelle supérieure à cinq ans a également encore baissé en 2017, revenant à 2,27 % en novembre.

En revanche, selon l'enquête BLS de l'Eurosystème, les banques participantes font état d'un certain resserrement des conditions de crédit depuis le début de 2016. Il ne s'agit toutefois pas d'un mouvement généralisé et continu. Le détail de l'enquête montre que cette inflexion aurait été induite par un relèvement des marges sur les crédits standard (en 2016) et, plus récemment, sur les crédits plus risqués. Ce développement aurait toutefois été atténué par les pressions concurrentielles.

Du côté des ménages, la demande de financements de biens immobiliers est restée ferme en 2017. Toutefois, par rapport aux années précédentes, ces projets ont davantage reposé sur de nouvelles constructions ou sur des achats, tandis que l'encours des crédits utilisés pour des transformations est resté plus stable. Combiné à l'augmentation des prix de l'immobilier, ce constat s'est traduit par une tendance à l'accroissement du montant moyen des crédits hypothécaires.

L'encours des crédits hypothécaires a ainsi culminé à 222 milliards d'euros à la fin de septembre 2017. Les emprunts immobiliers représentant la majeure partie

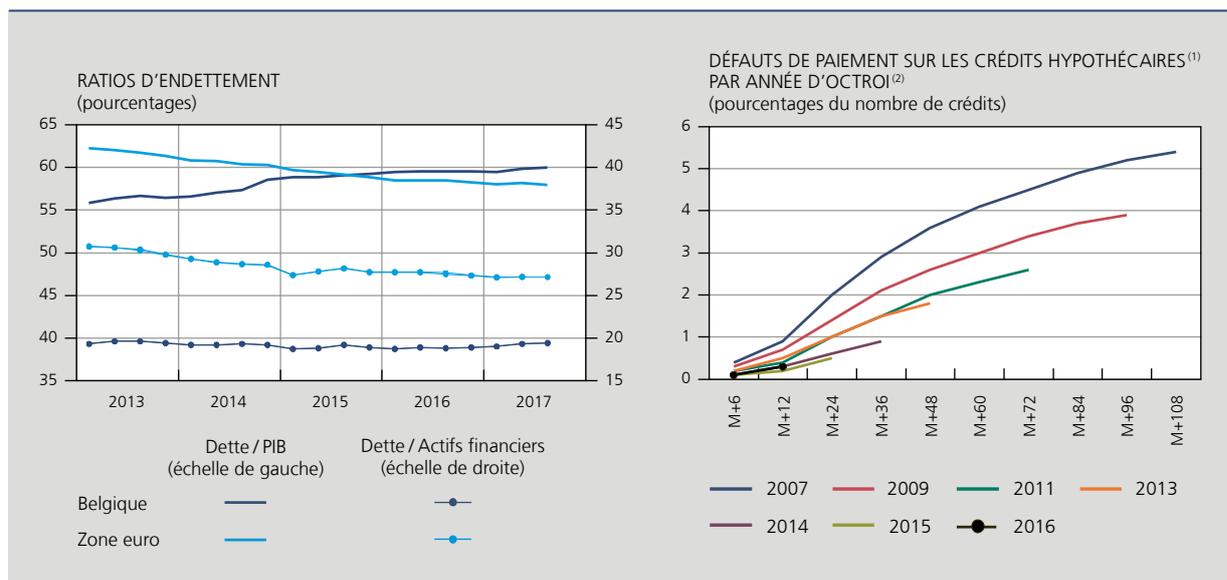
des dettes des ménages, leur taux d'endettement a par conséquent poursuivi sa progression tendancielle pour s'établir à 59,9 % du PIB au troisième trimestre de l'année, et il dépasse désormais le niveau moyen de la zone euro, où, en revanche, la tendance baissière qui est en cours depuis la fin de 2009 s'est à nouveau confirmée en 2017, fût-ce à un rythme atténué. À la fin de septembre 2017, le taux d'endettement des ménages de la zone euro était retombé à 57,9 % du PIB.

Toutefois, le niveau des arriérés de paiement enregistrés par la Centrale des crédits aux particuliers n'indique pas de vulnérabilité agrégée concernant la charge d'endettement des ménages. Le pourcentage des contrats de crédit hypothécaire en défaut de paiement a continué de refluer en 2017, se fixant à 1 % à la fin de décembre, contre 1,1 % à la fin de 2016. La situation sur ce plan s'est améliorée ces dernières années, comme le confirme le taux de défaut par année d'octroi, mesuré au fil du temps et sans tenir compte des régularisations. Alors qu'en 2007, 0,9 % des crédits hypothécaires étaient en défaut au bout d'un an, ce n'était plus le cas que de 0,3 % d'entre eux en 2016. De même, après une période de deux ans, 0,5 % des contrats conclus en 2015 avaient affiché au moins un défaut, contre 2 % de ceux accordés en 2007.

Les crédits autres qu'hypothécaires ne représentent que 14,5 % du total de l'endettement des ménages, mais les défauts de paiement y sont habituellement plus répandus. De ce point de vue également, une amélioration a été constatée en 2017. Le montant moyen des crédits octroyés dans le cadre d'un prêt ou d'une vente à tempérament s'est stabilisé, tandis que celui relatif aux ouvertures de crédit a diminué. Par ailleurs, s'agissant des arriérés de paiement, le taux de défaut enregistré sur les prêts et ventes à tempérament a reflué au fil des mois, pour revenir à 9,3 % à la fin de décembre (contre 9,7 % en début d'année), tandis que celui relatif aux ouvertures de crédit, qui s'était tendancielllement inscrit en hausse entre 2012 et 2016, s'est stabilisé, ressortant à 5,1 % en décembre 2017.

Même si le taux d'endettement des ménages s'est accru, le volume considérable de leurs avoirs financiers atténue le risque qui y est associé, leur situation financière demeurant globalement robuste d'un point de vue agrégé. En effet, le rapport entre leurs dettes et leurs actifs financiers ne s'est pas fondamentalement détérioré en cours d'année, en dépit de la faible constitution de nouveaux placements ; à la fin de septembre, il affichait une valeur de 19,4 % et était toujours nettement inférieur à celui observé pour la zone euro dans son ensemble (27,1 %).

GRAPHIQUE 46 LE TAUX D'ENDETTEMENT POURSUIT SA PROGRESSION



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 contrats de crédit ne sont pas prises en compte.

D'un point de vue microéconomique, les données de la Household Finance and Consumption Survey (HFCS) permettent toutefois de mettre en évidence des vulnérabilités en ce qui concerne la structure d'endettement des ménages. En effet, certains d'entre eux sont considérés comme à risque en raison du niveau important de leurs dettes comparativement à leurs revenus ou du rapport élevé entre le montant emprunté et la valeur du bien immobilier acquis. Dès lors, une hausse des taux d'intérêt ou une dégradation de la situation sur le marché du travail, par

exemple, pourrait fragiliser la capacité de remboursement limitée de ces ménages. Il convient par ailleurs de noter que la répartition des actifs financiers des ménages est inégale. Ils sont relativement concentrés au sein des ménages qui ne sont pas endettés, tandis que, du côté des ménages débiteurs, ils sont plutôt détenus par ceux qui présentent un ratio favorable entre le montant de leurs dettes et celui de leurs revenus. Le patrimoine financier des ménages belges ne contribue donc que de manière partielle à renforcer la soutenabilité de leur dette hypothécaire.

Encadré 4 – Répartition des composantes du patrimoine entre les ménages en Belgique et dans la zone euro

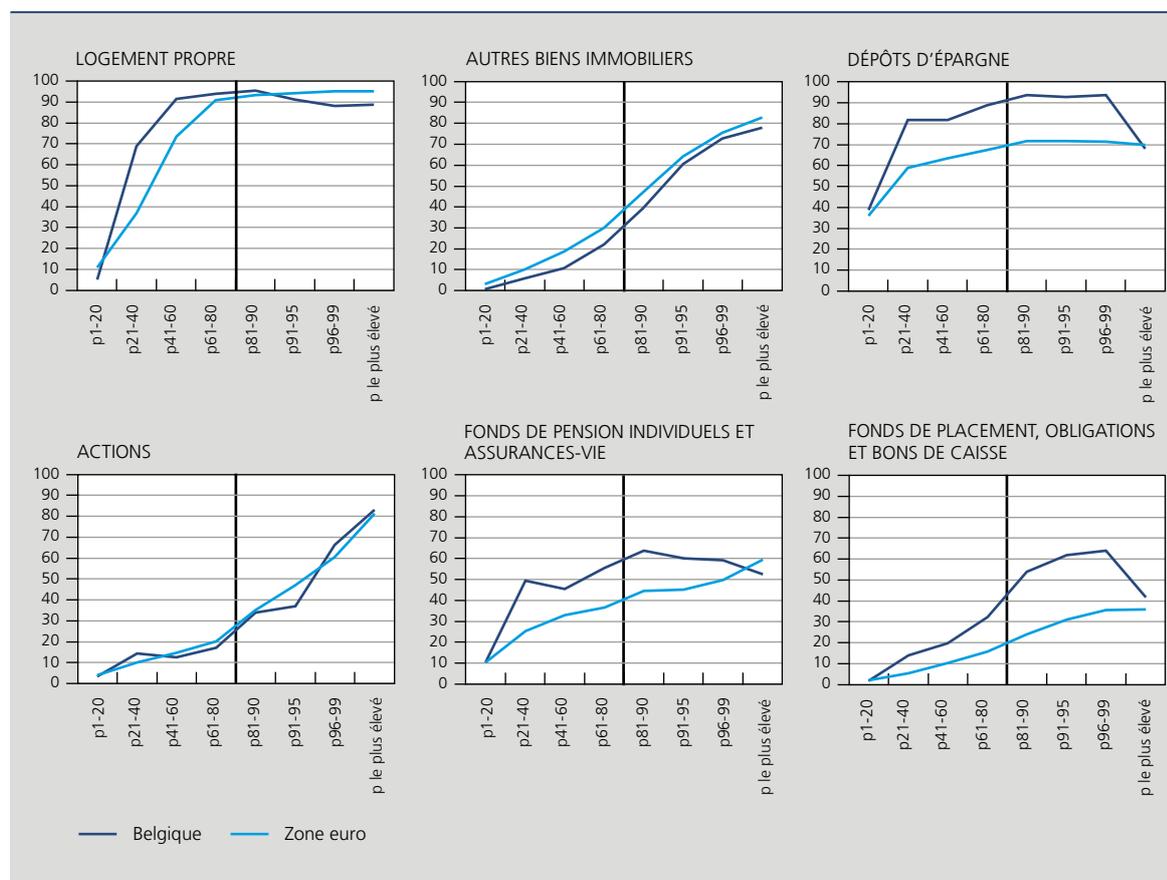
Les ménages belges possèdent un large patrimoine financier. Les données microéconomiques relatives à la répartition de l'épargne entre les ménages peuvent aider à expliquer certaines évolutions au niveau de l'ensemble de l'économie, telles qu'elles ressortent des comptes financiers. De plus, les actifs qui sont détenus par une portion restreinte de la population contribuent relativement plus à une distribution inéquitable du patrimoine, alors que des actifs mieux répartis ont tendance à réduire cette inégalité. Des données désagrégées peuvent dès lors aussi expliquer les disparités. La Household Finance and Consumption Survey (HFCS)⁽¹⁾ est une enquête organisée à

(1) Pour une description de l'enquête et une analyse des résultats de 2014 en Belgique, cf. Du Caju Ph. (2016), « La répartition du patrimoine en Belgique: premiers résultats de la seconde vague de la Household Finance and Consumption Survey (HFCS) », BNB, *Revue économique*, septembre, 29-47. Une synthèse des principaux résultats pour la zone euro est présentée dans: Household Finance and Consumption Network (2016), *The Household Finance and Consumption Survey: results from the second wave*, ECB Statistics Paper Series No 18, December.

l'échelle de la zone euro qui porte sur les finances des ménages et qui permet d'analyser la ventilation de leurs placements. Les derniers résultats disponibles de cette enquête trisannuelle concernent l'année 2014. Cependant, la mesure dans laquelle les ménages investissent, en fonction de leur richesse, dans des actifs donnés et les différences fondamentales qui en découlent ne varient guère au fil des ans. Il s'agit de la source utilisée ici pour mettre en évidence les similitudes et les différences qui se marquent entre la Belgique et la zone euro dans son ensemble sur le plan de la détention des diverses composantes du patrimoine. À cet égard, il est utile de rappeler que, de manière agrégée, la richesse financière des ménages belges est, à plus de 309 % du PIB, largement supérieure à la moyenne de la zone euro (214 % du PIB).

RÉPARTITION INÉGALE DES COMPOSANTES DU PATRIMOINE EN BELGIQUE ET DANS LA ZONE EURO

(détention des différentes composantes du patrimoine en pourcentage des ménages en 2014, selon le percentile de patrimoine net⁽¹⁾)



Source : HFCS 2014.

(1) Les ménages sont répartis en percentiles (centièmes), en fonction de leur patrimoine net global – c'est-à-dire la somme des valeurs de l'ensemble de leurs actifs (réels et financiers), diminuée de la somme des encours de toutes leurs dettes; ils sont ensuite classés par ordre croissant.

Aux fins de cette analyse, les ménages sont répartis en percentiles (centièmes), en fonction de leur patrimoine net global, c'est-à-dire la somme des valeurs de tous leurs actifs, diminuée de la somme des encours de toutes leurs dettes. De manière générale, la détention des différents actifs augmente à mesure que le patrimoine net des ménages s'accroît, et ce tant en Belgique que dans la zone euro. On relève néanmoins quelques différences notables entre les diverses composantes du patrimoine. La possession de certains actifs varie en effet nettement selon que les ménages sont plus ou moins nantis, tandis que d'autres actifs sont détenus dans un plus grand nombre de portefeuilles et sont donc répartis de manière plus uniforme au sein de la population. C'est le cas des

dépôts d'épargne et du logement propre, tandis que les actions et les autres biens immobiliers sont surtout aux mains des ménages les plus riches. Il en ressort que l'évolution des placements en actions, contrairement à celle des dépôts d'épargne, est le fait d'une part relativement faible de la population. De même, la propriété largement répandue du logement réduit l'inégalité au niveau du patrimoine, tandis que les investissements dans des biens immobiliers additionnels ont plutôt tendance à l'aggraver. La hausse des investissements dans ce type d'immobilier est donc la conséquence du comportement d'investissement d'une part assez restreinte de la population.

Une série de différences frappantes peuvent être observées entre la Belgique et la zone euro. Ainsi, il ressort des résultats de l'enquête menée en 2014 que près de 77 % des ménages belges sont titulaires d'un ou de plusieurs comptes d'épargne; dans la zone euro, ils sont en moyenne quelque 60 % dans ce cas. Les assurances-vie et les fonds de pension individuels – le troisième pilier des pensions – sont également plus répandus en Belgique que dans la zone euro, et ils sont détenus par quelque 44 % de la population, contre 30 % dans la zone euro. Par ailleurs, en moyenne un quart environ des ménages belges épargnent sous la forme d'obligations, de bons de caisse ou de fonds de placement, contre à peine un ménage sur huit dans la zone euro. L'appétence relativement marquée des ménages belges pour ces placements financiers comparativement aux ménages de la zone euro touche tous les quintiles de revenus. De plus, les ménages belges sont nettement plus nombreux à être propriétaires de leur habitation. En 2014, cette proportion s'élevait à quelque 70 % des ménages en Belgique, contre 61 % dans la zone euro. Cet écart se remarque surtout dans les deuxième et troisième quintiles de revenus, fût-ce dans une moindre mesure pour ce dernier.

Au-delà du logement propre, quelque 19 % des ménages belges possèdent un autre bien immobilier (à des fins de location, de villégiature ou dans un but professionnel). Dans la zone euro, ce pourcentage est supérieur (24 %) et l'écart peut être observé sur l'ensemble de la répartition du patrimoine. Enfin, 18 % des ménages belges détiennent des actions, cotées ou non (activités indépendantes comprises); dans la zone euro, ce pourcentage est pour ainsi dire équivalent, se montant à 19 % en moyenne. Ici aussi, la répartition entre les groupes de patrimoine est assez comparable.

La possession plus généralisée de quatre types d'actifs par les ménages belges – à savoir les dépôts d'épargne, les assurances-vie et fonds de pension individuels, les fonds de placement, bons de caisse et obligations et, enfin, le logement propre – contribue à positionner la Belgique, avec la Slovaquie, parmi les pays de la zone euro où la répartition du patrimoine net global est la moins inégale. Ainsi, les 1 % de ménages les plus fortunés de Belgique détiennent 12 % du patrimoine net global, contre 19 % dans la zone euro. De la même manière, les 5 % (10 %) des ménages les plus nantis de Belgique se partagent 30 % (43 %) du patrimoine net global, contre 38 % (51 %) dans la zone euro.

La position financière globale de l'économie est demeurée favorable

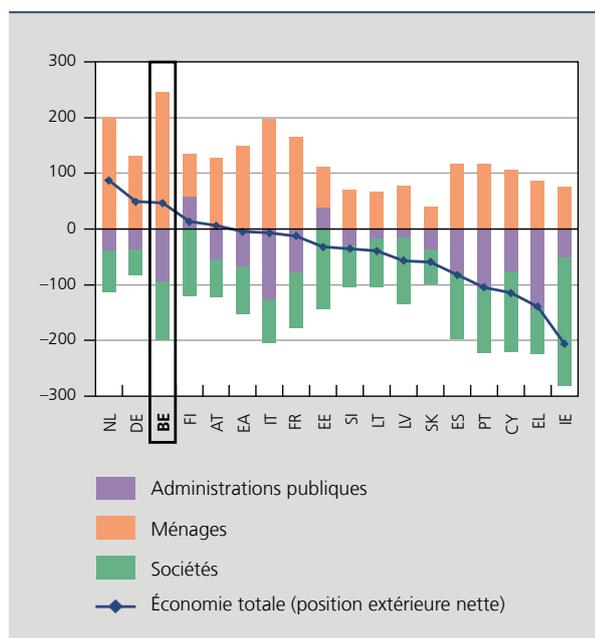
Les ménages belges jouissent du patrimoine financier net, rapporté au PIB, le plus volumineux des pays de la zone euro. Cette situation particulièrement confortable contribue à ce que la position extérieure nette de la Belgique soit créditrice et parmi les plus élevées de la zone. En Belgique, le substantiel patrimoine financier net des ménages contrebalance largement les engagements nets des administrations publiques et des sociétés et assure au pays sa position de crédeur net. Dans la zone euro, les Pays-Bas, l'Allemagne, l'Autriche et la Finlande se caractérisent également par une position nette créditrice. À la fin de septembre 2017, les créances belges nettes sur

l'étranger se chiffraient, selon les statistiques des comptes financiers, à 200 milliards d'euros, soit 46 % du PIB.

L'encours des actifs et des passifs financiers des secteurs intérieurs est important pour identifier les déséquilibres macroéconomiques. Ainsi, dans le cadre de sa procédure concernant les déséquilibres macroéconomiques (PDM), la CE se fonde non seulement sur la dette publique, mais aussi, entre autres, sur la position extérieure nette et sur la dette consolidée du secteur privé. À cet égard, des seuils uniformes reposant sur les niveaux d'endettement historiques sont appliqués aux États membres de l'UE, au-delà ou en deçà desquels un pays peut se trouver dans une situation insoutenable. En ce qui concerne la position extérieure nette, pour laquelle le seuil s'élève à

GRAPHIQUE 47 LE PATRIMOINE FINANCIER NET⁽¹⁾ EST TOUJOURS POSITIF

(pourcentages du PIB, fin de septembre 2017)



Sources : BCE, BNB.

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

-35 % du PIB, l'économie belge se situe largement en dehors de la zone de danger. S'agissant de l'endettement des administrations publiques et de la dette consolidée du secteur privé, la CE prône des seuils se montant, respectivement, à 60 et 133 % du PIB. Comme la dette publique, la dette du secteur privé (177 % du PIB à la fin de septembre 2017) dépasse ce seuil, mais cela ne signifie pas nécessairement qu'un risque de soutenabilité pèse sur ce dernier. En effet, la dette consolidée des sociétés non financières en Belgique comporte une grande quantité de crédits intragroupes octroyés par l'étranger, lesquels devraient idéalement être exclus du concept d'endettement. Ces crédits mis à part, le taux d'endettement du secteur privé belge est, à 121 % du PIB, inférieur à la valeur du seuil. Plus généralement, ces seuils sont d'ailleurs purement indicatifs; pour l'évaluation de la soutenabilité de la dette du secteur privé, il y a lieu de prendre également en considération d'autres facteurs qui sont déterminants pour la santé financière, comme la quantité et la qualité des actifs et/ou des fonds propres couvrant ces dettes.

Hormis les risques structurels liés aux positions d'endettement, la politique – notamment la politique macroprudentielle – œuvre à limiter les risques cycliques associés à l'octroi de crédits. Depuis 2016, l'écart du crédit bancaire

rapporté au PIB vis-à-vis de sa valeur tendancielle (credit-to-GDP gap) sert de référence pour examiner plus particulièrement si les banques doivent constituer un coussin de fonds propres contracyclique (*countercyclical capital buffer* – CCyB). En dépit de la croissance relativement vigoureuse du crédit, cet indicateur est actuellement inférieur à 2 points de pourcentage du PIB, qui est le seuil préconisé par le Comité européen du risque systémique (CERS) pour la constitution d'un CCyB. Pour déterminer ce coussin, la Banque, en sa qualité d'autorité macroprudentielle, ne se base cependant pas que sur l'évolution du crédit; elle procède aussi à une évaluation des autres risques cycliques susceptibles de frapper le système financier. À ce jour, ce coussin n'a pas été activé; il s'établit dès lors à 0 % d'actifs pondérés par les risques.

3.3 Le secteur bancaire a bénéficié de la reprise économique, mais il reste d'importants défis à relever

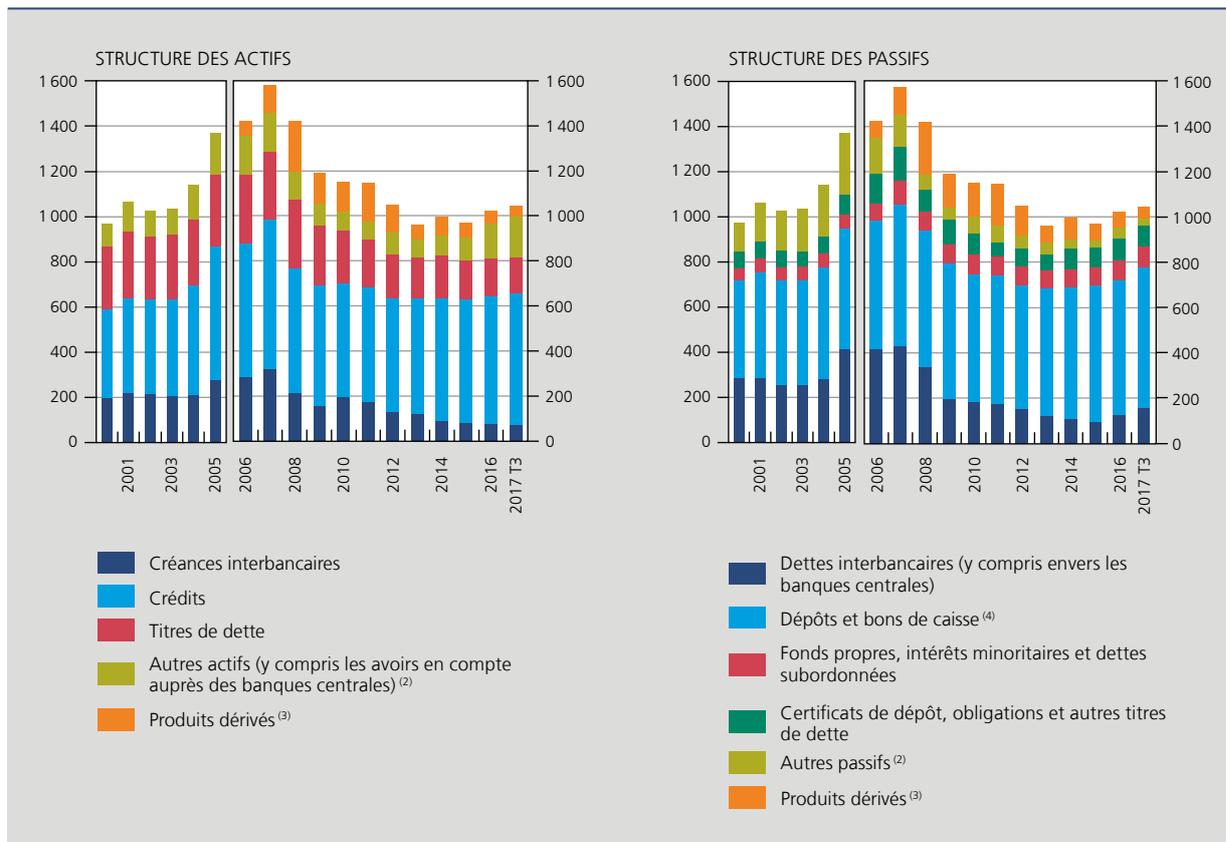
Grâce aux efforts de restructuration consentis durant la crise financière et les années qui l'ont suivie, le secteur bancaire belge jouit d'une situation financière saine, qui lui a permis à la fois de contribuer à la reprise économique et d'en tirer profit. Les banques font cependant toujours face à des défis de taille. La période prolongée de taux d'intérêt bas commence à mettre sous pression leur marge d'intermédiation, qui constitue leur principale source de revenus. Pour compenser cette perte, les banques ont misé sur un accroissement de leur volume de production, ce qui attise une vive concurrence sur certains marchés-clés. Cette concurrence accrue ne doit pas aller de pair avec des comportements qui pourraient se révéler néfastes pour la santé financière des établissements de crédit. Dans son communiqué du 21 novembre 2017, la Banque a ainsi souligné que la récente croissance soutenue du crédit hypothécaire avait été réalisée, en partie, grâce à des conditions d'octroi particulièrement souples. Elle a donc appelé le secteur à se rendre moins vulnérable à un choc immobilier. De plus, les banques doivent veiller à ce que le niveau des marges commerciales, en forte baisse ces dernières années, continue de refléter les risques associés à la nouvelle production et à ce qu'il ne pèse pas outre mesure sur la rentabilité future des établissements de crédit.

La fin du processus de restructuration du bilan du secteur bancaire est marquée par la reprise des crédits au secteur privé

Entre la fin de 2007 et la fin de 2014, les banques ont réduit leurs actifs de plus d'un tiers, pour l'essentiel en se défaisant d'activités interbancaires et à l'étranger. Au cours de cette période, la taille du bilan du secteur, mesurée sur

GRAPHIQUE 48 LE CRÉDIT BANCAIRE AU SECTEUR PRIVÉ A PRIS UN NOUVEL ÉLAN SOUS L'IMPULSION DE LA REPRISE ÉCONOMIQUE

(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. Les « autres passifs » regroupent essentiellement les positions courtes, les passifs autres que les dépôts et les titres de dette, les provisions et les obligations au titre des prestations définies.

(3) 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).

(4) 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 font plus partie des « autres passifs » mais sont répartis entre différentes rubriques du passif.

une base consolidée⁽¹⁾, est ainsi retombée de 1 578 milliards d'euros (458 % du PIB) à 996 milliards (248 % du PIB). Au terme de ce processus, le secteur bancaire a donc bénéficié à partir de 2015 d'une situation financière saine qui lui a permis de profiter des effets positifs de la relance économique, favorisés par les politiques monétaires accommodantes menées par les banques centrales. À la fin de septembre 2017, le total de l'actif des banques belges se montait à 1 044 milliards d'euros (près de 240 % du PIB). Cette progression résulte, entre autres, d'une hausse des crédits bancaires au secteur privé, encouragée par l'abondance des liquidités mises à la disposition des banques. Entre la fin de 2014 et septembre 2017, les prêts du secteur bancaire belge aux ménages et aux sociétés non

financières, en Belgique et à l'étranger, ont augmenté de, respectivement, 37 et 13 milliards d'euros.

Contrairement à ce qu'elles ont fait pour les prêts au secteur privé, les banques ont réduit leur exposition envers le secteur public ces dernières années. Leur portefeuille de titres de dette souveraine, qui en constitue l'essentiel, a été ramené de 180 milliards d'euros à la fin de 2014 à 156 milliards à la fin de septembre 2017. Cette tendance s'est accélérée au cours de la période récente, dans un contexte où les conditions de marché créées par le programme d'achats d'actifs de la BCE ont pu inciter les banques à vendre une partie de leur portefeuille, ce qui leur a permis de réaliser des plus-values, ou du moins à ne pas renouveler les positions arrivant à échéance. Par ailleurs, après un net mouvement de concentration sur le marché belge durant la crise des dettes publiques en 2011 et en 2012, sur fond de fragmentation

(1) La base consolidée inclut non seulement les activités du secteur bancaire en Belgique, mais aussi celles des filiales des banques belges établies à l'étranger.

du système financier dans la zone euro, les établissements bancaires continuent depuis de diversifier plus largement leur portefeuille de titres souverains; 2017 n'a pas fait exception à la règle. Le 30 septembre 2017, les expositions envers les administrations belges représentaient toutefois toujours un peu plus de la moitié de ce portefeuille.

Les expositions envers l'immobilier commercial et résidentiel belge ont continué de croître rapidement, dans un contexte de hausse généralisée du crédit

Parmi les crédits qu'elles octroient au secteur privé, l'encours des prêts que les banques accordent aux sociétés non financières belges a augmenté de près de 11 milliards d'euros depuis la fin de l'année 2014, dont 5 milliards au cours des seuls douze derniers mois. Au total, ces prêts se montaient à 129 milliards le 30 septembre 2017. Comme mentionné précédemment, l'expansion du crédit bancaire a été assez générale, mais elle a été particulièrement prononcée dans les branches de l'industrie et des services aux professionnels. Elle a de nouveau été relativement soutenue dans les entreprises belges de la construction et de l'immobilier, sans toutefois atteindre les niveaux élevés observés ces dix dernières années. Conjointement, avec une part de 25 % à la fin de septembre 2017, ces deux branches représentaient le principal secteur d'activité dans le portefeuille des prêts des banques aux sociétés non financières belges. Cela participe à l'exposition croissante du secteur bancaire envers l'immobilier commercial et résidentiel belge.

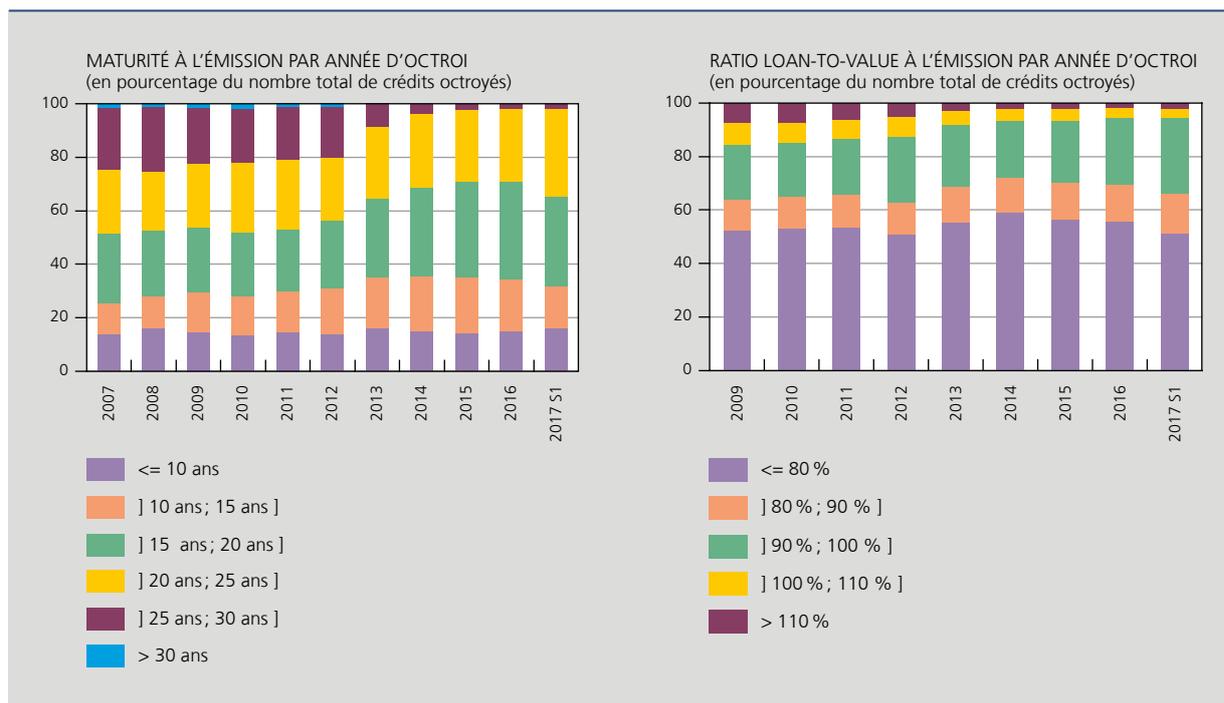
Plus largement, les banques belges concentrent en effet une plus grande part de leurs activités sur le marché hypothécaire domestique. Ainsi, l'encours total des prêts hypothécaires aux ménages belges a progressé pendant deux ans à un rythme annuel supérieur à 5 %, culminant à 194 milliards d'euros à la fin de septembre 2017. Sur les douze derniers mois, la production brute de prêts hypothécaires s'est montée à 50 milliards d'euros. À hauteur de 15 milliards, il s'agissait de refinancements internes de crédits contractés précédemment par des clients de la même banque; les refinancements externes, c'est-à-dire ceux entraînant un changement de banque pour l'octroi du crédit, se chiffraient quant à eux à 4 milliards. En termes nets, la nouvelle production annuelle a donc atteint un peu plus de 30 milliards d'euros, ce qui constitue un record. Étant entendu que certains emprunteurs ont refinancé leur crédit hypothécaire à plusieurs reprises, il n'est plus possible de mesurer avec précision la part du portefeuille des banques qui a été refinancée. On peut cependant estimer que plus d'un tiers des crédits hypothécaires belges ont été refinancés depuis la fin de 2014. Dès la mi-2017, le nombre de refinancements de crédits semble être reparti légèrement à la hausse, probablement parce que les emprunteurs anticipaient que les taux d'intérêt seraient relevés à la suite des annonces

selon lesquelles il serait progressivement mis un terme à la politique monétaire accommodante. Certes, les refinancements de crédits hypothécaires sont assortis de pénalités de remboursement, qui exercent un effet positif sur le revenu net d'intérêts des banques au moment de leur perception. Il n'en demeure pas moins que la révision à la baisse des taux auxquels ces contrats sont rémunérés, le nouveau taux étant généralement fixé pour toute la durée résiduelle du crédit, constitue une pression supplémentaire sur le rendement de ce portefeuille, qui vient s'ajouter à la diminution des taux sur la nouvelle production.

Les vulnérabilités se sont accrues dans le portefeuille de prêts hypothécaires belges

Le recentrage généralisé des banques sur les activités de crédits hypothécaires suscite également une intensification de la concurrence entre les banques. Celle-ci se traduit par un resserrement des marges commerciales sur les nouveaux crédits, calculées comme la différence entre les taux payés par les clients sur ces contrats et les taux de financement du marché pour des échéances similaires. En outre, depuis 2015, le rebond des crédits hypothécaires ne s'accompagne plus d'un durcissement des conditions d'octroi de crédits, comme cela avait été le cas entre 2012 et 2014. Au contraire, celles-ci ont été quelque peu assouplies au cours du premier semestre de l'année sous revue. Ainsi, la maturité contractuelle moyenne des nouveaux prêts a légèrement progressé, tandis que le rapport entre la charge de crédit mensuelle et le revenu de l'emprunteur (*ratio debt-service-to-income* – DSTI) n'a plus reculé, affichant même une faible détérioration, en dépit de l'allongement des maturités initiales. Qui plus est, alors que la part dans la nouvelle production des prêts dont le montant du crédit hypothécaire est égal à plus de 80 % de la valeur du bien financé (*ratio loan-to-value*) s'était repliée de 50 à 41 % entre 2012 et 2014, elle est repassée à 50 % au premier semestre de 2017. D'autres signes, telles l'augmentation du montant moyen des fonds empruntés et la hausse du niveau d'endettement des ménages, corroborent cette image de vulnérabilités significatives et croissantes dans ce portefeuille, même si les taux de défaillance restent relativement peu élevés. Dans ce contexte, la Banque a jugé nécessaire de remplacer la mesure macroprudentielle introduite en 2013, qui consiste à relever de 5 points de pourcentage la pondération de risque calculée selon des modèles internes, par une mesure à deux composantes: une composante linéaire, visant tous les prêts de manière identique et permettant d'assurer la continuité avec la mesure précédente, et une composante plus ciblée, appliquée sous la forme d'un multiplicateur qui serait fonction du risque moyen inhérent au portefeuille de chaque banque. De la sorte, les banques dont le portefeuille de crédits hypothécaires est plus risqué, et qui contribuent donc plus fortement au risque systémique, se verraient infliger une exigence en

GRAPHIQUE 49 ACCENTUATION DES SIGNES DE VULNÉRABILITÉ DANS LE PORTEFEUILLE DE PRÊTS HYPOTHÉCAIRES DES BANQUES



Source : BNB.

capital proportionnellement plus importante. Cette nouvelle disposition, annoncée par un communiqué de la Banque en date du 21 novembre 2017, est présentée de manière détaillée dans la seconde partie de ce Rapport (cf. section II.B.1.).

En dépit de la vive concurrence qui règne sur certains segments du marché belge, les banques n'ont pas renforcé outre mesure leur présence à l'étranger, comme elles l'avaient fait auparavant. À la fin de septembre 2017, les actifs étrangers des banques belges ne représentaient que près d'un quart du total du bilan du secteur. Ils consistaient principalement en des prêts aux ménages et aux sociétés non financières de certains marchés stratégiques, dont les Pays-Bas, la République tchèque, la Turquie, le Luxembourg et l'Irlande.

En dépit de la hausse de l'octroi de crédits aux secteurs privés domestique et étrangers, les banques belges disposent de liquidités excédentaires

Dans un contexte général de liquidités abondantes dans la zone euro et malgré la progression des prêts aux ménages et aux entreprises, le secteur bancaire se trouvait à la fin du troisième trimestre de 2017 dans une situation d'excédent de liquidités. Ces dernières ont récemment été replacées plus largement auprès de l'Eurosystème. Les avoirs en

compte auprès des banques centrales sont donc passés de 69 à 120 milliards d'euros entre septembre 2016 et septembre 2017, et ce alors qu'ils étaient assez stables depuis plusieurs années. Cette évolution est imputable au niveau extrêmement faible des taux de marché à court terme, ce qui rend les dépôts auprès des banques centrales, même rémunérés à des taux négatifs, plus avantageux que les placements sur le marché interbancaire.

L'accroissement des liquidités excédentaires du secteur bancaire belge s'explique en partie par la hausse des dépôts d'autres établissements de crédit, belges ou étrangers, qui se sont portés à 121 milliards d'euros en septembre 2017, contre 103 milliards un an plus tôt. Par ailleurs, les banques belges ont également intensifié leur recours aux lignes de liquidité que la BCE met à la disposition du secteur dans le cadre de ses opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO II), et ce à hauteur de 10 milliards d'euros sur la même période. Elles se sont ainsi assurées un financement à faible coût pour une échéance à plus long terme. Les dépôts des ménages belges et étrangers ont, quant à eux, grimpé de respectivement 7 et 5 milliards d'euros.

Une part significative des nouveaux dépôts bancaires sont issus d'opérations de cession-rétrocession au cours desquelles les banques belges mettent en pension des titres auprès d'autres établissements de crédit en échange de

liquidités qui seront remboursées à l'échéance du contrat. Depuis le début de 2017, cela a contribué à alourdir de manière presque continue la proportion d'actifs grevés dans le total du bilan du secteur bancaire, qui a atteint 14,2 % en septembre. D'autres éléments ont également participé à cette augmentation de la part d'actifs grevés, telle l'émission de covered bonds.

Bien qu'une plus large part des actifs soient grevés et, partant, ne soient plus liquides, les banques belges continuent d'afficher une position de liquidité robuste, attestée par le niveau confortable des ratios de liquidité réglementaires. Le ratio de couverture de liquidité à court terme (*liquidity coverage ratio* – LCR) du secteur, qui impose qu'une banque conserve une quantité suffisante d'actifs liquides de très bonne qualité afin de pouvoir couvrir les sorties nettes totales de capitaux durant 30 jours en période de tension, demeure largement supérieur aux 100 % requis. À la suite des évolutions décrites ci-dessus, la composition du coussin d'actifs liquides des banques s'est cependant modifiée; elle comprend désormais une plus grande part d'avoirs en compte auprès des banques centrales et moins de titres de dette souveraine.

Les banques belges ont de nouveau enregistré des résultats solides en 2017

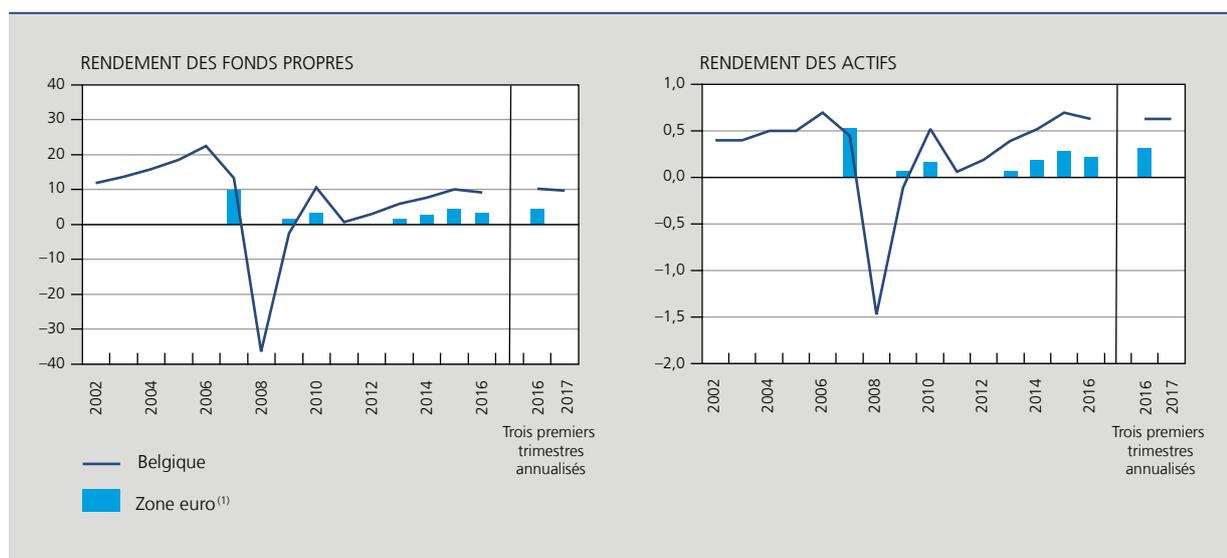
En dépit de la persistance de l'environnement de taux bas, les banques belges affichent, depuis la fin de 2014, des

niveaux de rentabilité relativement élevés comparativement à ceux des autres établissements de crédit de la zone euro. Sur les neuf premiers mois de 2017, le secteur a dégagé un profit net de 4,9 milliards d'euros, le rendement annualisé des fonds propres atteignant ainsi, pour la troisième année consécutive, un niveau proche de 10 %, celui sur les actifs ressortant à 0,6 %. L'encadré 5 à la fin de cette section présente une comparaison plus détaillée des résultats du secteur bancaire belge par rapport à la zone euro.

Ce haut niveau de rentabilité en Belgique doit cependant être mis en rapport avec le rendement exigé par les actionnaires. Pour les récipiendaires des fonds investis par les actionnaires, cela correspond au coût du capital, lequel constitue pour beaucoup d'établissements un objectif de rentabilité pouvant influencer sur la gestion interne des banques. Il est néanmoins ardu de mesurer ce coût du capital, étant donné que celui-ci est influencé non seulement par le profil de risque de l'établissement, mais également par des éléments non observables, telles les incertitudes sur les marchés. Selon une enquête de l'Autorité bancaire européenne (ABE), la majorité des banques européennes estiment que leur coût du capital se situe entre 8 et 10 %.

Les bons résultats du secteur bancaire observés au cours des neuf premiers mois doivent aussi être nuancés par le fait qu'ils ont été soutenus par la restructuration d'un grand groupe bancaire, qui a mené à l'inclusion, en 2017, de nouvelles entités dans le périmètre

GRAPHIQUE 50 RENDEMENT DES FONDS PROPRES ET DES ACTIFS DES SECTEURS BANCAIRES BELGE ET DE LA ZONE EURO
(données sur une base consolidée; pourcentages)



Sources : BCE, BNB.

(1) Données disponibles à partir de 2007.

TABLEAU 9 COMPTE DE RÉSULTATS DES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT BELGES

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

	2013	2014	2015	2016	Neuf premiers mois		Pourcentages du produit bancaire
					2016	2017	
Résultat net d'intérêts	13,3	14,5	14,9	14,8	11,2	10,7	59,8
Résultat hors intérêts	7,0	6,2	7,1	7,6	5,5	7,2	40,2
Résultat net des commissions (y compris les commissions versées aux agents)	5,0	5,3	5,9	5,6	4,2	4,6	25,9
Profits et pertes (non) réalisés sur instruments financiers ⁽¹⁾	0,8	-0,1	1,2	1,5	0,8	0,6	
Autres revenus hors intérêts	1,3	0,9	0,1	0,5	0,5	2,0	
Produit bancaire	20,3	20,7	22,0	22,4	16,6	17,9	100,0
Dépenses opérationnelles	-12,4	-12,7	-12,9	-13,1	-9,9	-10,5	58,8 ⁽²⁾
Résultat brut d'exploitation	8,0	8,0	9,1	9,3	6,7	7,4	
Réductions de valeur et provisions	-3,0	-1,3	-1,3	-1,8	-0,7	-0,5	
Provisions pour pertes sur créances	-2,3	-1,3	-1,1	-0,9	-0,7	-0,2	
Réductions de valeur sur autres actifs financiers	0,0	0,0	-0,0	0,0	0,0	0,1	
Autres réductions de valeur et provisions	-0,6	0,1	-0,1	-0,9	0,0	-0,3	
Autres composantes du compte de résultats	-1,8	-2,2	-1,7	-1,8	-1,3	-2,0	
Profit ou perte net(te)	3,3	4,5	6,1	5,7	4,8	4,9	

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 dans le 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 dans le 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.

de consolidation des banques belges. Cette extension a significativement contribué à gonfler le produit bancaire, lequel s'est monté à 17,9 milliards d'euros sur les neuf premiers mois de l'année, contre 16,6 milliards sur la même période de 2016. Le total des revenus tirés de sources plus structurelles de rentabilité, tel le résultat net d'intérêts et de commissions, est pour sa part resté stable.

La progression du produit bancaire provient essentiellement de l'amélioration des résultats hors intérêts, principalement due à l'élargissement précité du périmètre de consolidation du secteur bancaire. La hausse de 450 millions du résultat net des commissions y a aussi contribué, les meilleures perspectives économiques ayant stimulé la vente de parts de fonds. En revanche, les profits sur instruments financiers se sont quelque peu repliés à la suite de la légère remontée des taux à long terme. Les gains non réalisés, actés lorsque la valeur de marché des titres détenus augmente, et les gains relatifs à la vente de titres sont ainsi retombés à 580 millions d'euros au cours des neuf premiers mois de 2017, contre 760 millions l'année précédente.

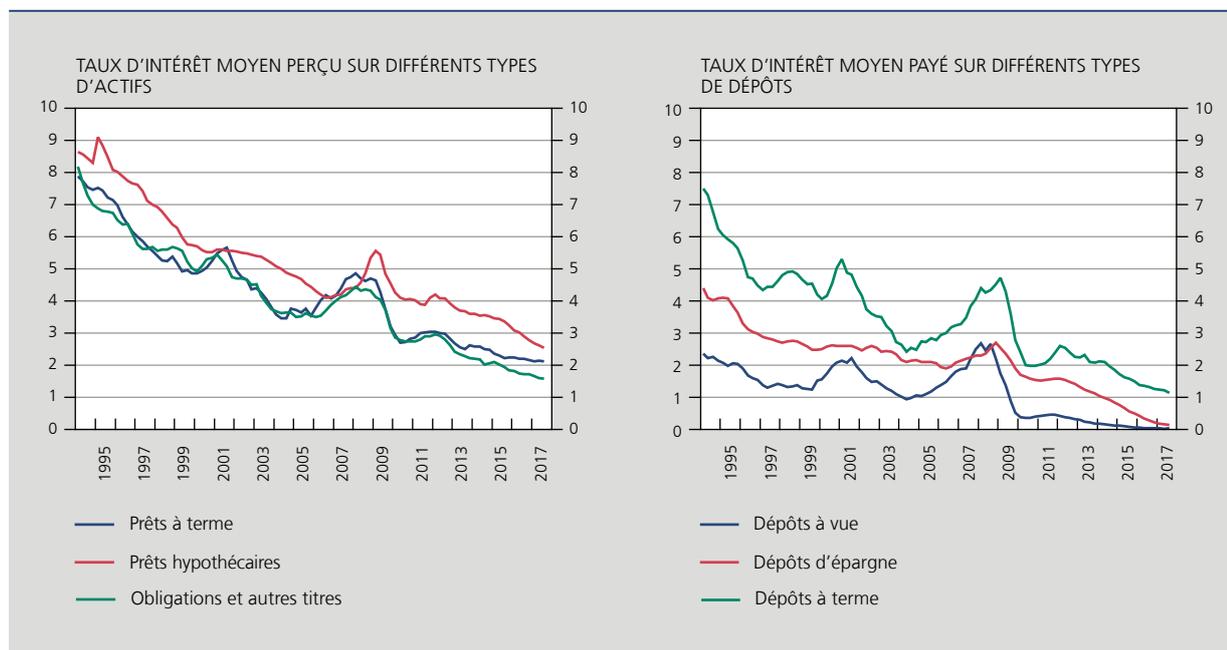
Confrontées à une pression accrue sur leur marge d'intérêt, les banques cherchent à diversifier leurs sources de revenus

Alors que les revenus nets d'intérêts des banques avaient jusqu'à récemment fait preuve de résilience, ils ont accusé un recul de l'ordre de 430 millions d'euros sur les neuf premiers mois de 2017. Ce déclin s'explique par la contraction de la marge nette d'intérêt, dont l'effet a dépassé le gain résultant de la croissance des crédits au secteur privé. En 2017, face à la baisse des taux de rendement de leurs actifs, les banques n'ont en effet plus été en mesure, contrairement aux années précédentes, de compresser leurs coûts de financement. C'est en particulier le cas des taux offerts sur les carnets de dépôts à vue et d'épargne, qui avaient déjà été ramenés à des planchers de respectivement 0 et 0,11 % (y compris la prime de fidélité) durant la seconde moitié de 2016.

La pression exercée par l'environnement de taux bas sur le résultat net d'intérêts conduit également les banques à adapter leur modèle d'affaires en vue, entre autres, de diversifier leurs sources de revenus. À cet

GRAPHIQUE 51 FACE À LA BAISSÉ DU RENDEMENT DE LEURS ACTIFS, LES BANQUES N'ONT PLUS ÉTÉ EN MESURE DE COMPRIMER LEURS COÛTS DE FINANCEMENT

(taux d'intérêt sur l'encours de différents types d'actifs et de passifs des établissements de crédit belges⁽¹⁾; données sur une base non consolidée, pourcentages)



Source : BNB.

(1) Ces taux sont calculés comme le rapport entre les flux d'intérêts reçus et payés cumulés sur douze mois et le volume moyen de l'encours des actifs ou passifs correspondants sur la période concernée.

égard, certains établissements ont déjà annoncé leur intention d'étendre leurs activités de vente de produits d'investissement. Par ailleurs, les nouvelles technologies constituent pour les banques une opportunité d'étoffer leur offre commerciale en développant de nouveaux canaux de distribution ainsi que de nouveaux produits et services. Dans le même temps, comme on le constate déjà pour les activités de paiement, l'essor des nouvelles technologies pourrait également susciter l'entrée de nouveaux acteurs sur certains segments, ce qui y accroîtrait la concurrence. En outre, la création d'outils technologiques nécessite des investissements souvent importants et risqués, parfois hors de portée des établissements de plus petite taille.

Les outils numériques pourraient pourtant permettre au secteur d'alléger sa structure de coûts, qui, jusqu'ici, s'est avérée relativement rigide. Depuis plusieurs années, le rapport entre les coûts et les revenus des banques belges ne s'est guère écarté de 60 %. Au cours des neuf premiers mois de 2017, leurs dépenses opérationnelles ont atteint 10,5 milliards d'euros, ce qui représente une augmentation de près de 700 millions par rapport à la période correspondante de 2016.

Cette hausse des dépenses s'explique en grande partie par la restructuration mentionnée ci-avant d'un groupe bancaire, qui a conduit à l'intégration de nouvelles entités dans le périmètre de consolidation du secteur. Cependant, le produit bancaire ayant progressé au même rythme, le ratio coûts/revenu du secteur est resté stable, à 59 %.

Sur les trois premiers trimestres de 2017, les frais de personnel ont équivalu à un peu moins de la moitié du total des dépenses opérationnelles. En dépit de la contraction de l'emploi observée dans le secteur, qui a été de l'ordre de 13 % entre 2010 et 2016 selon Febelfin, ces dépenses se maintiennent à un niveau stable depuis 2014. Ce paradoxe s'explique par la hausse du coût salarial marginal dans le secteur, liée à des changements dans la structure du personnel : comme l'attestent les chiffres pour 2016, les employés nouvellement engagés par les banques belges étaient majoritairement des diplômés universitaires (de niveau master ou doctorat) amenés à exercer des fonctions de cadre, tandis que la part du personnel d'exécution dans les effectifs affiche une claire diminution depuis plusieurs années.

Le climat économique favorable et une politique de provisionnement prudente limitent le besoin de nouvelles provisions

L'embellie du climat économique en Belgique et à l'étranger a également contribué aux bons résultats du secteur, à travers un fléchissement des constitutions de nouvelles provisions. Celles-ci se sont chiffrées à 450 millions d'euros au cours des neuf premiers mois 2017, soit à peine 3 % du revenu bancaire; à titre de comparaison, ce ratio était proche de 15 % en 2013. Le bas niveau des nouvelles provisions reflète en partie la bonne qualité des actifs des banques belges. Le pourcentage de crédits non performants dans le total des prêts et avances du secteur bancaire belge était de 3 % à la fin de septembre 2017, soit largement en deçà de la moyenne de la zone euro, qui s'affichait à 5,4 % au deuxième trimestre de l'année. De plus, le niveau actuel de l'encours des provisions couvre déjà près de 46 % des crédits non performants, ce qui, selon les règles actuelles, limite la nécessité de constituer des provisions supplémentaires. Il est cependant possible que le niveau des provisions des banques belges soit relevé dans le futur, à la suite de l'introduction de la norme comptable IFRS 9 le 1^{er} janvier 2018. Cette norme impose que le calcul des provisions pour pertes de crédit ne se fasse plus sur la base des pertes subies mais plutôt par rapport aux pertes futures probables, et ce dès l'apparition du premier signe de détérioration de la qualité du crédit, et sur l'ensemble de la durée résiduelle du contrat.

La position de solvabilité des banques belges s'est maintenue à des niveaux confortables

En ligne avec l'évolution globale du bilan, les actifs pondérés par les risques des banques belges se sont graduellement élargis à partir de la fin du processus de deleveraging en 2014. Ainsi, les actifs pondérés par les risques sont passés de 370 à 374 milliards d'euros entre la fin de 2016 et la fin de septembre 2017. Ces actifs se composent principalement, à hauteur de 314 milliards d'euros à la fin de septembre 2017, d'expositions faisant l'objet de risques de crédit, contre 308 milliards à la fin de 2016. Au vu de l'accroissement des actifs pondérés par les risques, les exigences en matière de fonds propres applicables aux banques belges ont augmenté. Parallèlement, le capital Tier 1 de base (*Common Equity Tier 1 – CET 1*) a enregistré une légère progression, à 60,7 milliards d'euros, si bien que le ratio CET 1 est demeuré stable, autour de 15,7 %. Par conséquent, les banques belges continuent, en moyenne, de présenter une position de solvabilité confortable, largement supérieure aux exigences réglementaires.

En 2017, le niveau minimum du capital Tier 1 de base imposé conformément à la CRD IV (*Capital Requirements Directive*) s'est chiffré à 5,75 %, contre 5,125 % en 2016. Ce relèvement résulte du gonflement du coussin de conservation de fonds propres, qui a atteint 1,25 %. Ce coussin s'établira à 2,5 % à la fin de 2019. Les établissements d'importance systémique ont par ailleurs vu leurs

TABEAU 10 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)

	2013	2014	2015	2016	Septembre 2017
Capital Tier 1	55,6	53,4	55,1	60,0	60,7
dont:					
Common Equity Tier 1	–	51,5	53,3	58,1	58,7
Actifs pondérés par les risques	339,4	349,8	345,4	369,7	374,4
dont:					
Risque de crédit	287,7	290,1	282,8	308,1	313,8
Risque de marché	9,9	7,1	9,5	6,1	7,1
Risque opérationnel	34,2	34,9	36,0	38,7	39,6
CVA	–	8,2	6,9	5,5	4,5
Autres	7,6	9,5	10,3	11,0	9,4
Ratio Tier 1 (pourcentages)	16,4	15,3	16,0	16,2	16,2
Ratio Common Equity Tier 1 (pourcentages)	–	14,7	15,4	15,7	15,7
Ratio de couverture de liquidité (pourcentages)			137	140	144

Source: BNB.

exigences grimper ; à partir de 2018 ce coussin supplémentaire se monte à, respectivement, 0,75 % pour les banques dont le degré d'importance systémique est plus faible et 1,5 % pour les banques d'importance systémique plus élevée. À ces exigences du premier pilier s'ajoutent celles du deuxième pilier, qui sont déterminées individuellement pour chaque établissement en fonction de son profil de

risque (cf. partie « Réglementation et contrôle prudentiels » du présent Rapport). Par ailleurs, la CRD IV prévoit la disparition, à partir de 2018, des mesures transitoires s'appliquant à certaines déductions de fonds propres. En supposant que le régime final prévu par la CRD IV ait déjà été en vigueur en septembre 2017, le ratio CET 1 serait retombé à 15,4 %, soit un niveau qui demeure satisfaisant.

Encadré 5 – Les banques belges enregistrent des résultats supérieurs à ceux de la zone euro, mais les défis restent importants

La crise financière de 2008 a durement touché les banques belges. Cette année-là, elles avaient enregistré d'importantes pertes exceptionnelles liées à la cession d'activités et à d'autres réductions de valeur et constitutions de provisions, ce qui a fortement pesé sur leur rentabilité. Ainsi, le rendement des actifs des banques belges s'était affiché à -1,5 % en 2008, ce qui constituait de loin le pire résultat de la zone euro.

Les banques belges ont opéré une restructuration de leur modèle d'affaires, conformément d'ailleurs aux engagements que certaines d'entre elles avaient pris envers la CE, en contrepartie des aides d'État reçues au plus fort de la crise. À l'instar des autres banques européennes, elles ont fortement réduit leurs opérations interbancaires et se sont défaites d'activités à l'étranger. Ce processus a toutefois été relativement plus précoce et plus prononcé en Belgique que dans le reste de la zone euro. Entre la fin de 2008 et celle de 2010, les banques belges ont réduit la taille de leur bilan de près de 20 %, la ramenant, en pourcentage du PIB, en dessous de la moyenne européenne.

Certaines de ces mesures ont exercé un effet positif sur la rentabilité et, partant, sur la solvabilité des banques. Entre 2008 et 2012, les banques belges se sont défaites d'une importante part d'actifs à faible marge (prêts interbancaires), soutenant ainsi leur marge nette d'intérêt. Calculée comme le rapport entre le résultat net d'intérêts et le total de l'actif, celle-ci est passée de 100 à 130 points de base. Les banques ont par ailleurs affecté les premiers bénéfices dégagés après la crise à la consolidation de leur solvabilité. Entre 2008 et 2012, le ratio de solvabilité rapportant le montant des fonds propres réglementaires au total de l'actif est passé de 16,4 à 18,2 % pour le secteur bancaire belge, contre une progression de 11,7 à 14,7 % pour l'ensemble des établissements de crédit de la zone euro.

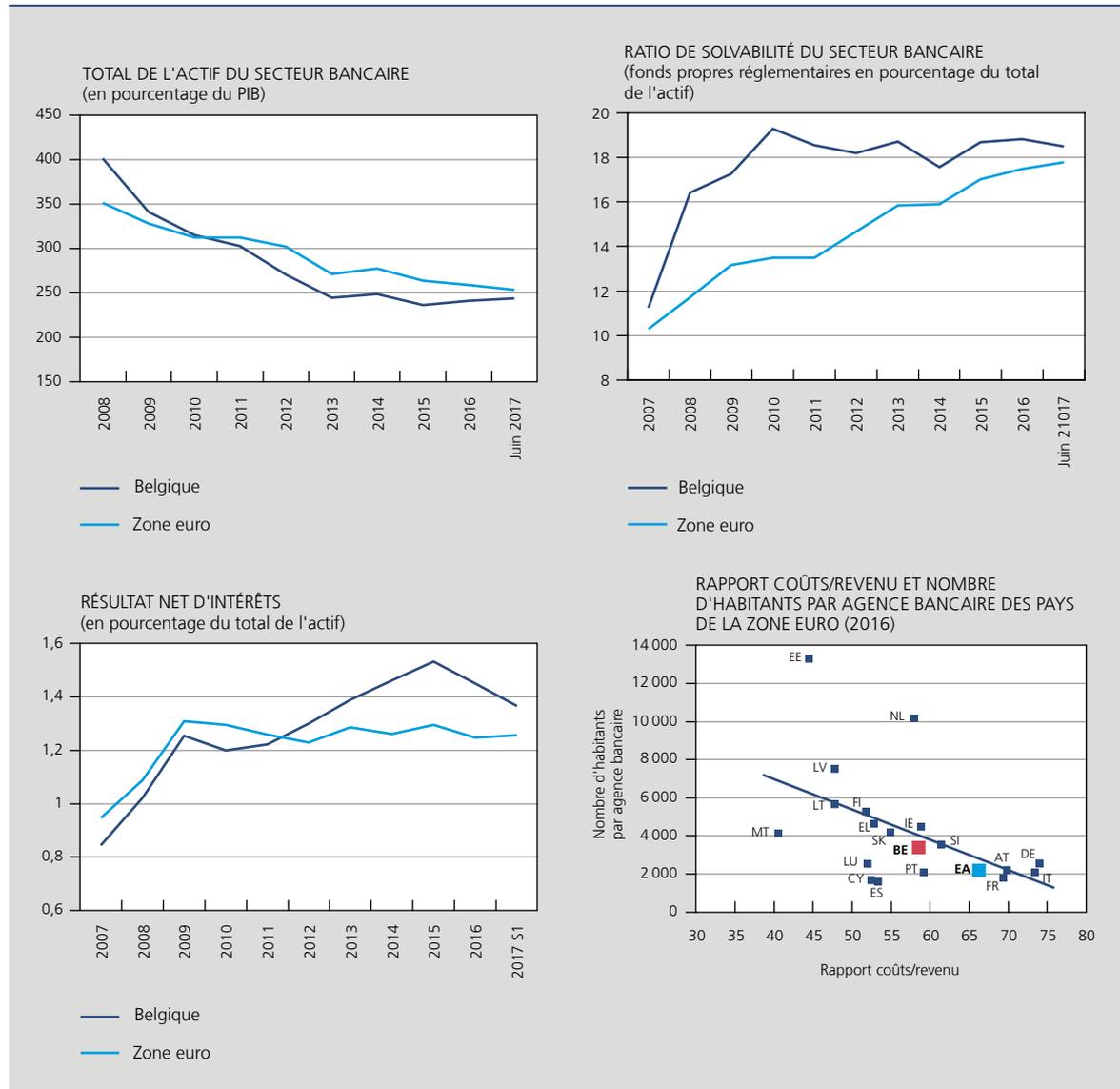
Initialement, la forte baisse des taux d'intérêt après 2012 a aussi été particulièrement favorable au résultat net d'intérêts du secteur bancaire belge. En effet, les banques ont rapidement bénéficié de la diminution du coût de leur financement, tandis que les intérêts reçus ont suivi ce mouvement de manière plus graduelle, en raison de la part plus importante des prêts à taux fixe que dans le reste de la zone euro. La marge nette d'intérêt des banques belges s'est donc élargie entre 2012 et 2015, lorsqu'elle a atteint son plus haut niveau. La marge nette des autres banques de la zone est, elle, restée relativement stable au cours de la même période.

Si les banques de la zone euro ont moins bénéficié d'une hausse de leur résultat net d'intérêts, elles ont en revanche engrangé davantage de résultats hors intérêts (commissions, gains sur instruments financiers, etc.) que les banques belges. Depuis la crise financière, le secteur bancaire belge a en effet évolué vers des modèles d'affaires plus traditionnels, orientés vers la banque de détail et commerciale. Les activités de négociation du secteur ont en outre été encadrées par les réformes structurelles mises en place en Belgique à partir de 2014.

La hausse du produit bancaire a également contribué à abaisser le ratio coûts/revenu du secteur bancaire, qui est retombé en Belgique de 85 % en 2008 à 58 % en 2016, contre une diminution de 72 à 66 % dans l'ensemble de la zone euro. D'importantes disparités entre les pays sont toutefois encore constatées. Celles-ci peuvent être en partie rapportées à l'étendue du réseau d'agences bancaires dans les pays concernés. Ces différences montrent aussi, de manière plus générale, que les banques belges disposent encore d'une certaine marge de manœuvre

COMPARAISON PAR RAPPORT À LA ZONE EURO D'INDICATEURS BILANCIELS ET DE RÉSULTATS DES BANQUES BELGES

(sur une base consolidée)



Sources : BCE, BNB.

pour améliorer l'efficacité de leurs services. Le montant absolu des dépenses opérationnelles des banques belges ne s'est en effet guère replié depuis le début de la crise.

À la fin de 2016, dernière année pour laquelle les données complètes sont disponibles, le rendement de l'actif des banques belges se situait largement au-dessus de celui de l'ensemble de la zone euro. L'essentiel de cet écart est lié aux montants élevés au titre de provisions et de réductions de valeur ainsi qu'aux pertes exceptionnelles (amendes, frais de litiges, etc.) enregistrés dans certains pays de la zone euro. Ainsi, à la fin de 2016, le coût du risque, c'est-à-dire le montant des provisions et réductions de valeur rapporté à celui des produits bancaires, atteignait 21,4 % dans la zone euro, contre à peine 7,9 %, en Belgique. Comme expliqué dans le chapitre consacré à la zone euro



(cf. section 1.3), les taux de défaillance élevés observés dans certains pays constituent ainsi une entrave significative à la rentabilité du secteur bancaire européen.

Bien que la situation des banques belges soit en moyenne relativement plus solide que celle des banques européennes au regard des différents ratios de rentabilité présentés ci-avant, elles ont encore des défis importants à relever. En raison de la structure de son bilan et de ses revenus, le secteur bancaire belge est en effet plus exposé à une prolongation de l'environnement de taux d'intérêt bas ou à une hausse soudaine des taux. Malgré les efforts déjà consentis dans le passé, il est donc nécessaire que le secteur bancaire belge consolide le renforcement de sa rentabilité, en développant de manière structurelle des sources de revenus davantage diversifiées et en améliorant l'efficacité de ses activités.

3.4 Le secteur des assurances est resté sous pression en 2017

En dépit de la reprise économique, les compagnies d'assurances belges ont continué de faire face à des conditions difficiles en 2017. L'environnement de taux d'intérêt bas constitue un défi important pour les activités d'assurance-vie, tandis qu'une stabilisation s'est faite pour les activités d'assurance non-vie.

Les résultats du secteur non-vie sont restés stables, tandis que l'assurance-vie a affiché une rentabilité fragile

En 2016, le secteur des assurances dans son ensemble a dégagé un résultat net de 1,3 milliard d'euros et un rendement des fonds propres de 9,8%. Ces performances se situent dans la ligne de celles des trois années précédentes, même si elles restent largement inférieures aux niveaux d'avant la crise financière. De 2003 à 2007, le secteur avait enregistré un résultat moyen de 2,1 milliards d'euros et un rendement moyen des fonds propres de 20%, dans un contexte économique et financier qui, il est vrai, s'est avéré insoutenable à long terme.

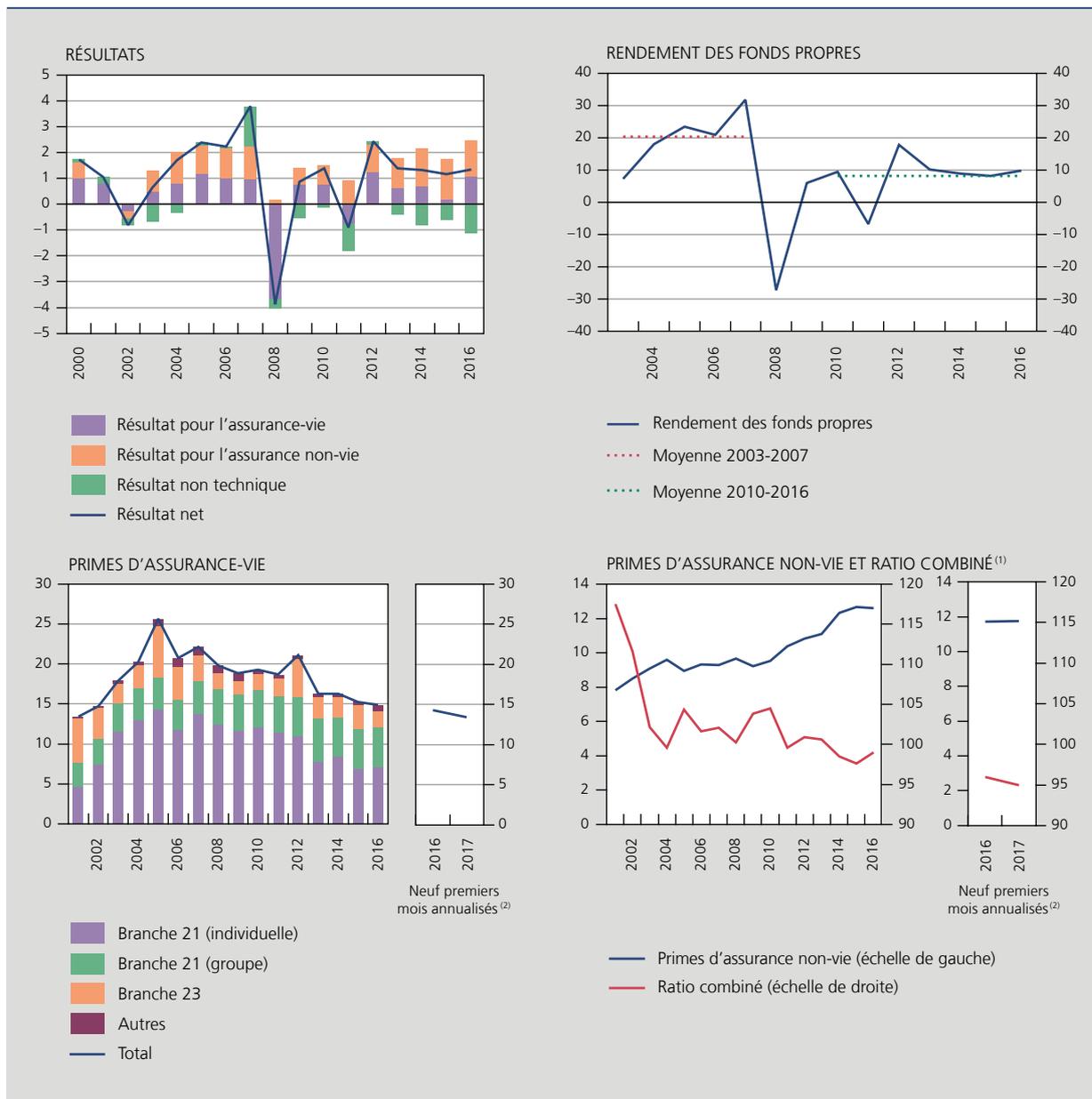
L'activité non-vie enregistre des résultats relativement constants depuis l'année 2012, de l'ordre de 1,4 milliard d'euros. Le niveau des primes perçues, à 12,7 milliards en 2016, est également stable depuis deux ans, et il l'a d'ailleurs encore été durant les neuf premiers mois de 2017, ce qui pourrait attester une possible saturation du marché. Cette tendance à la stagnation du montant des primes constitue un défi important pour l'assurance non-vie, qui doit actuellement faire face à une forte concurrence sur le marché belge et à un ralentissement de l'encaissement dans certaines branches traditionnelles. En ce qui concerne les tendances des coûts dans le secteur,

le ratio combiné net, qui rapporte la somme des coûts de sinistres et des frais opérationnels aux primes nettes perçues, a affiché une légère augmentation en 2016, suivie d'une diminution pendant les neuf premiers mois de 2017. Le ratio combiné reste sous la barre des 100% pour la plupart des lignes d'assurance, ce qui traduit une gestion saine des coûts dans le secteur. L'assurance « responsabilité civile auto » fait figure d'exception à cet égard, avec un ratio de 102% en septembre 2017, ce qui représente néanmoins un recul par rapport à la fin de 2016.

Pour sa part, l'activité d'assurance-vie est particulièrement fragilisée depuis la crise financière. Le résultat de 1,1 milliard d'euros en 2016, pourtant nettement supérieur à celui de 2015, a en réalité été largement soutenu par les plus-values réalisées, à concurrence de 1,6 milliard d'euros. De fait, influencées par le fort repli des produits individuels de la branche 21, les primes enregistrées par le secteur sont à leur niveau le plus bas depuis 2002, les montants pour l'assurance-groupe restant néanmoins stables. De plus, hors plus-values réalisées, le revenu des investissements s'érode depuis 2012, reflétant le bas niveau des taux et la matérialisation du risque de réinvestissement. Dans ce contexte, les compagnies s'adaptent alors en réduisant ou en mettant un terme à la production des produits de la branche 21 et en tentant de s'orienter vers de nouveaux produits plus adaptés à la situation économique actuelle, notamment ceux de la branche 23, pour lesquels le risque d'investissement est porté par le preneur d'assurance. À l'avenir, on pourrait assister à une évolution progressive du modèle d'affaires des entreprises d'assurance-vie vers des activités qui s'apparentent à la gestion de fortune. En effet, si le montant des primes perçues sur ce type de produits était resté très faible en 2016, il s'est inscrit en nette hausse pour les neuf premiers mois de 2017, ce qui tranche avec la baisse qui a de nouveau été observée dans les chiffres concernant la branche 21.

GRAPHIQUE 52 LES RÉSULTATS DES COMPAGNIES D'ASSURANCES NE REFLÈTENT PAS ENCORE LA REPRISE ÉCONOMIQUE

(montants non consolidés en fin de période; primes et résultats en milliards d'euros, ratio combiné et rendement des fonds propres en pourcentage)



Source : BNB.

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

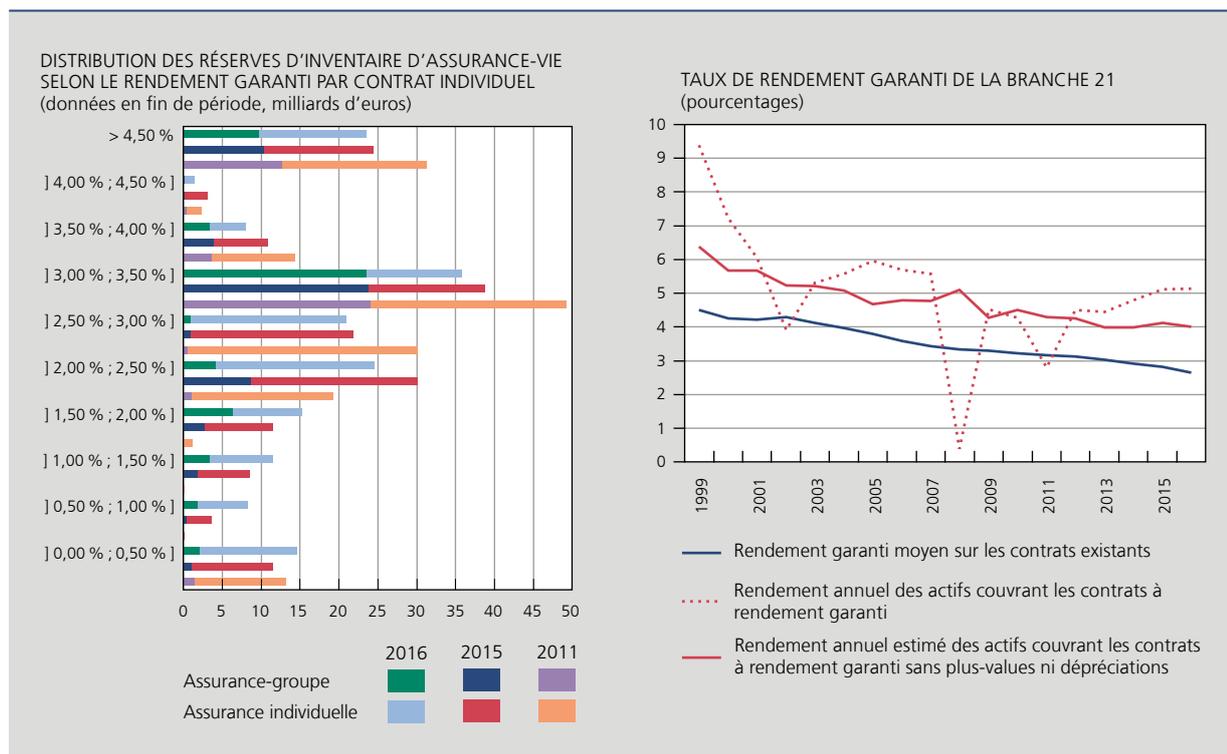
(2) Les montants des primes perçues sur les neuf premiers mois ont été extrapolés pour être comparés au niveau annuel. Le ratio combiné correspond à la situation après neuf mois (pas d'annualisation).

Les engagements à taux garanti élevé refluent lentement

Le total des réserves d'inventaire relatives aux contrats à taux garanti est revenu de 164,3 milliards d'euros à la fin de 2015 à 163,7 milliards à la fin de 2016, dernière période pour laquelle les données du reporting annuel détaillé sont disponibles. Ce fléchissement de l'encours des réserves est

surtout imputable à l'assurance individuelle, dont l'encours a encore diminué de près de 2%. Amorcée en 2013, cette tendance baissière des provisions techniques de la branche 21 individuelle témoigne d'une activité en déclin pour l'ensemble du secteur. Elle est la résultante d'une collecte nette en recul, les nouvelles primes, les intérêts offerts et les éventuelles participations bénéficiaires ne compensant plus les retraits, à savoir les capitaux versés aux assurés

GRAPHIQUE 53 LES CONTRATS À TAUX GARANTI ÉLEVÉ RESTENT IMPORTANTS



Source : BNB.

à l'échéance des contrats ou dans le cadre de rachats. S'agissant de l'assurance-groupe, le montant des réserves affiche une progression de 3 %.

Si on observe bel et bien une contraction des réserves relatives aux contrats assortis d'un taux garanti supérieur à 2 % (-11 % entre 2015 et 2016) au profit de contrats offrant des taux inférieurs (+40 % sur la même période), il n'en demeure pas moins que les contrats en cours dont le rendement garanti sur les réserves constituées et/ou encore à constituer par les primes futures dépasse 4,5 % représentaient toujours 23,5 milliards d'euros en 2016, soit 14 % des réserves d'inventaire. Ils se montaient à 24,5 milliards en 2015 et à 31,3 milliards en 2011. La plupart des contrats offrant des taux de rendement garantis élevés aux preneurs d'assurance promettent également ces taux sur les primes futures. À la fin de 2016, les contrats de ce type équivalaient à 88 % des réserves d'inventaire sur des contrats offrant un rendement de plus de 4 %. Étant donné l'impact négatif de ces contrats sur la rentabilité et sur la solvabilité, certaines compagnies d'assurances ont entrepris depuis quelques années de vastes opérations de rachat, incitant les détenteurs à clôturer leurs contrats moyennant des primes de sortie. L'encours des contrats d'assurance-vie offrant des taux de rendement garantis et le niveau de ces taux sont effectivement des

paramètres de risque potentiel particulièrement importants pour les compagnies d'assurances en période de repli des taux d'intérêt offerts par les placements sans risque.

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 rabaissé de 2,82 % en 2015 à 2,62 % en 2016, à savoir, plus spécifiquement, de 2,64 à 2,44 % pour l'assurance individuelle et de 3,19 à 2,96 % 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 ne proposent pas de rendement garanti et sont en grande partie adossés à des fonds de placement publics ou internes éventuellement gérés par l'entité gestionnaire d'actifs du groupe. Des produits hybrides, associant les caractéristiques des branches 21 et 23, ont également été développés.

L'environnement de taux d'intérêt bas menace les revenus d'investissement des compagnies d'assurances

Pour l'ensemble du secteur, le rendement annuel moyen des actifs de couverture des contrats garantis

atteignait 5,13 % en 2016. Ce taux est toutefois largement soutenu par des plus-values de réalisations puisque, en faisant abstraction des plus-values et des dépréciations, il s'établirait à 4 %. Par ailleurs, l'assurance-vie se caractérise par une durée moyenne des passifs (10,8 ans) plus longue que celle des actifs (8,4 ans) et présente donc un écart de durée qui, pondéré par le poids des actifs et des passifs, était estimé à 1,8 an en 2016. Pour ces deux raisons, les assureurs qui offrent des rendements garantis sont exposés à un risque de réinvestissement. Si la faiblesse actuelle des taux persistait, des montants substantiels de titres à notation élevée (AAA ou AA) arrivant à échéance devraient être réinvestis dans des placements moins rémunérateurs. Dans ce scénario, le rendement effectif des actifs, qui est actuellement en moyenne encore supérieur au taux garanti, pourrait en théorie ne plus suffire pour couvrir les rendements garantis des contrats conclus auparavant.

Afin d'assurer la couverture des risques de taux, la réglementation prudentielle prévoit plusieurs instruments⁽¹⁾. Parmi ceux-ci, sauf en cas de dispense conditionnelle, les entreprises d'assurance sont tenues de constituer des provisions complémentaires annuelles, communément appelées « provisions clignotant », notamment en vue de faire face à leurs engagements futurs nonobstant l'environnement de taux bas. Ces provisions représentaient 7,6 milliards d'euros à la fin de 2016, soit un niveau similaire à celui de l'année précédente.

Pour sa part, le taux d'intérêt maximum pouvant être garanti pour les assurances-vie de longue durée sera maintenu à 2 % en 2018, tandis que le taux de rendement garanti minimum par les employeurs le sera à 1,75 % pour les cotisations patronales et personnelles sur les pensions complémentaires. Bien que déterminés dans des cadres légaux différents, ces deux taux de référence sont revus annuellement de concert, en veillant à ce que le second ne soit pas supérieur au premier. En effet, si le taux de rendement garanti pour les pensions complémentaires était fixé à un niveau trop élevé, ce système pourrait être délaissé par les employeurs, qui, pas plus que les compagnies d'assurances, ne seraient en mesure de servir les taux garantis.

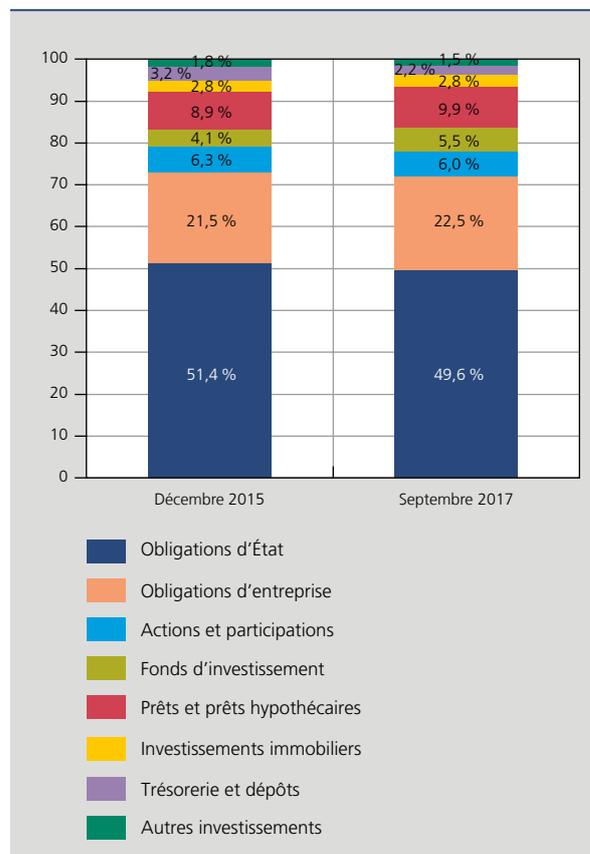
Des signes limités de quête de rendement apparaissent dans les investissements

Confrontées au faible rendement de leurs portefeuilles traditionnels, certaines compagnies d'assurances cherchent

(1) Les différentes exigences réglementaires spécifiques pour la couverture du risque de taux sont exposées plus en détail dans les sections relatives aux entreprises d'assurance de la partie « Réglementation et contrôle prudentiels » du présent Rapport. Plus particulièrement, la « provision clignotant » y est discutée dans l'encadré 16.

GRAPHIQUE 54 LA PART DES OBLIGATIONS D'ÉTAT ET DES LIQUIDITÉS A LÉGÈREMENT DIMINUÉ, AU PROFIT DES PRÊTS ET DES FONDS D'INVESTISSEMENT

(proportions de chaque classe d'actifs en valeur de marché dans le total des investissements, hors investissements dans la branche 23)



Source : BNB.

à réorienter leurs investissements vers des actifs plus rémunérateurs, de manière à satisfaire aux 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 et des liquidités, tandis que la part des prêts et des fonds d'investissement est en hausse. À la fin de septembre 2017, les obligations, dont le montant atteignait 194 milliards d'euros en valeur de marché, représentaient toujours la majorité des investissements. Elles se répartissaient entre obligations gouvernementales (133 milliards, dont 76 milliards d'obligations souveraines belges) et obligations d'entreprise (61 milliards). Près de 63 % des obligations étaient des titres à notation élevée (AAA ou AA), une part qui est restée stable au cours de l'année écoulée. Le portefeuille de prêts est quant à lui en progression depuis plusieurs années, ressortant à 27 milliards d'euros à la fin du troisième trimestre de 2017, ce qui

correspond à 10 % des investissements hors branche 23. À titre de comparaison, l'exposition aux prêts hypothécaires dans les juridictions voisines de la Belgique est plus proche d'une moyenne de 5 %, sauf aux Pays-Bas, où elle grimpe à 17 %. L'expansion de ce type de portefeuilles reflète la diversification des investissements des assureurs. Elle pourrait

être le signe d'une possible quête de rendement de la part de certaines compagnies, qui reste toutefois limitée. La valeur des actifs détenus pour couvrir les provisions techniques des contrats de la branche 23 s'établissait à 35 milliards d'euros. Ces actifs ont essentiellement pris la forme de parts d'organismes de placement collectif.

Encadré 6 – Une place pour les compagnies d'assurances dans le financement des projets d'infrastructures

En tant qu'investisseurs institutionnels, les compagnies d'assurances ont un rôle à jouer dans le financement de l'économie, notamment en matière de projets d'infrastructures. En effet, étant donné la longue maturité du passif associé aux activités d'assurance-vie, les investissements dans ce type de projets à long terme correspondent parfaitement à leurs besoins. Néanmoins, jusqu'à l'entrée en vigueur des nouvelles règles prudentielles Solvabilité II, en janvier 2016, les compagnies d'assurances ne se montraient guère friandes de ce type d'investissements. Ceux-ci étaient en effet associés à de lourdes charges en capital, en raison de leur fréquente absence de notation et de leur longue maturité.

Dès lors, dans le cadre de la mise en œuvre du plan d'investissement pour l'Europe, la CE a adapté la législation relative aux règles de Solvabilité II, en diminuant les exigences en capital pour certains investissements dans des projets d'infrastructures et dans les fonds européens d'investissement à long terme, de manière à rendre ceux-ci plus attrayants aux yeux des assureurs européens. En juin 2017, la CE a également proposé de créer une classe d'actifs distincte, portant des exigences en capital spécifiques, pour les investissements dans les entreprises actives dans des projets d'infrastructures. En tant qu'autorité de contrôle compétente pour les compagnies d'assurances, la Banque a émis en février 2017 une circulaire⁽¹⁾ qui précise la définition et les critères d'éligibilité d'un investissement dans des entités de projet d'infrastructures sous le régime de Solvabilité II et qui vise à faciliter l'évaluation des risques par les entreprises d'assurance en la matière. En effet, les projets d'infrastructures portent des risques spécifiques que celles-ci doivent être en mesure de maîtriser.

En Belgique, les projets d'infrastructures ne représentaient, en septembre 2017, que 0,7 % du total des investissements des compagnies d'assurances, et à peine 62 % de ces projets répondaient effectivement aux critères permettant de bénéficier de la réduction des charges en capital. En outre, sur les 68 entreprises d'assurance soumises à Solvabilité II, seules 14 indiquaient investir dans des projets d'infrastructures; plusieurs entreprises importantes n'étaient pas actives dans ce domaine. D'après Assuralia, l'Union professionnelle des assureurs en Belgique, cette situation s'explique par le fait que les améliorations apportées à Solvabilité II ne tiennent pas suffisamment compte des spécificités du système fédéral belge. En effet, le financement de nombreux projets d'infrastructures est actuellement garanti par les régions et non par l'État fédéral. À ce titre, ils ne peuvent donc pas bénéficier des exigences en capital réduites, propres aux investissements garantis par le gouvernement fédéral. L'étude de ce point figure cependant à l'ordre du jour de la CE dans le cadre de la révision de Solvabilité II, prévue pour la fin de 2018.

De plus, nonobstant leur volonté d'investir dans des projets d'infrastructures particulièrement intéressants dans un contexte de taux bas grâce à la prime d'illiquidité qui leur est offerte, les assureurs font part d'un manque d'offre de projets de qualité et d'un manque de standardisation quant à leur financement. Ils plaident dès lors pour le développement d'une plate-forme qui mettrait en relation les initiateurs de projets et les assureurs. Cette suggestion de mettre en place une plate-forme est également avancée par les fonds de pension belges, qui sont pour leur part soumis au contrôle de la FSMA. Malgré la taille plus réduite de leur bilan (approximativement 30 milliards d'euros au total pour le secteur, contre 240 milliards d'euros d'investissements pour l'assurance-vie),

(1) Cf. la section E.2.6 de la partie « Réglementation et contrôle prudentiels » du présent Rapport. 

ils sont également susceptibles de contribuer au financement de projets d'infrastructures. Ils leur consacrent actuellement moins de 1 % de leurs investissements.

En dépit de ces difficultés, les investissements des compagnies d'assurances belges dans les infrastructures ont augmenté de 230 millions d'euros depuis décembre 2016 (premières données disponibles), pour atteindre près de 2,2 milliards d'euros en septembre 2017, dont 671 millions dans des projets en Belgique. Ces investissements prennent la forme de prêts ou de parts dans des projets garantis ou non par les autorités publiques, ou encore de participations dans des partenariats public-privé ou dans des fonds européens d'investissement à long terme. Ils sont consacrés au financement de projets tels que la construction d'hôpitaux, de logements sociaux, de routes, d'aéroports, d'établissements pénitentiaires, d'écoles ou d'infrastructures dans le secteur de l'énergie. La participation accrue des compagnies d'assurances et des fonds de pension au financement des projets d'infrastructures contribuerait au succès du pacte national d'investissements stratégiques annoncé par le gouvernement. Elle doit toutefois s'inscrire dans le cadre de la politique générale de risque définie par chaque compagnie.

La solvabilité des assureurs s'est légèrement renforcée, mais les niveaux restent hétérogènes

Dans le cadre du régime Solvabilité II, le ratio de solvabilité est défini comme le rapport entre les fonds propres disponibles de l'assureur et ses exigences en fonds propres, lesquelles dépendent de son profil de risque. Le 30 septembre 2017, le ratio moyen pondéré de l'ensemble du secteur s'élevait à 192 %. Ce résultat signale une position de solvabilité confortable et marque une nette amélioration par rapport au ratio de 165 % observé un an plus tôt. En effet, certains assureurs ont renforcé leurs fonds

propres au travers d'augmentations de capital, qui sont venues s'ajouter à l'effet bénéfique de la modeste remontée des taux d'intérêt. De fait, le bilan des assureurs étant calculé en valeur de marché dans le cadre de Solvabilité II, une hausse des taux implique une diminution de la valeur du passif des assureurs plus importante que celle de leur actif, le premier ayant une durée plus longue que le second. En termes nets, cela se traduit par un accroissement des fonds propres en valeur de marché. Une grande hétérogénéité persiste toutefois entre les assureurs, qui affichaient en septembre 2017 des ratios allant de 100 à 400 %, avec un ratio médian de 170 %.



Finances publiques

4. Finances publiques

4.1 La situation des finances publiques belges s'est améliorée, mais il reste des défis de taille à relever

Le déficit budgétaire s'est nettement réduit en 2017

Les administrations publiques belges ont clôturé 2017 sur un besoin de financement de 1 % du PIB. Cela représente un redressement de 1,5 point de pourcentage par rapport à l'année 2016, au cours de laquelle le déficit s'était stabilisé. Cette baisse a découlé en partie d'un raffermissement structurel des finances publiques, effet qui a été amplifié par la poursuite de l'embellie conjoncturelle, par la forte expansion de l'emploi, par l'environnement de faibles taux d'intérêt et par des facteurs non récurrents. Après une quasi-absence d'amélioration durant plusieurs années, de nets progrès ont donc été enregistrés dans l'assainissement des finances publiques en 2017. Des étapes supplémentaires restent toutefois nécessaires, l'équilibre structurel n'étant pas encore atteint et la dette publique demeurant encore très importante. Cette dernière s'est toutefois vivement contractée pour la

première fois depuis des années, à hauteur de 2,9 points de pourcentage, pour revenir à 102,8 % du PIB.

L'amélioration du solde budgétaire s'explique par une hausse des recettes et par une baisse tant des dépenses primaires que des charges d'intérêts par rapport au PIB. L'augmentation du ratio des recettes est principalement due à l'accroissement des recettes de l'impôt sur les bénéfices des sociétés, essentiellement à la suite de la sensible progression des versements anticipés. Les autres recettes sont demeurées quasiment stables; en effet, en 2017, les prélèvements sur le travail n'ont pas bénéficié de réductions supplémentaires dans le cadre du tax shift. Les dépenses primaires ont affiché une croissance modérée, inférieure à celle de l'activité économique. La combinaison du gonflement des recettes et de la diminution des dépenses en pourcentage du PIB a fait grimper l'excédent primaire à 1,5 % du PIB, soit le niveau le plus élevé depuis 2008. De leur côté, les charges d'intérêts ont poursuivi leur tendance au repli et ont reculé de 0,3 point de pourcentage, pour s'établir à 2,5 % du PIB.

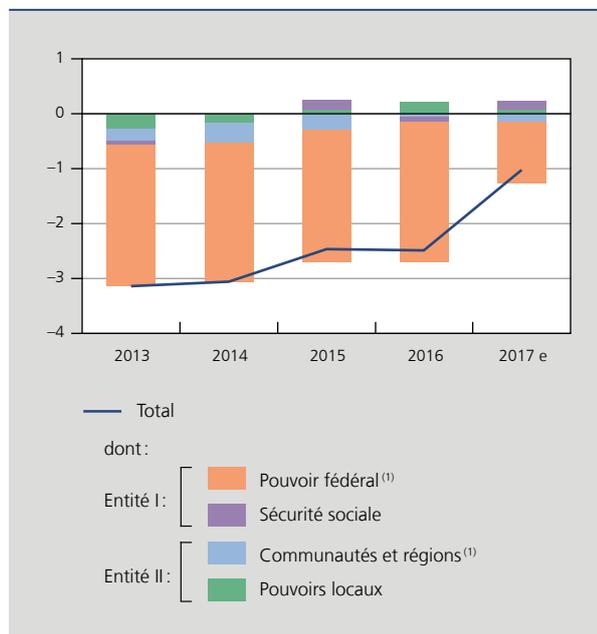
TABLEAU 11 SOLDE DE FINANCEMENT ET DETTE DE L'ENSEMBLE DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES
(pourcentages du PIB)

	2013	2014	2015	2016	2017 e
Recettes	52,7	52,1	51,3	50,7	51,2
Dépenses primaires	52,5	51,9	50,8	50,3	49,7
Solde primaire	0,2	0,2	0,6	0,4	1,5
Charges d'intérêts	3,3	3,3	3,0	2,9	2,5
Solde de financement	-3,1	-3,1	-2,5	-2,5	-1,0
Dette publique	105,5	106,8	106,0	105,7	102,8

Sources: ICN, BNB.

GRAPHIQUE 55 LE POUVOIR FÉDÉRAL AFFICHE ENCORE UN DÉFICIT, TANDIS QUE LES AUTRES SOUS-SECTEURS DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES SONT PROCHEs DE L'ÉQUILIBRE

(soldes de financement, pourcentages du PIB)



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.

Le déficit reste principalement le fait du pouvoir fédéral

Le déficit de l'ensemble des administrations publiques est presque totalement imputable à celui du pouvoir fédéral, lequel est revenu de 2,5 % du PIB en 2016 à 1,1 % en 2017. Les comptes de la sécurité sociale présentent un surplus de 0,2 % du PIB. Le sous-secteur des communautés et des régions a clôturé l'année sur un résultat légèrement négatif, à hauteur de 0,1 % du PIB. Parmi les entités fédérées, ce sont plus particulièrement la Communauté française et la Région wallonne qui affichent encore un modeste déficit. Enfin, les pouvoirs locaux ont pu maintenir un modique surplus de 0,1 % du PIB – en légère baisse par rapport à 2016.

Le solde budgétaire structurel s'est amélioré de 0,9 point de pourcentage

En 2017, l'évolution du solde budgétaire nominal a été favorablement influencée à la fois par la conjoncture et par les facteurs non récurrents, à hauteur de, respectivement, 0,2 et 0,3 point de pourcentage. Le solde budgétaire structurel, qui

s'obtient en expurgant les résultats budgétaires des facteurs cycliques et temporaires, s'est donc amélioré de 0,9 point de pourcentage du PIB en 2017. Le solde primaire structurel, qui rend mieux compte de la politique budgétaire discrétionnaire puisqu'il n'est pas affecté par l'évolution des charges d'intérêts, a progressé de 0,6 point de pourcentage du PIB.

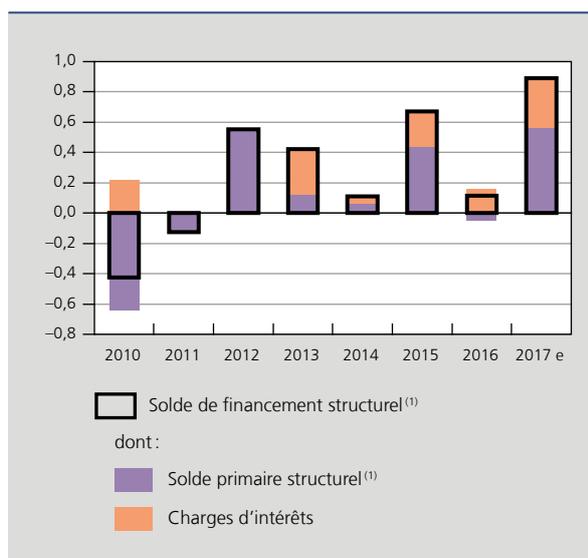
Globalement, la situation des finances publiques belges s'est vivement redressée en 2017. Le déficit budgétaire structurel atteindrait toutefois encore 1,2 % du PIB et, à politique inchangée, on ne doit guère s'attendre à des progrès pour la période allant de 2018 à 2020.

Le cadre budgétaire européen doit constituer le fil conducteur vers un équilibre budgétaire structurel

La politique budgétaire des États membres de la zone euro doit respecter le cadre de gouvernance européen en matière de finances publiques, qui vise à encourager la discipline budgétaire et à éviter des résultats budgétaires indésirables. La Belgique relève actuellement du volet préventif du pacte de stabilité et de croissance. Dans ce cas de figure, la principale exigence réside dans la réalisation de l'objectif à moyen terme (OMT). Celui-ci est déterminé pour les différents pays sur la base du niveau de la dette publique et de l'estimation de la croissance potentielle et des coûts du vieillissement. Pour la Belgique, l'OMT qui

GRAPHIQUE 56 TANT LE SOLDE PRIMAIRE STRUCTUREL QUE LE SOLDE DE FINANCEMENT STRUCTUREL SE SONT AMÉLIORÉS EN 2017

(variations par rapport à l'année précédente, points de pourcentage du PIB)



Sources : CE, ICN, BNB.

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

TABEAU 12 NORMES EN MATIÈRE DE SOLDE DE FINANCEMENT DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES

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

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Solde budgétaire nominal							
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	
Avril 2017				-1,6	-0,7	-0,2	-0,1
Octobre 2017 (projet de budget)				-1,5	-1,1	-1,4 ⁽¹⁾	-1,3 ⁽¹⁾
<i>p.m. Réalisation/Estimation</i>	-3,1	-2,5	-2,5	-1,0 e			
Solde budgétaire structurel⁽²⁾							
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	
Avril 2017				-1,0	-0,4	0,0	0,0
Octobre 2017 (projet de budget)				-1,1	-0,8	-1,2 ⁽¹⁾	-1,3 ⁽¹⁾
<i>p.m. Réalisation/Estimation</i>	-2,9	-2,2	-2,1	-1,2 e			

Sources: CE, ICN, SPF Finances, SPF Stratégie et Appui, BNB.

(1) Estimations à politique inchangée.

(2) Pour la ligne Réalisation/Estimation, la composante cyclique du solde budgétaire structurel a été calculée sur la base de la méthode et des données de la CE, tandis que les estimations du BFP ont été utilisées pour les programmes de stabilité et les autres documents budgétaires.

a été stipulé dans le programme de stabilité d'avril 2017 correspond à un équilibre budgétaire structurel. De cette manière, la Belgique parviendrait à ramener sa dette publique suffisamment rapidement à 60 % du PIB, ce qui est également une grande ambition du cadre budgétaire européen. Ces mesures sont indispensables afin de constituer des coussins pour l'avenir et de créer la marge nécessaire pour absorber les coûts budgétaires du vieillissement. Ces coûts demeurent en effet considérables, bien qu'ils aient été réduits grâce aux mesures adoptées dans le cadre de la réforme des pensions. Les efforts à venir en matière d'assainissement structurel devront être conformes au cadre européen.

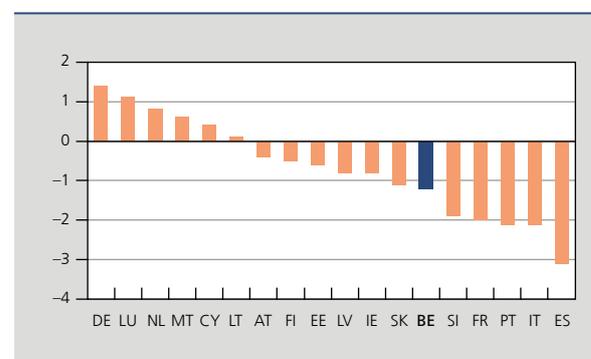
Le programme de stabilité d'avril 2017, qui expose les plans budgétaires pour 2017 et pour les trois années suivantes, se fonde sur les recommandations de la section « Besoins de financement des pouvoirs publics » du Conseil supérieur des Finances de mars 2017. Il comprend une trajectoire budgétaire adaptée, en vertu de laquelle l'équilibre budgétaire structurel a été reporté de 2018 à 2019. Pour 2017, l'objectif poursuivi était celui d'une réduction du déficit budgétaire structurel de 1 point de pourcentage du PIB.

Dans le projet de budget d'octobre 2017, il a été procédé à une nouvelle adaptation de la trajectoire budgétaire. Pour 2018, l'objectif d'un redressement du solde budgétaire structurel a été maintenu, mais une amélioration

plus faible a été annoncée. Aucun objectif n'avait été fixé pour 2019 ni pour 2020 mais, à politique inchangée, le déficit budgétaire structurel de l'ensemble des administrations publiques s'établirait à 1,3 % du PIB en 2020. Selon les projections économiques de la Banque publiées en décembre 2017, le déficit budgétaire structurel s'alourdirait quelque peu à partir de 2018.

GRAPHIQUE 57 LA BELGIQUE DOIT ENCORE CONSENTIR UN EFFORT D'ASSAINISSEMENT POUR ATTEINDRE SON OBJECTIF BUDGÉTAIRE À MOYEN TERME⁽¹⁾

(différence entre le solde de financement structurel pour 2017 et l'OMT, points de pourcentage du PIB)



Sources: CE, BNB.

(1) Le graphique présente les données pour les pays de la zone euro à l'exclusion de la Grèce. Ce dernier pays faisant l'objet d'un programme d'ajustement, aucun nouvel OMT n'a encore été défini.

Sur la base du projet de budget d'octobre 2017 et de ses propres projections d'automne, la CE arrive à la conclusion que, s'agissant du volet préventif du pacte de stabilité et de croissance, la Belgique risque de présenter, en 2017 et en 2018, un écart significatif par rapport à la trajectoire d'ajustement prescrite vers l'OMT. En ce qui concerne le volet correctif du pacte, la Belgique doit respecter le critère de la dette, qui stipule que la dette publique doit s'approcher de la valeur de référence de 60 % du PIB à un rythme satisfaisant, avec comme ligne directrice une diminution annuelle moyenne du ratio de la dette d'un vingtième de la différence par rapport à cette valeur de référence. D'après l'analyse de la CE, la Belgique ne remplirait ce critère de la dette ni en 2017 ni en 2018.

En 2017, les objectifs budgétaires n'ont de nouveau pas pu être entérinés dans un accord de coopération, alors qu'une coordination budgétaire interne est essentielle

Les obligations européennes portent sur la situation budgétaire de l'ensemble des pouvoirs publics, en considérant de manière agrégée les résultats du pouvoir fédéral et de la sécurité sociale (Entité I) et ceux des communautés et régions et des pouvoirs locaux (Entité II). En pratique, les efforts à consentir dans ce cadre doivent donc être répartis entre ces sous-secteurs.

L'accord de coopération du 13 décembre 2013 entre le pouvoir fédéral, les communautés, les régions et les commissions communautaires détermine un cadre formel pour la coordination budgétaire en Belgique. Il prévoit que le Comité de concertation, organe de discussion et de coordination entre les différents gouvernements du pays, doit, dans le cadre du programme de stabilité, parvenir à un accord sur les objectifs budgétaires annuels et sur leur répartition entre les sous-secteurs des pouvoirs publics. Pour ce faire, il se base sur un avis de la section « Besoins de financement des pouvoirs publics » du Conseil supérieur des Finances.

Depuis que le cadre de coordination budgétaire a été établi, le Comité de concertation n'est jamais parvenu à conclure un tel accord sur la répartition de la trajectoire budgétaire qui figure dans le programme de stabilité pour l'ensemble des pouvoirs publics. En 2017, tout comme en 2015 et en 2016, les régions et les communautés ont uniquement pris acte de la trajectoire budgétaire pour l'ensemble des pouvoirs publics et de sa répartition entre l'Entité I et l'Entité II. Le programme de stabilité d'avril 2017 mentionnait que tant l'ensemble des pouvoirs publics que les Entités I et II atteindraient l'équilibre structurel en 2019; il ne comportait toutefois aucun objectif pour les communautés et les régions considérées séparément.

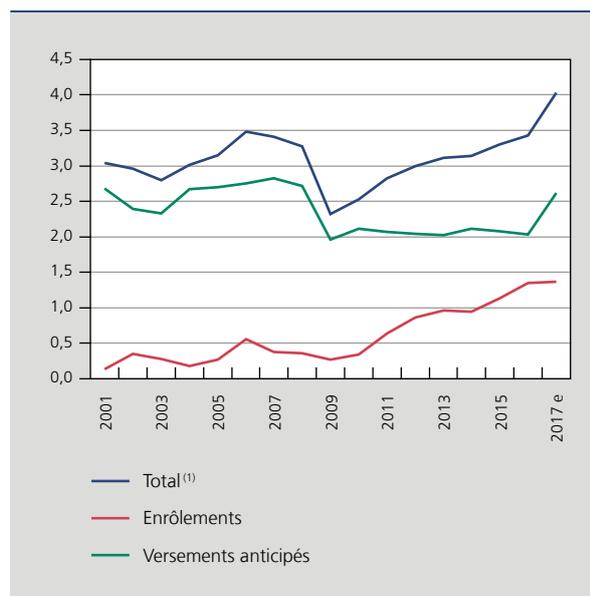
Une coordination budgétaire effective entre les divers niveaux de pouvoir est toutefois fondamentale, son absence ayant en effet des conséquences importantes. Faute d'objectifs approuvés par niveau de pouvoir, la section « Besoins de financement des pouvoirs publics » du Conseil supérieur des Finances ne peut pas déterminer s'il est question d'un écart significatif, et le fonctionnement du mécanisme de correction automatique ne peut donc lui non plus pas être garanti. La section a dès lors appelé les gouvernements à approuver des objectifs. La CE et le Conseil Ecofin ont, eux aussi, exprimé à plusieurs reprises leurs préoccupations concernant le manque de coordination budgétaire interne et ont exhorté la Belgique à conclure un accord contraignant sur la répartition de la trajectoire budgétaire entre les niveaux de pouvoir et à assurer un contrôle indépendant des résultats budgétaires.

4.2 Évolution des finances publiques belges en 2017

Les recettes ont progressé et l'impôt des sociétés a été réformé

Les recettes des administrations publiques se sont raffermissées de 0,5 point de pourcentage du PIB, interrompant

GRAPHIQUE 58 LES RECETTES DE L'IMPÔT DES SOCIÉTÉS ONT SENSIBLEMENT AUGMENTÉ
(pourcentages du PIB)



Sources: ICN, BNB.

(1) Y compris les autres impôts, parmi lesquels le précompte mobilier est le plus important.

TABLEAU 13 RECETTES DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES⁽¹⁾
(pourcentages du PIB)

	2013	2014	2015	2016	2017 e
Recettes fiscales et parafiscales	45,2	45,0	44,6	43,8	44,2
Prélèvements applicables essentiellement aux revenus du travail	26,4	26,3	26,1	25,0	24,8
Impôt des personnes physiques ⁽²⁾	11,8	11,7	11,5	11,1	11,0
Cotisations sociales ⁽³⁾	14,7	14,6	14,6	14,0	13,9
Impôts sur les bénéfices des sociétés ⁽⁴⁾	3,1	3,1	3,3	3,4	4,0
Prélèvements sur les autres revenus et sur le patrimoine ⁽⁵⁾	4,4	4,5	4,3	4,2	4,2
Impôts sur les biens et sur les services	11,2	11,1	11,0	11,2	11,2
dont :					
TVA	6,9	6,9	6,7	6,8	6,8
Accises	2,1	2,1	2,1	2,2	2,3
Recettes non fiscales et non parafiscales ⁽⁶⁾	7,5	7,1	6,7	6,9	7,0
Recettes totales	52,7	52,1	51,3	50,7	51,2

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.

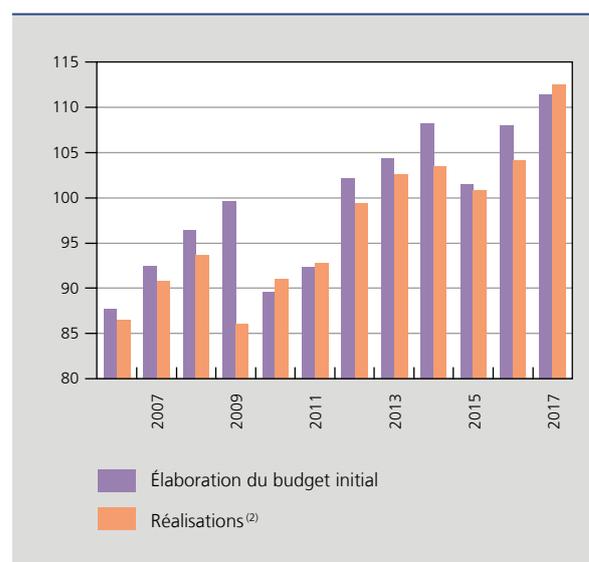
(6) Revenus de la propriété, cotisations sociales imputées, transferts courants et en capital provenant des autres secteurs et ventes de biens et de services produits, en ce compris les rémunérations des garanties octroyées par l'État sur les prêts interbancaires.

ainsi la tendance baissière des recettes publiques qui s'était amorcée il y a plusieurs années déjà.

Le ratio des recettes a surtout grimpé à la faveur du rebond de celles tirées des impôts sur les bénéfices des sociétés. Les années précédentes déjà, les recettes de l'impôt des sociétés avaient crû, sur fond d'évolution favorable de la conjoncture et des bénéfices des sociétés. En 2017, la progression a toutefois été plus vive encore, à 0,6 point de pourcentage du PIB. Ce sont surtout les versements anticipés des entreprises qui ont sensiblement augmenté, au point qu'ils ont retrouvé leur niveau d'avant l'éclatement de la crise économique et financière. La forte hausse des versements anticipés en 2017 – qui constitue un surcroît temporaire de recettes, dans la mesure où elle aura pour corollaire une baisse de la perception par voie de rôles au cours des années suivantes – peut en partie s'expliquer par l'accentuation de la majoration d'impôts en cas de versements anticipés insuffisants. Le taux de base de la majoration appliqué aux versements anticipés de 2017 (exercice d'imposition 2018) a en effet été doublé, ce qui l'a porté à 2,25 %. La réforme de l'impôt des sociétés, dont les lignes directrices sont commentées dans l'encadré 7, prévoit un nouveau relèvement de celui-ci à 6,75 % dès 2018 (exercice d'imposition 2019). Tout porte donc à croire que la part des versements anticipés continuera de gonfler en 2018. De plus, la diminution du

GRAPHIQUE 59 COMPARAISON DES ESTIMATIONS ET DES RÉALISATIONS DES RECETTES FISCALES⁽¹⁾

(milliards d'euros)



Source: Documents budgétaires du gouvernement fédéral.

(1) Il s'agit des recettes fiscales sur la base de caisse perçues par le gouvernement fédéral. Lorsqu'un glissement en matière de perception est constaté entre l'élaboration initiale du budget et les réalisations finales, une correction est apportée de manière à harmoniser la base de comparaison.

(2) Pour 2017, les réalisations portent sur les recettes de caisse attendues pour 2017 sur la base du budget établi initialement pour 2018.

TABLEAU 14 PRINCIPALES MESURES FISCALES ET PARAFISCALES⁽¹⁾

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

	2015	2016	2017 e
Total des mesures fiscales	-781	380	611
Mesures structurelles	-70	400	1 066
Pouvoir fédéral et sécurité sociale	-153	42	1 147
Impôt des personnes physiques	-540	-1 562	221
Impôt des sociétés ⁽²⁾	82	127	117
Prélèvements sur les autres revenus et sur le patrimoine	50	511	447
Impôts sur les biens et sur les services	255	966	362
Communautés et régions et pouvoirs locaux	82	358	-81
Mesures non récurrentes	-711	-20	-455
dont:			
Régularisation fiscale	-837	-276	15
Impôt de liquidation	-665	298	-298
Accords fiscaux et décisions de justice	174	-174	150
Prélèvement anticipatif sur les épargnes-pension	198	-21	-18
<i>Excess profit rulings</i>	0	391	-267
Contribution du secteur de l'énergie pour les sites non utilisés	0	120	-120
Mesures relatives aux cotisations sociales	-51	-1 668	-788
Total	-832	-1 288	-177
<i>p.m. Pourcentages du PIB</i>	-0,2	-0,3	0,0

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) Abstraction faite de l'incidence du changement du taux de référence de la déduction des intérêts notionnels et des adaptations du taux de base de la majoration d'impôt en cas de versements anticipés insuffisants.

taux appliqué à la déduction des intérêts notionnels, qui est revenu à 0,237 % pour 2017 (exercice d'imposition 2018), a également contribué à consolider les recettes de l'impôt des sociétés.

Les prélèvements sur les revenus du travail se sont repliés de 0,2 point de pourcentage du PIB, principalement sous l'effet d'une diminution des cotisations sociales. La réduction, depuis le 1^{er} avril 2016, du taux appliqué aux cotisations patronales a en effet pleinement sorti ses effets en 2017. Les recettes de l'impôt des personnes physiques (IPP) se sont globalement stabilisées, après qu'elles s'étaient fortement contractées les années précédentes dans le sillage du tax shift. En 2017, la pression fiscale sur le travail n'a plus été allégée, mais de nouvelles baisses de l'IPP et des cotisations sociales sont prévues au cours des années à venir.

Les recettes tirées des prélèvements sur les autres revenus et sur le patrimoine sont demeurées quasiment inchangées. L'incidence du passage de 27 à 30 % du taux ordinaire du précompte mobilier, effectif depuis le 1^{er} janvier 2017, a en effet été compensée par un recul des recettes induit par le

bas niveau des taux des actifs financiers à revenu fixe. Par ailleurs, le gouvernement fédéral a décidé d'instaurer une taxe d'abonnement sur les comptes-titres.

Les impôts levés sur les biens et sur les services sont quant à eux également demeurés quasiment inchangés. Cela résulte, d'une part, d'une stabilisation des recettes de TVA et, d'autre part, d'une faible progression des revenus des accises à la suite du relèvement de celles prélevées sur le tabac et sur l'alcool.

À la faveur, essentiellement, de l'accroissement des recettes de l'impôt des sociétés évoqué ci-avant, les objectifs budgétaires en matière de recettes fiscales, tels qu'ils ont été formulés dans le budget initialement établi, ont été atteints en 2017, contrairement aux années précédentes.

Enfin, les recettes non fiscales et non parafiscales ont augmenté de 0,1 point de pourcentage du PIB, sous l'effet, notamment, de la taxe kilométrique pour les poids lourds instaurée par les régions le 1^{er} avril 2016, qui a pleinement sorti ses effets.

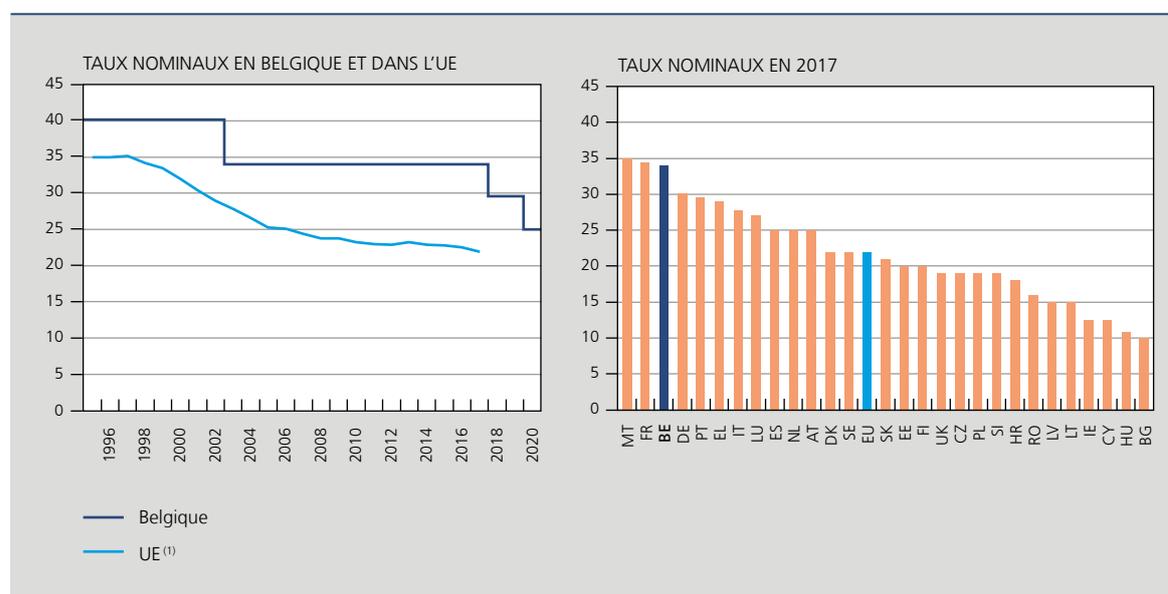
Encadré 7 – La réforme de l’impôt des sociétés en Belgique

Jusqu’en 2017, le taux normal de l’impôt des sociétés en Belgique était de 33 %. Il était majoré d’une cotisation complémentaire de crise de 3 %, ce qui portait le taux d’imposition nominal à 33,99 %. Des taux réduits étaient appliqués lorsque le bénéfice imposable des sociétés ne dépassait pas 322 500 euros.

La Belgique pratiquait ainsi le troisième taux d’imposition nominal le plus élevé de l’Union européenne (UE), derrière Malte et la France. Ceux de l’Irlande, de Chypre, de la Hongrie et de la Bulgarie étaient même inférieurs à 15 %. Le taux moyen non pondéré de l’UE s’établissait à 21,9 %. La tendance au repli des taux, qui était surtout manifeste avant la crise économique et financière et qui s’est pratiquement interrompue par la suite, semble avoir repris ces derniers temps. Certains pays de l’UE les ont déjà abaissés ou prévoient de le faire.

TAUX NORMAUX NOMINAUX DE L’IMPÔT DES SOCIÉTÉS

(pourcentages)



Source: CE.

(1) Moyenne non pondérée.

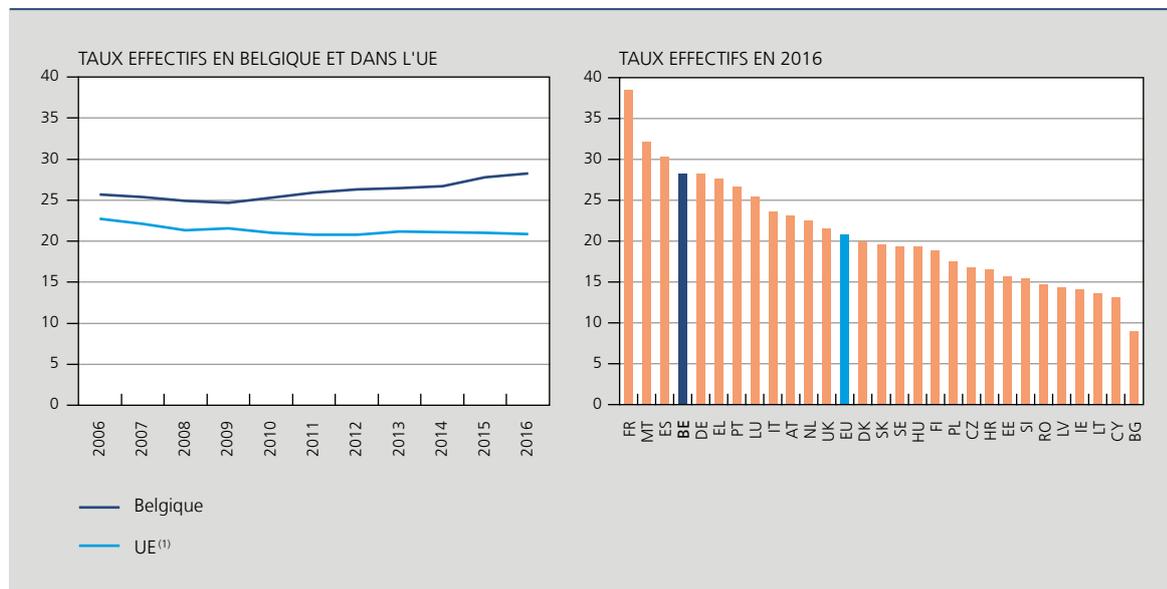
Un relevé des taux nominaux les plus élevés dans différents pays ne livre toutefois qu’une image fragmentaire de la véritable pression fiscale qui s’exerce sur les sociétés, puisque celle-ci dépend aussi des abattements fiscaux ou de l’existence de régimes préférentiels. Les taux d’imposition qui sont calculés sur la base des impôts effectivement payés reflètent dès lors mieux la pression fiscale réelle.

La pression fiscale effective à laquelle sont soumises les sociétés est inférieure au taux nominal dans presque tous les pays de l’UE. En Belgique, l’écart entre les taux nominal et effectif moyen, qui atteignait 28,3 %, se chiffrait à quelque 6 points de pourcentage. Cela illustre la politique du gouvernement belge, qui combinait un taux nominal assez élevé avec une base imposable relativement limitée.

La pertinence d’une telle stratégie de niches fiscales reposant sur des régimes préférentiels, associée à des taux de prélèvement nominaux relativement élevés, a été remise en question par la section « Fiscalité et parafiscalité » du

TAUX EFFECTIFS MOYENS DE L'IMPÔT DES SOCIÉTÉS

(pourcentages de la base imposable avant abattements fiscaux)



Source : ZEW.

(1) Moyenne non pondérée.

Conseil supérieur des Finances à la suite de développements au niveau international. Des initiatives ont ainsi été prises, sous l'impulsion de l'OCDE et avec le soutien du G20, pour lutter contre l'érosion de la base d'imposition et le transfert de bénéfices pour des considérations purement fiscales. Ces initiatives ont constitué le fondement de la directive ATAD⁽¹⁾, qui doit permettre une mise en œuvre coordonnée des actions dans l'UE. De plus, les mesures visant une transparence totale des régimes fiscaux, entre autres en matière de décisions fiscales anticipées ou d'accords préalables en matière de prix de transfert, devraient entraver le transfert des bénéfices vers des pays dans lesquels ils ne sont pas ou guère imposés. En outre, des règles devant être respectées par les régimes fiscaux préférentiels applicables aux revenus tirés de droits de brevets (*patent boxes*) ont été édictées. Par conséquent, le régime en vigueur en Belgique, qui était très avantageux pour les entreprises d'un point de vue international, a été remplacé par une déduction pour revenus d'innovation à partir du 1^{er} juillet 2016. Par ailleurs, la CE a jugé que les décisions fiscales anticipées relatives aux « bénéfices excédentaires » (*excess profit rulings*), qui apportaient parfois d'importants avantages fiscaux aux multinationales, étaient contraires aux règles européennes en matière d'aides d'État. Ces initiatives, qui sont destinées à lutter contre l'évasion fiscale, méritent d'être soutenues car cette pratique est à la fois injuste et inefficace d'un point de vue macroéconomique.

Il était dès lors souhaitable d'abaisser les taux de prélèvement nominaux actuels de l'impôt des sociétés en Belgique, de manière à limiter les distorsions qui résultent de l'impôt des sociétés. La réforme a été approuvée par le Parlement le 22 décembre 2017. La stratégie retenue repose désormais sur une réduction des taux nominaux et sur un élargissement de la base imposable.

La réforme de l'impôt des sociétés prévoit spécifiquement une diminution du taux nominal général à 29 % en 2018 (exercice d'imposition 2019) et, finalement, à 25 % en 2020 (exercice d'imposition 2021). Dans le même temps, la cotisation complémentaire de crise sera également ramenée à 2 % en 2018, avant d'être supprimée en 2020.

(1) Directive (UE) 2016/1164 établissant des règles pour lutter contre les pratiques d'évasion fiscale qui ont une incidence directe sur le fonctionnement du marché intérieur.

Pour les PME, le taux appliqué pour un résultat fiscal inférieur à 100 000 euros descendrait à 20 % à partir de 2018 (exercice d'imposition 2019).

De plus, un système d'imputation des pertes est introduit pour les sociétés liées au sein d'un groupe, tandis que la déduction des revenus définitivement taxés passe de 95 à 100 %. Par ailleurs, la déduction pour investissement dont bénéficient les PME est temporairement portée à 20 %, et la dispense de versement du précompte professionnel est étendue aux chercheurs titulaires d'un diplôme de bachelier.

Parallèlement à la baisse des taux et aux autres mesures de stimulation, une série de mesures compensatoires qui élargissent la base imposable ont également été prises, de manière à garantir que la réforme de l'impôt des sociétés soit budgétairement neutre. La pression fiscale moyenne resterait donc en principe inchangée.

La réforme du système de déduction des intérêts notionnels constitue la principale mesure compensatoire. Jusqu'en 2017, cette déduction concernait l'encours total des fonds propres. La réforme restreint fortement ce système, puisqu'il n'est plus tenu compte que de l'accroissement des fonds propres, soit ce qu'on appelle le capital incrémental. La réforme réduira toutefois aussi les avantages économiques du système.

Par ailleurs, une série de déductions sont réunies dans une corbeille, notamment les revenus définitivement taxés reportés, les revenus d'innovation reportés, les pertes antérieures, la déduction des intérêts notionnels reportée et le nouveau système de déduction incrémentale des intérêts notionnels. La déductibilité de cette corbeille ne peut pas dépasser 70 % de la base imposable calculée avant déduction de cette même corbeille, la première tranche d'un million d'euros restant cependant totalement déductible. De cette manière, la base de prélèvement minimale de l'impôt des sociétés est égale à 30 % de l'assiette de l'impôt qui excède un million d'euros.

Un autre aspect important de la réforme est la transposition des directives européennes relatives à la lutte contre les pratiques d'évasion fiscale, et en particulier de la directive ATAD. Celles-ci ayant pour objectif de limiter l'érosion de la base imposable à la suite d'une planification fiscale poussée à l'extrême, elles peuvent contribuer au financement de la réforme proposée. Leur transposition entraîne notamment une limitation de la déductibilité des fonds empruntés, l'imposition de certains revenus d'entreprises étrangères contrôlées par l'entreprise domestique et des mesures destinées à lutter contre les dispositifs dits hybrides – à savoir des entités ou des instruments financiers qui reçoivent une qualification différente dans les législations fiscales de deux États, de sorte qu'ils ne sont parfois pas imposés.

Une étude des aspects budgétaires et macroéconomiques de la réforme de l'impôt des sociétés, publiée par la Banque le 6 décembre 2017, présente celle-ci de manière plus complète⁽¹⁾.

(1) Cf. <https://www.nbb.be/doc/ts/publications/other/ds1711552fr.pdf>.

Les dépenses primaires ont à nouveau affiché une évolution modérée

En termes nominaux, les dépenses primaires ont augmenté à une cadence inférieure à l'expansion de l'activité économique. La trajectoire baissière des dépenses primaires rapportées au PIB s'est donc poursuivie en 2017, revenant sous le seuil des 50 % du PIB pour la première fois depuis 2010.

Le mouvement de modération des dépenses a pu bénéficier de plusieurs facteurs non structurels venus soutenir

l'effort d'assainissement des finances publiques. Il s'agit, d'une part, de l'amointrissement, voire de la disparition, d'une série d'éléments imprévus ayant pesé sur le solde budgétaire en 2016. Parmi ceux-ci figuraient, notamment, d'importants remboursements d'impôts opérés à la suite de décisions de justice, ainsi que les efforts exceptionnels consentis pour gérer l'afflux de demandeurs d'asile. Est venue s'y ajouter en 2017 une diminution temporaire de la contribution de la Belgique au budget de l'UE sur la base du revenu national brut. Ces facteurs ont érodé la croissance des dépenses à concurrence de 0,3 point de pourcentage. D'autre part,

TABLEAU 15 DÉPENSES PRIMAIRES DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES

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

	2013	2014	2015	2016	2017 e	Moyenne 2000-2016
Niveau observé ⁽¹⁾	52,5	51,9	50,8	50,3	49,7	47,6
1. Croissance réelle observée	0,7	0,2	-0,9	0,6	0,4	2,5
2. Influence des facteurs non récurrents ou budgétairement neutres ⁽²⁾	-0,8	0,1	0,0	0,2	-0,3	0,0
3. Influence des facteurs conjoncturels ⁽²⁾	0,2	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2
4. Effet de l'indexation ^{(2),(3)}	0,7	-0,4	-0,1	0,4	0,0	0,1
5. Croissance réelle corrigée (1 - 2 - 3 - 4)	0,7	0,6	-0,6	0,1	0,8	2,6

Sources : DGS, ICN, BNB.

(1) Pourcentages du PIB.

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

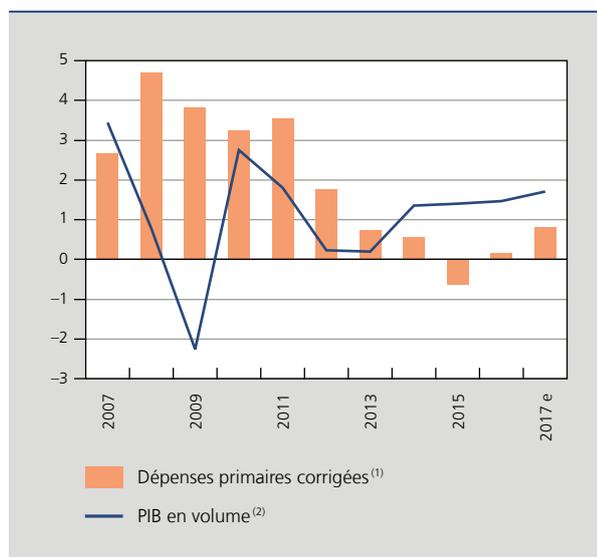
(3) Effet découlant de l'écart entre l'indexation effective (ou théorique pour les années 2015 et 2016, en raison du saut d'index qui a été décidé) des rémunérations de la fonction publique et des prestations sociales, d'une part, et l'évolution du déflateur du PIB, d'autre part. Les autres effets qui 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.

la conjoncture a également exercé un effet de compression sur les dépenses primaires, en contribuant au repli des allocations de chômage.

Corrigées pour tenir compte à la fois des facteurs temporaires, de l'incidence de la conjoncture et du décalage entre l'inflation et l'indexation, les dépenses primaires réelles auraient grimpé de 0,8 % en 2017. Il s'agit d'un taux de progression supérieur à la quasi-stabilité des dépenses observée les trois années précédentes, mais qui reste néanmoins contenu et inférieur à la croissance du PIB en volume.

GRAPHIQUE 60 LE RYTHME D'ÉVOLUTION DES DÉPENSES DEMEURE INFÉRIEUR À LA CROISSANCE ÉCONOMIQUE

(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.

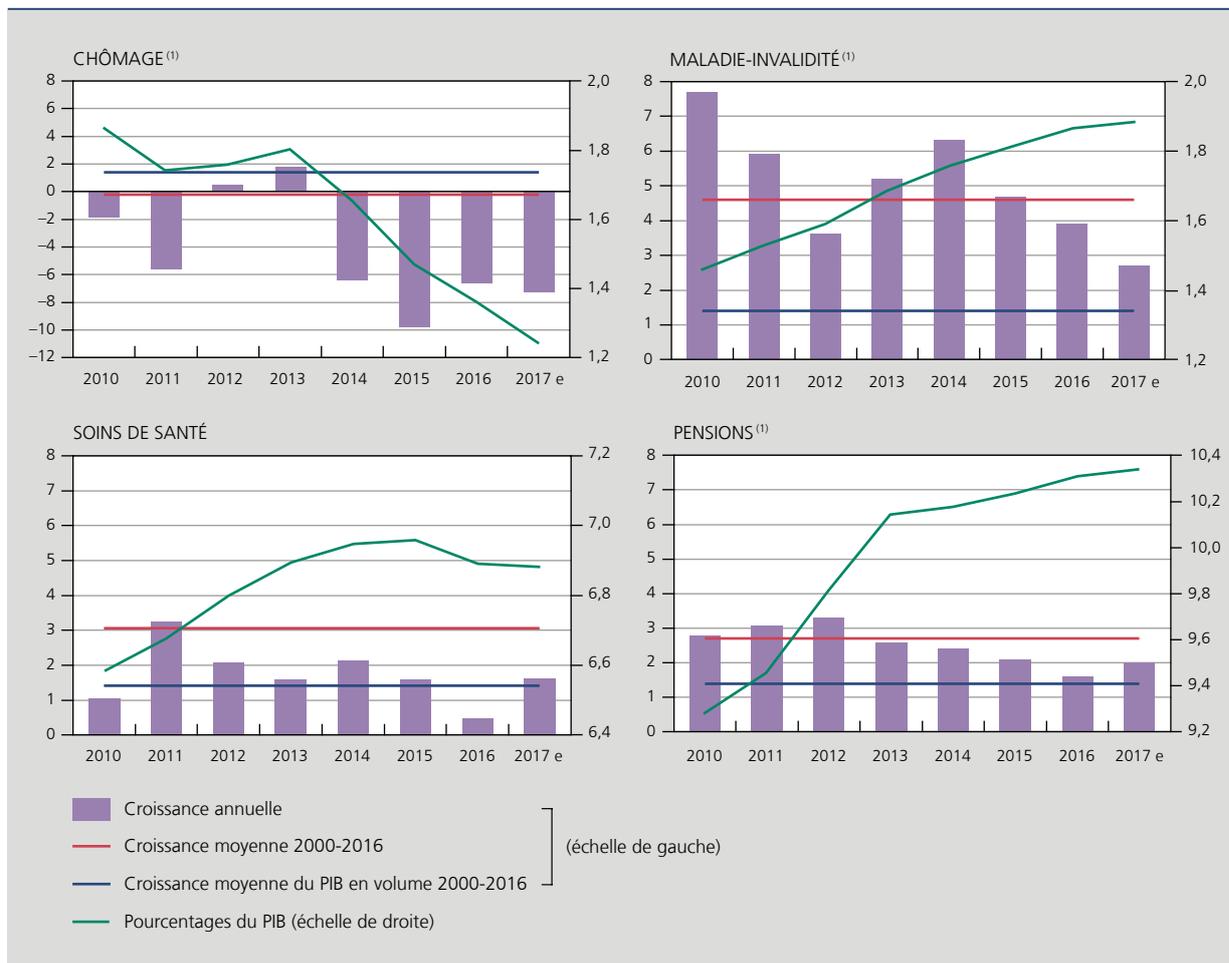
(2) Données corrigées des effets de calendrier.

Les prestations sociales sont revenues à 25 % du PIB, soit 0,2 point de pourcentage de moins qu'en 2016. Cet allègement est imputable à la diminution des allocations de chômage, qui se sont inscrites en baisse pour la quatrième année de suite, sous l'effet conjoint d'une conjoncture favorable et des restrictions imposées ces dernières années sur les droits aux allocations et qui produisent leurs effets graduellement. Ce deuxième facteur est partiellement compensé par un glissement vers d'autres catégories de dépenses, certaines personnes exclues du chômage se retrouvant parmi les bénéficiaires du revenu d'intégration.

Après des années de hausse robuste, le rythme de progression des indemnités versées en cas de maladie ou d'invalidité s'est ralenti en 2017, tout en demeurant supérieur à la croissance du PIB. Les mesures visant à contenir leur gonflement semblent porter leurs fruits, même s'il n'est pas question de reflux des indemnités de l'INAMI. Les dépenses de soins de santé, tout comme celles relatives aux pensions, auraient augmenté dans des proportions comparables à la croissance économique. Pour ces deux catégories, l'évolution spontanée des budgets, soutenue

GRAPHIQUE 61 DÉPENSES DE CHÔMAGE, DE MALADIE-INVALIDITÉ, DE SOINS DE SANTÉ ET DE PENSIONS

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



Sources: Documents budgétaires du pouvoir fédéral, 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.

par le vieillissement de la population, est contrée par une série de mesures visant à limiter cet effet. En matière de soins de santé, il s'agit d'un éventail d'efforts, notamment supportés par l'industrie pharmaceutique. S'agissant des pensions, on retiendra les mesures de durcissement des conditions de retraite anticipée introduites en 2017 et l'effet budgétaire croissant de la suppression du bonus de pension, entrée en vigueur en 2015, et de celle de la bonification de diplôme dans le calcul de la carrière pour le secteur public, en 2016.

La maîtrise des dépenses publiques a également concerné les autres catégories de dépenses courantes. Les rémunérations du secteur public ont crû moins vite que l'activité économique, pour s'établir à 12,3 % du PIB. Cette modération est principalement imputable à la quasi-stabilisation de l'emploi public.

Les achats de biens et de services sont demeurés inchangés par rapport à 2016, à 4 % du PIB. L'effet de la réduction structurelle des crédits de fonctionnement au niveau fédéral aurait été annihilé par un surcroît de dépenses dans le chef des autres sous-secteurs des administrations publiques.

Les investissements publics sont eux aussi restés stables par rapport à 2016, à 2,2 % du PIB. Ce n'est cependant pas sur une base annuelle qu'il faut juger leur évolution. En effet, les investissements des administrations publiques suivent généralement un cycle de six ans calqué sur la durée d'une législature communale, étant donné que les pouvoirs locaux comptent en moyenne pour un tiers des investissements publics. Leur contribution a tendance à grossir à l'approche des élections communales et provinciales, tandis qu'elle faiblit juste après cette échéance. En comparant

le profil affiché durant le cycle électoral en cours à celui observé précédemment, il apparaît que la croissance des investissements publics se situe depuis quelques années en deçà de son rythme habituel. C'est une tendance certes favorable à l'assainissement à court terme des finances publiques, mais qui s'avère contre-productive à plus long terme, compte tenu de l'effet positif que ce type de dépenses exercent sur la croissance potentielle.

Les charges d'intérêts ont continué de se replier

Les charges d'intérêts ont continué de s'alléger en 2017, reculant de 0,3 point de pourcentage du PIB. Cette

diminution est, comme en 2016, presque 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. À court terme, les taux négatifs enregistrés durant toute l'année ont permis à l'État d'être rémunéré pour emprunter à moins d'un an en émettant des certificats de trésorerie. Les rendements des obligations de référence à dix ans ont quant à eux fluctué entre 0,5 et 1 % tout au long de 2017.

La dette publique a reflué, tout en demeurant élevée

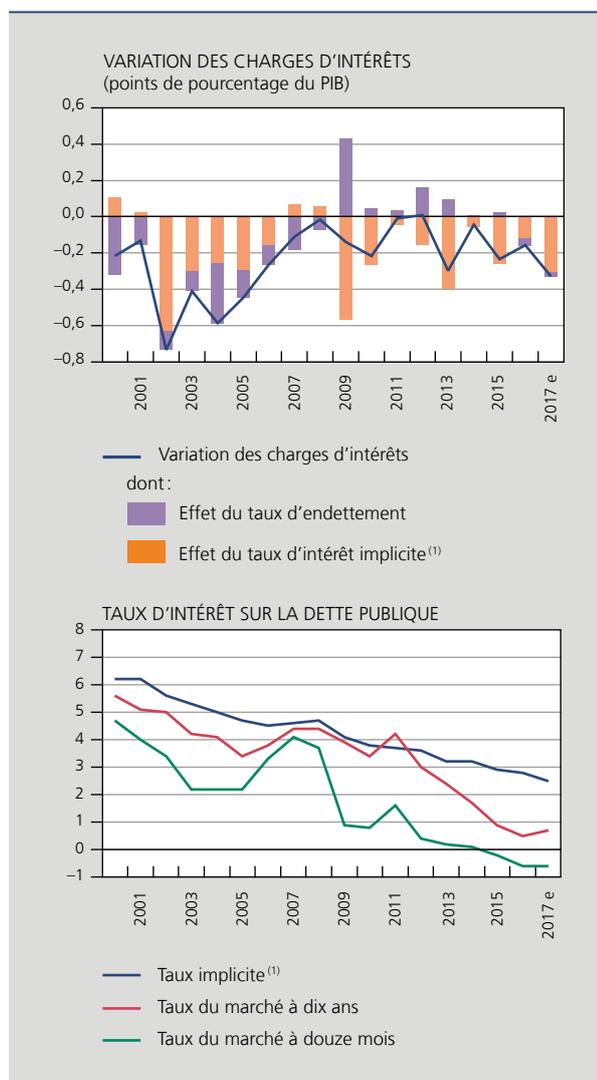
Le taux d'endettement s'est contracté de près de 3 points de pourcentage du PIB en 2017, pour retomber à 102,8 %. Pour la première fois en l'espace de dix ans, le taux d'endettement s'est donc sensiblement replié, et la tendance haussière observée depuis l'éclatement de la crise économique et financière, qui avait fait grimper le taux d'endettement de près de 20 points de pourcentage, s'est nettement infléchie. De la sorte, la Belgique suit la tendance de la zone euro, fût-ce à un rythme légèrement plus lent, si bien que l'endettement y demeure nettement plus élevé que dans la plupart des autres pays.

Le recul du taux d'endettement en 2017 est attribuable à l'incidence baissière des facteurs endogènes. La croissance nominale du PIB a en effet été sensiblement supérieure au taux d'intérêt implicite de la dette publique, ce qui a comprimé le taux d'endettement. A contrario, au cours des dix dernières années, le taux d'intérêt implicite a généralement dépassé la croissance nominale. Cette évolution a induit une dynamique intérêts-croissance ascendante, qui explique à concurrence d'un peu plus de la moitié l'aggravation du taux d'endettement durant cette période.

Pour que le taux d'endettement puisse diminuer de façon structurelle, il convient de maintenir un excédent budgétaire primaire. En 2017, cet excédent s'est établi, comme mentionné, à 1,5 % du PIB.

Les facteurs exogènes, qui influent sur la dette mais pas sur le solde de financement, ont aussi eu une incidence quelque peu baissière sur le taux d'endettement. Le produit de la vente d'une partie de la participation des administrations publiques fédérales dans BNP Paribas et l'influence positive résultant de l'encaissement en 2017 d'impôts se rapportant au rôle de 2016 ont en partie été compensés par l'augmentation des prêts accordés par

GRAPHIQUE 62 LES CHARGES D'INTÉRÊTS BÉNÉFICIENT TOUJOURS DE LA BAISSÉ DU TAUX IMPLICITE
(pourcentages, sauf mention contraire)

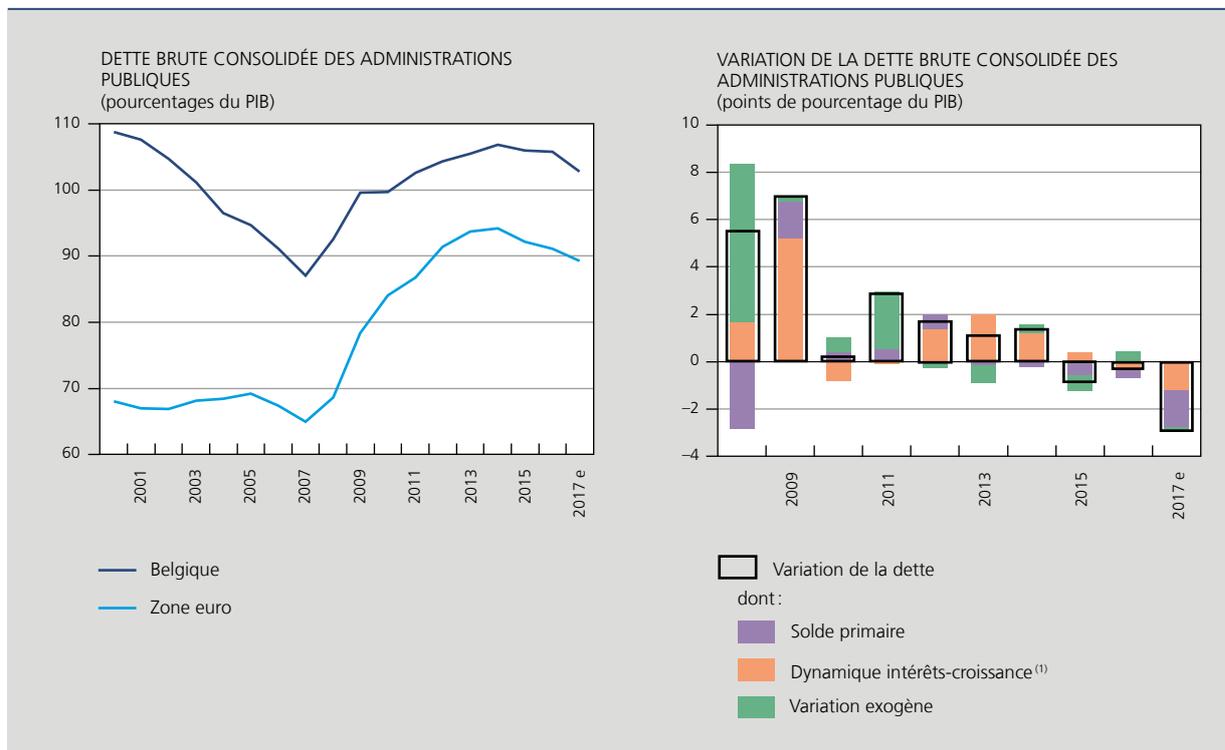


Sources : ICN, SPF Finances, BNB.

(1) Rapport entre les charges d'intérêts de l'année en cours et l'endettement à la fin de l'année précédente.

GRAPHIQUE 63 LE TAUX D'ENDETTEMENT S'EST REPLIÉ EN 2017

(pourcentages du PIB)



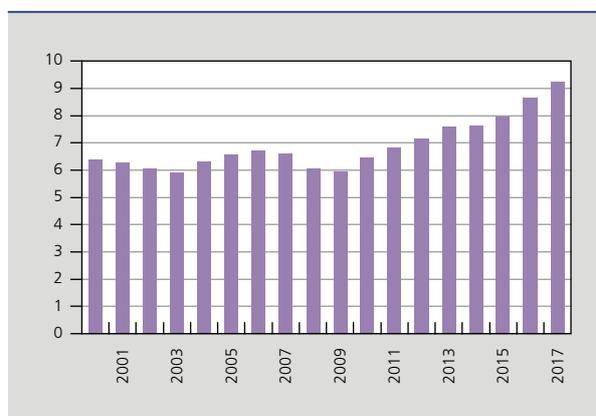
Sources : CE, ICN, BNB.

(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.

les régions dans le cadre de la politique en matière de logements sociaux, par les engagements en matière de pensions qui découlent de la reprise antérieure de fonds

GRAPHIQUE 64 LA DURÉE MOYENNE DE LA DETTE PUBLIQUE A CONTINUÉ DE S'ALLONGER

(durée moyenne de la dette publique fédérale, en années)



Source : SPF Finances.

de pension d'entreprises et par plusieurs facteurs liés à la gestion de la dette. Ainsi, les paiements d'intérêts effectués sur la base de caisse ont excédé ceux imputés sur la base des transactions, qui servent de référence pour calculer les charges d'intérêts dans les comptes des administrations publiques. La raison en est que le taux facial du coupon des obligations émises ces dernières années a été supérieur au taux d'intérêt du marché. En conséquence, un effet baissier équivalent aux primes d'émission s'est exercé sur la dette au cours de l'année d'émission, la valeur d'émission des titres étant supérieure à leur valeur nominale. Cet effet s'annihile cependant progressivement au fil des paiements de coupons plus élevés. Si, au cours des cinq dernières années, l'incidence baissière des primes d'émission a encore dépassé l'effet haussier de la différence au niveau des paiements d'intérêts, l'inverse s'est produit en 2017.

La gestion de la dette publique fédérale, qui constitue de loin la principale composante de la dette publique totale en Belgique, a donné lieu à un nouvel allongement de la durée moyenne de la dette, qui est passée de six ans en 2009 à neuf ans et trois mois en 2017. Le

solde brut à financer s'est sensiblement replié en 2017, en raison du resserrement du déficit budgétaire en termes de caisse, lequel a également bénéficié de la vente d'une partie de la participation dans BNP Paribas. Le moindre besoin de financement a principalement été contrebalancé par un recul de l'émission de certificats de trésorerie – à court terme – et, dans une moindre mesure, d'instruments de dette à long terme.

4.3 Le déficit budgétaire et la dette publique doivent continuer de se replier

Il est essentiel de garantir la soutenabilité des finances publiques

Des finances publiques saines sont primordiales pour asseoir la confiance des acteurs économiques. Elles contribuent en outre à mettre en place les conditions d'une croissance durable et favorable à l'emploi.

La situation des finances publiques belges s'est nettement améliorée en 2017, mais l'assainissement de celles-ci doit se poursuivre. À cette fin, le déficit budgétaire doit être résolument et durablement ramené à un équilibre structurel, de manière aussi à réduire la dette publique, qui se situe toujours bien au-dessus du critère des 60 % du PIB stipulé dans le traité de Maastricht. Cette baisse s'impose

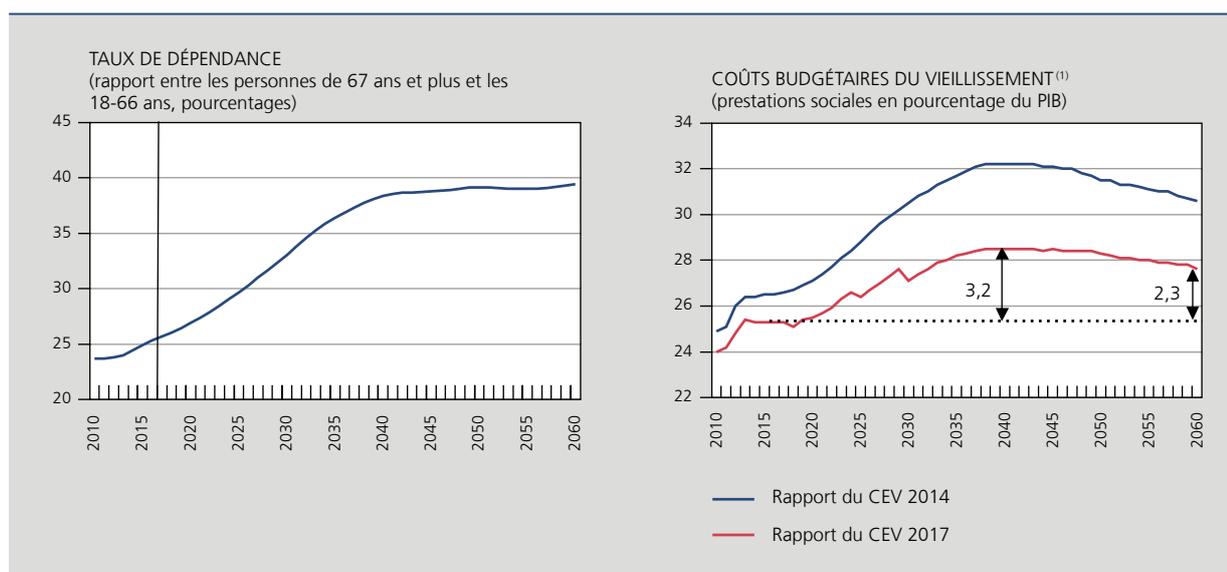
avant tout afin de créer les marges de manœuvre nécessaires pour absorber les coûts du vieillissement. En effet, même si ces coûts ont été comprimés grâce aux mesures prises dans le cadre de la réforme des pensions, ils n'en demeurent pas moins substantiels.

L'embellie conjoncturelle actuelle doit être mise à profit pour constituer des coussins qui permettront de soutenir l'économie en période de ralentissement conjoncturel. La crise économique et financière nous a effectivement appris qu'une politique budgétaire active pouvait s'avérer utile, surtout en cas de profonde récession ou lorsque les possibilités d'assouplir davantage la politique monétaire sont limitées. De plus, les marges ainsi créées seront également indispensables pour s'attaquer à d'autres défis sociétaux, notamment en matière d'investissements dans les infrastructures, l'enseignement et la protection de l'environnement, de même que pour maintenir le bien-être et la protection sociale.

Le vieillissement de la population se poursuivra au cours des prochaines décennies et entraînera des coûts budgétaires importants

La plupart des économies avancées sont confrontées à un vieillissement rapide de leur population. La Belgique ne fait pas exception, et ce phénomène perdurera au cours des prochaines décennies. Ainsi, le ratio de dépendance des personnes âgées – défini ici comme le rapport entre

GRAPHIQUE 65 LE TAUX DE DÉPENDANCE S'ACCROÎT CONSIDÉRABLEMENT, CE QUI ENTRAÎNERA UNE HAUSSE DES PRESTATIONS SOCIALES



Sources : CEV, DGS, BNB.

(1) Les prestations sociales, exprimées en pourcentage du PIB, ont été affectées par un effet de niveau à la baisse dans la foulée de la révision à la hausse du PIB à la suite du passage, en septembre 2014, à la méthodologie du SEC 2010 dans les comptes nationaux.

le nombre de personnes de 67 ans et plus et le nombre de personnes de 18 à 66 ans – est passé, en Belgique, de 21,1 % en 1995 à 25,7 % en 2017 et, selon les prévisions démographiques, il grimperait à près de 40 % en 2060. Alors qu’il y avait, en 1995, environ cinq actifs potentiels pour un pensionné, cette proportion diminuerait de moitié d’ici à 2060. De plus, d’après les prévisions, le nombre de personnes en âge de travailler reculerait durant la période comprise entre 2021 et 2036.

Ces évolutions exercent une incidence considérable sur la société, notamment sur le plan des finances publiques. Le ralentissement de l’expansion, voire l’infléchissement temporaire, de la population en âge de travailler pèsera, toutes autres choses restant égales par ailleurs, sur l’emploi et sur la croissance de l’activité. Celle-ci sera essentiellement soutenue par les gains de productivité. En outre, la vive progression du nombre de personnes âgées gonfle les dépenses publiques de pensions, de soins de santé et de soins aux personnes âgées.

Selon les estimations de juillet 2017 du Comité d’étude sur le vieillissement (CEV), les prestations sociales continueraient d’augmenter durant une période prolongée, passant de 25,3 % du PIB en 2016 – un taux proche du ratio observé selon les estimations actuelles pour 2017 – à 27,6 % en 2060, après qu’elles auront atteint un plafond de 28,5 % au cours de la période comprise entre 2038 et 2043. Par rapport à 2016, les coûts du vieillissement progresseraient donc graduellement pour atteindre 3,2 points de pourcentage du PIB en 2038-2043, avant de retomber à 2,3 points de pourcentage en 2060.

Ces projections reposent sur une série d’hypothèses, notamment en matière de croissance de la productivité du travail. À cet égard, elles tablent sur une accélération de 0,5 % en moyenne sur la période 2015-2020 à 1,5 % à partir de 2035. D’après les simulations du CEV, une croissance de la productivité inférieure de 0,25 point de pourcentage entre 2035 et 2060 alourdirait les coûts du vieillissement de 1,1 point de pourcentage en 2060. Si la croissance de la productivité devait se révéler plus faible de 0,5 point de pourcentage, les coûts budgétaires du vieillissement présentés dans le scénario de base seraient plus ou moins doublés.

Il faut répondre au défi du vieillissement au moyen d’une stratégie en trois volets

Compte tenu du vieillissement de la population, il convient de garantir la soutenabilité des finances publiques à long terme en menant une politique dans le cadre de laquelle trois composantes se renforcent mutuellement, à savoir l’assainissement des finances publiques,

le raffermissement du PIB potentiel et la limitation des dépenses liées au vieillissement.

Sur le plan budgétaire, les mesures de consolidation supplémentaires qu’il conviendra de prendre pour parvenir à un équilibre structurel à moyen terme et ainsi réduire la dette doivent surtout reposer sur un allègement sélectif des dépenses.

Le taux d’emploi étant relativement faible en Belgique, des gisements importants permettant d’accroître le PIB potentiel existent en matière d’emploi. En outre, il y a lieu de soutenir la productivité du travail. Bien que la hausse de la productivité résulte surtout d’initiatives privées, les pouvoirs publics peuvent néanmoins apporter une précieuse contribution en créant des conditions de base favorables par la voie d’investissements et de dépenses ciblés en matière d’enseignement et de recherche et développement, en stimulant un fonctionnement plus efficace des marchés, l’esprit d’entreprise et la créativité, en améliorant le fonctionnement des institutions, etc.

En vue de maîtriser les dépenses liées au vieillissement, le gouvernement fédéral a déjà pris ces dernières années de nombreuses mesures visant à réformer le système des pensions. Les principales dispositions ont été arrêtées dès 2015. Elles consistaient à relever l’âge légal de la pension, à durcir encore les conditions à remplir pour pouvoir prétendre à un départ anticipé à la retraite et à supprimer le bonus de pension. L’une des décisions, à savoir le relèvement progressif de l’âge requis pour pouvoir obtenir une pension de survie (de 50 ans en 2025 à 55 ans en 2030), a été annulée par la Cour constitutionnelle à la fin de novembre 2017. Cela n’aura cependant qu’une incidence minime sur les coûts budgétaires du vieillissement.

Dans son rapport de 2015, le CEV a évalué l’effet que les principales mesures de la réforme des pensions de 2015 exerceront sur le marché du travail, sur l’activité économique et sur les coûts du vieillissement d’ici à 2060. Il en résulterait une compression de ces derniers de 2,1 points de pourcentage du PIB, dont 1,5 point de pourcentage peut être attribué à un recul des dépenses de pension et 0,6 point à l’amointrissement d’autres prestations sociales. Le PIB et l’emploi augmenteraient de 5,6 %.

Depuis lors, les systèmes de pension ont encore fait l’objet de quelques adaptations. Pour 2017, il s’agissait principalement d’harmoniser, entre les trois régimes – salariés, fonctionnaires et indépendants –, la régularisation des périodes d’études dans le calcul de la pension. Il a par ailleurs été décidé de majorer le plafond salarial pour la

constitution de droits à la pension, de permettre la constitution de tels droits après une carrière de plus de 45 ans (suppression de l'unité de carrière) et de revoir le calcul de ces droits pour les périodes de chômage et de prépension. De plus, un certain nombre de modifications sont encore en cours de préparation. Les principales concernent l'introduction d'une pension à points, la prise en compte de la pénibilité du travail dans la détermination des droits à la pension et l'instauration d'une pension à temps partiel. Comme mentionné précédemment, le CEV estime que les prestations sociales progresseraient toutefois encore sensiblement à l'avenir.

La stratégie budgétaire doit viser un budget en équilibre structurel

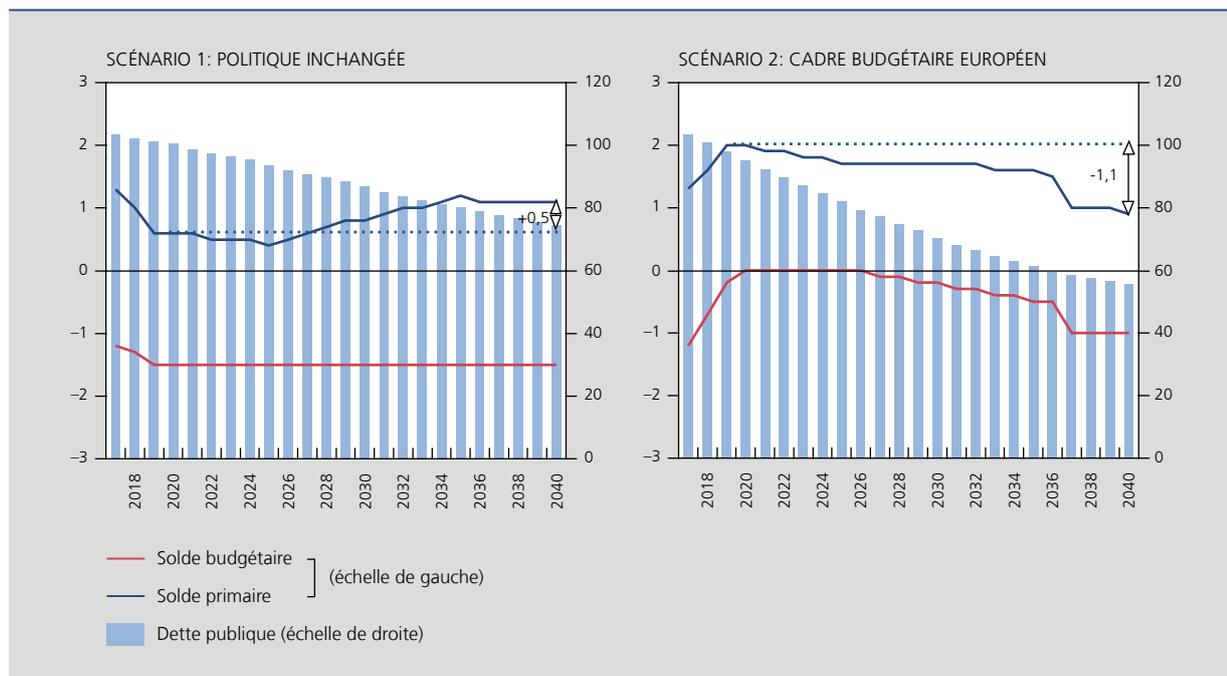
S'inscrire dans les lignes du cadre budgétaire européen permettrait à la Belgique d'assurer la soutenabilité de ses finances publiques. Les marges budgétaires qui résulteraient du respect des prescriptions de celui-ci pourraient être utilisées pour compenser partiellement les coûts du vieillissement. D'une part, l'accélération du désendettement ferait baisser les charges d'intérêts, tandis que, d'autre part, un assouplissement graduel du solde budgétaire serait possible.

Cette perspective est étayée par les résultats d'un exercice de simulation relatif à l'évolution à long terme des finances publiques. Cet exercice compare deux scénarios, qui ne prennent initialement pas en compte les coûts du vieillissement – de l'ordre de 3 % du PIB sur la période 2020-2040. Dans le premier scénario, le solde primaire et le déficit budgétaire reviennent, respectivement, à 0,6 et 1,5 % du PIB d'ici à 2020. Il s'agit des résultats attendus à politique inchangée pour cette année-là, conformément aux prévisions de décembre 2017 de la Banque. À partir de 2020, une stabilisation du déficit budgétaire est envisagée jusqu'en 2040. Compte tenu de la hausse escomptée des charges d'intérêts durant cette période, le solde primaire devrait augmenter de 0,5 % du PIB. Si on y ajoute les coûts du vieillissement, l'effort budgétaire supplémentaire à fournir s'élèverait au total à 3,5 % du PIB d'ici à 2040.

Le second scénario postule qu'un équilibre budgétaire sera atteint à partir de 2020. À cet effet, le surplus primaire doit s'élever à 2 % du PIB cette année-là. Le solde de financement serait alors maintenu à l'équilibre pendant cinq ans pour ensuite, conformément au cadre budgétaire européen, tendre graduellement vers un déficit de 0,5 % du PIB, avant

GRAPHIQUE 66 UNE TRAJECTOIRE BUDGÉTAIRE AXÉE SUR UN ÉQUILIBRE STRUCTUREL PERMET DE FINANCER PARTIELLEMENT LES COÛTS DU VIEILLISSEMENT ET DE RÉDUIRE PLUS RAPIDEMENT L'ENDETTEMENT⁽¹⁾

(hors coûts du vieillissement, pourcentages du PIB)



Sources : CEV, ICN, BNB.

(1) Sur la base des hypothèses macroéconomiques du scénario de référence du Comité d'étude sur le vieillissement, sans tenir compte de l'incidence éventuelle de la trajectoire budgétaire sur le PIB, et de l'hypothèse selon laquelle le taux implicite sur la dette publique augmenterait pour atteindre la croissance nominale du PIB en 2035, avant de se stabiliser à ce niveau. L'inflation se monterait à 1,9 % à compter de 2021. L'exercice de simulation postule que le solde structurel correspondra au solde nominal à partir de 2020.

de s'établir à 1 % du PIB en 2037, lorsque le taux d'endettement sera revenu sous la barre des 60 % du PIB. Grâce à l'assouplissement graduel de l'objectif budgétaire et au recul des charges d'intérêts, qui vont de pair avec une diminution de la dette publique plus rapide que dans le premier scénario, il serait possible de dégager une marge budgétaire de 1,1 % du PIB. Les coûts du vieillissement pouvant ainsi être compensés à hauteur d'un peu plus d'un tiers, l'effort budgétaire global à fournir d'ici à 2040 resterait limité à 1,9 % du PIB, sur la base des hypothèses retenues aux fins de cet exercice technique.

Comment parvenir à l'équilibre budgétaire structurel ?

Les administrations publiques disposent de deux leviers pour viser l'équilibre budgétaire structurel : les recettes et les dépenses primaires. Les charges d'intérêts ont également leur importance, bien que leur contribution à l'assainissement dépende non seulement de la dynamique de la dette, mais aussi des mouvements des taux.

À ce jour, de substantielles économies ont déjà été réalisées sur la charge de la dette, en raison de la baisse des taux d'intérêt observée ces dernières années. La réduction des charges d'intérêts devrait se poursuivre durant les prochaines années, sous l'effet combiné de la diminution du taux implicite et du recul de la dette publique. Le rythme de ce reflux sera toutefois moindre que celui observé entre 2012 et 2017 et ira en s'atténuant. Il dépendra en outre du profil de sortie du contexte favorable qui prévaut

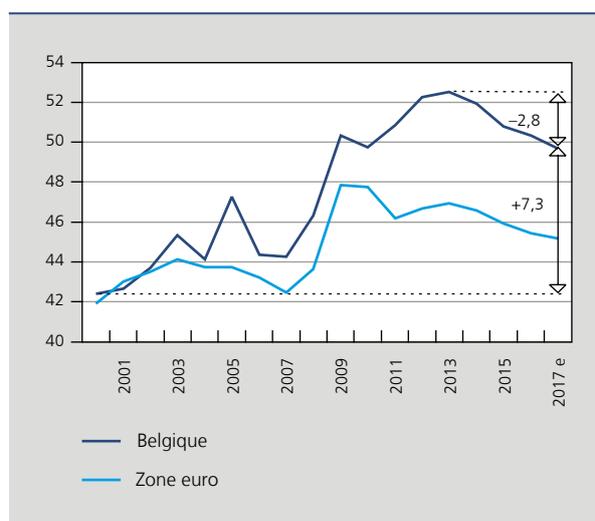
actuellement. Afin de montrer l'incidence des fluctuations des taux sur les charges d'intérêts, trois scénarios à moyen terme ont été simulés à structure de financement inchangée. Le premier scénario, le plus favorable aux finances publiques, considère le maintien jusqu'en 2020 des taux du marché à leur niveau particulièrement faible de 2017. Dans le deuxième scénario, plus central, les taux remonteraient quelque peu, conformément aux hypothèses sous-jacentes aux projections de la Banque de décembre 2017, lesquelles intègrent les attentes des marchés financiers. Le troisième scénario, relativement défavorable, envisage une progression plus nette des taux d'intérêt sur les emprunts publics, à savoir 10 points de base par trimestre sur les taux à court terme et 15 points de base sur les taux à moyen et à long termes. Les hypothèses relatives à l'évolution de la dette sont également tirées des projections d'automne. Dans le scénario favorable, les charges d'intérêts reviendraient de 2,5 % du PIB en 2017 à 2 % en 2020. Dans le cas du scénario central, les charges d'intérêts équivalraient à 2,1 % du PIB en 2020. En revanche, dans le scénario défavorable, les charges s'établiraient à 2,3 % du PIB.

Le potentiel de diminution des charges d'intérêts ou d'augmentation des recettes dans les années à venir s'avère limité. Dès lors, la recherche de l'équilibre structurel passe principalement par de nouvelles économies au niveau des dépenses primaires. Bien qu'orienté à la baisse depuis 2013, le ratio des dépenses publiques de la Belgique demeure élevé au regard des niveaux observés dans le reste de l'UE, alors qu'il était similaire avant la crise financière. En 2017, les dépenses primaires de l'ensemble de la zone euro représentaient 45,2 % du PIB, soit 4,5 points de PIB de moins qu'en Belgique. Depuis l'année 2000, les dépenses de la Belgique se sont accrues de 7,3 points de PIB, soit une hausse deux fois plus vive que celle enregistrée dans la zone euro, dont le niveau de départ des dépenses était quasiment identique. Après le pic atteint en 2013, à 52,5 % du PIB, le reflux des dépenses primaires a toutefois pleinement contribué à l'assainissement des finances publiques.

Les dépenses de l'État ne doivent cependant pas s'envisager comme un instrument au service du seul assainissement budgétaire. Elles sont avant tout un outil indispensable aux pouvoirs publics, qui doit leur permettre de remplir leurs diverses missions d'intérêt général. Les dépenses publiques contribuent par ailleurs à la croissance économique, principalement à court terme, mais aussi, pour certaines d'entre elles, à long terme. Il est donc tout aussi essentiel de suivre des orientations politiques susceptibles d'optimiser ces deux fonctions.

En toute logique, l'ampleur des dépenses primaires devrait se refléter dans la qualité des services rendus à la collectivité. Il en va ainsi dans certains domaines de l'action

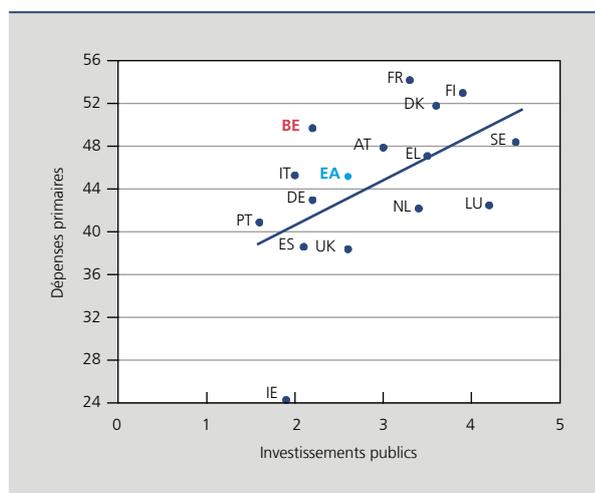
GRAPHIQUE 67 LA HAUSSE DES DÉPENSES PUBLIQUES DEPUIS LA CRISE EST TOUJOURS IMPORTANTE
(dépenses primaires, pourcentages du PIB)



Sources : CE, ICN, BNB.

GRAPHIQUE 68 LA PART RELATIVE DES INVESTISSEMENTS PUBLICS DEMEURE FAIBLE EN BELGIQUE

(estimations pour 2017, pourcentages du PIB)



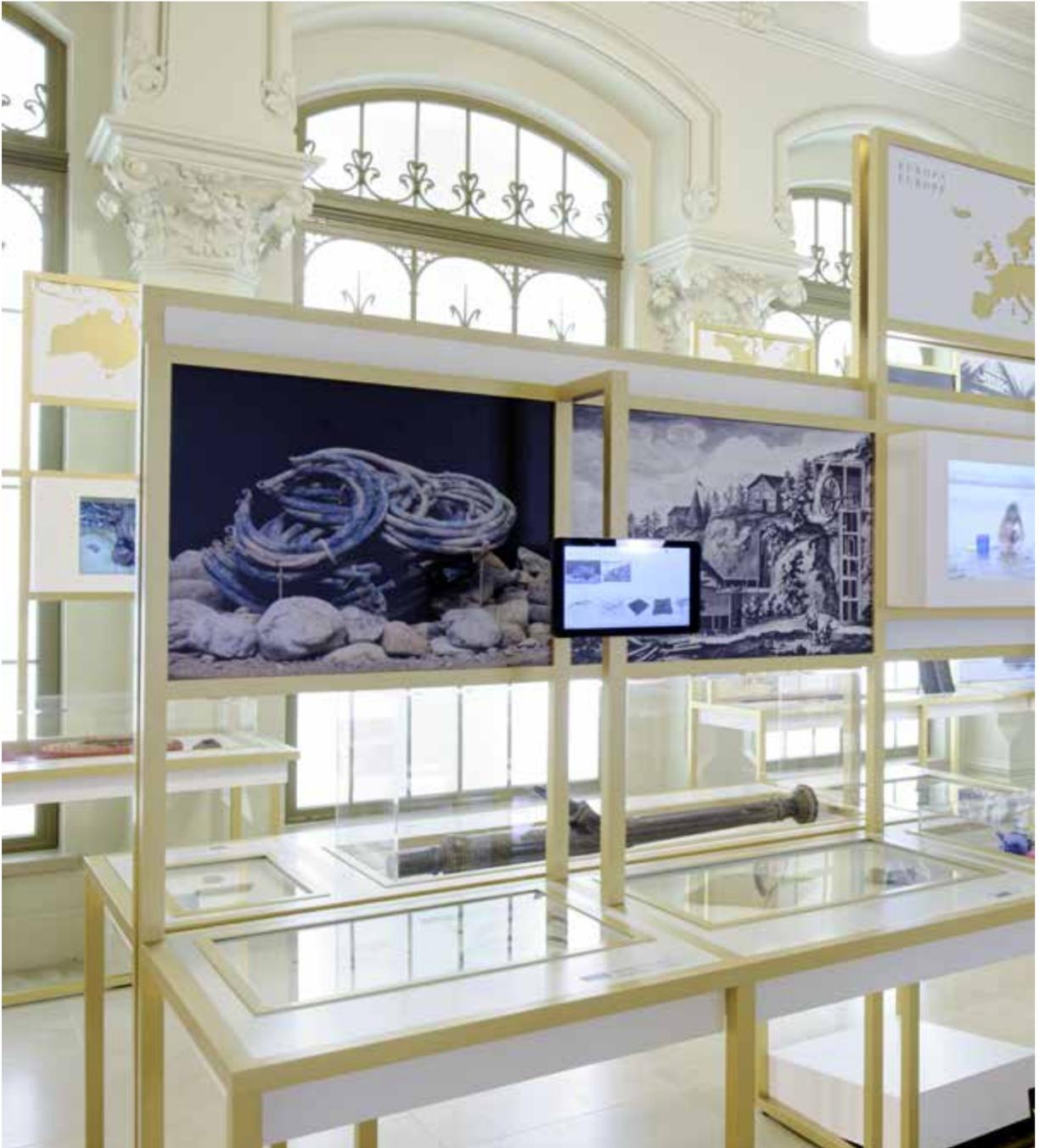
Sources : CE, BNB.

publique, comme les soins de santé, mais c'est loin d'être une généralité. Dans l'ensemble, les pouvoirs publics affichent des résultats moyens en termes d'efficience par rapport à la moyenne européenne. Une étude détaillée sur

l'efficience de l'intervention publique en Belgique a fait l'objet d'un article publié dans la Revue économique de la Banque⁽¹⁾.

Il est par ailleurs opportun, au sein d'un cadre budgétaire donné, d'ajuster la composition des dépenses, de manière à privilégier les postes susceptibles de renforcer la croissance économique à long terme. Du côté des recettes, le tax shift répondait à cet objectif, en allégeant le poids des prélèvements sur le travail. En ce qui concerne les dépenses, il s'agirait d'opérer un « expenditure shift », c'est-à-dire d'orienter les crédits disponibles vers davantage d'investissements, notamment dans les infrastructures, de même que vers d'autres types de dépenses productives, par exemple celles en faveur de la R&D et de l'innovation et celles contribuant à l'adaptation du capital humain aux mutations numériques. En effet, la part des investissements dans les dépenses publiques est comparativement faible en Belgique. Ainsi, les pays présentant un niveau de dépenses similaire consacrent des budgets sensiblement supérieurs aux investissements, tandis que d'autres États investissant autant que la Belgique parviennent à dépenser globalement moins.

(1) Cf. Cornille D., P. Stinghamer et L. Van Meensel (2017), « L'efficience des administrations publiques en Belgique », BNB, *Revue économique*, juin, 33-44.



Consolider les fondements d'une
croissance économique durable

5. Consolider les fondements d'une croissance économique durable

5.1 Des transitions doivent être menées à divers égards

Soutenue non seulement par une conjoncture internationale plus porteuse, mais aussi par l'orientation accommodante de la politique monétaire dans la zone euro et par les mesures prises en Belgique, notamment en matière de pensions, de coûts salariaux ou de marché du travail, l'économie belge s'est raffermie en 2017. Cette embellie ne sera toutefois pas suffisante pour renforcer son potentiel de manière structurelle. Face aux mutations de l'environnement économique mondial, aux développements technologiques, aux pressions environnementales et au vieillissement démographique, il convient de créer les conditions d'une économie dynamique, flexible et inclusive.

Les principales forces et vulnérabilités structurelles de l'économie ont été largement documentées dans les éditions antérieures du Rapport annuel⁽¹⁾. Il s'agit plus particulièrement d'une économie diversifiée, ouverte sur le plan international et qui offre aux citoyens un degré relativement élevé de protection, mais aussi d'une économie où la base d'emplois reste trop étroite et où les gains de productivité se sont essouffés.

Plutôt que de réitérer un tel balayage complet, l'approche retenue dans ce chapitre structurel du Rapport consiste à mettre l'accent sur des transitions qui doivent être menées à bien, afin de mettre en place un cadre de fonctionnement qui soit à même de relever les défis. Deux axes de transition sont abordés de manière succincte, portant, d'une part, sur la capacité de régénérer le tissu des

entreprises, de façon à dynamiser l'économie de manière durable, et, d'autre part, sur la manière de faire face aux mutations du marché du travail et aux conditions d'emploi des personnes.

Répondre simultanément aux objectifs d'accroissement de la productivité et de plus grande inclusion sur le marché du travail, tout en prenant en compte la transition vers une économie moins carbonée à laquelle la Belgique s'est engagée à procéder, peut sembler contradictoire à court terme. En effet, une croissance plus intensive en emplois peut conduire à un ralentissement transitoire de la productivité apparente du travail, tandis que le redressement de la productivité peut sembler aller à l'encontre d'une réduction des pressions environnementales. Cependant, à long terme, ces objectifs se consolident mutuellement pour asseoir une croissance durable et inclusive. Pour cela, il faut poursuivre sans retard un ensemble de réformes susceptibles de favoriser une allocation efficace des ressources entre les entreprises et d'augmenter la capacité des personnes de s'inscrire dans les mutations de l'emploi.

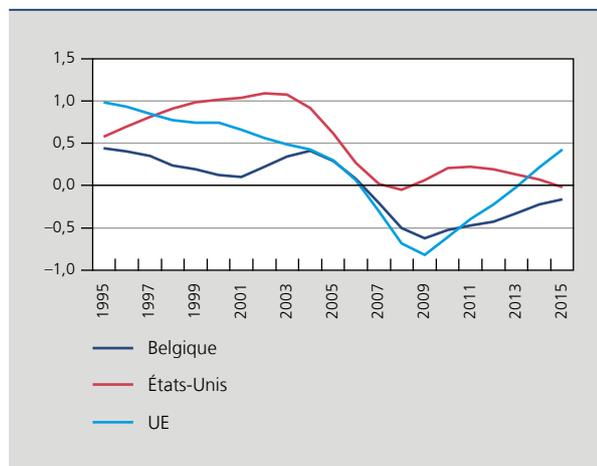
5.2 Assurer une allocation plus efficace des ressources

Même si l'économie belge demeure parmi les plus productives d'Europe, les gains de productivité, qu'ils soient mesurés en termes de valeur ajoutée par travailleur ou selon le concept de la productivité totale des facteurs, s'établissent, comme dans la plupart des économies avancées, à des niveaux structurellement faibles depuis de nombreuses années. La crise économique et financière les a encore comprimés et, en Belgique, la reprise ne s'est pas traduite par un rapide retour au rythme de croissance de la productivité en vigueur avant la crise. Or, la croissance

(1) Cf. notamment le chapitre 6 « Une économie dynamique et inclusive » du Rapport 2016.

GRAPHIQUE 69 L'ÉVOLUTION DE LA PRODUCTIVITÉ TOTALE DES FACTEURS NE S'EST QUE FAIBLEMENT REDRESSÉE EN BELGIQUE AU SORTIR DE LA CRISE FINANCIÈRE

(séries lissées, pourcentages de variation annuelle)



Source : Conference Board.

de la productivité constitue, à terme, le principal moteur de la hausse de la valeur ajoutée et des revenus générés dans l'économie.

En dépit de différences inhérentes à la nature des données⁽¹⁾, ce ralentissement s'observe sur la base tant des informations macroéconomiques, issues de statistiques agrégées de la comptabilité nationale, que des résultats microéconomiques

d'entreprises. Il est particulièrement marqué dans les branches de services, marchands comme non marchands.

En effet, les branches de l'industrie manufacturière ont continué d'enregistrer de substantiels gains de productivité. Par contre, ceux mesurés pour les activités de services se sont nettement affaiblis. Cette divergence de dynamisme s'explique en partie par des sources différentes d'accroissement de la productivité : si, pour les firmes industrielles, une grande partie des gains de productivité s'expliquent par l'amélioration interne de leur efficacité, par exemple par l'automatisation accrue des chaînes de production ou par le développement de nouveaux produits, dans la plupart des services, qu'ils soient marchands ou non, les sources de croissance interne de la productivité ont été plus limitées au cours de la période 2000-2015.

Compte tenu de la moindre croissance interne de la productivité dans la branche des services, il importe que la réallocation des ressources productives des firmes les moins performantes vers les plus performantes ou vers de nouveaux entrants soit la plus efficace possible afin de maximiser la contribution de cette branche à la croissance agrégée. Or, divers indicateurs, comme de faibles taux de création ou de disparition d'entreprises et un taux élevé de survie de firmes inefficaces, font en effet état d'un manque structurel de dynamisme dans la population des entreprises belges.

(1) À titre d'exemple, les résultats obtenus sur la base des données microéconomiques sont beaucoup plus sensibles à l'observation de valeurs aberrantes.

TABLEAU 16 LE RALENTISSEMENT DE LA CROISSANCE DE LA PRODUCTIVITÉ AGRÉGÉE EST LE REFLET DE FAIBLES PERFORMANCES DANS LES SERVICES

(pourcentages de variation annuelle moyenne)

Période	Total de l'économie ⁽¹⁾	Industrie et services marchands ⁽²⁾	dont :	
			Industrie ⁽²⁾	Services marchands ⁽²⁾
2000-2005	1,2	1,0	3,5	0,7
2006-2010	0,5	1,1	2,6	0,6
2011-2015	0,6	0,5	2,9	-0,4
2000-2015	0,7	0,9	3,0	0,0
<i>p.m. Gains de productivité dans les entreprises existantes (médiane, 2000-2015)</i>			1,7	0,0

Sources : ICN, BNB.

(1) Sur la base des données agrégées publiées par l'ICN.

(2) Sur la base des données individuelles des comptes annuels des entreprises, corrigées pour faire correspondre les années comptables avec les années civiles. Les branches d'activité considérées dans cette analyse recouvrent l'ensemble de l'industrie (branches NACE Rev.2 10 à 33) et les branches des services marchands (branches 45 à 82, à l'exclusion des branches 51 (transport aérien), 64 et 65 (banques et assurances), 68 (immobilier) et 78 (activités liées à l'emploi)).

Peu de créations d'entreprises...

Un premier indicateur du faible dynamisme de la réallocation des ressources est le taux de création de nouvelles entreprises. Alors que, en Belgique, celui-ci atteignait 6,4 % en 2015, soit son plus haut niveau depuis 2012, il est, depuis 2008, structurellement l'un des plus bas de l'UE. En l'absence de données similaires portant sur la période plus récente, les chiffres publiés par Graydon suggèrent le maintien d'une tendance haussière en 2016 et en 2017 en Belgique. En effet, le nombre de primo-inscriptions au registre de la TVA y a été supérieur de respectivement 9 et 13 % à celui enregistré en 2015. Bien que cette évolution soit révélatrice de celle des créations de nouvelles entreprises, il convient de noter que ces données livrent une image flattée du niveau des nouvelles activités économiques puisqu'elles ne sont pas expurgées des nouveaux enregistrements de nature purement fiscale ou administrative. Même en tenant compte de ces évolutions récentes encourageantes, l'écart avec les autres pays ne se résorberait que graduellement.

Fussent-elles proportionnellement moins nombreuses, près de 75 % des entreprises créées en Belgique au cours de la période allant de 2006 à 2010 sont cependant parvenues à se maintenir en activité durant au moins cinq ans. Ce taux de survie après cinq ans, s'il est tombé à un peu plus de 60 % pour les sociétés fondées au cœur de

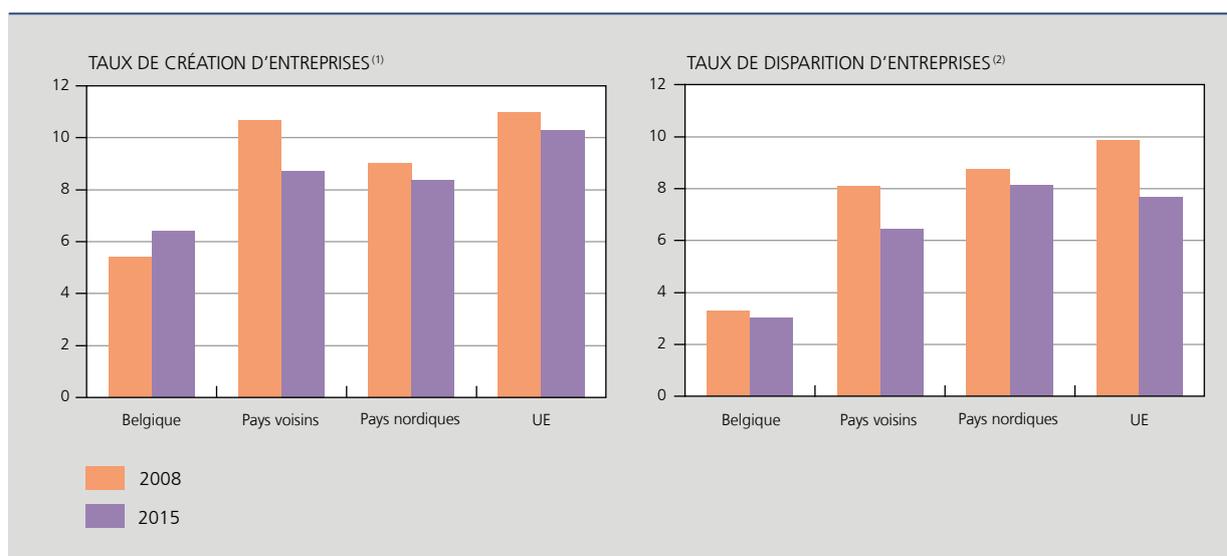
la crise financière de 2009-2010, reste particulièrement élevé comparé à ceux recensés en France, aux Pays-Bas, dans les pays nordiques (où ils sont proches de 50 %), ou encore en Allemagne (40 %).

Une telle performance peut être interprétée de manière positive. On peut par exemple la considérer comme un signe de la bonne qualité des nouvelles firmes belges. Les données du Global Entrepreneurship Monitor pour l'année 2015 indiquent en effet que les jeunes entrepreneurs y sont motivés par le désir de fonder une entreprise au potentiel de croissance important plutôt que par la volonté ou par la nécessité de créer leur propre activité à des fins de développement ou de subsistance personnels. Une interprétation moins favorable, illustrée plus loin, serait qu'un manque de lancement de projets à haut potentiel mais risqués ferait rater des opportunités, même s'il limiterait le risque d'échecs.

Parmi les nouvelles entreprises créées entre 1997 et 2009, on enregistre 3,5 % d'entreprises à forte croissance ou gazelles, et 6 % d'entreprises à croissance intermédiaire. Une jeune entreprise est considérée comme une gazelle lorsque, au cours de ses cinq premières années d'activité, elle affiche durant au moins trois années consécutives une progression annuelle moyenne de ses effectifs ou de son chiffre d'affaires d'au moins 20 % ; ce seuil est fixé à 10 % pour les jeunes entreprises à croissance intermédiaire.

GRAPHIQUE 70 BIEN QU'EN PROGRESSION, LE TAUX BRUT DE CRÉATION D'ENTREPRISES EN BELGIQUE RESTE L'UN DES PLUS FAIBLES DE L'UE

(pourcentages)



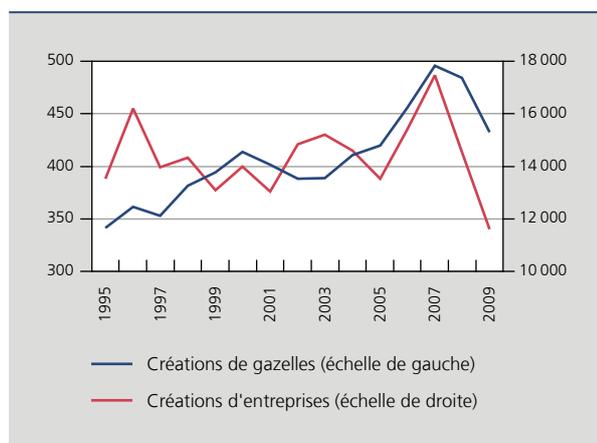
Source : Eurostat.

(1) Nombre de créations d'entreprises en t divisé par le nombre d'entreprises actives en t .

(2) Nombre de disparitions d'entreprises en t divisé par le nombre d'entreprises actives en t .

GRAPHIQUE 71 NOMBRE DE CRÉATIONS D'ENTREPRISES ET DE GAZELLES⁽¹⁾

(par année de création)



Source : BNB.

(1) Entreprises qui, au cours de leurs cinq premières années d'activité, ont affiché durant au moins trois années consécutives une croissance annuelle moyenne de leurs effectifs ou de leur chiffre d'affaires d'au moins 20 %.

Les gazelles, qui sont pourtant en général de très petites entreprises au moment de leur fondation, offrent les perspectives de création d'emplois les plus favorables à moyen terme. En effet, selon une étude récente⁽¹⁾, elles sont actives dans l'ensemble des branches de l'économie et présentent une série de caractéristiques qui les prédisposent à générer une croissance élevée, comme un fort taux d'investissements en actifs intangibles ou une main-d'œuvre relativement plus qualifiée. Ces bonnes prédispositions se matérialisent au-delà des cinq premières années d'activité : 47 % des gazelles affichaient encore une croissance annuelle moyenne de leurs effectifs ou de leur chiffre d'affaires d'au moins 10 % entre leur cinquième et leur dixième années d'activité.

Outre qu'elles croissent rapidement, les gazelles ont tendance à être surreprésentées dans la partie haute de la distribution de productivité. Ainsi, 30 % des gazelles se situent dès leur première année d'activité dans le dernier quartile de la distribution de productivité. Leur entrée sur le marché a donc un effet globalement positif sur la productivité agrégée. De plus, la progression de la productivité de ces entreprises a tendance à être plus soutenue durant leurs cinq premières années d'existence. Au cours de la période allant de 1998 à 2014, l'augmentation de la productivité des gazelles a été supérieure de 7,7 points de pourcentage à celle des jeunes entreprises à croissance faible ou négative.

(1) Cf. De Mulder J., H. Godefroid et C. Swartenbroeckx (2017), « Grandir pour survivre ? Portrait des jeunes entreprises à forte croissance en Belgique », BNB, *Revue économique*, décembre, 97-118.

TABLEAU 17 PERFORMANCES DES JEUNES ENTREPRISES CINQ ANS APRÈS LEUR CRÉATION

(entreprises autonomes créées entre 1995 et 2009 ; pourcentages, sauf mention contraire)

	Gazelles ⁽¹⁾	Jeunes entreprises à croissance faible ou négative ⁽²⁾
Part des capitaux propres dans le bilan	14,2	24,0
Rentabilité nette des capitaux propres après impôts	20,9	13,1
Part d'entreprises exportatrices	25,0	2,7
Part d'entreprises importatrices	31,2	4,8
Entreprises employant du personnel hautement qualifié	36,8	4,8
Entreprises investissant dans des actifs intangibles . .	40,1	27,6
Investissements médians en actifs intangibles (euros) . .	27 000	14 000
Entreprises investissant dans des actifs tangibles	97,0	93,7
Investissements médians en actifs tangibles (euros) . . .	285 000	72 000

Source : BNB.

(1) Entreprises qui, au cours de leurs cinq premières années d'activité, ont affiché durant au moins trois années consécutives une croissance annuelle moyenne de leurs effectifs ou de leur chiffre d'affaires d'au moins 20 %.
 (2) Entreprises dont la croissance annuelle du chiffre d'affaires ou des effectifs a été inférieure à 10 % au cours de leurs cinq premières années d'activité.

... et peu de fermetures d'entreprises...

Un deuxième indicateur d'une réallocation sous-optimale des ressources est le taux de disparition d'entreprises. Celui-ci est également structurellement très faible en Belgique comparativement aux autres pays européens : en 2015, ce taux y était de 3 %, contre 11 % au Royaume-Uni.

Si le fait d'enregistrer relativement plus de créations que de fermetures d'entreprises est positif, un taux de fermeture aussi bas ne doit pas nécessairement être considéré comme un indicateur du fonctionnement optimal de l'économie. En effet, dans une économie fonctionnant de manière efficiente, il est normal d'observer un nombre important d'entrées et de sorties des marchés. Ce faible taux de fermeture d'entreprises vient également relativiser quelque peu l'interprétation du taux de survie élevé des nouvelles entreprises : compte tenu des difficultés et des coûts qu'entraîne la fermeture d'une société, le fort taux de survie des nouvelles entreprises peut traduire le fait qu'un certain nombre de projets à l'issue incertaine – pouvant aboutir soit à une croissance très soutenue, soit à une

sortie rapide du marché – ne seraient tout simplement pas initiés en Belgique, ce qui limite les possibilités de naissance d’entreprises prometteuses. Réduire les coûts liés à la sortie des entreprises pourrait dès lors avoir un effet positif sur le nombre de gazelles.

... combinées à la survie d’entreprises inefficaces sont le signe d’un problème de réallocation des ressources

Un dernier indicateur vient renforcer ce constat : l’importance prise dans l’économie belge par les firmes dites zombies, c’est-à-dire des entreprises établies depuis au moins dix ans et dont les bénéfices d’exploitation sont inférieurs à leurs charges financières au moins trois années de suite. Ces entreprises, présentes dans l’ensemble des branches, parviennent malgré tout à se maintenir en activité grâce à différents facteurs, comme la faible pression concurrentielle exercée par les nouveaux entrants, une régulation trop favorable aux sociétés déjà actives, des procédures de mises en liquidation trop contraignantes ou des dysfonctionnements sur les marchés financiers. Ces firmes zombies, qui tendent à être plus grandes que l’entreprise médiane, sont relativement inefficaces puisque la productivité de près de 65 % d’entre elles est en deçà de la médiane. Selon les données de la Centrale des bilans, elles représentaient en 2014 quelque 10 % des entreprises belges, 12 % de l’emploi et 16 % du stock de capital. Sur la base de ses propres calculs, l’OCDE a dégagé en 2013 des résultats similaires pour la Belgique (9 % des entreprises, 14 % de l’emploi et 14 % du capital); ceux-ci sont cependant largement supérieurs à ceux observés pour la France (2 % des entreprises, 5 % de l’emploi et 6 % du capital) ou pour les pays nordiques (3 % des entreprises, 6 % de l’emploi et 9 % du capital).

TABEAU 18 UNE FRACTION NON NÉGLIGEABLE DES RESSOURCES DISPONIBLES SONT ACCAPARÉES PAR DES FIRMES ZOMBIES⁽¹⁾
(pourcentages du total, par catégorie)

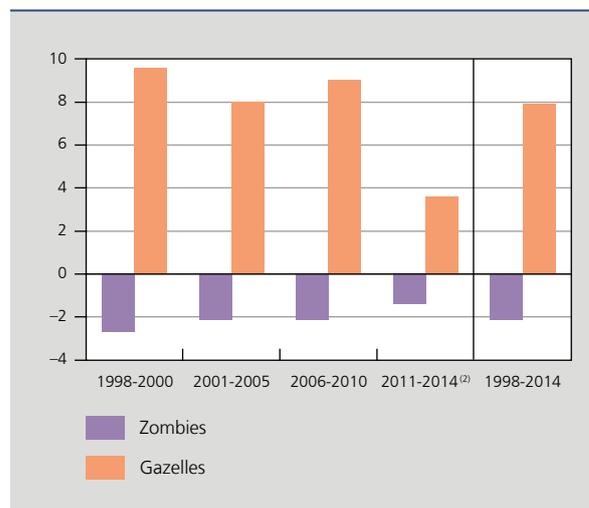
	Nombre d’entreprises	Part dans l’emploi	Part dans le capital
2000	8,3	11,5	17,4
2005	9,6	11,4	14,7
2010	10,7	12,2	16,2
2014	10,0	11,9	15,8

Source: BNB.

(1) Pour une année donnée, une entreprise privée est considérée comme zombie si elle existe depuis au moins dix ans et affiche un rapport du bénéfice d’exploitation aux charges financières inférieur à l’unité durant les trois dernières années.

GRAPHIQUE 72 LES GAZELLES CONTRIBUENT POSITIVEMENT À LA CROISSANCE AGRÉGÉE DE LA PRODUCTIVITÉ, ALORS QUE LES FIRMES ZOMBIES⁽¹⁾ PÈSENT SUR CELLE-CI

(écarts de croissance de la productivité apparente du travail par rapport aux autres entreprises, points de pourcentage)



Source: BNB.

- (1) Pour une année donnée, une entreprise privée est considérée comme zombie si elle existe depuis au moins dix ans et affiche un rapport du bénéfice d’exploitation aux charges financières inférieur à l’unité durant les trois dernières années. Une gazelle est une nouvelle entreprise qui, au cours de ses cinq premières années d’activité, a enregistré une croissance annuelle moyenne de ses effectifs ou de son chiffre d’affaires d’au moins 20 % durant au minimum trois années consécutives.
- (2) Pour la période 2011-2014, seules les gazelles créées jusqu’en 2009 sont prises en compte, les données nécessaires à l’identification de celles fondées après 2009 n’étant pas disponibles. Cela peut expliquer le moindre avantage de croissance des gazelles par rapport aux autres entreprises durant cette période.

S’il est normal pour une entreprise de traverser des épisodes transitoires de pertes d’exploitation, surtout lors d’une phase de creux conjoncturel, il est plus inquiétant de constater que ces firmes zombies peuvent rester dans cet état durant de longues périodes. En effet, 33 % des entreprises devenues zombies pour la première fois au cours de la période allant de 1998 à 2009 l’étaient encore cinq ans plus tard, sans jamais être sorties durablement de ce statut. Cela signifie que, en huit ans, 33 % des entreprises zombies réalisent un profit opérationnel insuffisant pour couvrir leurs charges financières, et ce quasiment chaque année. Leur maintien en activité peut certes être considéré comme souhaitable à court terme, mais il a de nombreuses conséquences négatives à long terme, surtout si ces firmes ne sont pas suffisamment incitées à se restructurer. En effet, lorsqu’elles survivent, elles ne semblent pas capables de combler leur retard technologique par de nouveaux investissements et enregistrent en moyenne une aggravation de leur handicap. Leur maintien en activité ou leur incapacité de se restructurer efficacement affectent l’économie dans son ensemble en freinant la croissance des entreprises plus efficaces, et donc la croissance agrégée de la productivité.

Cette situation ne va pas sans conséquences négatives sur l'employabilité des travailleurs de ces entreprises. En effet, le décrochage technologique dont souffrent les firmes zombies peut se traduire par une déqualification de leurs travailleurs, ceux-ci n'étant plus suffisamment formés ou confrontés aux nouvelles technologies. Cela réduit non seulement leurs possibilités de transition vers d'autres emplois, mais aussi leurs chances de retrouver un emploi en cas de fermeture de leur entreprise. Dans un cas extrême, qui n'est actuellement pas de mise en Belgique, la survie et l'augmentation du nombre de firmes zombies pourraient avoir des répercussions sur la stabilité du système financier si certaines institutions financières se retrouvaient surexposées à ce type d'entreprises.

Stimuler la création d'entreprises passe aussi par la suppression des barrières à la sortie

L'arrivée continue de nouveaux entrants combinée à la sortie des entreprises les moins productives sont deux éléments essentiels à un accroissement de la productivité par une meilleure allocation des ressources disponibles dans l'économie.

Si, pour la plupart des déterminants classiques de l'entrepreneuriat (barrières administratives, accès au financement, barrières à l'entrée, etc.), les performances de la Belgique sont généralement supérieures à la moyenne de

l'UE15, on y observe un important déficit de culture entrepreneuriale. La peur de l'échec, l'aversion pour le risque et la valorisation insuffisante du statut de l'entrepreneur dans la société sont autant de facteurs qui semblent limiter la création d'entreprises en Belgique⁽¹⁾. Il s'avère dès lors crucial de promouvoir l'entrepreneuriat comme un choix de carrière intéressant sur les plans tant individuel que collectif.

La plus forte stigmatisation de l'échec en Belgique est à mettre en relation avec le fait que les coûts pour l'entrepreneur défaillant y sont parmi les plus élevés de l'UE15. Bien que la réglementation en matière de liquidation d'entreprises poursuive d'autres objectifs légitimes, comme la lutte contre certains comportements frauduleux, des procédures de liquidation trop contraignantes peuvent en effet décourager le développement de nouveaux projets, a fortiori s'il s'agit de projets très innovants à l'issue incertaine. La diminution des coûts liés à un éventuel échec contribuerait dès lors à stimuler la création d'entreprises dans notre pays. De plus, ce surcroît de concurrence envers les entreprises établies n'entraînerait pas nécessairement plus de sorties de leur part, mais il pourrait par contre les inciter à innover davantage et à réduire leur éventuel handicap technologique, améliorant d'autant plus la productivité agrégée.

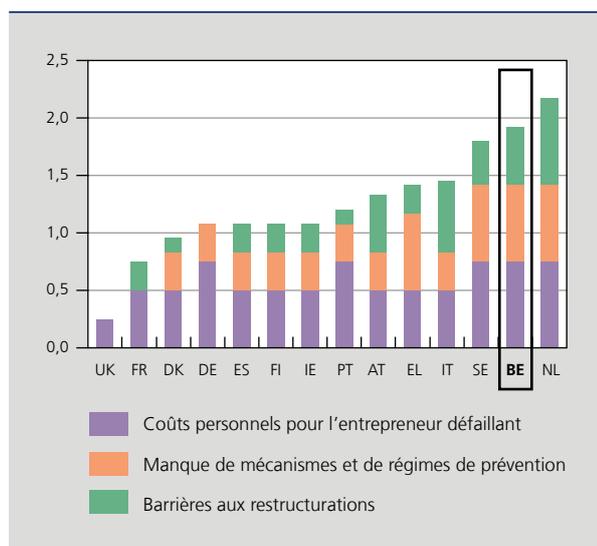
Des mesures ont été prises afin de stimuler la culture entrepreneuriale, notamment en matière d'éducation. Les effets favorables de ces dernières ne pourront cependant s'observer qu'à plus long terme. Au niveau fédéral, un cadre juridique définissant le statut d'étudiant-entrepreneur existe depuis le 1^{er} janvier 2017. En Wallonie, l'entrepreneuriat est l'un des quatre axes du « Plan PME ». Le programme « Générations entrepreneurs 2015-2020 » a été adopté dans ce cadre; il prévoit une série d'actions destinées à promouvoir l'entrepreneuriat des jeunes. Ce genre d'initiatives existe également en Flandre. En effet, dans la continuité d'actions antérieures, la Région flamande a lancé un plan d'éducation sur la période 2015-2019 dont l'objectif est d'encourager l'entrepreneuriat et l'esprit d'entreprise et d'ainsi activer le potentiel entrepreneurial parmi les étudiants et les demandeurs d'emploi.

Adapter le cadre réglementaire pour faciliter le développement des projets à haut potentiel de croissance et la diffusion des nouvelles idées

Outre une éventuelle réforme de la législation relative aux liquidations d'entreprises, d'autres réformes du cadre

GRAPHIQUE 73 UNE RÉGLEMENTATION DES MISES EN LIQUIDATION PARMIS LES PLUS SÉVÈRES DE L'UE15 EN 2016

(indice synthétique de réglementation; une valeur plus élevée indique une réglementation plus stricte)

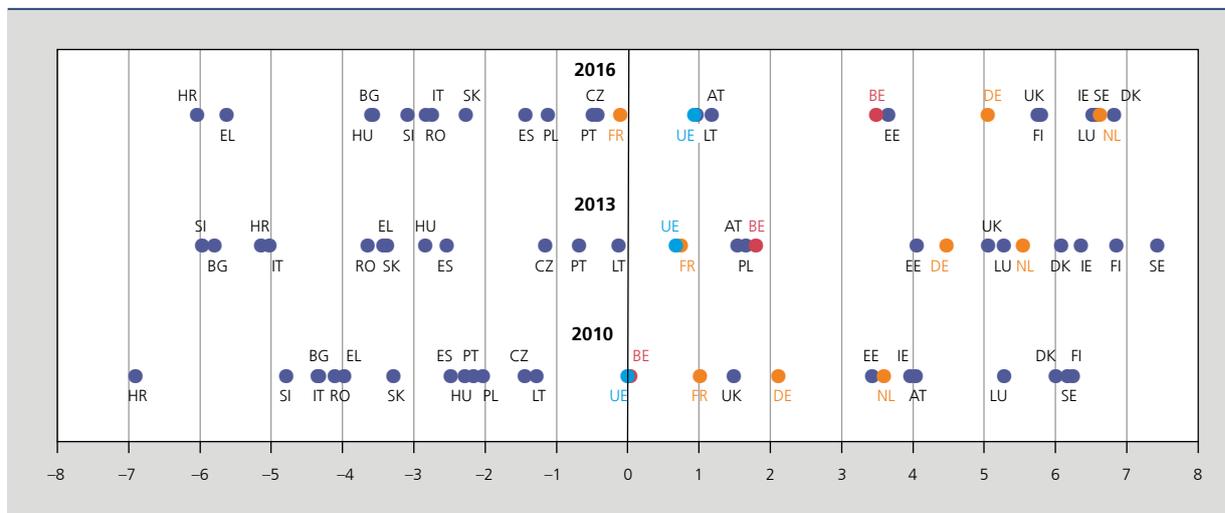


Source : OCDE.

(1) Cf. De Mulder J. et H. Godefroid (2016), « Comment stimuler l'entrepreneuriat en Belgique? », BNB, *Revue économique*, septembre, 69-87.

GRAPHIQUE 74 LE CADRE RÉGLEMENTAIRE ÉVOLUE FAVORABLEMENT DEPUIS 2010

(indice synthétique de réglementation; une valeur plus élevée indique une situation plus propice au développement de l'activité économique)



Sources: IMD, WEF, BNB.

réglementaire peuvent contribuer, par un meilleur fonctionnement des marchés de produits, à une meilleure allocation des ressources en faveur des entreprises les plus efficaces. Un cadre réglementaire inutilement contraignant, au-delà des objectifs qu'il vise, constitue un frein à l'allocation optimale des ressources car il offre aux firmes établies inefficaces une trop grande protection contre la concurrence d'entrants potentiels.

On peut observer depuis 2010 la mise en place en Belgique d'une série de réformes visant à améliorer le fonctionnement de ces marchés. Ces dernières années, le cadre réglementaire belge est devenu moins strict qu'en moyenne en Europe. En particulier, les indicateurs mesurant les niveaux de la bureaucratie, des contraintes administratives et de la flexibilité de la réglementation, qui étaient à des niveaux très bas par rapport aux autres pays

européens, sont en nette hausse. Cependant, des progrès sont encore possibles dans ces dimensions par rapport aux pays affichant les meilleures performances de l'UE.

Ainsi, les faibles gains de productivité engrangés dans la branche de services peuvent en partie être imputés à des problèmes de fonctionnement du marché liés à une réglementation encore inadéquate. Par rapport à nos pays voisins et à la moyenne de l'UE, les indicateurs de fonctionnement des marchés publiés par l'OCDE révèlent que la réglementation dans les services juridiques et comptables ainsi que dans les télécoms est relativement plus stricte en Belgique. Si certaines mesures prises en 2017, comme l'introduction de la procédure « Easy switch », qui permet au consommateur de changer facilement d'opérateur de télécom, devraient améliorer le fonctionnement de ce marché, d'autres secteurs de services pourraient bénéficier de réformes structurelles.

TABEAU 19 UNE RÉGLEMENTATION DE CERTAINES BRANCHES DE SERVICES PLUS STRICTE EN BELGIQUE

(échelle de 0 à 6, du moins au plus restrictif, 2013)

	BE	FR	NL	DE	UE
Services comptables	3,2	2,9	2,1	2,6	2,3
Services juridiques	4,3	3,2	2,8	3,6	3,4
Télécommunications	1,6	1,0	0,5	1,1	0,9

Source: OCDE.

Plus généralement, la réglementation belge est telle que l'économie est extrêmement ouverte aux échanges internationaux. De plus, il appert qu'elle offre un cadre globalement favorable aux investissements et à l'implantation d'entreprises multinationales, vecteurs essentiels de la diffusion d'innovations technologiques. À l'opposé, certains aspects de la réglementation peuvent encore être améliorés afin de tirer profit des mutations de l'économie, et notamment de la révolution numérique. Par exemple, l'adaptation tardive du cadre légal régissant le travail de nuit a largement freiné le développement de l'e-commerce en Belgique par rapport aux pays voisins.

Faciliter l'accès au capital à risque pour les (jeunes) entreprises à forte croissance

Outre des entraves culturelles ou réglementaires, des problèmes d'accès au financement pourraient également être de nature à limiter la création d'entreprises ou à restreindre leur croissance au cours de leurs premières années d'activité. D'un point de vue macroéconomique, il est important que les firmes au plus haut potentiel de croissance puissent trouver facilement les sources de financement nécessaires à leur création et à leur développement. Or, au niveau de la structure de financement des jeunes entreprises à forte croissance, on constate que la part des capitaux propres dans le total du passif de leur bilan est relativement réduite et qu'elles auraient davantage recours à l'endettement à court terme pour financer leur développement.

Si on ne peut en conclure que la base de financement des gazelles est plus fragile, force est de constater que les jeunes entreprises à forte croissance semblent éprouver des difficultés à attirer du capital à risque. Or, leur profil de risque est par nature plus marqué que celui des autres jeunes entreprises. De plus, elles ont tendance à investir davantage en actifs intangibles moins facilement collatéralisables. Ces caractéristiques constituent un frein au financement par emprunt bancaire, qui, du reste, est aussi une solution moins appropriée que celui par venture capital. L'élargissement récent du tax shelter fédéral aux PME en croissance et le cadre fiscal favorable au crowdfunding sont des signaux positifs adressés aux entreprises innovantes et à fort potentiel de croissance. En améliorant leur accès au marché des capitaux, ces

outils devraient permettre de mieux mettre le mode de financement des jeunes entreprises innovantes en adéquation avec leur profil de risque.

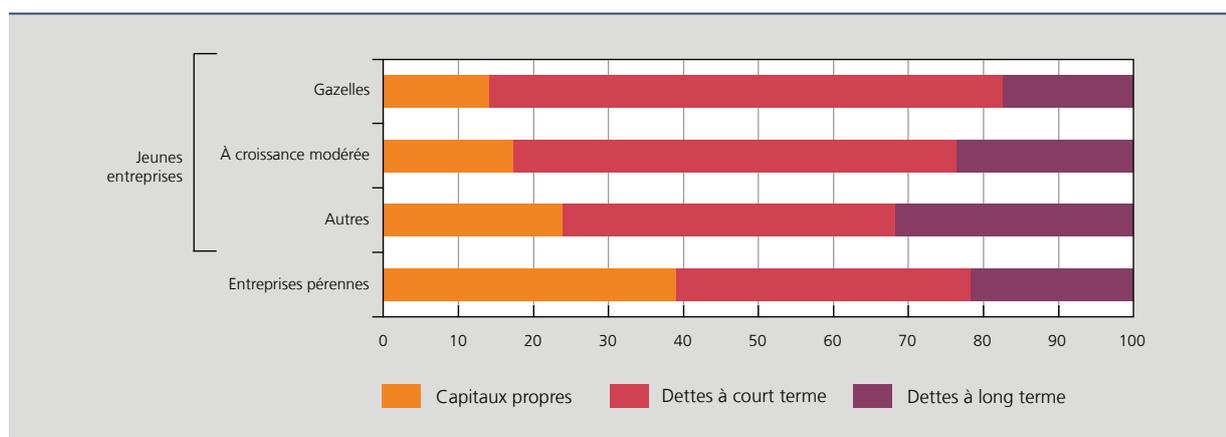
Stimuler l'innovation et la diffusion technologique pour réduire l'écart technologique avec la frontière d'efficience

Complémentaire à la dynamique de créations d'entreprises, l'innovation permet aux nouvelles firmes et à celles déjà présentes sur le marché de se différencier de leurs concurrents et de se rapprocher de la frontière technologique, voire de la repousser, en augmentant l'efficacité du processus de production. Le développement de nouveaux produits procure également un avantage comparatif aux firmes innovantes, qui peuvent dès lors plus aisément se tourner vers de nouveaux marchés. Ces différents canaux contribuent aussi à l'accroissement de la productivité.

Terreau nécessaire à l'innovation, les dépenses de R&D sont en constante progression depuis plusieurs années en Belgique, où elles représentaient 2,5 % du PIB en 2016. C'est un pourcentage plus élevé qu'en moyenne dans l'UE15 (2 %), mais encore en deçà de l'objectif de 3 % du PIB fixé dans le cadre de la stratégie Europe 2020. Il s'avère cependant qu'en Belgique, la majorité de ces dépenses sont le fait du secteur privé, et plus particulièrement de grandes entreprises, souvent filiales de multinationales, et qu'elles se concentrent dans un nombre limité de branches d'activité, à savoir principalement la chimie et la pharmacie.

GRAPHIQUE 75 STRUCTURE DE FINANCEMENT DES JEUNES ENTREPRISES⁽¹⁾

(pourcentages du total du passif, entreprises autonomes créées entre 1995 et 2009, situation après cinq années d'exploitation)

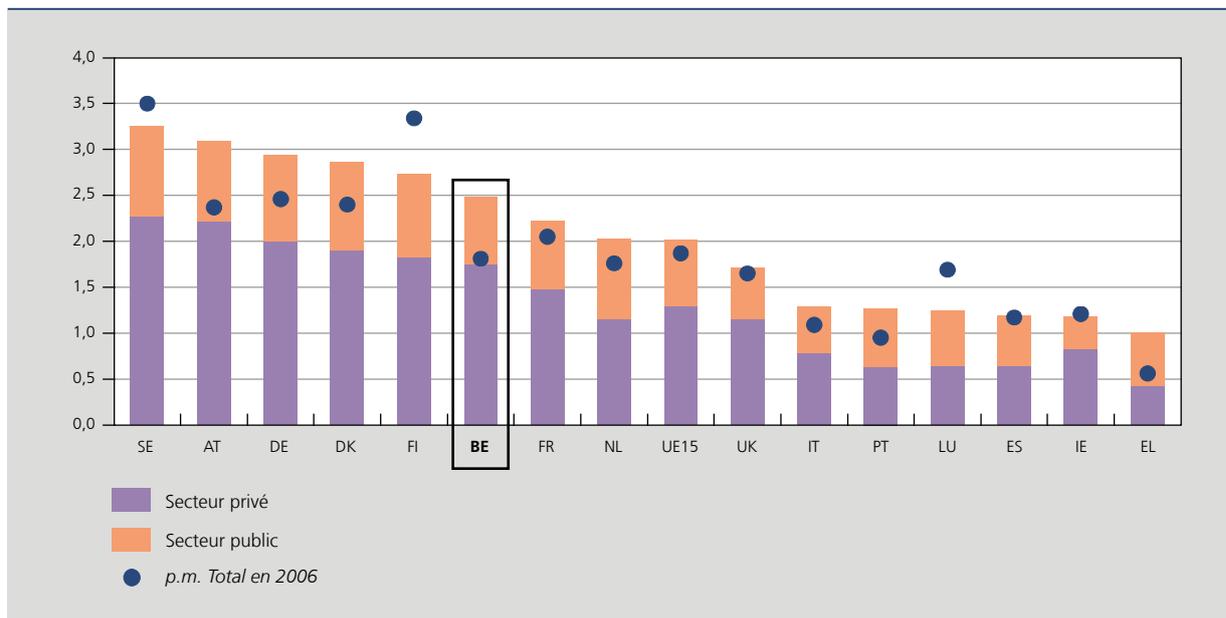


Source : BNB.

(1) Une jeune entreprise est considérée comme une gazelle si elle est âgée de cinq ans et affiche un taux de croissance annuel moyen de son chiffre d'affaires ou de ses effectifs supérieur à 20 % pendant au moins trois ans. Si cette croissance se situe entre 10 et 20 %, la jeune entreprise sera alors considérée comme à croissance modérée. Les entreprises pérennes regroupent l'ensemble des entreprises âgées d'au moins dix ans.

GRAPHIQUE 76 LES DÉPENSES DE R&D SONT SUPÉRIEURES À LA MOYENNE DE L'UE15

(pourcentages du PIB, 2016)



Source : Eurostat

Afin de stimuler encore les efforts d'innovation dans l'ensemble de l'économie, une réforme du système de déductibilité portant sur les revenus générés par l'innovation a été adoptée en 2017, avec pour objectif d'élargir la déductibilité aux dépenses en logiciels informatiques protégés par le droit d'auteur. Liée à la conduite effective de ces activités sur le territoire national, cette mesure devrait contribuer à encourager les entreprises étrangères implantées en Belgique à y poursuivre leurs efforts d'innovation, mais elle pourrait également inciter des entreprises domestiques, en particulier des PME ou des entreprises souffrant d'un handicap technologique, à effectuer ce type d'investissements.

Ce cadre fiscal favorable à l'innovation, combiné à d'autres atouts de l'économie belge en matière d'innovation – systèmes de recherche attractifs, investissements élevés des entreprises et collaboration accrue des entreprises entre elles et avec les pouvoirs publics –, fait que la Belgique se classe parmi le groupe des pays de l'UE qualifiés de « strong innovators » par la CE depuis 2010, derrière les pays nordiques, l'Allemagne, les Pays-Bas et le Royaume-Uni.

Investir dans des infrastructures de transport et de communication...

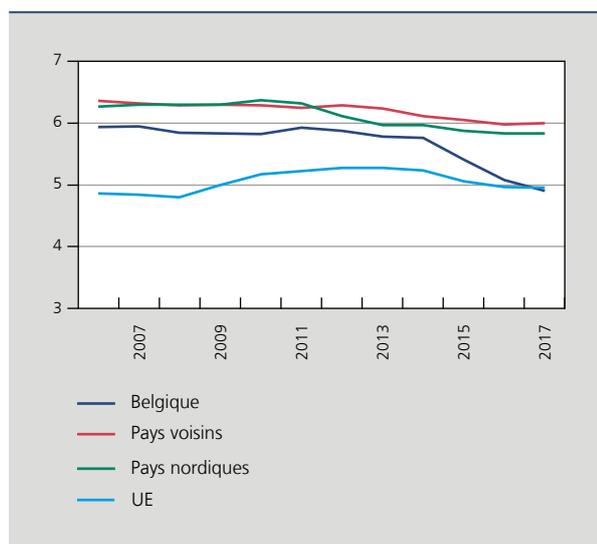
L'organisation du réseau de production domestique n'est pas non plus immunisée contre les effets de la faible réallocation des ressources entre les entreprises observée

ces dernières années. On constate en effet un relatif cloisonnement des échanges entre les entreprises à un niveau local, ce qui accentue leur dépendance, surtout celle des PME, vis-à-vis de quelques grands acteurs locaux. Cette fragmentation de l'économie belge entraîne une polarisation accrue entre les zones en expansion, caractérisées par un tissu économique dense et propice à la création d'entreprises, et les zones en déclin, dans lesquelles les nouvelles entreprises croissent difficilement en raison d'un tissu économique plus clairsemé.

Afin de réduire cette fragmentation, il convient de mener des politiques facilitant les flux internes de biens, de services et de personnes. Cela passe naturellement par des investissements en infrastructures de transport s'inscrivant dans la nécessaire transition vers une économie moins carbonée car, ces dernières années, certains maillons des réseaux de transport se sont détériorés. Selon les données d'enquêtes du Forum économique mondial, la qualité générale de nos infrastructures, évaluée sur une échelle de 0 à 7, est retombée de 5,8 en 2014 à 4,9 en 2017. Ces valeurs sont en ligne avec la moyenne de l'UE, mais nettement en deçà de celles affichées par nos pays voisins. Cette dégradation, qui n'est pas sans effet sur l'attractivité de la Belgique en matière d'investissements directs étrangers, pourrait à terme avoir des conséquences négatives sur la diffusion des innovations technologiques dans notre pays.

GRAPHIQUE 77 LA QUALITÉ DES INFRASTRUCTURES S'EST DÉGRADÉE CES DERNIÈRES ANNÉES

(indicateur de qualité des infrastructures, échelle de 0 à 7)



Source : WEF.

D'autres freins à la mobilité et aux échanges intérieurs doivent également être limités. Ainsi par exemple, des politiques visant à accroître la connaissance de la deuxième langue nationale permettent aux entreprises et aux travailleurs de participer activement aux marchés du travail ou des biens et des services dans les différentes communautés et régions du pays.

La révolution numérique permet également aux entreprises et aux travailleurs de s'affranchir plus aisément des barrières de distance grâce à un accès dématérialisé du consommateur ou du client professionnel aux produits et aux services proposés par les entreprises. En Belgique en 2016, 24 % des entreprises ont réalisé au moins 1 % de leur chiffre d'affaires en ligne. Bien que ce pourcentage soit plus élevé qu'en moyenne dans l'UE (18 %), il reste important d'inciter les PME à s'engager plus massivement dans ce processus en garantissant un accès facile à des infrastructures numériques de qualité. Par ailleurs, la digitalisation de l'économie et les nouvelles formes de travail à distance qu'elle permet pourraient également résoudre partiellement certains problèmes de mobilité.

... et dans la transition énergétique et environnementale

Outre la qualité des infrastructures de transport, l'accès à l'énergie à des conditions de prix concurrentielles et sans risque de rupture d'approvisionnement constitue

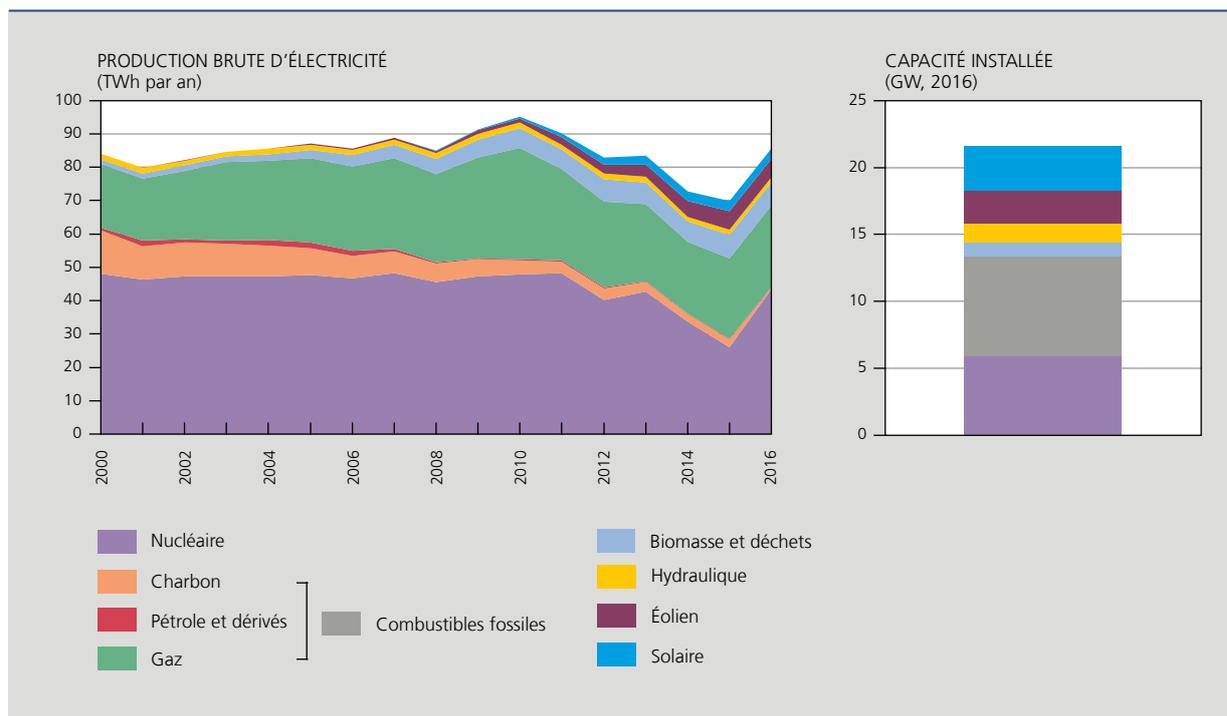
un impératif supplémentaire au bon fonctionnement de l'économie. Il pèse également lourdement dans la décision d'un investisseur, qu'il soit national ou étranger, de localiser son activité en Belgique, de même que, plus généralement, il représente un élément important du processus d'allocation des ressources. Il convient donc d'éviter que les investisseurs ne commencent à croire que la continuité de l'approvisionnement énergétique, et en particulier électrique, ne serait pas suffisamment garantie en Belgique. Or, selon le Forum économique mondial, même si le système électrique belge est perçu comme très fiable en termes de coupures de courant et de stabilité de la tension, avec un score de 6,2 sur 7 en 2016, ce qui le plaçait en 23^e position sur 138 pays, cette perception s'est régulièrement détériorée ces dernières années (la Belgique se classait 13^e en 2009-2010, avec un score de 6,7).

Le système belge de production d'électricité repose largement sur des unités au gaz et nucléaires, même si la contribution des productions solaire et éolienne va croissant. Quelle que soit l'orientation retenue par les autorités pour le futur mix de production actuellement en discussion, une adaptation et une modernisation du parc s'imposent à un horizon de moins de dix ans, de manière à limiter les conséquences en termes d'émissions de CO₂ et de coûts, tout en disposant d'une capacité de production domestique suffisante.

Si la capacité de production domestique est insuffisante pour satisfaire la demande d'électricité future, les importations d'électricité devront inévitablement augmenter. Depuis 2000, les importations nettes représentent en moyenne environ 9 % de la consommation. Cela nécessite bien entendu des capacités d'interconnexion suffisantes avec les pays voisins. Cependant, une dépendance structurelle trop marquée vis-à-vis des importations comporte également son lot de risques. Si l'offre totale venait ponctuellement à être trop faible pour satisfaire la demande, par exemple en cas de perturbation imprévue de la production ou à des moments de pic de consommation, le prix d'achat pourrait sensiblement grimper en cas de pénurie sur le marché européen de l'électricité. Une trop forte dépendance vis-à-vis des fournitures extérieures pourrait également fragiliser la sécurité d'approvisionnement de la Belgique, celle-ci étant de facto tributaire des programmes de fermeture d'unités de production prévus dans les pays voisins et de la disponibilité des réseaux à l'étranger.

Indépendamment des interconnexions avec les pays voisins, le réseau domestique doit également être adapté, le renforcement de la production d'électricité

GRAPHIQUE 78 LE PARC DE PRODUCTION ÉLECTRIQUE BELGE DOIT ÊTRE ADAPTÉ



Sources : Eurostat, SPF Économie.

à partir d'énergies renouvelables et la recherche d'une plus grande efficacité du côté de la demande nécessitant un système plus décentralisé que ne le sont les réseaux de distribution actuels, de manière à permettre une gestion intelligente de l'offre et de la demande d'électricité.

La garantie de la sécurité d'approvisionnement énergétique impliquera donc d'importants investissements au cours des prochaines années, aux niveaux tant des capacités de production que des réseaux. Compte tenu du délai requis entre la décision d'investir dans le secteur énergétique et l'injection du premier kWh sur le réseau, il convient de prendre les mesures nécessaires à la mise en place des conditions de marché et réglementaires assurant une phase de transition non disruptive. Les pouvoirs publics doivent donc à la fois développer une vision cohérente à long terme, en définissant rapidement le futur mix de production, et établir un cadre réglementaire stable et crédible, sur la base duquel les investisseurs pourront rapidement opérer les choix qui s'imposent.

Parallèlement à l'adaptation du secteur énergétique, les entreprises dans leur ensemble doivent, au même titre que les particuliers, être incitées à réduire leur

consommation d'énergie, au travers de signaux de prix de l'énergie corrects intégrant (en partie) les externalités environnementales qui y sont associées, tout en permettant aux entreprises belges de rester compétitives vis-à-vis de leurs principaux concurrents. Or, compétitivité et contraintes environnementales étant souvent perçues comme contradictoires à court terme, la transition écologique peut s'avérer coûteuse pour les entreprises. Cependant, celle-ci constitue également une opportunité de développement économique; les entreprises doivent s'adapter aux nouvelles contraintes environnementales en procédant à des investissements précoces dans la conception ou l'adoption de technologies innovantes.

Afin de faciliter le financement de cette transition énergétique et, plus largement, écologique de notre économie, la mise en place de produits financiers verts pourra s'avérer un atout en permettant de mobiliser l'épargne des ménages et des investisseurs à des fins de développement économique durable.

Encadré 8 – Le financement par obligations vertes : un marché en plein essor

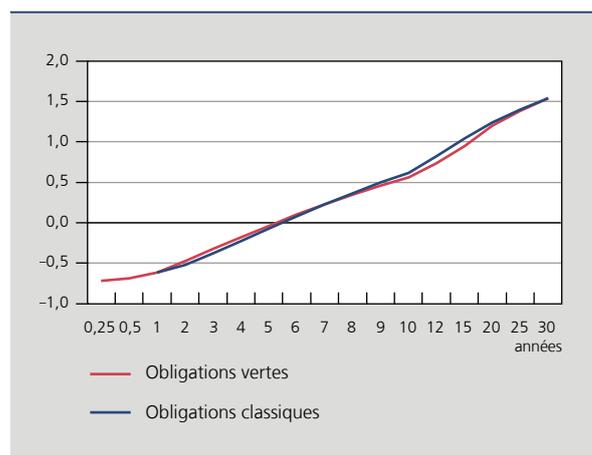
Les investissements conséquents qu'exige la mise en œuvre de la transition énergétique créent une demande de financement adapté, qui soit lui aussi « vert »⁽¹⁾. Le marché des produits financiers de ce type connaît dès lors un essor rapide, en particulier celui des obligations vertes, qui rencontre le besoin de financement des entreprises et des pouvoirs publics, ainsi que la demande des investisseurs pour des produits de placement à caractère durable.

Ce marché est apparu en 2007-2008, lorsque des banques multilatérales de développement, telles que la Banque européenne d'investissement ou la Banque mondiale, ont lancé leurs premières émissions, répondant ainsi à la demande de quelques investisseurs institutionnels intéressés par les questions environnementales. Les émetteurs du secteur privé, principalement les sociétés non financières et les banques commerciales, l'ont rejoint en 2013-2014, en s'appuyant sur le lancement des principes pour les obligations vertes (Green Bond Principles). Ceux-ci définissent un cadre de référence pour ce type d'instruments, qui, bien qu'il soit non contraignant, est reconnu par les acteurs du secteur. Depuis 2013, les émissions d'obligations vertes labellisées ont fortement progressé, soutenues par la demande pour ce produit financier, qui a explosé à la suite de la diversification des portefeuilles des fonds de pension et des compagnies d'assurances. Récemment, certains émetteurs souverains de la zone euro se sont également tournés vers les obligations vertes. Après la France, au début de 2017, la Belgique devrait être le deuxième pays à émettre des « green OLO », soit des obligations linéaires vertes à long terme, au début de 2018.

En 2017, des obligations vertes ont été émises au niveau mondial pour plus de 150 milliards de dollars (soit près de quinze fois le niveau de 2013). Les plus gros émetteurs étaient des sociétés non financières, des banques commerciales et des banques de développement. Les émissions des collectivités locales et des municipalités en ont également représenté une part significative et croissante. Ces obligations ont essentiellement financé des projets dans les secteurs des énergies renouvelables, de la construction (projets immobiliers bas carbone), de la gestion durable des ressources en eau et des transports à faibles émissions de carbone.

COURBE DE RENDEMENT D'OBLIGATIONS CLASSIQUES ET VERTES ÉMISES PAR LA BANQUE EUROPÉENNE D'INVESTISSEMENT ET PAR LA BANQUE NORDIQUE D'INVESTISSEMENT

(pourcentages, janvier 2018)



Source : Thomson Reuters.

(1) Pour plus de détails, cf. Ben Hadj S., J. De Mulder et M.-D. Zachary (2017), « Financements durables et verts : exploration de nouveaux marchés », BNB, *Revue économique*, septembre, 7-26.

S'agissant de leurs caractéristiques financières, les conditions des obligations vertes semblent identiques à celles des obligations classiques en termes de qualité du crédit, de rendement et de prix d'émission. Les données disponibles indiquent que, pour un même émetteur, le profil de crédit d'une obligation verte est similaire à celui d'une obligation classique, à savoir une obligation remboursée in fine au pair et assortie d'un taux fixe payé via un coupon annuel.

Par rapport à des titres classiques, les obligations vertes offrent certains avantages. Étant souvent associées à un reporting rigoureux, elles garantissent un lien direct avec des projets identifiables, sans abandon de rendement ou de liquidité. En raison de l'impératif de transparence associé aux instruments de financement labellisés «verts», elles procurent un élargissement de l'information disponible sur l'actif sous-jacent ainsi que sur la stratégie de l'entreprise émettrice. Les investisseurs peuvent dès lors diversifier leurs portefeuilles en acquérant des actifs qui ne menacent pas de se muer en actifs ensablés (c'est-à-dire en actifs dévalués à la suite de changements substantiels et brutaux de la législation, de contraintes environnementales ou de ruptures technologiques). Pour leur part, les émetteurs peuvent choisir de privilégier ces instruments de financement afin de diversifier leur base d'investisseurs, et en particulier d'attirer ceux qui sont attachés à des placements durables et à long terme. Par ailleurs, l'émission d'obligations vertes permet à l'entreprise de valoriser sa stratégie de développement durable et d'asseoir sa réputation dans ce domaine.

Les obligations vertes génèrent toutefois également des coûts supplémentaires comparativement aux émissions obligataires classiques. Pour l'émetteur, ces coûts sont liés à la nécessité de labelliser les titres, ainsi qu'à l'exigence de reporting; pour l'investisseur, ils incluent entre autres le temps consacré à l'analyse de ce type d'obligations. En outre, le marché est aussi entaché de risques de crédit spécifiques⁽¹⁾, notamment au vu du caractère novateur des activités visées et du caractère de long terme des investissements financés, et de risques de réputation. En effet, l'absence d'une norme juridique internationale définissant ce qui est considéré comme éligible ou non à des financements labellisés «obligations vertes» pose la question de la confiance à accorder aux informations transmises quant au suivi et à l'évaluation de ces instruments financiers.

(1) Cf. également la section B.8. de la partie «Réglementation et contrôle prudentiels» du présent Rapport.

5.3 Un marché du travail en mutation

Les mutations du marché du travail se marquent dans le profil des nouveaux engagés

Les tendances structurelles qui déterminent de plus en plus le fonctionnement de l'économie, telles les mutations technologiques ou l'internationalisation des chaînes de production, affectent également le marché du travail. Le besoin continu de régénération du tissu des entreprises et d'adaptation aux conditions conjoncturelles conduit en effet à des changements dans les conditions d'emploi, tant sur le plan des qualifications requises que, potentiellement, sur celui des formes de travail. À ces développements s'ajoutent des modifications dans les aspirations des individus quant à la place qu'occupe l'emploi dans leur vie personnelle. Par ailleurs, la participation au marché du travail et l'exercice d'une activité professionnelle constituent des facteurs cruciaux à la fois pour soutenir le

potentiel de croissance de l'économie, en particulier dans le contexte du vieillissement démographique, et pour promouvoir l'inclusion des personnes dans la société.

Ces évolutions ne se reflètent que graduellement dans les statistiques agrégées du marché du travail. Elles sont plus visibles à la marge, pour les nouveaux engagés.

En Belgique, selon les enquêtes sur les forces de travail, l'ensemble des personnes nouvellement engagées, c'est-à-dire celles qui étaient soit au chômage, soit inactives, soit occupées auprès d'un autre employeur un an auparavant, représentaient 14 % de l'emploi total en 2016. Ce pourcentage est similaire à celui observé en France (15 %), mais plus réduit qu'aux Pays-Bas (24 %) et qu'en Allemagne (29 %). À l'aune de cet indicateur, le marché du travail belge se révèle plus rigide que celui des pays voisins. Ces rigidités peuvent s'expliquer par des facteurs inhérents au fonctionnement du marché du travail,

TABLEAU 20 ANALYSE DE L'EMPLOI EN COMPARAISON INTERNATIONALE

(pourcentages du total correspondant, population âgée de 15 à 64 ans)

	Total des emplois	Nouveaux engagés ⁽¹⁾					
	BE	BE		DE	FR	NL	
	2016	2016	2011	2006	2016		
Situation l'année précédente							
Autre employeur		53	54	54			
Au chômage		17	17	17			
Aux études		18	18	18			
Autre forme d'inactivité		12	12	12			
Contrat de travail							
CDI	91	59	62	65	71	42	38
CDD	9	41	38	35	29	58	62
dont: Moins d'un mois	26	29	29	25	0	18	1
Niveau d'éducation							
Hautement éduqué	44	38	34	34	26	37	27
Moyennement éduqué	40	42	42	40	55	47	42
Faiblement éduqué	16	20	24	26	18	16	30
Âge							
15-24 ans	7	27	29	30	20	29	50
25-54 ans	79	68	68	67	68	67	46
55-64 ans	14	5	4	3	13	4	4
Total		14	14	14	29	15	24

Source : CE.

(1) Personnes en emploi au cours de l'année et qui étaient soit au chômage ou inactives un an auparavant, soit en emploi un an auparavant mais ont changé d'employeur durant l'année écoulée.

comme un haut taux de remplacement en cas de chômage, une importante protection de l'emploi, surtout en cas de licenciement collectif, l'existence d'un salaire minimum relativement élevé pour les plus faiblement qualifiés, ou encore une forte pression fiscale et parafiscale sur les salaires. Bien qu'elles aient récemment été en partie limitées par les réformes mises en place par le gouvernement, ces rigidités pourraient restreindre les possibilités d'une allocation efficace des travailleurs, et donc empêcher des gains de productivité supérieurs. Il convient donc de trouver un bon équilibre entre la protection des travailleurs et le degré de flexibilité qui sous-tend un fonctionnement fluide de l'économie.

Parmi les nouveaux engagés, plus d'un travailleur sur deux avait changé d'employeur, un sur cinq était au chômage un an auparavant, un sur cinq également venait de terminer ses études, tandis que les personnes restantes étaient inactives l'année précédente (au foyer, en incapacité de travail, en pension ou en prépension).

Dans ce groupe, on dénombre non seulement une plus grande proportion de hautement éduqués que dans les pays voisins, mais aussi, à l'exception des Pays-Bas, une plus large part de faiblement éduqués. En Belgique, les moyennement éduqués sont donc relativement moins représentés parmi les nouveaux engagés. S'agissant des hautement éduqués, ce phénomène s'est renforcé au fil du temps, puisque ceux-ci sont passés de 34 à 38 % des nouveaux engagés entre 2006 et 2016. En revanche, les faiblement éduqués sont moins nombreux dans le flux des nouveaux emplois que dans le passé. On peut par ailleurs observer que leur part au sein des nouveaux engagés reste plus élevée que dans l'emploi total, ce qui reflète une plus grande rotation au sein de ce groupe.

En termes d'âge, la Belgique compte proportionnellement moins de travailleurs âgés de plus de 55 ans dans l'emploi total. Au niveau des nouveaux engagés, par contre, le pays se situe très légèrement devant la France et les Pays-Bas, et cette participation, certes encore modérée, est en hausse.

Le marché du travail belge se caractérise également par une faible quantité de travailleurs sous contrat à durée déterminée (CDD) comparativement aux autres pays. Ce facteur contribue à la relativement moindre proportion de personnes nouvellement engagées en Belgique. Toutefois, la part des CDD dans les nouveaux engagements augmente (41 % en 2016, contre 35 % en 2006). La forme la plus fréquente est celle des contrats de très courte durée (moins d'un mois), qui constituent une spécificité de la Belgique.

Un marché du travail en voie de polarisation

Les grands bouleversements technologiques, qui stimulent la demande de travail hautement qualifié, ont progressivement contribué à la polarisation du marché du travail. La structure de l'emploi par niveau de qualification requis a ainsi fortement évolué. En Belgique, la proportion d'emplois hautement qualifiés a augmenté, tout comme celle des postes peu qualifiés, tandis que la part des emplois moyennement qualifiés s'est réduite. Comparativement à d'autres pays européens, l'ampleur de ce phénomène est encore limitée, et les postes exigeant des qualifications moyennes représentent toujours plus de 40 % de l'emploi total. Dans nombre d'autres pays de l'UE15, la part des emplois faiblement qualifiés a diminué. Leur hausse en Belgique est notamment à mettre en lien avec le succès du système des titres-services. Depuis sa mise en place en 2004, ce sont pas moins de 130 000 postes qui ont été créés sous ce dispositif.

La question de la polarisation du marché du travail s'appuie sur l'analyse de l'emploi selon le niveau de qualification requis pour une fonction donnée. L'emploi peut également être décomposé selon le niveau d'éducation des travailleurs qui occupent ces postes. Si la polarisation induit une pression plus lourde sur les postes moyennement qualifiés, c'est toutefois la proportion de personnes peu éduquées au sein de l'emploi total qui s'est réduite au cours de la décennie. Les fonctions requérant des compétences faibles ou moyennes sont de plus en plus souvent exercées par des personnes moyennement éduquées. Pour les postes hautement qualifiés, la part des personnes hautement éduquées a très nettement augmenté en dix ans, au détriment des travailleurs moyennement et, dans une moindre mesure, faiblement éduqués, qui pouvaient davantage y accéder dans le passé grâce à l'expérience qu'ils avaient acquise au cours de leur carrière.

De manière générale, les évolutions parfois divergentes entre le type de qualification requis pour exercer un emploi et celui qui correspond aux personnes influent sur les inadéquations entre l'offre et la demande de travail. Si le dynamisme des créations d'emplois en 2016 et en 2017 a tendu à renforcer les tensions sur le marché du travail, les

GRAPHIQUE 79 POLARISATION DE L'EMPLOI

(évolution de l'emploi selon le niveau de qualification requis par la profession⁽¹⁾, variation en points de pourcentage entre 2006 et 2016)



Source : Eurostat.

(1) Professions faiblement qualifiées (aides ménagères, manœuvres, etc.), moyennement qualifiées (employés de type administratif, métiers qualifiés de l'industrie, etc.) ou hautement qualifiées (directeurs, cadres, professions intellectuelles et scientifiques, etc.), sur la base de la classification internationale type des professions (CITP).

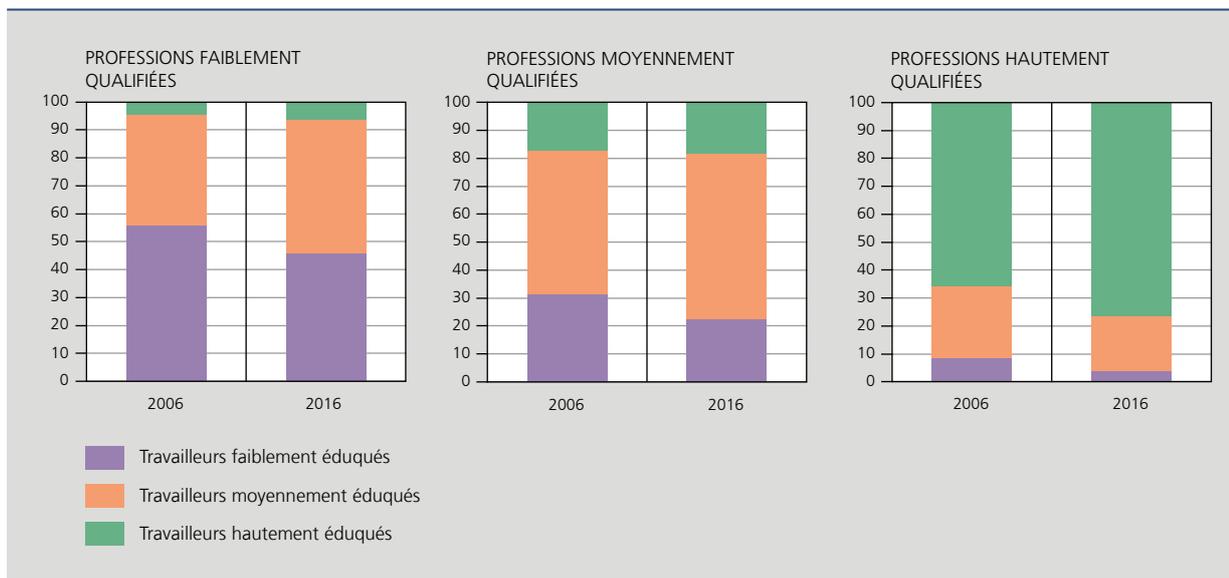
difficultés d'appariement résultent plutôt d'un problème structurel d'inadéquation entre le niveau d'éducation de la réserve de main-d'œuvre, des chômeurs notamment, et les compétences demandées par les employeurs.

En 2016, 11 % des emplois correspondaient à des fonctions peu qualifiées, tandis que la proportion des demandeurs d'emploi peu éduqués était de 36 %. À l'inverse, les postes hautement qualifiés équivalaient à 46 % de l'emploi, pour une proportion de demandeurs d'emploi diplômés de l'enseignement supérieur de 23 %. Ces écarts sont vraisemblablement aussi le reflet d'un niveau excessif d'exigences de qualification de la part des employeurs par rapport à leurs besoins réels.

Outre par l'inadéquation des compétences et, dans une certaine mesure, des exigences, les difficultés d'appariement sont alimentées par un manque de mobilité professionnelle et géographique des travailleurs. Ce dernier se reflète dans la disparité des taux de chômage entre zones géographiques voisines. Pour les travailleurs, en particulier pour les moins qualifiés, la distance entre le domicile et le lieu de travail représente un coût important; par ailleurs, la barrière linguistique semble fortement freiner les flux

GRAPHIQUE 80 LE NIVEAU D'ÉDUCATION DES TRAVAILLEURS AUGMENTE, QUEL QUE SOIT LE TYPE DE PROFESSION

(décomposition de l'emploi selon le niveau de qualification de la profession⁽¹⁾ et le niveau d'éducation des travailleurs⁽²⁾, en pourcentage du total de l'emploi par niveau de qualification de la profession occupée)



Source : Eurostat.

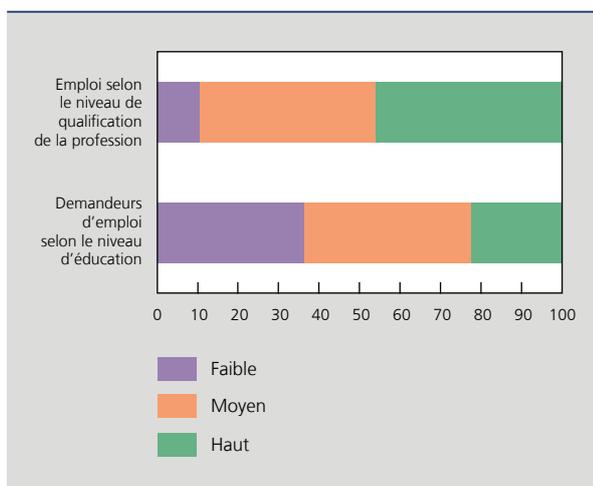
- (1) Niveau de qualification défini sur la base de la classification internationale type des professions (CITP) : les postes peu qualifiés correspondent aux professions élémentaires comme les aides ménagères, les manoeuvres, etc., les professions moyennement qualifiées aux employés de type administratif, aux métiers qualifiés de l'industrie, etc. et les professions hautement qualifiées aux directeurs, cadres, professions intellectuelles et scientifiques, etc.
- (2) Niveau d'éducation défini sur la base de la classification internationale des types d'éducation (ISCED) : peu éduqué correspond à l'enseignement secondaire inférieur au plus, moyennement éduqué au secondaire supérieur au plus et hautement éduqué aux études supérieures.

de travailleurs wallons et bruxellois vers la Flandre. De plus, comme on a pu le voir sur la base des nouveaux engagements, la mobilité professionnelle, soit le passage

du chômage ou de l'inactivité à l'emploi ou d'un emploi à un autre, est moins développée que dans les pays voisins.

GRAPHIQUE 81 DIFFICULTÉS D'APPARIEMENT ENTRE L'OFFRE ET LA DEMANDE DE TRAVAIL

(en pourcentage de la population concernée âgée de 15 à 64 ans, 2016)



Source : Eurostat.

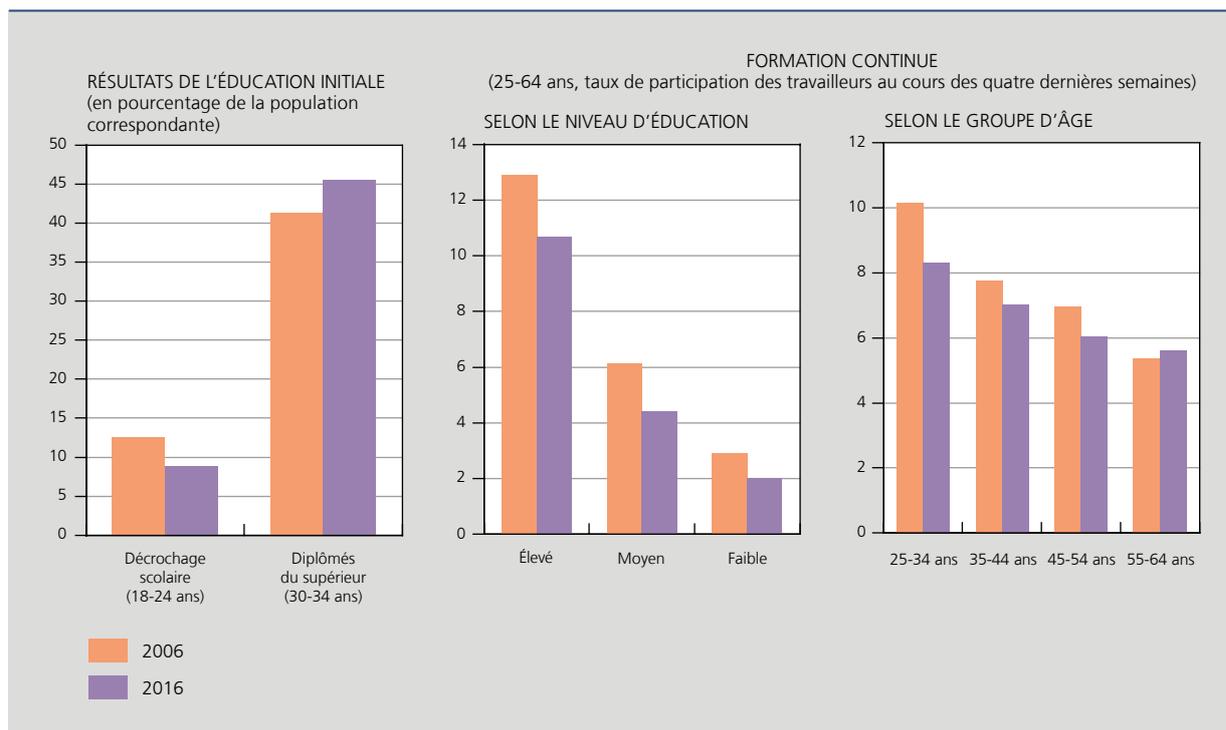
De telles inadéquations constituent un problème économique, puisqu'elles compriment le potentiel de croissance de l'économie et entravent une réallocation optimale des ressources, mais elles engendrent aussi un problème social, en raison du chômage ou de l'inactivité qui en résulte.

Bilan mitigé en matière d'éducation

Pour améliorer l'allocation des ressources et la productivité de la main-d'œuvre, les individus doivent pouvoir se former adéquatement tout au long de leur vie. Pour les jeunes qui ne peuvent se prévaloir d'une expérience professionnelle, l'éducation est primordiale : en Belgique, le taux d'emploi des peu éduqués de 15 à 34 ans qui ne suivent plus d'études depuis trois ans est de 35 %, contre 85 % pour les hautement éduqués. La formation continue est également de plus en plus indispensable aux adultes pour assurer leur employabilité tout au long de leur vie professionnelle.

En matière d'éducation initiale et continue, la Belgique affiche un bilan en demi-teinte. Le taux de décrochage

GRAPHIQUE 82 RÉSULTATS EN DEMI-TEINTE EN MATIÈRE D'ÉDUCATION INITIALE ET CONTINUE



Sources: DGS, Eurostat.

scolaire, soit la proportion de jeunes âgés de 18 à 24 ans qui quittent le système éducatif sans avoir obtenu de certification, demeure considérable, à près de 9 % en 2016 (10,7 % dans l'UE15). Il s'est toutefois inscrit en net recul au cours des dix dernières années. La proportion de diplômés du supérieur (30-34 ans) est certes plus élevée en Belgique (45,6 %) que dans l'UE15 (39,1 %), mais elle a moins progressé que dans les autres pays, de sorte que notre avantage comparatif s'est réduit. En outre, trop peu de jeunes optent pour les filières scientifiques, technologiques et mathématiques (STEM). Ce sont pourtant des orientations pour lesquelles les taux d'insertion sur le marché du travail sont parmi les plus importants.

Les données pour l'ensemble du pays masquent de fortes disparités régionales et communautaires. En matière de décrochage scolaire, avec 6,8 %, la Flandre enregistre une meilleure performance que la Wallonie (10,3 %) et, surtout, que Bruxelles (14,8 %). Les résultats aux tests PISA de l'OCDE des élèves flamands sont aussi bien meilleurs que ceux des jeunes de la Communauté française. Or, dans la mesure où de nombreuses études ont montré que les performances sur le plan de l'éducation sont étroitement corrélées au niveau socio-économique des familles, il existe un plus grand risque de voir se perpétuer des situations de précarité sociale liées aux

difficultés d'insertion sur le marché du travail des jeunes francophones. Les Communautés française et flamande ont entrepris des réformes d'envergure pour améliorer l'efficacité et, principalement, l'équité du système éducatif. Compte tenu des effets de cohorte au sein de la population scolaire, les fruits de ces réformes, qui ne sont en outre implémentées que progressivement, ne devraient pas être visibles avant plusieurs années.

L'apprentissage ne s'arrête pas au sortir de l'école ; c'est un processus qui dure toute la vie. Ce dernier est essentiel pour entretenir l'employabilité, pour développer de nouvelles compétences et pour faciliter les reconversions vers d'autres métiers ou fonctions. En Belgique, le taux de participation à la formation continue des travailleurs reste pourtant notablement plus bas que dans l'UE15 (respectivement 6,8 et 13,4 % en 2016). C'est encore plus vrai pour certains groupes de travailleurs, dont les plus de 55 ans (5,6 %) et les peu éduqués (2 %, soit cinq fois moins que pour les hautement éduqués). Dans les deux cas, il s'agit pourtant de groupes qui pourraient en tirer un large bénéfice. Afin de pallier la faiblesse de la participation à la formation continue de tous les travailleurs, la loi « Travail faisable et maniable » a instauré une obligation de cinq jours de formation par an en moyenne par équivalent temps plein dans le secteur privé. Parallèlement à cette contrainte légale,

les autorités régionales proposent de nombreux outils (chèques-formation, congé-éducation payé, plan formation-insertion, etc.) afin de supporter la formation continue.

Évolution des nouvelles formes de travail

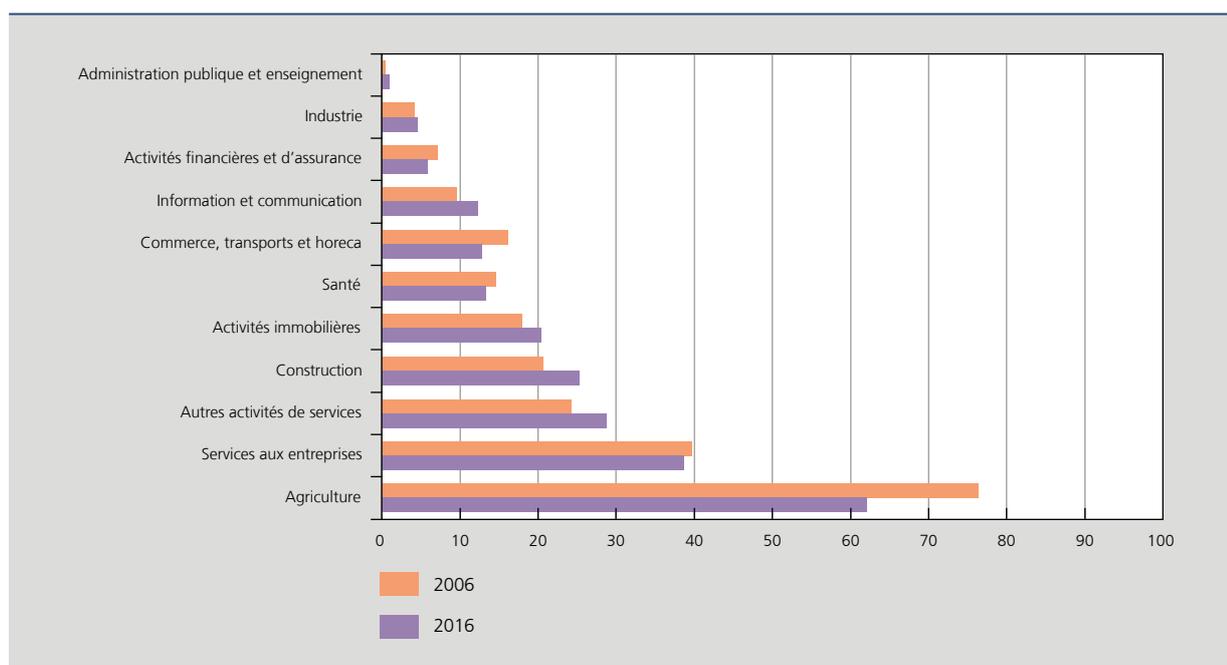
Outre les exigences accrues en termes d'éducation et de compétences, les mutations de l'économie influent elles aussi sur les conditions d'emploi. Toutefois, malgré la hausse observée pour les nouveaux engagés, la proportion de contrats temporaires n'a que très légèrement augmenté en Belgique ces dix dernières années. Plus de neuf salariés sur dix sont toujours occupés dans le cadre d'un contrat à durée indéterminée.

Certains groupes sont toutefois surreprésentés dans les contrats temporaires. Pour les moins de 25 ans, ceux-ci constituent de plus en plus un passage obligé vers une première expérience professionnelle puisque, en 2016, 39 % d'entre eux avaient été engagés sous CDD – soit un accroissement de 9 points de pourcentage en dix ans –, contre 7 % des 25-54 ans et 3 % des 55-64 ans. Les travailleurs faiblement qualifiés, dont le pouvoir de négociation est moindre que celui des plus éduqués, sont aussi plus souvent concernés. Enfin, la proportion des travailleurs de nationalité extra-européenne sous contrat temporaire est trois fois plus élevée que celle des ressortissants belges.

Plusieurs dispositions récentes ont pour ambition de rendre l'organisation du travail plus flexible. Outre la loi « Travail faisable et maniable », qui assouplit notamment le calcul du temps de travail, il s'agit de l'introduction des flexi-jobs dans l'horeca, suivie de l'élargissement de ce dispositif au commerce et aux pensionnés, de la réforme du travail étudiant, de l'extension du travail intérimaire à l'ensemble du secteur privé et de l'adoption d'un mode de calcul plus progressif de la période de préavis.

De plus en plus de travailleurs optent pour le statut d'indépendant, qui se caractérise par une flexibilité et une autonomie accrues mais qui implique également une plus grande insécurité d'emploi et de revenus. Les évolutions les plus marquantes s'observent dans les branches de la construction et des autres activités de services; dans une moindre mesure, la part de l'emploi indépendant augmente également au sein des secteurs de l'information et de la communication et des activités immobilières. Si le niveau d'éducation moyen des travailleurs indépendants a progressé, ce statut constitue néanmoins une manière d'accéder au marché du travail pour des personnes faiblement qualifiées plus âgées ou de nationalité étrangère qui éprouvent des difficultés à obtenir un emploi salarié. Outre les mesures déjà prises pour revaloriser le statut social de ces travailleurs, le gouvernement entend stimuler l'entrepreneuriat en octroyant, à partir de 2018, une

GRAPHIQUE 83 LA PART DES EMPLOIS INDÉPENDANTS AUGMENTE SURTOUT DANS LA CONSTRUCTION ET DANS LES AUTRES ACTIVITÉS DE SERVICES
(en pourcentage de l'emploi correspondant)



Source : ICN.

réduction de charges sociales aux indépendants durant leurs deux premières années d'activité.

Le statut d'indépendant en activité complémentaire rencontre quant à lui un vif succès. Il permet à un salarié à titre principal de continuer de bénéficier de la sécurité d'emploi et de tous les avantages sociaux liés à ce statut (crédit-temps, congé parental, congé de maternité, etc.) tout en percevant des revenus supplémentaires. Ce choix minimise les risques comparativement au passage à l'entrepreneuriat en activité principale.

Par ailleurs, légèrement plus fréquents en Belgique que dans l'UE15 (24,7 contre 22,9 % de l'emploi total), la part des travailleurs à temps partiel s'est accrue de quelque 3 points de pourcentage en dix ans, en raison du développement des temps partiels masculins. Ces contrats concernent toujours proportionnellement quatre fois plus de femmes que d'hommes (en 2006, la proportion était de cinq femmes pour un homme). La Belgique se démarque par l'importance croissante (+4,4 points de pourcentage en dix ans) du temps partiel chez les 55-64 ans (30,8 %, contre 23,2 % en moyenne dans l'UE15). L'existence de divers dispositifs (crédit-temps, interruption de carrière et congés thématiques) permettant aux travailleurs de réduire leur temps de travail a certainement contribué au succès du temps partiel. Ceux-ci ont rencontré un véritable engouement, en particulier chez les personnes en fin de carrière, qui peuvent ainsi diminuer progressivement leur temps de travail jusqu'à leur départ à la pension. Le travail à temps partiel est également de plus en plus répandu parmi les jeunes, puisque, en 2016, il concernait 29 % des travailleurs de moins de 25 ans, alors que, dix ans auparavant, ce taux était de 21 %. Il convient aussi de noter que le temps partiel involontaire est nettement moins fréquent dans notre pays, où il ne concerne que 8,8 % des travailleurs à temps partiel, contre 27,3 % dans l'UE15. En outre, cette proportion est en recul en Belgique, alors qu'elle est en hausse dans l'UE15. Pour les jeunes travailleurs en particulier, elle a été divisée par deux, retombant de 38 % en 2006 à 19 % en 2016.

La performance globale du marché du travail est satisfaisante, mais des marges de progression subsistent

Les aspects quantitatifs ne suffisent pas pour évaluer la performance du marché du travail ; la qualité des emplois, le respect de la diversité et la lutte contre la pauvreté sont tout aussi importants. Les indicateurs complémentaires au PIB, proposés par le BFP, contribuent à cette approche plus qualitative. Sur cette base, on constate que les pays nordiques, l'Allemagne et les Pays-Bas enregistrent de bons résultats pour la plupart des indicateurs simultanément,

démontrant ainsi qu'il n'y a pas inévitablement d'arbitrage à faire entre quantité, qualité et équité sur le marché du travail.

Au niveau des indicateurs quantitatifs, la Belgique affiche de moins bons résultats en matière de taux d'emploi et d'inactivité que les pays nordiques et les pays voisins.

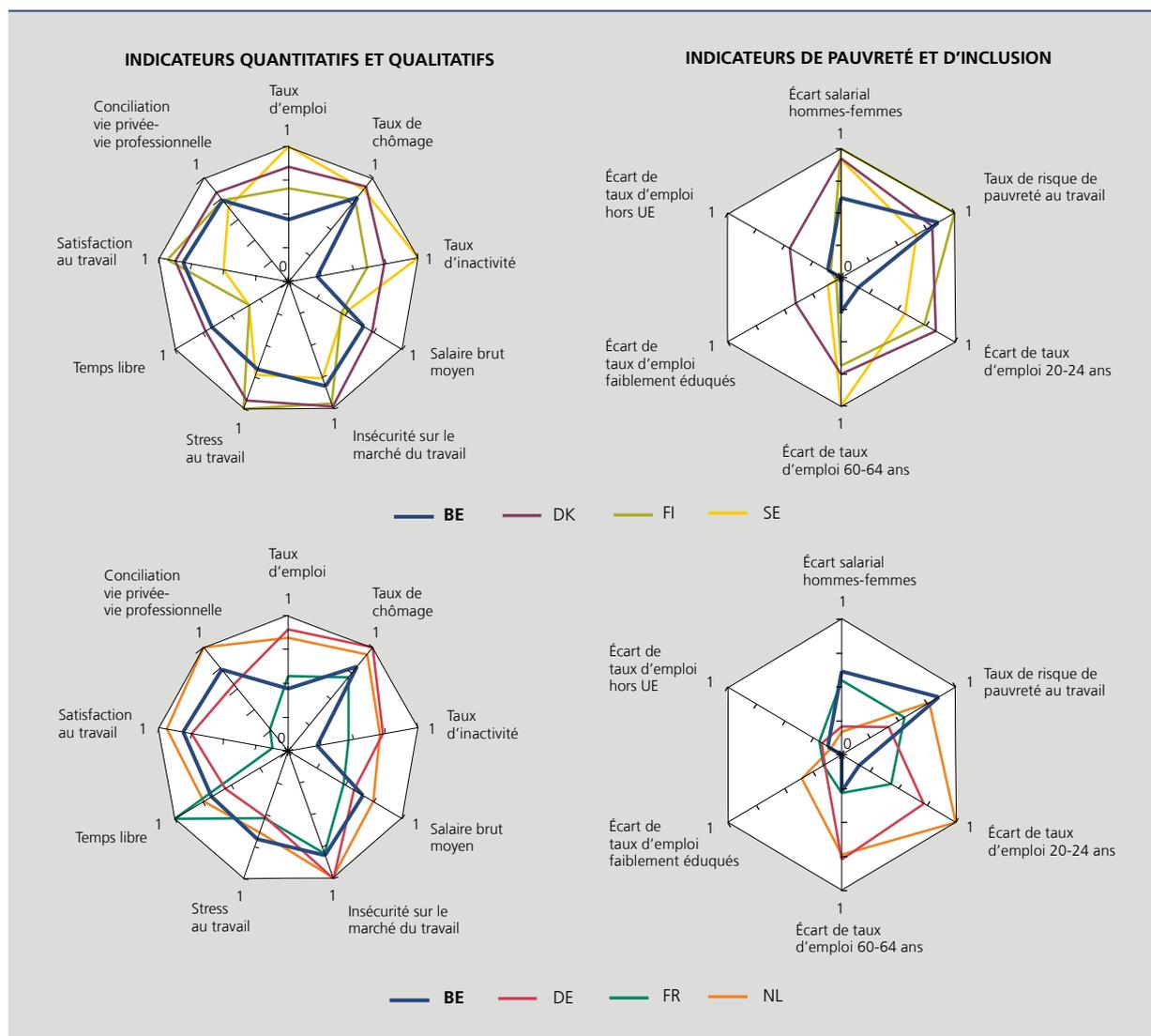
Pour ce qui est des aspects qualitatifs, par contre, les performances sont globalement bonnes, similaires à celles du Danemark ou de l'Allemagne, en particulier en ce qui concerne les rémunérations, l'insécurité sur le marché du travail, la satisfaction au travail, ainsi que le temps libre et la conciliation vie privée-vie professionnelle. La pauvreté au travail et l'écart salarial hommes-femmes sont moins marqués que dans les pays voisins, et leur réduction a été plus soutenue dans notre pays au cours des dix dernières années.

Toutefois, en matière d'inclusion, l'écart entre le taux d'emploi total et celui de certains groupes de la population est plus grand en Belgique que dans la plupart des pays européens. De surcroît, les évolutions survenues au cours des dix dernières années y ont été moins favorables que dans les pays de comparaison (moindre amélioration du taux d'emploi des 60-64 ans, dégradation plus nette de celui des jeunes, etc.). Pour ces groupes, on soulignera les très bonnes performances des pays nordiques, des Pays-Bas et de l'Allemagne. L'écart de taux d'emploi des travailleurs peu éduqués et des ressortissants extra-européens est en revanche considérable dans tous les pays de comparaison. En outre, le taux d'emploi des personnes peu éduquées est en recul dans tous les pays, tandis que l'évolution observée pour les ressortissants extra-européens est plus contrastée, avec une nette amélioration enregistrée en Belgique.

Les politiques de l'emploi doivent donc consacrer une attention particulière à ces groupes. Leurs taux d'emploi et de chômage sont présentés dans l'annexe statistique. Au niveau régional, des aides ciblées visent spécifiquement les jeunes, les peu éduqués, les plus de 55 ans et les chômeurs de longue durée. Comme le permet la sixième réforme de l'État, ces dispositifs et les groupes ciblés varient désormais d'une région à l'autre. Parmi les mesures annoncées par le gouvernement fédéral durant l'été de 2017, plusieurs visent aussi certains de ces publics. Celle des « starter jobs », par exemple, veut encourager l'embauche de jeunes âgés de 18 à 21 ans par une réduction du coût du travail sans effet sur le salaire-poche. Les travailleurs de plus de 55 ans pourront jouir d'une compensation financière en cas de diminution de leur temps de travail (d'un temps plein à un 4/5^e) lors du passage d'un

GRAPHIQUE 84 L'INCLUSION SUR LE MARCHÉ DU TRAVAIL DEMEURE INSUFFISANTE

(2016, population en emploi âgée de 20 à 64 ans pour les indicateurs quantitatifs et d'inclusion; 2015, emploi total pour les indicateurs de qualité et de pauvreté)



Sources : Eurofound, Eurostat, OCDE.

Remarque : Meilleure performance parmi les pays de l'UE15 égale à 1, moins bonne égale à 0 (pour le taux de chômage, le taux d'inactivité, l'insécurité, le stress, le taux de risque de pauvreté et les écarts de salaire et de taux d'emploi, la meilleure performance correspond au taux le plus faible). Les indicateurs d'écart de taux d'emploi de groupes spécifiques sont calculés par rapport au taux d'emploi national.

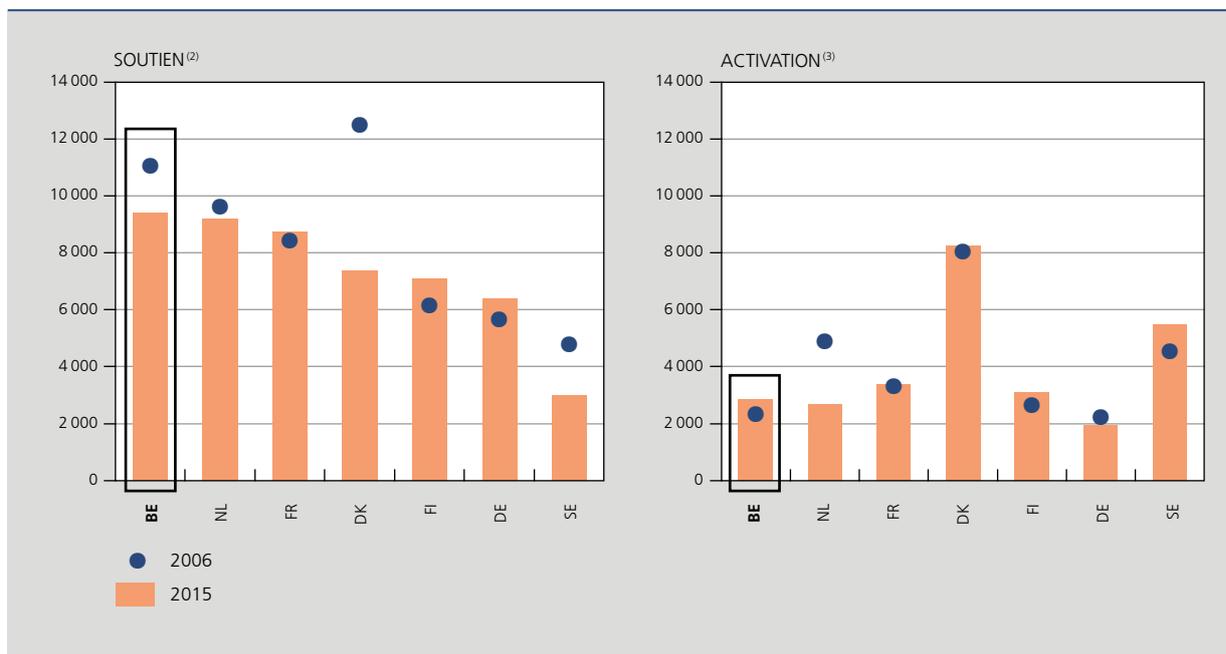
travail en équipe à un travail plus léger ou adapté. Les employeurs qui auraient recours à ce qu'on appelle une prépension 2.0, soit le renvoi chez eux des travailleurs plus âgés tout en leur versant une partie de leur salaire, se verront imposer une contribution de responsabilisation, censée les en dissuader. L'arsenal de lutte contre les discriminations sera renforcé par la possibilité pour l'administration d'effectuer des contrôles anonymes (appels mystères). Enfin, les travailleurs ayant charge de famille et un bas salaire bénéficieront d'une déduction fiscale doublée pour les frais de garde d'enfants. Pour cette catégorie de travailleurs, les pièges à l'emploi

sont toujours plus importants en Belgique que dans les autres pays de l'UE15, malgré les réformes déjà entreprises pour les atténuer, notamment le tax shift.

Afin de stimuler l'offre de travail, les pouvoirs publics entendent accroître les incitants à l'emploi et renforcer les politiques d'activation. Comparativement, la Belgique consacre la plus grosse partie de ses moyens aux mesures passives de soutien en cas d'absence d'emploi, et elle se distingue plus particulièrement par la part que représentent ses dépenses de préretraite. On peut toutefois observer que ces dernières tendent à diminuer à la suite

GRAPHIQUE 85 UNE FAIBLE PROPORTION DES DÉPENSES PUBLIQUES CONSACRÉES AUX PROGRAMMES DU MARCHÉ DU TRAVAIL EST DÉDIÉE À L'ACTIVATION

(standard de pouvoir d'achat par personne souhaitant travailler⁽¹⁾)



Source : Eurostat.

(1) SPA : unité monétaire artificielle qui permet de se procurer la même quantité de biens et de services dans tous les pays. Les personnes souhaitant travailler correspondent aux demandeurs d'emploi inscrits auprès des SPE, aux inactifs qui souhaitent travailler et aux travailleurs en situation professionnelle précaire.

(2) Les mesures de soutien correspondent à l'assistance financière accordée en cas de perte de salaire pendant une période de chômage et en cas de retraite anticipée.

(3) Les mesures d'activation couvrent les activités des SPE, la fourniture d'informations et de conseils à destination des demandeurs d'emploi, comme l'aide à la rédaction d'un CV ou à la présentation lors d'entretiens d'embauche, mais aussi les dépenses de formation et les dépenses incitant les employeurs à créer de nouveaux postes et à engager des publics cibles. Elles comprennent également les mesures stimulant la recherche active d'un emploi, tant pour les chômeurs que pour les inactifs.

des réformes entreprises depuis le début du siècle en vue de réduire les sorties anticipées du marché du travail, comme le durcissement des conditions d'accès au régime de chômage avec complément d'entreprise, et cette tendance devrait se poursuivre ces prochaines années. Dans

le même temps, la part des mesures actives (incitants à l'emploi, formation, emplois protégés, etc.) a augmenté, un suivi plus étroit des demandeurs d'emploi ayant été mis en place, notamment pour ceux qui sont plus éloignés du marché du travail.

Encadré 9 – Indicateurs complémentaires au PIB pour la Belgique

Conformément à la loi du 14 mars 2014 complétant la loi du 21 décembre 1994 portant des dispositions sociales et diverses, l'Institut des comptes nationaux (ICN) et le Bureau fédéral du Plan (BFP) publient chaque année un rapport sur les indicateurs complémentaires au PIB. Selon les dispositions de la loi, un résumé en est publié ici.

Comme les années précédentes, le BFP passe en revue 63 indicateurs sélectionnés en vue de mesurer « la qualité de vie, le développement humain, le progrès social et la durabilité de notre économie » et regroupés de façon transversale autour de trois dimensions (« Ici et maintenant », « Plus tard » et « Ailleurs »). Hormis la mise à jour des indicateurs, ce troisième rapport précise quelques changements opérés au niveau de plusieurs d'entre eux afin de tenir compte des remarques formulées lors des consultations avec les administrations publiques et avec la société civile ou pour des motifs méthodologiques (indisponibilité, changement de définition, mesure plus pertinente des

objectifs). Il présente également les résultats de travaux sur deux indicateurs à développer dont il a été question lors des débats à la Chambre : l’empreinte carbone et une mesure de la congestion routière. En ce qui concerne cette dernière, le rapport ne publie aucun indicateur en la matière, faute de données récentes et couvrant l’ensemble du territoire belge.

Empreinte carbone

L’élaboration d’un indicateur d’empreinte carbone vise à élargir les inventaires nationaux d’émissions de gaz à effet de serre (GES) en considérant aussi les émissions de GES en dehors du territoire national. Il s’agit plus précisément de tenir compte du volume d’émissions domestiques et étrangères de GES que contiennent (directement et indirectement) les produits destinés à la consommation finale des habitants d’un pays, c’est-à-dire en prenant en considération les émissions liées à la production de produits importés (comptabilisées à charge du pays producteur) et, inversement, en excluant les émissions liées à la production de produits exportés (qui contribuent à augmenter les émissions réalisées sur le territoire national). Cette approche exige notamment de disposer de données robustes sur les flux d’importations et d’exportations de tous les pays du monde, de façon à répercuter le plus correctement possible le développement de chaînes de production souvent localisées dans de nombreux pays. Une première méthode – simplifiée – consiste à poser l’hypothèse de la technologie domestique, selon laquelle tous les pays recourent à la même technologie que la Belgique. Une approche plus complète consiste à rassembler les données nécessaires sur les importations, les exportations et les technologies utilisées dans tous les pays du monde (regroupées au sein de tableaux entrées-sorties multirégionaux pour l’ensemble de la planète). De travaux réalisés sur le sujet en 2017⁽¹⁾, il ressort que, si, au cours de la période allant de 1995 à 2007, les émissions territoriales – liées à la production – sont demeurées stables, aux environs de 120 millions de tonnes de CO₂ équivalent (Mt CO₂ éq) par an, l’empreinte carbone qui tient compte des chaînes de production détaillées et des technologies spécifiques à chaque pays leur a systématiquement été supérieure. La Belgique a donc été un importateur net d’émissions de GES sur l’ensemble de la période étudiée. En 2007, l’écart était particulièrement élevé : l’empreinte carbone calculée sur la base des tableaux entrées-sorties multirégionaux était de 145 Mt CO₂ éq par an, contre 110 Mt CO₂ éq par an pour les émissions territoriales (et 103 Mt CO₂ éq par an pour l’empreinte carbone calculée selon la technologie domestique)⁽²⁾. Les travaux sur le sujet seront poursuivis, avec pour objectif d’élargir le calcul aux années plus récentes en vue d’inclure cet indicateur dans la liste des indicateurs complémentaires au PIB.

Indicateur composite de bien-être « Ici et maintenant »

Afin de mieux se conformer au principe, stipulé dans la loi, de regrouper les indicateurs complémentaires en un nombre aussi restreint que possible de catégories, le BFP a orienté ses travaux vers l’élaboration d’un indicateur synthétique de bien-être « Ici et maintenant »⁽³⁾ afin de permettre à la Chambre de prendre position sur le sujet. Compte tenu de l’aspect multidimensionnel du bien-être, le choix s’est porté sur un indicateur composite, ce qui a nécessité de procéder à la sélection d’indicateurs et de définir leur pondération pour réaliser une mesure appropriée. Cet indicateur composite a été établi de manière à expliquer au mieux les variations du bien-être tel que mesuré dans la question ad hoc de l’enquête EU-SILC de 2013 « Dans l’ensemble, dans quelle mesure êtes-vous satisfait de votre vie ? ». À partir de régressions linéaires, un ensemble de variables explicatives ayant un effet statistiquement significatif ont été retenues, qui couvrent cinq thèmes. Sur cette base, six indicateurs ont été sélectionnés pour former l’indicateur composite. Il ressort que le principal déterminant du bien-être est la santé (pondération de 0,4). Pour ce qui est des déterminants du niveau de vie et de la pauvreté, le fait de ne pas disposer d’un revenu suffisant pour accéder à un niveau de vie considéré comme standard a la plus grande incidence

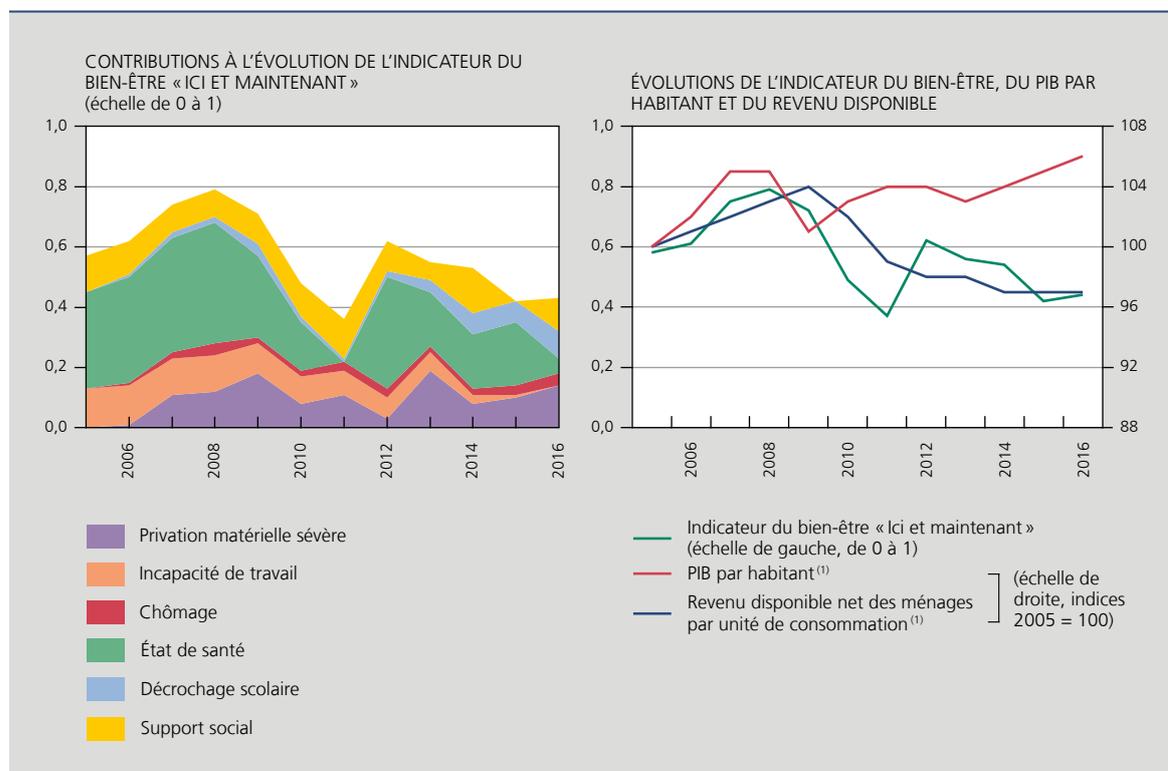
(1) Cf. Hambjæ C., B. Hertveldt et B. Michel (2017), *Belgium’s Carbon Footprint – Calculations based on a national accounts consistent global multi-regional input-output table*, Federal Planning Bureau, Working Paper 10-17, September.

(2) Cela ne concerne que les émissions liées à la production. Celles des ménages (quelque 30 Mt CO₂ éq par an) sont les mêmes quelle que soit l’approche suivie et ne sont pas prises en compte pour la comparaison.

(3) Cf. Joskin A. (2017), *Qu’est-ce qui compte pour les Belges ? Analyse des déterminants du bien-être individuel en Belgique*, Bureau fédéral du Plan, Working Paper 4-17, juin.



DÉCOMPOSITION DE L'INDICATEUR DU BIEN-ÊTRE « ICI ET MAINTENANT » EN BELGIQUE ET COMPARAISON DE SON ÉVOLUTION AVEC CELLES DU PIB PAR HABITANT ET DU REVENU DISPONIBLE NET DES MÉNAGES



Sources : BFP, BNB.

(1) Le PIB par habitant et le revenu disponible net par unité de consommation sont corrigés pour l'évolution des prix; les séries sur lesquelles sont calculés les indices sont exprimées en euros chaînés, 2010 étant l'année de référence.

– négative – sur le bien-être (0,19). L'impact est également négatif pour ce qui est du fait d'être au chômage (0,04), en incapacité de travail (0,13) ou encore de ne pas avoir de diplôme (0,09). Par contre, la possibilité de bénéficier de l'aide ou de l'écoute d'un proche influe favorablement sur le bien-être individuel (0,15).

L'augmentation du bien-être observée entre 2005 et 2008 est principalement imputable à une évolution favorable de la situation des personnes en état de privation matérielle sévère. Les améliorations constatées aux niveaux de l'état de santé, du chômage et du décrochage scolaire ont également joué un rôle, fût-ce à un degré moindre. Le retournement sévère de l'indicateur à partir de 2008 s'explique essentiellement par l'évolution de l'état de santé. De 2012 à 2015, le bien-être s'est graduellement détérioré, reflétant l'effet combiné de la dégradation de l'état de santé, du support social et de l'incapacité de travail. En 2016, on a enregistré un rebond qui s'expliquait par une amélioration tant du support social que, quoique dans une moindre mesure, des indicateurs de privation matérielle et de décrochage scolaire.

De manière générale, l'évolution de cet indicateur est relativement similaire à celle du revenu disponible net des ménages, mais elle s'écarte de celle du PIB par habitant. De 2005 à 2008, l'indicateur composite de bien-être et le PIB par habitant se sont tous deux inscrits en hausse; par la suite, leurs évolutions ont divergé, puisque le PIB par habitant, après avoir reculé en 2009, a retrouvé une tendance globalement haussière et a même culminé en 2016, tandis que l'indicateur de bien-être a suivi une tendance baissière et est resté en 2016 nettement en deçà de son niveau d'avant la crise économique et financière.



Évaluation des indicateurs complémentaires et comparaison internationale

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 l'ICN et le BFP en février 2016⁽¹⁾.

La dimension « Ici et maintenant » regroupe 37 indicateurs qui permettent de répondre aux questions portant sur le bien-être des Belges et sur son évolution depuis 1990. Il ne s'en dégage pas de tendances systématiques :

- Le bien-être subjectif, apprécié sur la base d'une enquête, est resté stable entre 2002 et 2014; il ne faut pas le confondre avec l'indicateur composite du bien-être « Ici et maintenant » présenté ci-avant.
- 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.
- Les indicateurs liés au thème « Niveau de vie et pauvreté » ne permettent pas de dégager des évolutions.
- Une majorité des indicateurs relatifs aux thèmes « Travail et temps libre » et « Vie en société » évoluent vers leurs objectifs depuis 1990.
- Parmi les cinq derniers indicateurs de la dimension « Ici et maintenant », trois (exposition aux particules fines, émissions de NO_x et morts sur les routes) progressent en direction de leurs objectifs, tandis que celui relatif à la dépendance énergétique s'en éloigne. Aucune conclusion significative ne peut être tirée pour l'indicateur des victimes de catastrophes naturelles.

Lorsque les indicateurs « Ici et maintenant » sont comparés aux mêmes indicateurs au niveau de l'UE ou, à défaut, des trois pays voisins, les résultats sont globalement favorables à la Belgique : parmi les 23 indicateurs susceptibles d'être comparés, 16 font état d'une situation plus favorable en Belgique.

La dimension « Plus tard » comprend 32 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 (provenant surtout des thèmes environnementaux et économiques) tendent vers leurs objectifs sur toute la période comme sur les cinq dernières années. Les exceptions les plus notables sont les suivantes :

- Le stress au travail était plus élevé en 2010 qu'en 2005; des données plus récentes ne sont cependant pas disponibles.
- L'indicateur relatif aux populations d'oiseaux des champs (thème « Territoires et écosystèmes »), un des rares indicateurs de diversité biologique disponibles sur une longue période, s'écarte de son objectif.
- Dans le thème « Capital économique », l'indicateur de la dette publique s'éloigne de son objectif depuis 2007. Il en va de même pour le stock de capital fixe (relatif au PIB) depuis 1990.
- Dans le thème « Mobilité et transport », s'agissant du transport de passagers, la part des voitures, qui avait été en diminution à partir de 1990, est à nouveau en progression depuis 2007.

En comparaison internationale, les indicateurs liés à la dimension « Plus tard » sont défavorablement positionnés en Belgique pour ce qui est des indicateurs environnementaux. Les comparaisons favorables à la Belgique concernent surtout les indicateurs sociaux.

La dimension « Ailleurs » rassemble cinq 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 », « 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.
- Quant à l'aide publique au développement en pourcentage du PIB, elle a en moyenne été plus élevée durant les années 2000-2010 que dans les années 1990. Elle diminue cependant depuis 2011.

(1) Cf. <http://www.plan.be/publications/publication-1541-fr-indicateurs+complementaires+au+piib>.



Parmi les cinq indicateurs illustrant la dimension « Ailleurs », seul l'indicateur de consommation intérieure de matières est plus favorable en Belgique qu'en Europe.

L'analyse des tendances a été abordée sous deux angles: d'une part, sous celui de l'évolution – dans le temps – des indicateurs belges par rapport à des objectifs définis politiquement et, d'autre part, sous celui des résultats de 51 indicateurs en Belgique comparés à leur niveau en Europe (ou, à défaut, dans les trois pays voisins). Lorsque l'évolution des indicateurs est analysée par rapport aux objectifs, les résultats sont en général plus favorables pour les indicateurs portant sur les thèmes environnementaux que pour ceux liés à des thèmes sociaux. Inversement, lorsqu'il s'agit de comparer les niveaux belges aux moyennes européennes, la comparaison est en général favorable pour les indicateurs sociaux et défavorable pour les indicateurs environnementaux.

L'évolution des indicateurs en Belgique par rapport à leurs objectifs a été influencée par la crise économique et financière de 2008: celle-ci a eu un impact défavorable sur de nombreux indicateurs sociaux, tel le risque de pauvreté ou d'exclusion sociale, alors que le ralentissement économique a entraîné une diminution de certaines pressions environnementales. S'agissant des résultats de la comparaison européenne, les indicateurs sociaux sont influencés par la présence d'un système de protection sociale plus développé en Belgique que dans beaucoup d'autres pays européens, tandis que les indicateurs environnementaux traduisent une forte pression environnementale en Belgique, 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

Sur les 63 indicateurs sélectionnés, 28 fournissent également des valeurs selon différentes catégories de la population, comme le genre, le niveau de revenu, le niveau d'éducation et l'âge. Il en ressort que:

- Les différences selon le genre se réduisent, même si certains écarts substantiels subsistent en termes de temps consacré aux travaux ou aux loisirs, ou encore de dépression (en défaveur des femmes), de diplômés de l'enseignement supérieur ou de décès prématurés dus à des maladies chroniques (en défaveur des hommes).
- Les différences selon le niveau d'éducation persistent, voire s'aggravent, notamment en ce qui concerne le taux de chômage.
- La situation des personnes plus âgées évolue plus favorablement que celle des jeunes, notamment en matière de risque de pauvreté ou d'exclusion sociale, ou encore de taux d'emploi.
- Les catégories plus aisées jouissent en général d'une situation plus favorable. C'est le cas pour les indicateurs de niveau de vie et de pauvreté, extrêmement peu avantageux dans le quintile des revenus les plus bas, ainsi que pour quatre indicateurs portant sur la santé (tabagisme, obésité, dépression et annulation des soins de santé) ou encore pour des indicateurs de confiance, liés à la vie en société, qui s'améliorent avec le niveau de revenu. Des nuances apparaissent toutefois pour certains thèmes. En particulier, comme indiqué précédemment, le revenu exerce un effet limité sur la perception du bien-être subjectif, celle-ci étant plus largement déterminée par la santé ou par le fait de pouvoir travailler.

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 à venir, le BFP affinera ses analyses, entre autres dans le domaine des indicateurs composites (pour les dimensions « Plus tard » et « Ailleurs ») et au niveau de l'élaboration de nouveaux indicateurs susceptibles de compléter l'ensemble, notamment en ce qui concerne l'empreinte carbone. Il serait également utile de disposer d'informations sur la congestion routière au niveau national. Plus largement, l'objectif de ces travaux de sélection et d'élaboration d'indicateurs est d'en améliorer la convergence avec les indicateurs de développement durable, notamment dans le contexte du suivi des objectifs de développement durable de l'ONU.

Réglementation et contrôle prudentiels

A. FSAP : évaluation du secteur financier belge et recommandations du FMI

En 2017, le Fonds monétaire international (FMI) a réalisé une analyse du secteur financier belge et de la réglementation financière belge. Ce Programme d'évaluation du secteur financier (*Financial Sector Assessment Program*, FSAP) constitue un exercice quinquennal pour les pays présentant un secteur financier d'importance systémique, comme la Belgique. La dernière analyse consacrée à la Belgique remonte à 2012-2013.

Une telle analyse s'inscrit dans la fonction de surveillance du FMI, tout comme ses missions au titre de l'article IV, au cours desquelles le FMI procède à une vaste analyse de la politique socio-économique de l'État membre en question. Un FSAP est une analyse, par le FMI, du secteur financier qui aborde trois thèmes principaux.

Premièrement, il évalue la capacité de résistance du secteur financier, en tâchant d'identifier les risques systémiques et les sources de contagion financière éventuelle entre différentes composantes du secteur financier. Un outil essentiel permettant au FMI d'examiner la capacité de résistance du secteur financier est le test dit de résistance (*stress test*). À cet égard, le FMI évalue l'influence de chocs macroéconomiques extrêmes sur le portefeuille de banques et de compagnies d'assurances, par exemple.

Deuxièmement, le FMI vérifie également la qualité du cadre de contrôle. D'une part, il examine le cadre de contrôle microprudentiel, où les *Core Principles for Effective Banking Supervision* de Bâle et les *Insurance Core Principles* constituent les normes. Compte tenu de l'importance des conglomérats financiers dans le secteur financier belge, le FMI a également examiné, en 2017, le contrôle de ces groupes de bancassurance, et ce en s'appuyant sur les *Principles for the supervision of financial*

conglomerates. D'autre part, une partie importante de la mission a été consacrée au contrôle macroprudentiel, qui, depuis la crise financière, fait partie intégrante du contrôle prudentiel. Pour la Belgique, le FSAP de 2017 était la première occasion d'obtenir une analyse, par le FMI, de la politique macroprudentielle encore récente de la Banque nationale, y compris les initiatives prises par la Banque dans le secteur de l'immobilier résidentiel. Au cours de cette mission, le FMI a également porté son attention sur la manière dont la Banque procède à l'*oversight* de SWIFT⁽¹⁾.

Troisièmement, un FSAP se concentre également sur l'arsenal de gestion de crise, c'est-à-dire l'ensemble des outils dont dispose un État membre pour prévenir et lutter contre les crises financières. À cette fin, le FMI s'entretient non seulement avec l'autorité de contrôle, mais également avec les autres acteurs de la gestion de crise, comme l'autorité de résolution (en Belgique, le Collège de résolution, créé au sein de la Banque) et le mécanisme de garantie des dépôts (en Belgique, le Fonds de garantie pour services financiers).

Le FSAP comprend généralement plusieurs missions. Ainsi, la visite du FMI en Belgique en 2017 se composait d'une courte mission préparatoire et de deux missions de fond, chacune d'une durée de deux semaines. Au cours de ces missions, différents experts du FMI se sont entretenus avec la Banque, l'Autorité des services et marchés financiers (*Financial Services and Markets Authority*, FSMA), le Service public fédéral (SPF) Finances, le cabinet des Finances, les acteurs précités de la gestion de crise et toute une série d'opérateurs de marché.

(1) SWIFT (*Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication*) est une société coopérative à responsabilité limitée implantée en Belgique qui se spécialise dans l'échange de messages financiers entre les établissements financiers et les infrastructures de marchés financiers.

Par ailleurs, le FMI a organisé des rencontres avec la Banque centrale européenne (BCE) et le Conseil de résolution unique (CRU), l'autorité chargée de procéder à la résolution des principales banques de la zone euro. En effet, l'entrée en vigueur des premier et deuxième piliers de l'union bancaire a entraîné une vaste européanisation du cadre de surveillance et de résolution. Le contrôle et la résolution des établissements de crédit considérés comme importants (*significant institutions*, SI) sont à présent des compétences de la BCE et du CRU, dans le cadre du mécanisme de surveillance et de résolution unique. Il convient de noter que, parallèlement au FSAP belge se déroule un FSAP portant sur l'ensemble de la zone euro. Un tel exercice est d'une grande importance, compte tenu de l'union bancaire et du caractère principalement européen de la réglementation financière dans l'Union européenne.

La mission relative au FSAP belge a été préparée à l'aide de questionnaires, auxquels ont préalablement répondu la Banque, la BCE, la FSMA et le SPF Finances. Cette méthode écrite permet au FMI d'avoir, à distance, une première vue sur d'éventuelles vulnérabilités dans le secteur financier ainsi que sur la qualité du cadre réglementaire et prudentiel.

À l'issue d'une mission FSAP, le FMI publie ses recommandations. À cet égard, il indique à qui sont destinées ces recommandations (par exemple, la Banque, le gouvernement fédéral, la BCE) et à quelle échéance elles doivent être mises en œuvre. Ces recommandations ne

sont pas contraignantes, mais constituent des arguments de poids. Ainsi, la plupart des recommandations issues du FSAP de 2012-2013 en matière de contrôle bancaire ont été transposées dans la loi bancaire⁽¹⁾ et la loi du 25 avril 2014 établissant les mécanismes d'une politique macroprudentielle⁽²⁾. Il s'agit notamment de l'octroi du mandat d'autorité macroprudentielle et d'autorité de résolution à la Banque, de l'instauration d'un privilège en cas de faillite pour les dépôts de détail et de l'exigence de soumettre les décisions stratégiques des établissements de crédit à l'approbation préalable de l'autorité de contrôle. Depuis le dernier FSAP, le cadre de contrôle et la réglementation prudentielle ont donc été modifiés en profondeur. Le FSAP de 2017 exposera les domaines dans lesquels la Belgique est sur la bonne voie et ceux où la situation est perfectible.

Ces recommandations devraient être approuvées par le Conseil d'administration du FMI en mars 2018. Elles figureront dans une Évaluation de la stabilité du secteur financier (ESSF), assortie de notes techniques qui mettent l'accent sur des sujets spécifiques. Ces recommandations pourraient également contribuer à influencer l'ordre du jour des autorités de contrôle et de réglementation au cours des années à venir. Le prochain FSAP est prévu pour 2022.

(1) Loi du 25 avril 2014 relative au statut et au contrôle des établissements de crédit et des sociétés de bourse.

(2) Loi du 25 avril 2014 établissant les mécanismes d'une politique macroprudentielle et précisant les missions spécifiques dévolues à la Banque nationale de Belgique.

B. 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 a développé de nouvelles mesures afin de répondre aux vulnérabilités constatées. La Banque doit en outre 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. En outre, un nouvel instrument macroprudentiel a été ajouté en 2017 à la liste des instruments à la disposition de la Banque dans le cadre de sa mission de contribution à la stabilité du système financier.

En ce qui concerne l'extension du cadre macroprudentiel, la Banque a poursuivi, au cours de la période sous revue, le développement de son cadre d'évaluation des risques en vue de renforcer le lien entre le large éventail d'informations utilisées dans l'analyse des risques et les options de politique macroprudentielle dont elle dispose. En outre, les analyses d'évolutions plus larges des risques au sein du système financier ont donné lieu à un rapport traitant de la gestion de portefeuille et du système bancaire parallèle en Belgique, ainsi qu'à un rapport présentant un aperçu de l'utilisation des produits financiers dérivés par les banques et entreprises d'assurance belges, des risques qui en découlent et du cadre réglementaire en la matière. Enfin, au cours de l'année sous revue, la Banque a également suivi les risques liés au changement climatique et à la transition vers une économie bas carbone.

1. Immobilier résidentiel

Au cours de ces dernières années, la Banque a suivi de près les risques liés aux évolutions du marché immobilier résidentiel belge ainsi que ceux relatifs aux portefeuilles de crédits hypothécaires des banques, plus particulièrement dans les sous-segments plus risqués. Dans ses analyses, la Banque a notamment observé la progression soutenue des crédits hypothécaires, l'endettement croissant des ménages belges, des signes (encore modérés) d'une potentielle surévaluation des prix de l'immobilier et un certain relâchement des critères d'octroi de crédit. Dans leurs analyses des risques menaçant la stabilité financière en Belgique, l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE), le FMI, la BCE et le Comité européen du risque systémique (CERS) ont également attiré l'attention sur les évolutions observées

dans le marché de l'immobilier résidentiel belge. À la fin de 2016, le CERS avait d'ailleurs adressé un avertissement à huit États membres, dont la Belgique, se basant sur une analyse des risques à moyen terme.

En 2016, la Banque avait prorogé d'un an une mesure macroprudentielle prise en 2013⁽¹⁾. Cette mesure, en vigueur jusqu'au 27 mai 2017, prévoyait une augmentation forfaitaire – égale à cinq 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.

(1) Cette mesure est initialement entrée en vigueur par la voie 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.

Au cours du premier semestre de 2017, au vu de la persistance des différentes vulnérabilités, la Banque avait souhaité prendre une nouvelle mesure, assurant une continuité avec la précédente mesure entre-temps venue à expiration, tout en visant également les sous-segments d'emprunts plus risqués. Cette mesure poursuivait le double objectif de renforcer la robustesse du secteur bancaire face à d'éventuels chocs sur le marché hypothécaire et de décourager la prise de risques excessifs. En effet, 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.

Le gouvernement n'a pas entériné cette proposition de la Banque par voie d'arrêté royal mais lui a demandé en juin de procéder à une nouvelle analyse de risque et, dans le même temps, de prolonger la mesure qui avait expiré en mai. La Banque a dès lors émis une recommandation aux banques concernées afin qu'elles continuent d'appliquer cette mesure et s'est engagée à fournir pour la fin d'octobre une nouvelle analyse concernant le marché immobilier résidentiel.

Cette analyse a montré que les vulnérabilités observées par le passé ne s'étaient pas résorbées (cf. la section 3.3. de la partie « Développements économiques et financiers » du Rapport). La croissance des crédits hypothécaires est restée supérieure à 5 %, sur une base annuelle, depuis juillet 2015 et, en conséquence, le taux d'endettement des ménages s'est approché de 60 % du PIB en 2017, un niveau à présent supérieur à la moyenne de la zone euro. La croissance des prix de l'immobilier résidentiel observée au cours de ces dernières décennies ne s'est pas interrompue et différents indicateurs suggèrent une certaine surévaluation de ces prix. La forte croissance de l'endettement hypothécaire a notamment reflété la part importante, dans la production récente de crédits hypothécaires, de prêts caractérisés par des niveaux élevés du ratio loan-to-value, qui rapporte le montant du crédit hypothécaire à la valeur du bien financé, et du ratio 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, et, récemment, un nouveau relâchement de ces conditions a même été observé. Enfin, les marges commerciales prises par les banques continuent de diminuer, ce qui pourrait indiquer que la concurrence sur le marché les pousse à ne pas tenir suffisamment compte des risques précités dans leur tarification.

Sur la base de cette analyse, la Banque est donc d'avis qu'une nouvelle mesure, plus stricte et plus ciblée que la mesure venue à expiration, reste nécessaire, d'une part

pour assurer le maintien de la résilience des banques et, d'autre part pour limiter l'accumulation excessive de risques systémiques. La Banque estime qu'un montant en capital d'environ 1,4 milliard d'euros devrait être mobilisé par les banques belges pour pouvoir absorber de potentiels chocs importants sur le marché immobilier résidentiel belge.

La Banque a étudié différentes options et a opté parmi celles-ci pour une mesure à deux composantes⁽¹⁾. La nouvelle mesure proposée comprendrait tout d'abord une composante linéaire, c'est-à-dire visant tous les prêts de manière identique, assurant de la sorte une continuité avec la précédente mesure. Cette composante linéaire correspondrait à un relèvement de cinq points de pourcentage de la pondération de risque calculée selon des modèles internes. Une deuxième composante, plus ciblée, serait appliquée en fonction du risque moyen du portefeuille de chaque banque, à l'aide d'un multiplicateur. Dans ce cas, la pondération de risque initiale (microprudentielle) serait multipliée par un facteur 1,33. De telle sorte, les banques présentant un portefeuille de crédits hypothécaires plus risqué, et donc contribuant plus fortement au risque systémique, se verraient infliger une exigence de fonds propres proportionnellement plus importante.

Prises ensemble, les deux composantes conduiraient à la formation d'un coussin d'environ 1 500 millions d'euros constitué de fonds propres de base de catégorie 1 (*common equity Tier 1 capital*, CET1). Cela correspondrait à une hausse de la pondération de risque moyenne des crédits hypothécaires belges de 10 à 18 % (augmentation de 5 % due à la première composante et de 3 % due à la seconde composante), un ratio qui serait légèrement supérieur à la moyenne européenne.

Cette mesure a été soumise à la BCE dans le contexte de l'article 5 du règlement relatif au mécanisme de surveillance unique (règlement MSU⁽²⁾), et la procédure auprès des différentes institutions européennes compétentes, telle que prescrite par l'article 458 du règlement sur les exigences de fonds propres (CRR⁽³⁾), est actuellement en cours. En cas de non-objection des institutions européennes, la mesure entrerait en vigueur au cours du deuxième trimestre de 2018, après approbation par le gouvernement belge d'un nouvel arrêté royal.

(1) Cf. le communiqué de presse de la Banque du 21 novembre: « La Banque nationale entend renforcer la résistance des banques belges aux éventuels problèmes relatifs aux crédits hypothécaires et aux chocs immobiliers ».

(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) 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. 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 vise à favoriser la soutenabilité de l'octroi de crédit au cours de l'ensemble 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'informations, incluant une vaste gamme d'indicateurs considérés comme pertinents pour signaler la hausse des risques systémiques cycliques⁽¹⁾, sont utilisées. Ni les évolutions en matière de crédit, même si elles témoignent d'un certain dynamisme dans l'octroi de prêts aux sociétés non financières et aux ménages belges, ni les autres indicateurs utilisés ne montraient toutefois 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 (les États-Unis, la Suisse et la Turquie) et a défini un cadre de suivi des risques systémiques cycliques dans ces pays.

3. Banques d'importance systémique nationale

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 banques d'importance systémique nationale (*domestic systemically important banks*, D-SIB ou « autres EIS »)⁽²⁾ belges établie en 2016. Ce faisant, BNP Paribas Fortis, Groupe KBC, Belfius Banque, ING Belgique, Euroclear, Bank of New York Mellon (BNYM), Argenta et AXA Bank Belgium conservent leur statut d'autre EIS.

Les six premières banques ont été automatiquement désignées en tant qu'autres EIS sur la base de la note quantitative

(1) Cf. « Choix stratégiques pour la fixation du taux de coussin contracyclique en Belgique » (www.nbb.be).

(2) Dans la législation européenne, les D-SIB sont dénommées « autres établissements d'importance systémique » ou « autres EIS » (*other systemically important institutions*, O-SII).

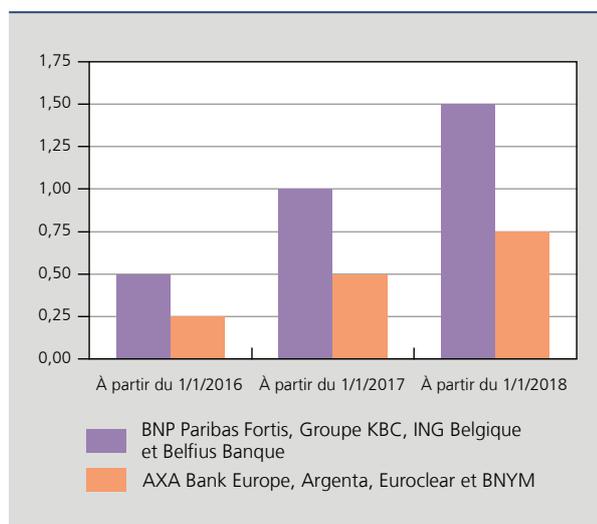
TABLEAU 21 TAUX DE COUSSIN CONTRACYCLIQUE IMPOSÉS PAR DES AUTORITÉS ÉTRANGÈRES
(pourcentages)

Pays	Taux de coussin actuel		Taux de coussin futur	
	Taux	Entrée en vigueur	Taux	Entrée en vigueur
Hong Kong	1,875	01-01-2018	2,50	01-01-2019
Islande	1,25	01-11-2017	inchangé	
Lituanie			0,50	31-12-2018
Norvège	2,00	31-12-2017	inchangé	
Royaume-Uni			0,50	27-06-2018
			1,00	28-11-2018
Slovaquie	0,50	01-08-2017	1,25	01-08-2018
Suède	2,00	19-03-2017	inchangé	
Tchéquie	0,50	01-01-2017	1,00	01-07-2018
			1,25	01-01-2019

Sources : BRI, CERS.

GRAPHIQUE 86 NIVEAU DE LA SURCHARGE DE FONDS PROPRES POUR LES AUTRES EIS BELGES

(pourcentages des actifs pondérés par les risques)



Source : BNB.

d'importance systémique qu'elles ont obtenue⁽¹⁾. Argenta et AXA Bank Belgium 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. 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.

Les surcharges de fonds propres annoncées en 2015 pour ces autres EIS restent d'application⁽²⁾. 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 2018, la surcharge de fonds propres s'élève à 0,75 % des actifs pondérés par les risques pour Argenta, AXA Bank Belgium, BNYM et Euroclear, et à 1,5 % pour Belfius Banque, BNP Paribas Fortis, ING Belgique et au Groupe KBC⁽³⁾.

4. Instrument macroprudentiel portant sur une exigence de financement

Au cours de l'année sous revue, un nouvel instrument macroprudentiel a été ajouté à la liste des instruments à la disposition de la Banque dans le cadre de sa mission de contribution à la stabilité du système financier. Ce nouvel instrument macroprudentiel doit être considéré dans le contexte de la directive sur la résolution et le redressement

des banques (*Bank Resolution and Recovery Directive, BRRD*)⁽⁴⁾ et répond à la nécessité de pouvoir appliquer un renflouement interne⁽⁵⁾ à une entité en cours de résolution sans porter préjudice à la stabilité du système financier.

Chaque établissement doit disposer d'un montant minimum de fonds propres et de dettes éligibles (*Minimum Requirement for Own Funds and Eligible Liabilities, MREL*) pour pouvoir, en cas d'application du renflouement interne, absorber les pertes et effectuer une recapitalisation. Cette exigence minimale est fixée par l'autorité de résolution et doit constituer un montant suffisant à l'usage du renflouement interne, afin que l'établissement puisse, le cas échéant, continuer à exercer ses activités et que la confiance des marchés dans l'établissement soit maintenue. En tout état de cause, l'exigence MREL doit être au moins égale à 8 % du total des passifs pour pouvoir faire appel à un fonds de résolution ou utiliser les instruments publics de stabilisation financière.

Il faut aussi s'assurer, tout particulièrement dans les cas d'événements d'ordre systémique, que le renflouement interne puisse être appliqué sans compromettre la confiance dans le secteur bancaire, si l'on veut préserver la stabilité financière. Le renflouement interne des dettes éligibles se fera en tenant compte du rang des créances. La confiance dans le secteur bancaire pourrait être écornée si les dépôts venaient à être entamés par le renflouement interne. Comme le principe d'égalité de traitement des créanciers de même rang doit être respecté, les dépôts ne peuvent être exclus de son champ d'application que si les établissements disposent d'une quantité suffisante d'instruments de niveau inférieur pouvant être sollicités avant les autres pour couvrir les pertes.

Grâce à l'ajout d'un nouvel instrument macroprudentiel, la Banque a la possibilité d'imposer l'obligation de détenir

(1) Cette note est calculée comme étant un agrégat d'indicateurs obligatoires relatifs à la taille, à la complexité, à l'interdépendance et à 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.

(2) Cf. la « Publication annuelle concernant la désignation des autres EIS belges et la surcharge de fonds propres à leur imposer (1^{er} décembre 2017) » (www.nbb.be).

(3) Sans préjudice des plafonds prévus par l'article 1455 de l'annexe IV de la loi bancaire belge.

(4) 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).

(5) L'instrument de renflouement interne (*bail-in*) consiste en un mécanisme par lequel les pertes d'un établissement en cours de résolution sont absorbées, l'établissement étant ensuite recapitalisé par l'amortissement ou la conversion d'instruments de fonds propres et d'autres passifs éligibles. La dépréciation et/ou conversion est opérée dans la mesure du possible selon le rang prévu par les procédures d'insolvabilité habituelles. Les pertes doivent être supportées en premier lieu par les actionnaires, suivis des détenteurs de fonds propres supplémentaires de catégorie 1, puis de fonds propres de catégorie 2, des autres créanciers subordonnés, et, enfin, des créanciers d'autres passifs éligibles.

suffisamment d'instruments de rang inférieur. En effet, la Banque est désormais habilitée, en sa qualité d'autorité macroprudentielle, à imposer une exigence de financement comprenant : a) des fonds propres de base de catégorie 1 (CET1) ou des fonds propres supplémentaires de catégorie 1 ou de catégorie 2, b) des dettes subordonnées, c) des créances telles que visées à l'article 389/1, 2°, de la loi du 25 avril 2014, dites *Non-Preferred Senior* (cf. le chapitre C de la partie « Réglementation et contrôle pruden­tiels ») et, le cas échéant, d) d'autres dettes éligibles pour l'application du renflouement interne. Cette exigence peut être imposée à titre individuel pour l'ensemble des établissements de crédit ou des sociétés de bourse ou pour une sous-catégorie d'entre eux, et sur une base individuelle ou consolidée pour les holdings financiers, les holdings financiers mixtes ou les holdings mixtes. Il appartient également à la Banque, en tant qu'autorité macroprudentielle, de déterminer la méthode de calcul de l'exigence de financement minimale et la part respective des sources de financement de cette exigence minimale visées aux points a) à d).

Cet instrument macroprudentiel ne remplace d'aucune façon l'exigence microprudentielle MREL imposée aux établissements mais en constitue un complément. Si la

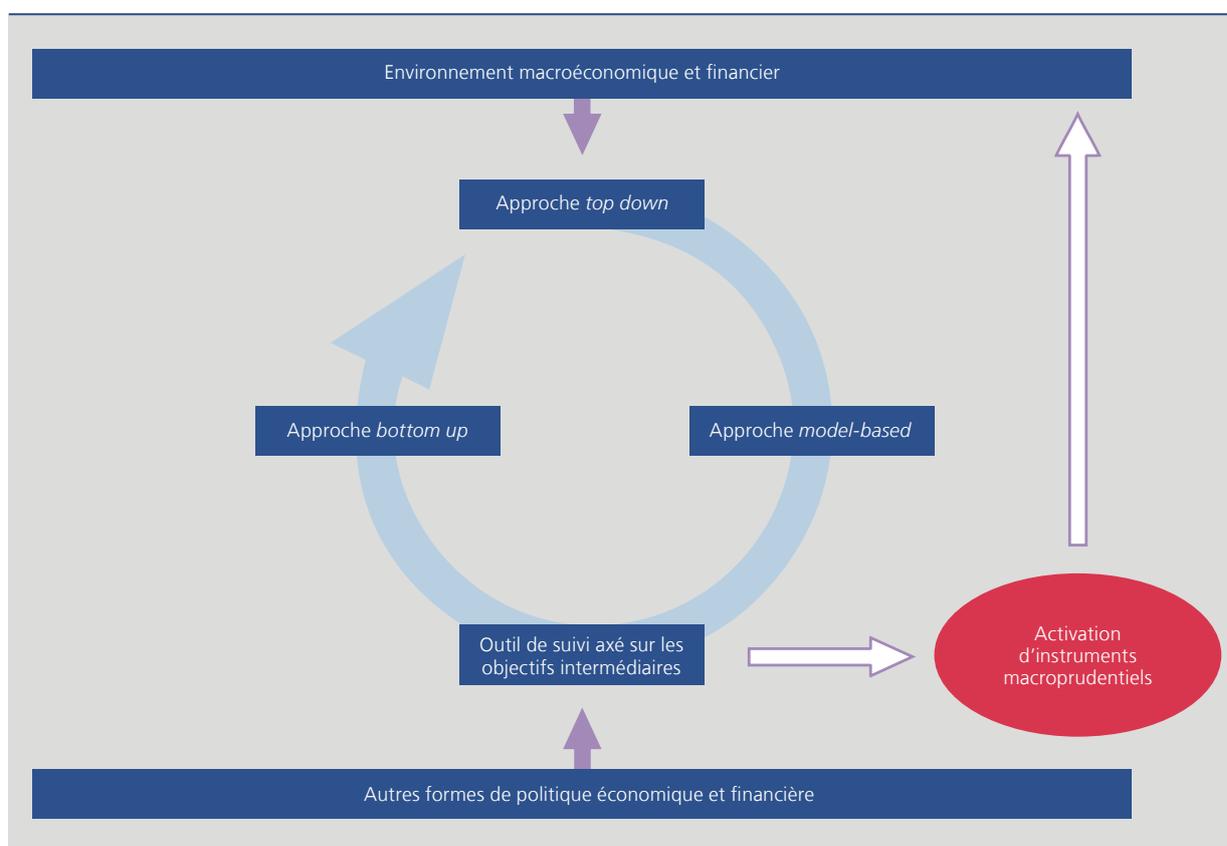
Banque devait décider d'activer ce nouvel instrument, elle devrait, dans tous les cas, le notifier au CERS et à la BCE avant l'adoption de la mesure, comme pour l'application des autres instruments macroprudentiels.

5. Extension du cadre macroprudentiel

Le CERS a publié, au premier trimestre de l'année sous revue, un rapport d'évaluation sur le suivi par les États membres de sa recommandation du 4 avril 2013 portant sur les objectifs intermédiaires et les instruments de politique macroprudentielle⁽¹⁾. Dans cette recommandation, le CERS recense quatre objectifs intermédiaires pour la politique macroprudentielle dans le secteur bancaire. Ces objectifs intermédiaires servent de spécifications quantifiables et opérationnelles à la mission de maintien de la stabilité financière en tant qu'objectif ultime de la politique macroprudentielle. Le cadre macroprudentiel de la Banque a été jugé pleinement conforme à la recommandation.

(1) Cf. « Recommandations du Comité européen du risque systémique du 4 avril 2013 sur les objectifs intermédiaires et les instruments de la politique macroprudentielle (CERS/2013/1) » et « ESRB Recommendation on intermediate objectives and instruments of macro-prudential policy (ESRB/2013/1): Follow-up – Summary Compliance Report » (www.esrb.europa.eu).

GRAPHIQUE 87 EXTENSION DU CADRE D'ÉVALUATION MACROPRUDENTIEL DE LA BANQUE



Source : BNB.

TABEAU 22 OBJECTIFS INTERMÉDIAIRES DE LA POLITIQUE MACROPRUDENTIELLE DANS LE SECTEUR BANCAIRE ET INSTRUMENTS MACROPRUDENTIELS À LA DISPOSITION DE LA BANQUE⁽¹⁾

Objectif intermédiaire	Catégorie	Instruments
Atténuer et prévenir une expansion du crédit et un endettement excessifs (effet de levier)	Fonds propres	Coussin de fonds propres contracyclique, exigences de fonds propres sectorielles (immobilier, expositions intra-financières), coussin de fonds propres pour le risque systémique, ratio de levier
	Limites de prêt	Recommandation visant à limiter les ratios <i>loan-to-value</i> ou <i>debt-service-to-income</i> , restrictions en matière de grandes expositions
Atténuer et prévenir une transformation de maturité et de liquidité excessive (asymétrie d'échéances et illiquidité de marché)	Liquidité	Ratio net de financement stable, ratio de couverture de liquidité
Limiter la concentration des expositions directes et indirectes	Fonds propres	Exigences de fonds propres sectorielles (immobilier, expositions intra-financières), coussin de fonds propres pour le risque systémique, ratio de levier
	Limites de prêt	Recommandation visant à limiter les ratios <i>loan-to-value</i> ou <i>debt-service-to-income</i> , restrictions en matière de grandes expositions
Limiter l'impact systémique d'incitations décalées afin de réduire l'aléa moral	Fonds propres	Coussin de fonds propres pour les établissements d'importance systémique mondiale et les autres établissements d'importance systémique, coussin de fonds propres pour le risque systémique, ratio de levier
	Liquidité	Ratio net de financement stable, ratio de couverture de liquidité

Source : BNB.

(1) Le tableau se limite aux principaux instruments de la Banque dans les différentes catégories. Un certain nombre d'instruments (par exemple, les exigences de fonds propres sectorielles, le coussin pour le risque systémique) peuvent être utilisés pour atteindre plusieurs objectifs intermédiaires.

La Banque a néanmoins continué à développer son cadre d'évaluation des risques au cours de l'année sous revue. Plus précisément, sur la base des données utilisées dans le cadre d'évaluation des risques⁽¹⁾, une liste d'indicateurs a été établie pour les quatre objectifs intermédiaires de la politique macroprudentielle dans le secteur bancaire. Les indicateurs couvrent l'accumulation des risques dans les établissements financiers (banques, entreprises d'assurance et autres établissements financiers), le secteur privé non financier (ménages et sociétés non financières), les marchés financiers et le marché de l'immobilier. En outre, pour chaque objectif intermédiaire ont été recensés des indicateurs qui peuvent signaler la matérialisation de tels risques et, le cas échéant, la nécessité de relâcher certaines mesures macroprudentielles.

L'objectif de cette extension du cadre d'évaluation des risques est de renforcer le lien entre le large éventail d'informations utilisées dans l'analyse des risques et les options de politique macroprudentielle dont dispose la Banque. Plus précisément,

l'outil de suivi axé sur les objectifs intermédiaires simplifie le recensement des options de politique appropriées pour réduire les risques décelés. Le choix des instruments les plus appropriés requiert de lier les instruments et leur mécanisme attendu de transmission aux risques sous-jacents et aux objectifs de la politique macroprudentielle⁽²⁾.

6. Suivi du secteur bancaire parallèle et de la gestion de portefeuille

Le rapport de 2016 du *High Level Expert Group* (HLEG) sur l'avenir du secteur financier belge⁽³⁾ formule une série

(1) Les analyses des risques macroprudentiels de la Banque reposent sur une approche descendante (*top down*), une approche ascendante (*bottom up*) et une évaluation modélisée (*approche model-based*) (cf. le Rapport macroprudentiel 2016 de la Banque).

(2) Cf. « Le cadre belge de la politique macroprudentielle dans le secteur bancaire » (www.nbb.be).

(3) « L'avenir du secteur financier belge », rapport du High Level Expert Group (HLEG) institué à l'initiative du ministre belge des Finances, 13 janvier 2016.

de recommandations visant à renforcer la résilience et la compétitivité du secteur financier belge, afin qu'il puisse continuer à contribuer à la croissance durable de l'économie belge. C'est dans ce contexte qu'il a été demandé aux autorités de contrôle belges de présenter en 2017 un rapport au ministre des Finances sur les risques liés au secteur bancaire parallèle (*shadow banking*) et à ses interconnexions avec d'autres secteurs (financiers) en Belgique, et en particulier sur les risques systémiques liés au développement du secteur de la gestion de portefeuille en Belgique.

En réponse à cette question, la Banque et la FSMA ont présenté puis publié au troisième trimestre de l'année sous revue un rapport conjoint sur la gestion de portefeuille et le système bancaire parallèle en Belgique⁽¹⁾. La taille de ces secteurs en Belgique, qui se chevauchent mais diffèrent, peut être définie et mesurée de plusieurs manières. Un premier objectif important du rapport est donc de définir le concept de *shadow banking*, de délimiter ce secteur bancaire parallèle et celui de la gestion de portefeuille en Belgique, puis de clarifier les relations mutuelles entre les deux.

La gestion de portefeuille fait référence à la partie du système financier qui gère des actifs financiers pour le compte d'investisseurs, soit en gestion collective de fonds d'investissement, soit en gestion discrétionnaire de portefeuilles d'investisseurs individuels, soit encore en fournissant des conseils en placement. Selon la manière dont est considéré le caractère belge des activités, la taille de ce secteur peut être décrite de plusieurs façons. Ainsi, à la fin de 2016, la valeur nette d'inventaire des fonds d'investissement de droit belge s'élevait à 144 milliards d'euros, et les Belges détenaient des parts de fonds étrangers pour un montant de 189 milliards d'euros. Les gestionnaires de portefeuille belges géraient 248 milliards d'euros d'actifs, tant en gestion collective (fonds belges et étrangers) qu'en gestion discrétionnaire. Enfin, les banques belges étaient actives dans le secteur pour un montant de 531 milliards d'euros, tant en gestion de leurs actifs propres (via un gestionnaire de portefeuille belge ou étranger dont elles sont propriétaires, ou de par leurs propres activités bancaires privées et institutionnelles), qu'en distribution de fonds de tiers.

L'expression *shadow banking* fait quant à elle référence à une modalité d'intermédiation de crédit sans la participation des entités et activités du système bancaire ordinaire. La délimitation de ce secteur pour la Belgique s'opère, dans le rapport, selon deux méthodologies différentes, à savoir celle du Conseil de stabilité financière (*Financial Stability Board*, FSB) et celle de l'ABE. L'indicateur étroit du FSB prend comme base l'ensemble de l'intermédiation financière non bancaire pour ensuite la réduire aux

opérations d'intermédiation financière non bancaire qui sont effectuées par des entités situées hors du périmètre de consolidation prudentiel d'un groupe bancaire et qui entraînent des risques de type bancaire pour le système financier. Ce faisant, il en ressort un montant de 128 milliards d'euros (30 % du PIB), qui se compose de fonds monétaires et autres à l'exclusion des fonds d'actions (111 milliards d'euros de chevauchement avec le secteur de la gestion de portefeuille), d'autres intermédiaires financiers tels que les sociétés de crédit-bail et d'affacturage et les entreprises de crédit commercial et hypothécaire à l'exception de celles qui sont consolidées dans un groupe bancaire (7 milliards d'euros), et de véhicules de titrisation à l'exception des titrisations figurant sur les bilans de banques belges (10 milliards d'euros). Selon la méthodologie de l'ABE, le chevauchement entre le secteur de la gestion de portefeuille et le secteur bancaire parallèle est sensiblement moins important, étant donné que cette méthodologie ne considère comme entités bancaires parallèles que les fonds monétaires et les fonds d'investissement alternatifs (FIA)⁽²⁾ qui ont un effet de levier de plus de 300 % ou qui octroient ou achètent des prêts. En conséquence, le secteur bancaire parallèle belge ne représente au total que 19,4 milliards d'euros (5 % du PIB) selon cette approche.

Le secteur de la gestion de portefeuille et le secteur bancaire parallèle font partie d'un système financier axé davantage sur le marché, où une partie de l'intermédiation financière a lieu en dehors du secteur bancaire. Cette modalité de financement offre une alternative précieuse au financement bancaire et crée ainsi une plus grande diversité de sources de crédit et de possibilités de placement pour les investisseurs. En revanche, elle est susceptible d'engendrer des risques systémiques, en particulier lorsqu'elle est liée à des activités bancaires, telles que la transformation de liquidités et d'échéances et/ou la création de crédit et d'effets de levier, et peut soulever des points d'attention en matière de protection des investisseurs.

Pour la partie du secteur bancaire parallèle qui chevauche le secteur de la gestion de portefeuille, c'est le risque de liquidité, et en particulier le risque de rachats soudains et massifs, qui constitue le risque principal. Ce risque, qui vient de ce que la majorité de ces fonds sont *open-ended* et comportent donc un nombre variable de parts (fonds à capital variable)⁽³⁾,

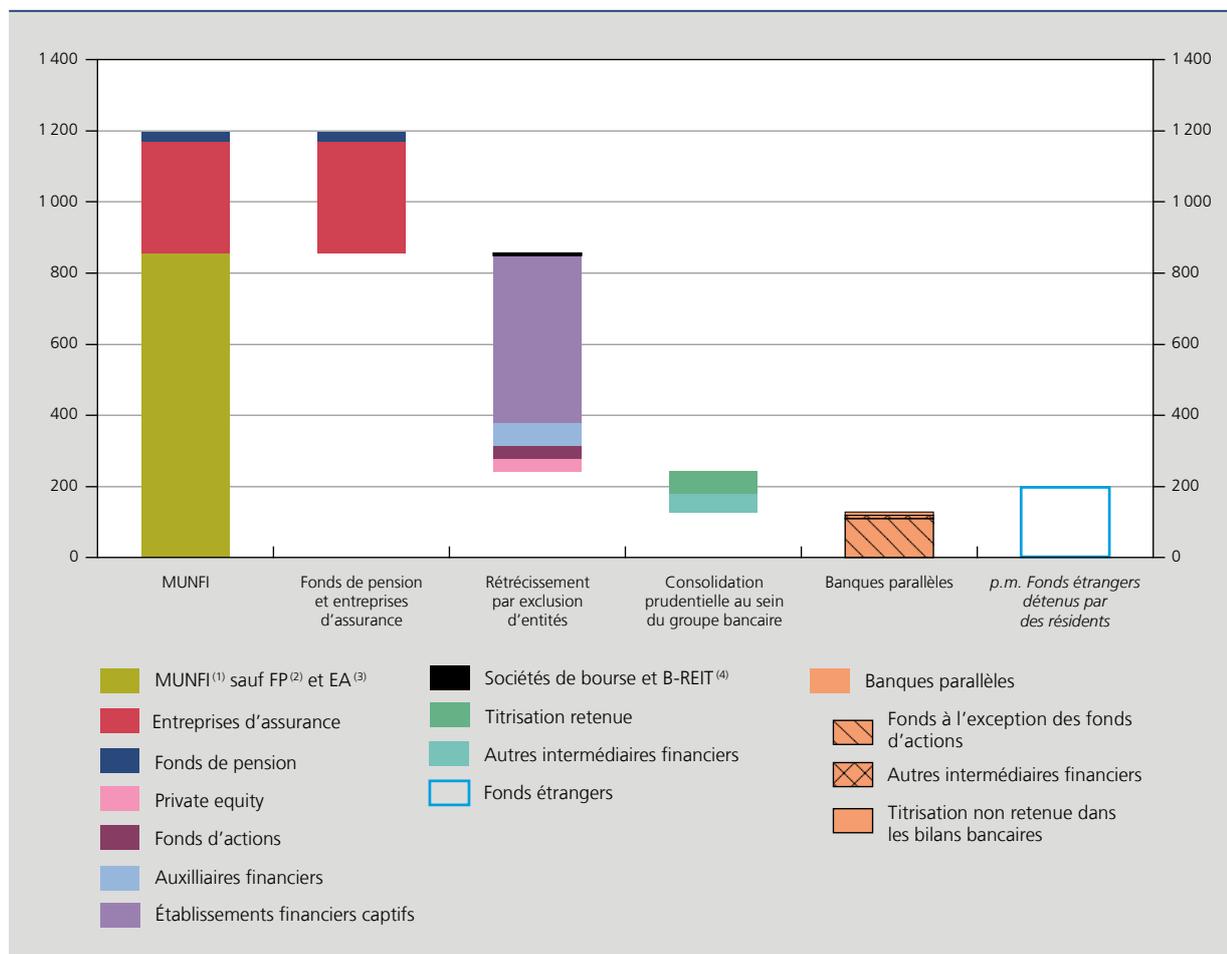
(1) « Report on Asset management and Shadow banking », septembre 2017 (www.nbb.be).

(2) Les fonds d'investissement alternatifs sont des fonds qui ne sont pas couverts par le régime européen des OPCVM (organismes de placement collectif en valeurs mobilières). Il s'agit généralement de fonds qui investissent dans des stratégies alternatives, tels que les *hedge funds*, les fonds de *private equity* et les fonds immobiliers.

(3) Un fonds à capital variable (également appelé fonds *open-ended*) est un fonds d'investissement qui offre la possibilité d'émettre ou de retirer des participations. Les personnes investissant dans ces fonds peuvent facilement y entrer ou en sortir et de nombreux fonds *open-ended* permettent des rachats quotidiens.

GRAPHIQUE 88 DÉLIMITATION DU SECTEUR BANCAIRE PARALLÈLE BELGE SELON L'INDICATEUR ÉTROIT DU FSB

(à la fin de 2016, en milliards d'euros)



Source : BNB.

(1) MUNFI (Monitoring Universe of Non-bank Financial intermediation) : intermédiation financière non bancaire.

(2) FP : fonds de pension.

(3) EA : entreprises d'assurance.

(4) B-REIT : real estate investment trusts belges.

est toutefois déjà absorbé en partie par la réglementation en vigueur et celle en préparation concernant, entre autres, la diversification des actifs et des passifs et les instruments de gestion de liquidité. Il convient de noter dans ce contexte que le secteur de la gestion de portefeuille et le secteur bancaire parallèle, contrairement à leur connotation parfois négative et à l'idée qu'ils échapperaient à tout cadre réglementaire, sont dûment soumis à des exigences réglementaires, fût-ce selon des modalités différentes du régime applicable aux établissements financiers tels que les banques.

En plus des risques induits par voie directe, le secteur de la gestion de portefeuille et le secteur bancaire parallèle peuvent également engendrer des risques (systémiques) de manière indirecte, notamment de par leurs interconnexions avec d'autres établissements financiers et avec

l'économie réelle. Ces interconnexions, qui peuvent prendre la forme de dettes et de créances tant contractuelles que non contractuelles, sont plutôt limitées pour les ménages et les sociétés non financières (par exemple, les investissements dans des fonds). Pour les établissements financiers, cependant, elles s'avèrent plus importantes et plus complexes, en particulier lorsqu'il s'agit d'interconnexions intra-conglomérales. Cependant, il convient également de noter que, spécifiquement pour la Belgique, l'on n'a pas constaté de points d'attention supplémentaires de nature systémique par rapport à ceux qui ont déjà été observés au niveau international.

Sur la base des analyses réalisées, le rapport formule une série de recommandations en matière de politiques à adopter pour le suivi des risques systémiques dans le

secteur de la gestion de portefeuille et le secteur bancaire parallèle. Premièrement, il y a lieu de mettre sur pied un échange d'informations plus approfondi entre les autorités compétentes et de prendre des initiatives permettant un meilleur reporting par les entités bancaires parallèles concernées, afin de permettre une délimitation et un contrôle plus adéquats de ce secteur. Deuxièmement, il convient d'instaurer un suivi périodique du secteur bancaire parallèle belge. Dans ce contexte, la Banque et la FSMA s'engagent à procéder à une actualisation annuelle des statistiques et, dans la mesure du possible, à affiner et à ajouter des données et analyses. Compte tenu du caractère international du secteur bancaire parallèle, cet exercice s'inscrira en outre dans le cadre des activités des autorités internationales (comme le FSB et l'OICV, l'Organisation internationale des commissions de valeurs) en matière de suivi, d'évaluation des risques et de mise en œuvre des politiques. La Banque et la FSMA continueront donc à contribuer à ces activités internationales.

Par ailleurs, deux recommandations plus spécifiques ont été formulées au sujet des deux principaux risques détectés dans le rapport. En ce qui concerne le risque de liquidité des fonds *open-ended*, la FSMA poursuivra ses efforts pour s'assurer que les gestionnaires de fonds surveillent correctement leurs risques de liquidité, et mettra des outils de gestion des risques de liquidité à la disposition de tous les fonds d'investissement belges. En ce qui concerne les risques liés aux interconnexions intra-conglomérales, et plus particulièrement celles résultant d'obligations non contractuelles (*step-in risk*), la surveillance de l'adéquation de la gestion des risques au sein des conglomérats financiers doit être encore renforcée et étendue.

7. Rapport sur les produits dérivés

Dans le rapport du HLEG précité sur l'avenir du secteur financier belge, les autorités de surveillance belges étaient également invitées à présenter au gouvernement avant la fin de l'année sous revue un rapport sur l'évolution de l'utilisation des produits financiers dérivés au sein du système financier belge et sur les risques systémiques qui en découlent. En décembre de l'année sous revue, la Banque a donc remis au ministre des Finances son rapport comprenant une analyse de l'utilisation des produits financiers dérivés par les banques et les entreprises d'assurance belges et des risques qui y sont liés, ainsi qu'un aperçu du nouveau cadre réglementaire instauré après la crise financière.

Le rapport offre d'abord une description générale des caractéristiques des différents types de produits financiers dérivés et des fins auxquelles ils peuvent

être utilisés par les établissements financiers. Plus précisément, les produits financiers dérivés peuvent être utilisés pour couvrir des risques (*hedging*), dans le cadre d'activités de marché et de services aux clients, ainsi que pour prendre des positions afin de tirer profit de différences constatées ou anticipées entre prix d'achat et de vente ou d'autres fluctuations de cours ou de taux d'intérêt. Dans la foulée, le rapport expose les mécanismes par lesquels l'utilisation de produits dérivés peut entraîner des risques systémiques. Les produits dérivés peuvent exposer les contreparties à un large éventail de risques, même lorsqu'ils sont utilisés à des fins de couverture. Les risques systémiques relatifs à l'utilisation de produits dérivés peuvent résulter notamment de la concentration sectorielle de positions détenues par un ensemble d'établissements financiers au moyen de produits dérivés, et de l'interdépendance entre les établissements financiers induite par leurs transactions mutuelles sur produits dérivés.

Le rapport décrit ensuite les évolutions instaurées par le cadre réglementaire dans le sillage de la crise financière qui concernent directement ou indirectement les produits dérivés: les modifications du cadre réglementaire de Bâle III, l'adoption du cadre Solvabilité II pour les entreprises d'assurance, l'entrée en vigueur du règlement européen sur les produits dérivés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux (*European Market Infrastructure Regulation*, EMIR), la proposition de réglementation européenne concernant le cadre de redressement et de résolution des contreparties centrales (*central counterparties*, CCP), et la BRRD.

Enfin, le rapport puise dans les données transmises à l'autorité de contrôle pour analyser l'évolution de l'utilisation des produits dérivés par les banques et entreprises d'assurance belges. Pour ce qui est de la nature des produits, ce sont les swaps de taux d'intérêt qui représentent la part la plus importante des produits financiers dérivés utilisés, tant pour les banques que pour les entreprises d'assurance belges. L'analyse montre également que les expositions du secteur bancaire belge aux produits dérivés ont fortement diminué depuis la crise financière. Dans le même temps, la baisse des taux d'intérêt depuis la crise a eu une incidence négative importante sur la valeur de marché des expositions des banques belges aux produits dérivés et sur le revenu d'intérêts net sur produits dérivés⁽¹⁾. De manière générale, les entreprises d'assurance recourent beaucoup moins aux produits dérivés que les banques.

(1) Cela s'explique par le fait que les maturités des investissements à l'actif du bilan bancaire sont plus longues que celles du financement au passif de la banque. Comme un certain nombre de banques se couvraient généralement contre les hausses de taux d'intérêt, la forte baisse des taux au cours de ces dernières années a entraîné des pertes sur les produits dérivés (swaps de taux d'intérêt) utilisés pour couvrir ce risque.

Si l'analyse des données recueillies par l'autorité de contrôle permet d'observer certaines tendances dans les activités des banques et des entreprises d'assurance en matière de produits dérivés, les limitations inhérentes à ces données empêchent toutefois d'en dégager toutes les évolutions clés. D'une part, les données détaillées sur les produits dérivés au niveau des transactions, pour lesquelles la législation EMIR requiert désormais un reporting, et qui pourraient fournir des informations sur de nombreux aspects des activités liées aux produits dérivés, ne sont pas encore pleinement exploitables. D'autre part, comme une large part des opérations sur produits dérivés est désormais compensée par les contreparties centrales, la disponibilité de données détaillées ne signifie pas pour autant que les autorités sont à même de se faire du système une idée complète qui couvre les contreparties de part et d'autre des opérations compensées de manière centralisée. L'importance systémique des contreparties centrales, qui découle naturellement de l'exigence EMIR de compensation centrale pour les produits dérivés standardisés, souligne la nécessité d'établir un cadre de recouvrement et de résolution efficace pour ces contreparties centrales, comme cela est actuellement discuté en Europe.

Le rapport met en évidence certains points d'attention importants concernant les politiques à adopter. Premièrement, bien que l'utilisation de produits dérivés ait diminué et que la couverture de certains risques par des produits dérivés soit susceptible de réduire ces risques, leur utilisation peut également entraîner de nouveaux risques et de fortes fluctuations du revenu des établissements financiers. Compte tenu de la nature très complexe et technique des produits dérivés, il importe par ailleurs que les établissements financiers disposent de structures de gestion des risques adéquates, afin que les organes dirigeants de ces établissements puissent se faire une idée générale de l'utilisation des produits financiers dérivés au sein de l'établissement, et procéder ainsi à une évaluation précise des risques qui y sont liés.

8. Risques liés au changement climatique et à la transition vers une économie bas carbone

À la suite notamment de l'accord global dégagé lors de la Conférence de Paris sur les changements climatiques (COP21), l'incidence potentielle du changement climatique et de la transition à terme vers une économie bas carbone sur la stabilité financière a récemment gagné en attention. Dans un rapport de 2017, le FSB mentionnait que le montant d'actifs financiers sujets à des risques climatiques directs ou de transition se situait, selon

différentes études, entre 4 et 43 billions de dollars. Si ces estimations restent imprécises au vu notamment de la longueur de l'horizon à considérer, elles rendent toutefois compte de l'importance potentielle de ces risques.

La catégorisation des différents risques auxquels le secteur financier est exposé au vu du changement climatique et de la transition vers une économie bas carbone est communément acceptée au niveau international. Les risques directs concernent principalement le passif des assureurs non-vie et l'augmentation potentielle des charges de sinistres faisant suite à des conditions climatiques extrêmes, mais également les expositions à des contreparties situées dans les régions du monde considérées comme étant les plus vulnérables au changement climatique. Les risques dits de transition concernent notamment les expositions aux secteurs les plus consommateurs d'énergies fossiles et/ou les plus vulnérables en cas de transition énergétique abrupte, y compris le secteur de l'immobilier. La transition vers une économie bas carbone entraîne également le développement d'instruments financiers dits verts (*green finance*). Ces instruments peuvent également présenter des risques de crédit, au vu notamment du caractère relativement novateur des activités visées et du caractère de long terme des investissements financés, ou de réputation (par exemple, en cas de non-respect des engagements relatifs au caractère vert du projet) quand ces produits sont émis ou commercialisés par l'intermédiaire d'établissements financiers.

Le suivi des différents risques financiers liés au changement climatique et notamment de leur incidence potentielle sur la stabilité financière constitue un important point d'attention pour la Banque. Les expositions du secteur financier belge aux risques directs sont relativement limitées, à l'exception du secteur de l'assurance non-vie. Les risques indirects pourraient s'avérer plus significatifs. Une mesure plus précise de ces expositions nécessite toutefois un cadre d'analyse plus raffiné que ce que ne permettent les données actuellement disponibles. Ce cadre devra être développé à court terme, en s'inspirant de la méthodologie élaborée et validée au niveau international. Outre les efforts à fournir par les autorités de surveillance, une plus grande publicité des expositions aux risques susmentionnés par l'ensemble des acteurs concernés, y compris non financiers, est souhaitable. Des initiatives telles que celles prises par le FSB dans le cadre de sa « Task Force on Climate-related Financial Disclosures » sont à encourager.

En tout état de cause, il ne semble pas souhaitable d'influencer, par l'intermédiaire de la réglementation, par exemple par la voie d'exigences de fonds propres plus ou

moins élevées pour certains types d'expositions, les choix stratégiques des établissements financiers en matière climatique ou énergétique. Néanmoins, le mandat macro-prudentiel de la Banque est de garantir le maintien de

la stabilité financière en Belgique, et il est donc de son devoir d'assurer un suivi des risques systémiques apparaissant de manière excessive, qu'ils soient liés au changement climatique ou à tout autre facteur.

C. Redressement et résolution

Au cours de l'année sous revue, les travaux de la Banque en matière de redressement et résolution ont principalement porté sur la résolution dans le secteur bancaire. Si le cadre institutionnel européen en la matière est resté relativement stable, ses modalités d'application, dont certaines doivent encore être définies, ont fait l'objet de discussions aux niveaux européen et international. En parallèle, une nouvelle catégorie de titres de créance a été introduite en droit belge afin de faciliter l'application de l'instrument de renflouement interne (bail in). Le Conseil de résolution unique (CRU) a par ailleurs poursuivi l'élaboration des plans de résolution des établissements de crédit importants, en collaboration avec les autorités de résolution nationales, et le financement des fonds de résolution européen et national s'est accru. La Banque a également publié une circulaire⁽¹⁾ relative à la mise en œuvre des différentes orientations de l'ABE sur la gestion de crise, orientations portant tant sur les plans de redressement et de résolution que sur différentes modalités d'intervention ou de résolution.

En ce qui concerne les infrastructures de marchés financiers, la Commission européenne avait publié à la fin de 2016 une proposition introduisant un cadre légal pour les plans de redressement et de résolution de contreparties centrales dont l'importance est grandissante au vu de l'obligation de compenser certains types de dérivés via de telles institutions. Les discussions menées au niveau européen sur le sujet ont été poursuivies au cours de l'année sous revue.

En ce qui concerne les entreprises d'assurance, l'Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles (AEAPP) a analysé les différents régimes nationaux de redressement et résolution. Sur la base du constat d'une importante hétérogénéité entre États membres, des recommandations ont été formulées visant une plus grande harmonisation de ces régimes. La mise en œuvre de ces recommandations demanderait à l'avenir une adaptation du cadre réglementaire.

1. Résolution de banques et de sociétés de bourse

1.1 Cadre institutionnel et juridique

Le cadre institutionnel et juridique européen relatif à la résolution est resté relativement stable au cours de l'année 2017. Pour rappel, ce dernier repose sur la BRRD, qui définit un cadre pour le redressement et la résolution des établissements de crédit et des entreprises d'investissement, ainsi que sur le règlement MRU⁽²⁾, qui institue le mécanisme de résolution unique (MRU).

Si le cadre européen définit une approche globale de la résolution, certaines de ses modalités d'application doivent encore être définies, par exemple par l'ABE ou le CRU suivant leurs compétences respectives. En particulier,

le CRU a entamé une réflexion visant à dégager au sein de l'union bancaire une approche sur une série de sujets transversaux, incluant par exemple la définition et le calibrage du MREL, le recensement des fonctions critiques exercées par les groupes bancaires européens, la continuité opérationnelle des entités en résolution ou encore l'accès aux infrastructures de marché en résolution.

Certaines évolutions internationales ont également contribué à enrichir la réflexion sur la mise en œuvre du cadre de résolution en Europe. Le FSB a, par exemple, ouvert une consultation en décembre 2016 portant sur

(1) Circulaire NBB_2017_29 du 30 novembre 2017 – Orientations de l'ABE sur la gestion de crise.

(2) 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, JO L 225 du 30.7.2014.

la capacité interne totale d'absorption de pertes (*internal total loss-absorbing capacity*, ou *internal TLAC*), c'est-à-dire la capacité d'absorption de pertes des filiales d'un groupe bancaire faisant l'objet d'une stratégie de résolution à point d'entrée unique (c'est-à-dire un groupe bancaire auquel l'instrument de renflouement interne ne serait appliqué qu'à une personne légale au sein du groupe, le point d'entrée unique, en vue de couvrir l'ensemble des pertes du groupe). La Banque a réagi à cette consultation en février 2017 en soulignant l'importance d'un tel dispositif dans la mise en œuvre de la stratégie de résolution reposant sur un point d'entrée unique, et en avançant une série d'arguments techniques en raison desquels certains mécanismes, telles les garanties collatéralisées, ne permettent pas d'assurer une des conditions nécessaires à la mise en œuvre d'une telle stratégie, à savoir la remontée des pertes vers la maison mère et la descente de capital vers les filiales en cas de résolution. Le FSB a publié la version finale de ses principes directeurs sur la capacité interne totale d'absorption de pertes en juillet 2017.

En parallèle, la mise en œuvre du cadre européen a également requis d'adapter la législation belge, afin de faciliter l'exercice des nouveaux instruments de résolution qu'il introduit. En 2017, la Belgique a suivi l'initiative déjà prise dans plusieurs États membres, dont la France, de faciliter l'application de l'instrument de renflouement interne en instaurant une nouvelle catégorie de titres de créance (*Non-Preferred Senior*).

En cas de résolution bancaire, les actionnaires doivent être les premiers à supporter les pertes, suivis au besoin par les créanciers de l'établissement. Conformément au principe *No-Creditor-Worse-Off* (NCWO), aucun créancier ne peut encourir plus de pertes que celles qu'il aurait dû subir si l'établissement avait fait l'objet d'une procédure de faillite. Les créanciers doivent contribuer aux pertes selon le rang de leurs créances dans la faillite, les créanciers de même rang devant bénéficier d'un traitement égal (*pari passu*).

L'autorité de résolution a identifié un certain nombre d'obstacles relatifs aux créanciers chirographaires compliquant l'utilisation de l'instrument de renflouement interne. Le premier est la présence dans ce rang des dépôts non garantis. Si le cadre juridique permet l'absorption de pertes par des dépôts non garantis, parmi lesquels des dépôts d'entreprises, les autorités de résolution s'exposent néanmoins à un risque non négligeable de contagion pour l'économie réelle.

En second lieu, le rang des créanciers chirographaires comprend des produits très complexes, par exemple les

produits structurés (qui présentent la particularité de comporter au sein d'un même titre de créance différents instruments financiers, tels que des produits dérivés), de sorte qu'il peut s'avérer impossible de procéder dans un délai raisonnable à leur dépréciation ou à leur conversion.

Bien que le cadre juridique prévoit la possibilité, dans des circonstances exceptionnelles, d'exclure de l'application de l'instrument de renflouement interne certaines dettes normalement éligibles au renflouement interne, cette option doit être nuancée, dans la mesure où elle pourrait contrevenir au principe NCWO. Les titres de créance « classiques », qui, contrairement aux créances qui seraient exclues, peuvent être dépréciés ou convertis plus facilement, devraient de ce fait supporter des pertes plus importantes, après quoi les détenteurs de ces titres de créance classiques seraient en droit d'exiger une compensation du fonds de résolution.

Pour trouver une solution à ces deux problèmes, l'on a créé une nouvelle catégorie de créanciers chirographaires (*Non-Preferred Senior*) qui, en cas de concours des créanciers sur le patrimoine de l'établissement de crédit, sera remboursée après les créanciers chirographaires ordinaires, mais avant les créanciers détenteurs de dettes subordonnées. Pour l'application de l'instrument de renflouement interne, cela signifie qu'ils devront supporter une part des pertes après les créanciers subordonnés, mais avant les créanciers chirographaires ordinaires.

Pour pouvoir être qualifiés de *Non-Preferred Senior*, les instruments de dette doivent satisfaire à une série d'exigences. Il doit s'agir de titres de créance dont l'échéance initiale n'est pas inférieure à un an et dont la convention d'émission prévoit que le détenteur est un créancier chirographaire d'un rang inférieur. Les instruments de dette dont les conditions compliqueraient à l'excès l'application de l'instrument de renflouement interne sont exclus.

La Belgique a anticipé avec cette initiative la directive européenne⁽¹⁾ modifiant la BRRD sur base de laquelle une nouvelle catégorie de titres de créance est introduite dans la hiérarchie des créanciers à un rang directement supérieur à celui des instruments subordonnés émis par les banques (cf. la section D.3.1. de la partie « Réglementation et contrôle prudentiels »).

(1) Directive (UE) 2017/2399 du Parlement européen et du Conseil du 12 décembre 2017 modifiant la directive 2014/59/UE en ce qui concerne le rang des instruments de dette non garantie dans la hiérarchie en cas d'insolvabilité.

Au niveau européen, l'année sous revue a été marquée par la résolution d'un certain nombre de cas de crise bancaire qui ont permis de tester les nouvelles règles en matière de résolution adoptées au niveau européen (cf. l'encadré 10).

Encadré 10 – Cas de crise de banques italiennes et espagnoles

L'année sous revue a été marquée par la résolution d'un certain nombre de cas de crise bancaire qui ont permis de tester les nouvelles règles en matière de résolution adoptées au niveau européen.

La banque Monte dei Paschi di Siena a dû recourir au soutien de l'État italien pour soutenir ses positions de liquidité et de solvabilité, par la voie notamment d'une augmentation de capital de plus de cinq milliards d'euros. Cette aide publique n'a pas nécessité la mise en résolution de ce groupe, dans la mesure où l'augmentation de capital a pu être considérée comme préventive⁽¹⁾ car justifiée par les résultats d'un exercice de tests de résistance réalisé par les autorités de surveillance. Conformément à sa politique en matière d'aide publique, la Commission européenne a toutefois imposé que les détenteurs de dettes subordonnées du groupe Monte Paschi participent aux pertes en acceptant une réduction du montant de leur créance à concurrence de plus de trois milliards d'euros. Les investisseurs particuliers pourront toutefois échapper partiellement à ces pertes dans la mesure où il a été considéré qu'ils n'avaient pas été suffisamment informés sur les risques encourus lors de leur investissement sous la forme de dettes subordonnées et qu'en conséquence, ils devaient bénéficier d'une compensation au titre de vente inadaptée à la connaissance et au profil de risque de l'investisseur (*misselling*).

Les banques italiennes Banca Popolare di Vicenza et Veneto Banca ont dû être déclarées défailtantes par l'autorité de surveillance en raison de leur incapacité à restaurer leurs rentabilité et solvabilité de manière soutenable. Au vu de l'activité et de la taille de ces établissements, le CRU a jugé que ces deux banques ne remplissaient pas la condition d'intérêt public telle que définie par la BRRD. Elle a dès lors conclu qu'aucune mesure de résolution n'était nécessaire, avec comme conséquence la liquidation de ces deux établissements. Les autorités italiennes ont pu éviter une liquidation désordonnée en procédant en premier lieu à une recapitalisation de ces deux entités à concurrence de 4,8 milliards d'euros et au transfert de leurs actifs sains et des dépôts au groupe bancaire italien Intesa pour une valeur d'un euro. Les éléments restant comptabilisés dans les entités résiduelles de ces deux banques comprennent essentiellement un portefeuille de crédits non performants ainsi que le capital et les dettes subordonnées existants, qui serviront à couvrir les pertes. La différence a été financée par des dettes garanties par les autorités publiques italiennes à concurrence de 12 milliards d'euros afin de faciliter une liquidation ordonnée.

En Espagne, Banco Popular a également dû être déclarée défailtante en raison d'une crise de liquidité profonde. Cette dernière fut le résultat d'une perte de confiance des créanciers à la suite des difficultés de la banque d'assainir sa situation financière grevée par un volume trop important d'actifs non performants. Compte tenu de la taille de Banco Popular en Espagne, le CRU a considéré que des mesures de résolution visant à préserver les activités essentielles de cette banque étaient nécessaires. Il a dès lors procédé immédiatement à une valorisation des actifs et conclu à la nécessité d'utiliser l'intégralité du capital et des dettes subordonnées pour couvrir les pertes existantes. Cela a rendu possible la vente de Banco Popular au groupe Santander pour une valeur d'un euro.

Dans les quatre cas de crise précités, les autorités ont utilisés les instruments introduits par la BRRD pour préserver la stabilité financière, avec comme préoccupation de limiter le risque de renflouement interne (*bail in*) pour les déposants. Il faut toutefois constater que des aides publiques ont encore été nécessaires pour

(1) Le mécanisme de recapitalisation préventive est prévu par la BRRD et permet à un État de recapitaliser une banque sans déclencher un mécanisme de résolution. Le montant de la recapitalisation doit être basé sur le niveau de pertes théoriques estimé par l'autorité de surveillance dans le cadre d'un exercice de test de résistance et ne peut servir à couvrir des pertes existantes.



résoudre des situations de crise, comme dans le cas des banques italiennes. Les autorités locales ont considéré que ces aides étaient inévitables pour éviter des perturbations économiques en Italie, et plus particulièrement dans les régions où opéraient les banques concernées. Ces cas montrent qu'il est difficile d'exclure a priori des aides publiques en cas de crise, notamment lorsque plusieurs établissements importants sont touchés au même moment.

Ces aides ont été considérées comme compatibles avec les règles européennes en matière d'aides publiques et avec la BRRD. En ce qui concerne Banca Popolare di Vicenza et Veneto Banca, les aides visaient à faciliter la liquidation de banques qui ne seront plus actives. Quant à Monte Paschi, l'aide a pu être accordée sur la base d'une disposition spécifique de la BRRD qui permet de procéder à une recapitalisation préventive. Conformément à sa politique générale, la Commission européenne s'est assurée que les actionnaires et les détenteurs de dettes subordonnées supportent les pertes afin d'éviter que l'aide publique soit utilisée pour couvrir des pertes existantes. Cette politique a mis en exergue la difficulté d'utiliser des instruments de dettes détenus par la clientèle de détail pour couvrir les pertes encourues, dans la mesure où ceci peut nuire à la confiance des clients, alors que l'un des objectifs de la résolution de crise est de restaurer la confiance dans le système financier.

La rapidité avec laquelle des repreneurs ont pu être trouvés pour l'activité des banques en crise a également contribué au maintien de la stabilité financière. Sans une reprise rapide des entités ou activités concernées par d'autres investisseurs, il aurait probablement été très compliqué pour les autorités de stopper les retraits de liquidité et dès lors d'éviter une liquidation désordonnée. Il apparaît donc que disposer de sources de liquidité suffisantes en cas de résolution d'une banque est une condition essentielle au succès d'une procédure de résolution.

Finalement, ces cas ont également souligné l'importance, en cas de résolution, de considérer la situation de la banque défaillante, mais aussi des entités qui y sont liées, plus particulièrement les filiales bancaires à l'étranger. Ces filiales peuvent être touchées par la défaillance de la maison mère et par les mesures de résolution ou de restructuration prises, ce qui peut entraîner des perturbations de la stabilité financière dans les pays d'accueil de ces dernières.

1.2 Plans de résolution

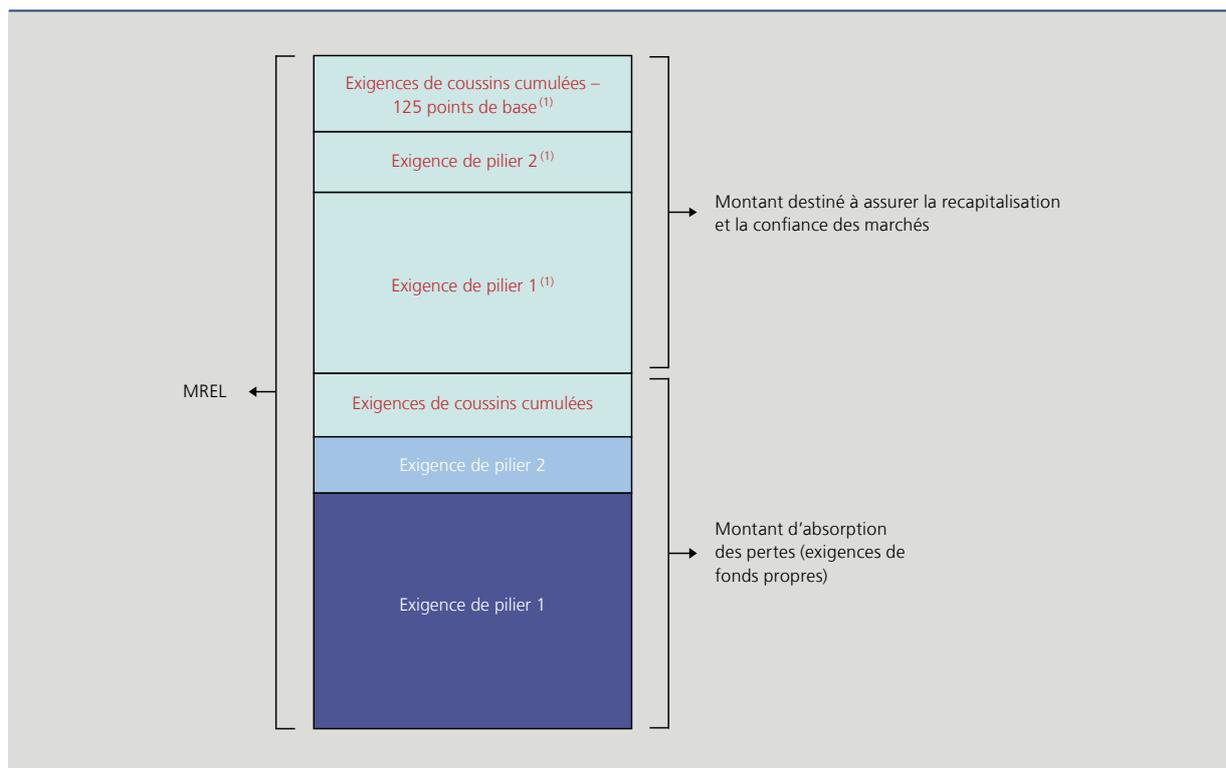
La BRRD requiert qu'un plan de résolution soit défini pour chaque groupe bancaire européen. L'élaboration d'un plan de résolution est un processus dont l'objectif est d'améliorer la résolvabilité d'un groupe. Un groupe bancaire est considéré comme résolvable aux termes de la directive dès lors que les autorités dont c'est la compétence peuvent 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 elles disposent, tout en préservant la stabilité du système financier et en assurant la continuité des fonctions critiques exercées par le groupe.

Le règlement MRU attribue au CRU la responsabilité de l'élaboration des plans de résolution des établissements de crédit importants et/ou transfrontaliers, ainsi que de ceux à l'égard desquels la BCE a décidé d'exercer

directement sa surveillance. La responsabilité de l'élaboration des plans des autres établissements moins importants échoit aux autorités de résolution nationales.

La conception d'un plan de résolution est un processus itératif qui, en fonction de la complexité du groupe bancaire, peut s'étaler sur plusieurs années. Dans ce cadre, le CRU a mis au point une approche séquentielle, recensant différents niveaux d'élaboration du plan de résolution. Afin de concevoir un plan qui satisfasse parfaitement les exigences de la BRRD, le CRU a défini cinq stades de développement des plans de résolution. Le premier est le plan de résolution de transition. Il est suivi des plans de résolution de phase 2, 3, 4 et 5. Le plan de résolution de transition définit les bases d'un plan de résolution et les prémices de la stratégie de résolution. Celles-ci sont approfondies dans les plans de phase 2 à 5, de manière itérative, chaque plan comprenant un élément de décision supplémentaire, sous l'angle du MREL ou du recensement d'obstacles à la résolvabilité.

GRAPHIQUE 89 DÉCOMPOSITION DE L'EXIGENCE DE MREL



Source: BNB.

(1) Exigences appliquées aux actifs pondérés par les risques post-résolution.

Au cours de l'année 2017, les plans élaborés par le CRU en collaboration avec les autorités de résolution nationales ont principalement été des plans de résolution de transition, de phase 2 ou de phase 3. Contrairement aux plans de phase 2 élaborés en 2016, les plans de phase 3 intègrent une exigence de MREL consolidée contraignante.

L'exigence de MREL sur une base consolidée est déterminée suivant la méthodologie adoptée par le CRU en 2017. L'exigence est composée d'un montant d'absorption des pertes et d'un montant destiné à assurer la recapitalisation et la confiance des marchés. Le premier est basé sur les exigences de fonds propres, à savoir l'exigence au titre du pilier 1, l'exigence au titre du pilier 2 et le montant des exigences de coussins cumulés (l'ensemble des exigences de coussins de fonds propres – cf. le chapitre D de la partie « Réglementation et contrôle prudentiels » – appelé *combined buffer requirement*). Le montant destiné à la recapitalisation est équivalent aux exigences au titre des piliers 1 et 2 appliquées au montant des actifs pondérés par les risques (montant total d'exposition au risque) tel qu'il serait déterminé après résolution. Ce montant peut donc reconnaître, dans certaines limites, un effet de

diminution des actifs pondérés par les risques résultant de la matérialisation de certains risques. Enfin, il est complété par un montant destiné à assurer la confiance des marchés, égal aux exigences de coussins cumulés diminuées de 125 points de base, elles aussi appliquées au montant des actifs pondérés par les risques post-résolution.

Une exigence de MREL consolidée est insuffisante dans le cadre d'une stratégie de résolution de point d'entrée unique qui présuppose que le renflouement interne, visant à absorber l'ensemble des pertes du groupe, n'est centralisé qu'en un seul point. C'est pourquoi l'exigence consolidée devrait être complétée par une exigence au niveau individuel à satisfaire par les entités sujettes à la stratégie de résolution de point d'entrée unique.

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 2017, la Banque, en tant qu'autorité de résolution nationale, a participé à l'élaboration de trois plans de résolution de phase 2 et de trois plans de phase 3 concernant des établissements de crédit importants établis en Belgique, ainsi qu'à l'élaboration

de plans de résolution de transition de deux autres établissements de crédit également établis en Belgique. En outre, la Banque a participé à l'élaboration des plans de résolution de neuf groupes bancaires importants ayant une filiale en Belgique.

1.3 Financement de la résolution

La BRRD prévoit l'obligation d'établir dans chaque État membre un fonds de résolution financé par la perception de contributions des établissements de crédit et des entreprises d'investissement. Chaque fonds de résolution doit atteindre un niveau cible d'au moins 1 % du montant total des dépôts couverts, et ce au plus tard le 31 décembre 2024.

Conformément au règlement MRU, le Fonds de résolution unique (FRU) a été établi au sein de l'union bancaire le 1^{er} janvier 2016. Pour les établissements qui contribuent au FRU, ce fonds se substitue aux fonds de résolution nationaux évoqués ci-dessus. Pendant une période transitoire, des compartiments nationaux sont toutefois maintenus au sein du FRU. Le Fonds unique 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 concernés 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 respectives des établissements. Les autorités de résolution nationales collaborent avec le CRU à chaque étape du processus. Elles se chargent en particulier de recueillir, pour le 31 janvier de chaque année au plus tard, les données nécessaires au calcul des contributions, et notifient aux établissements pour le 1^{er} mai au plus tard les montants dont ils sont redevables.

La méthode de calcul des contributions au FRU est déterminée par un règlement délégué de la CE⁽¹⁾. Les établissements de taille réduite acquittent une contribution forfaitaire. Les établissements de taille plus importante paient une contribution calculée selon une méthode qui tient compte des risques auxquels ils sont exposés.

Au cours de l'année 2017, le CRU a levé, auprès des établissements belges assujettis, un montant de 250 millions d'euros, contre 277,6 millions d'euros en 2016. Cette baisse s'explique par la mutualisation des moyens qui s'opère progressivement au sein du FRU au cours de la période transitoire, et qui modifie la base de calcul. Cette évolution de la base de calcul bénéficie aux établissements belges, parce qu'ils disposent d'une quantité de dépôts couverts proportionnellement plus élevée que la moyenne européenne. Les établissements avaient la possibilité de payer 15 % de leur contribution sous la forme d'un « engagement de paiement irrévocable » couvert par une garantie en espèces. Le montant total des contributions des établissements belges sous cette forme s'élevait en 2017 à 34,4 millions d'euros. Au total, le FRU a déjà récolté 17,4 milliards d'euros auprès des établissements tombant dans le champ d'application du règlement MRU.

Pour les entreprises non assujetties au FRU, à savoir les succursales établies en Belgique d'établissements de crédit ou d'entreprises d'investissement relevant d'un pays tiers ainsi que les sociétés de bourse de droit belge qui ne tombent pas dans le champ d'application de la surveillance sur une base consolidée de leur entreprise mère par la BCE, la loi du 27 juin 2016 prévoit la constitution d'un fonds de résolution national financé par la perception de contributions annuelles. La loi prévoit que la contribution et les modalités de paiement sont déterminées par le Collège de résolution de la Banque, et que c'est le fonds de résolution national qui recueille les contributions. En 2017, le Collège de résolution a adopté une circulaire⁽²⁾ précisant la méthode de calcul qui a été appliquée pour cet exercice et a informé le fonds de résolution national du montant des contributions dues par les établissements qui ne sont pas assujettis au FRU. Le niveau cible annuel pour 2017 s'élevait à un peu plus de 450 000 euros.

(1) 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.

(2) Circulaire NBB_2017_28 - Circulaire du Collège de résolution de la Banque nationale de Belgique relative au calcul et à la collecte des contributions au Fonds de résolution dues par les entreprises non assujetties au Fonds de résolution unique.

D. Banques et sociétés de bourse

En 2017, dans un environnement toujours caractérisé par des taux d'intérêt bas, le MSU s'est tout particulièrement penché sur la surveillance de la rentabilité des établissements de crédit et sur leur sensibilité aux mouvements de taux d'intérêt, notamment sur la base de tests de résistance spécifiquement développés à cet effet. Les résultats de ces tests ont en outre été utilisés lors de l'exercice annuel d'évaluation des risques et de quantification du capital et de la liquidité nécessaires (Supervisory Review and Evaluation Process, SREP). Le MSU a également finalisé ses lignes directrices en matière de gestion des crédits non performants. La mise en œuvre de la norme comptable IFRS 9 et la sous-traitance de différents services bancaires ont également fait l'objet d'une attention prioritaire. Enfin, le MSU a publié ses attentes spécifiques en matière de qualité du processus interne d'évaluation de l'adéquation du capital (ICAAP) et de la liquidité (ILAAP), soulignant la nécessité d'une amélioration des pratiques des établissements de crédit en la matière. La Banque a, par l'intermédiaire des Joint Supervisory Teams, collaboré à tous ces travaux.

Au niveau national, une attention particulière a été portée, à travers des analyses horizontales, aux risques de taux d'intérêt et de marché et aux modèles d'entreprise des banques belges. La Banque a également suivi la mise en œuvre des réformes structurelles visant à interdire ou limiter certaines activités de négociation. Enfin, la Banque a pris note et assuré le suivi des recommandations adressées dans le cadre des commissions Optima et Panama Papers.

Les évolutions en matière de réglementation bancaire internationale se sont opérées tant au niveau mondial, avec la finalisation, par le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, de la réglementation baptisée «Bâle III», qu'au niveau européen, avec la poursuite des négociations sur une actualisation de la réglementation bancaire européenne. Au niveau national, la Banque a adapté son règlement portant sur les options et discrétions laissées aux autorités de surveillance nationales. D'autres éclaircissements ont été apportés dans le contexte du débat sur la répartition des compétences entre la BCE et les autorités de surveillance nationales.

1. Cartographie du secteur et aspects opérationnels

1.1 Population et classification des banques belges selon les critères du MSU

À la fin de 2017, la population bancaire belge comptait 104 établissements. Alors que le nombre d'établissements de crédit de droit belge est resté stable, le nombre de succursales d'établissements de crédit relevant du droit d'un autre État membre de l'EEE (Espace économique européen) s'est replié de quatre unités.

Comme expliqué dans le Rapport 2016 (cf. la section C.1. de la partie «Réglementation et contrôle

prudentiels»), la BCE exerce, par la voie du MSU, un contrôle direct sur tous les établissements de la zone euro considérés comme importants (SI) et est assistée en cela par les autorités nationales de contrôle. Celles-ci continuent en revanche à assurer le contrôle direct des établissements moins importants (*less significant institutions*, LSI), avec toutefois la possibilité, pour la BCE, d'exercer le contrôle direct de ces établissements si cela se justifie pour l'application cohérente de ses normes de contrôle.

S'agissant des SI, la Banque participe à 15 équipes de surveillance conjointes sous la direction de la BCE (*Joint Supervisory Teams*, JST), équipes qui exercent le contrôle des établissements ou groupes d'établissements belges importants, que ce soit des banques belges détenues par

TABLEAU 23 ÉVOLUTION DU NOMBRE D'ÉTABLISSEMENTS SOUS CONTRÔLE

(données en fin de période)

	2016	2017
Établissements de crédit	108	104
De droit belge	34	34
Succursales relevant du droit d'un État membre de l'EEE	50	46
Succursales relevant du droit d'un État non membre de l'EEE	8	8
Compagnies financières	6	5
Groupes de services financiers	4	5
Autres établissements financiers ⁽¹⁾	6	6
Entreprises d'investissement	33	32
De droit belge	20	19
Succursales relevant du droit d'un État membre de l'EEE	11	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.

une société mère belge, des filiales établies en Belgique d'une société mère non belge relevant du MSU, ou encore des banques établies en Belgique et détenues par une société mère non belge ne relevant ni du MSU, ni du droit d'un État membre de l'EEE. Le groupe des LSI belges compte 16 banques (à l'exclusion des compagnies financières et des groupes de services financiers).

1.2 Aspects opérationnels

Inspections

L'augmentation du nombre d'inspections sur place dans le secteur bancaire constatée depuis 2015 s'est poursuivie en 2017. La majorité de ces inspections a concerné des SI. Conformément aux priorités de surveillance définies par le MSU, ces inspections ont principalement porté sur les risques financiers encourus par les banques et sur l'organisation de leurs fonctions de contrôle. Les inspections menées dans le cadre du MSU sont de plus en plus souvent confiées à des équipes mixtes, composées d'inspecteurs venant de différentes autorités de contrôle faisant partie du MSU.

TABLEAU 24 RÉPARTITION DES BANQUES BELGES SELON LES CRITÈRES DE CLASSIFICATION DU MSU

Établissements importants (SI)

Avec une entité mère belge

Argenta
AXA Bank Belgium
Belfius
Degroof Petercam
Dexia (compagnie financière)
Groupe KBC – KBC Banque, CBC

Avec une entité mère non belge relevant du MSU

BNP Paribas Fortis, bpost banque
Groupe CMNE – Beobank, Banque Transatlantique Belgium
Groupe ING – ING Belgium, Record Bank
Banca Monte Paschi Belgio
MeDirect Bank
Puilaetco Dewaay Private Bankers
Santander Consumer Bank
Société Générale Private Banking

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 (LSI)

Groupe Anbang – Banque Nagelmackers
Byblos Bank Europe
CPH
Groupe Crelan (Crelan, Europabank)
Groupe Datex – CKV
Dierickx-Leys
ENI
Euroclear
Groupe Finaxis – ABK, Delen Private Bank, Bank J. Van Breda & C°
Shizuoka Bank
United Taiwan Bank
Van de Put & C°
VDK Spaarbank

Source : BNB.

Pour les matières ne relevant pas de la compétence de la BCE, des inspections ont porté sur l'ensemble des établissements placés sous le contrôle prudentiel de la Banque. L'accent a notamment été mis sur la prévention du blanchiment de capitaux et du financement du terrorisme.

Modèles internes

Le projet TRIM (*Targeted Review of Internal Models*) vise à renforcer la crédibilité et à confirmer l'adéquation et la pertinence des modèles internes utilisés par les SI pour le calcul des exigences de fonds propres. Ce projet a notamment pour objectif de s'assurer de la conformité des modèles internes aux normes réglementaires, d'harmoniser les pratiques de surveillance au sein du MSU et de réduire la variabilité injustifiée des actifs pondérés par les risques.

Les premières missions sur place réalisées dans le cadre du TRIM ont été menées en 2017. Cette première vague de missions a concerné les modèles pour le calcul du risque de crédit pour la clientèle de détail et les PME, ainsi que les modèles pour le calcul du risque de marché. Huit missions ont été réalisées en 2017 en Belgique.

Grâce aux travaux préparatoires de 2016, ces missions ont reposé sur une méthodologie commune et sur des techniques d'inspection uniformes, qui décrivent les travaux à réaliser sur place par toutes les équipes d'inspection. L'application de méthodologies et techniques communes permet en outre de comparer les résultats de chaque mission dans le MSU. Le MSU a préparé un «guide pour le TRIM», qui précise les attentes des autorités de contrôle et détermine une interprétation commune de la réglementation au sein du MSU. Cette étape constitue une condition préalable à la réalisation de l'un des objectifs du TRIM, à savoir l'harmonisation des pratiques de surveillance. Ainsi, les évaluations de la qualité des modèles et de leurs hypothèses pourront se faire de façon plus harmonisée grâce au guide.

Une seconde vague de missions aura lieu en 2018 et 2019. Outre la fin des missions relatives aux modèles pour le calcul du risque de marché, elle couvrira les modèles utilisés par les SI pour calculer le risque de crédit sur les portefeuilles comportant historiquement un faible nombre de défauts (entreprises, établissements financiers, financement spécialisé).

Réformes structurelles belges

La Banque est l'autorité compétente chargée de faire respecter les dispositions relatives à la limitation des activités de négociation des établissements de crédit («réformes structurelles»). La loi bancaire et le règlement de la Banque du 1^{er} avril 2014⁽¹⁾ encadrent la réglementation en matière de réformes structurelles et établissent une interdiction

de principe de la négociation pour compte propre, avec toutefois une série de dérogations possibles. Les mesures de réforme structurelle ne sont pas régies par la législation européenne et relèvent donc du contrôle exercé par la Banque. Entre-temps, la Commission européenne a décidé de retirer sa proposition d'adopter une réglementation en la matière au niveau européen. Outre la Belgique, d'autres États, comme l'Allemagne, la France et la Grande-Bretagne, disposent aujourd'hui d'une législation nationale en matière de réformes structurelles du secteur bancaire.

La loi bancaire belge interdit aux établissements de crédit de droit belge qui récoltent des dépôts ou émettent des titres de créance couverts par le système belge de protection des dépôts d'exercer des activités de négociation pour compte propre ainsi que certaines activités de négociation comportant un risque très élevé. Cinq catégories d'activités de négociation sont toutefois encore autorisées. La fourniture aux clients de services d'investissement et de services auxiliaires, y compris de couverture, ainsi que le maintien, sur la base d'une obligation contractuelle, d'un marché liquide par l'affichage permanent de prix d'achat et de vente pour un type déterminé de valeur mobilière ou d'instrument financier, constituent les deux premières activités de négociation autorisées. L'interdiction ne s'applique pas davantage aux opérations de négociation qui soit constituent une couverture économique effective des différents risques inhérents au bilan d'un établissement financier, soit sont liées à une saine gestion de liquidités, soit encore découlent de décisions stratégiques en lien avec la gestion d'un portefeuille de placement durable et liquide de l'établissement concerné, à condition que toutes ces opérations de négociation répondent à des critères et des normes bien définis.

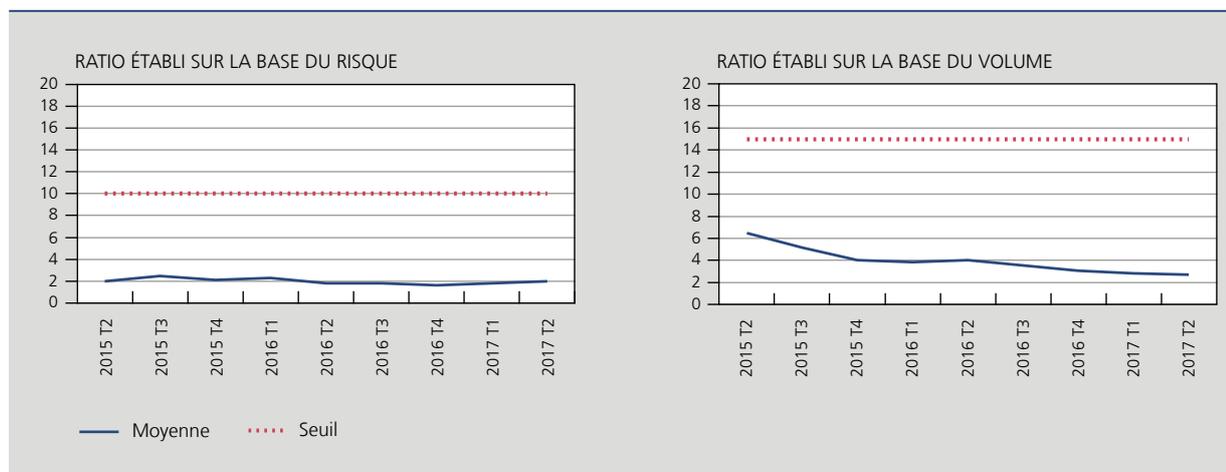
Les activités de négociation autorisées sont soumises à des exigences tant quantitatives que qualitatives. Une surcharge dissuasive de fonds propres est imposée aux établissements financiers si les activités de négociation autorisées dépassent l'un des seuils quantitatifs prévus par le règlement. Ces seuils de matérialité comprennent un premier seuil basé sur le volume qui prévoit que la somme des actifs de négociation ne peut être supérieure à 15 % du total des actifs, et un second seuil fondé sur les risques en vertu duquel la somme des exigences de fonds propres pour le risque de marché ne peut être supérieure à 10 % du total des exigences de fonds propres.

Afin d'opérer le suivi de l'application de la réglementation relative aux réformes structurelles par le secteur bancaire belge, des analyses horizontales sont réalisées

(1) Règlement de la Banque nationale de Belgique du 1^{er} avril 2014 relatif à l'activité de négociation pour compte propre.

GRAPHIQUE 90 ÉVOLUTION DES RATIOS RELATIFS AUX ACTIVITÉS DE NÉGOCIATION DES BANQUES BELGES

(données sur une base consolidée; pourcentages)



Source : BNB.

depuis 2015 par la Banque sur la base de tableaux de reporting quantitatifs et qualitatifs. Parallèlement, la Banque a effectué un certain nombre d'inspections sur place en 2017 pour vérifier le respect de la législation belge. La combinaison d'une obligation de reporting et d'inspections ponctuelles ciblées permet à l'autorité de contrôle d'évaluer le respect général de la réglementation relative aux réformes structurelles.

Les données du reporting quantitatif ont permis d'observer une réduction des opérations de négociation autorisées sous l'impulsion de la réglementation tant en matière de réformes structurelles que, par exemple, en raison des limitations induites par le ratio de levier. Ce ratio a incité les établissements à prendre des mesures pour limiter les portefeuilles de produits dérivés, à recourir à la compensation bilatérale ou au règlement d'opérations sur produits dérivés existantes par l'intermédiaire d'une contrepartie centrale. Toutes ces mesures ont contribué à réduire les risques pour le secteur bancaire belge.

Toutefois, les seuils de matérialité définis dans le règlement ne constituent aucunement une limitation pour les activités de négociation des banques belges. Les rapports trimestriels montrent que le ratio basé sur le volume a diminué de manière significative depuis 2014. Tous les établissements respectent le niveau du seuil autorisé de 15% en prévoyant une très large marge de sécurité. La position en produits dérivés est un déterminant important du niveau de ce ratio. Le montant des dérivés détenus à des fins de négociation a été réduit à l'actif et au passif du bilan dans chaque établissement déclarant au cours de la période allant de la fin de 2014 à la fin de 2016. De même, l'évolution du ratio

fondé sur les risques affiche, en moyenne, une tendance à la baisse depuis 2014. Ici aussi, tous les établissements respectent le seuil autorisé de 10% avec une très importante marge de sécurité.

Bien que le cadre réglementaire vise à empêcher que les établissements financiers développent leurs activités de négociation jusqu'aux niveaux excessifs d'avant la crise financière et accumulent ainsi certains risques, le règlement vise également à fournir une marge suffisante pour les activités de négociation qui sont nécessaires au soutien de l'économie et à la gestion propre de l'établissement (gestion actif/passif et gestion de la liquidité).

Commissions Optima et Panama Papers

Le parlement belge a mis en place le 7 juillet 2016 une commission parlementaire chargée d'une enquête sur les causes de la faillite d'Optima Banque et les éventuels conflits d'intérêts entre le groupe Optima et ses composantes, d'une part, et les pouvoirs publics, d'autre part. Le rapport de la commission d'enquête, publié le 28 juin 2017, aborde successivement le modèle d'entreprise et la politique d'Optima Banque, le rôle des autorités de contrôle financier, l'évaluation de la législation et des instruments de contrôle financier, la relation entre Optima Banque et les autres sociétés du groupe Optima, le lien entre Optima Banque et les instances publiques et, enfin, l'enquête en matière de fraude fiscale, et en particulier les mécanismes de fraude et de blanchiment de capitaux. Un facteur important dans la conception et l'organisation des travaux de la commission était qu'elle devait

tenir compte du fait que certains éléments du dossier faisaient partie de l’instruction judiciaire en cours.

La commission d’enquête a pu, dans ses travaux, s’appuyer notamment sur la base de données que la Banque a mise à sa disposition dans une *data room* qui a été ouverte de septembre 2016 à la fin de juin 2017, et qui contenait l’ensemble des pièces du dossier administratif de la Banque. La Banque a également fourni des réponses écrites circonstanciées à toutes les questions de clarification et toutes les demandes de documentation.

Dans son évaluation du rôle de la Banque, la commission d’enquête a analysé l’action de la Banque à la lumière des informations et des instruments de contrôle dont elle disposait au moment où elle a dû déterminer ses choix et prendre des décisions à l’égard d’Optima. La commission a également confirmé le point de vue selon lequel l’accès au marché financier ne devait être renforcé au point que le seuil d’entrée en devienne prohibitif pour les nouveaux établissements, qui sont généralement des entités de taille plus réduite opérant en fonction de modèles d’entreprise spécifiques. Une telle approche serait surtout bénéfique aux établissements existants et de plus grande taille, qui continueraient à s’étendre, ce qui pourrait augmenter encore le risque systémique au sein du secteur financier. En outre, la commission n’a pas fondé son appréciation du rôle des autorités de contrôle sur une présupposition selon laquelle la finalité du contrôle prudentiel serait d’emblée de prévenir toute défaillance dans le chef d’un établissement financier, ce qui favoriserait le phénomène qualifié d’aléa moral. En effet, si les superviseurs devaient adopter une politique « zéro faillite », cela pourrait envoyer aux banques un mauvais signal, en ce sens qu’elles pourraient être tentées de considérer que, quels que soient les risques pris, une faillite serait toujours évitée par l’intervention des autorités de contrôle et/ou des pouvoirs publics. Au contraire, la Commission s’est appuyée sur le principe que l’incidence d’une défaillance devait être absorbée par le bon fonctionnement des mécanismes de résolution, de liquidation (le cas échéant dans le cadre d’une procédure de faillite) et d’indemnisation des déposants selon les règles applicables en la matière.

La Banque a pris acte des conclusions et des recommandations du parlement et coopérera pleinement à leur mise en œuvre, dans un esprit de cohérence par rapport aux recommandations formulées par le parlement dans le cadre des *Panama Papers*.

L’analyse des recommandations a montré que certaines d’entre elles se concentrent sur l’exercice concret de la surveillance. Il convient, en conséquence, de tenir compte, lors de leur transposition, du contexte institutionnel dans

le cadre du MSU selon lequel la BCE est non seulement responsable de la surveillance des SI, mais aussi des LSI, dans ce dernier cas de manière indirecte. Dans cet ordre d’idées, il convient d’organiser la surveillance des SI et LSI de la manière la plus cohérente possible.

Au niveau réglementaire, différentes initiatives ont déjà été prises pour répondre à une série de recommandations, en particulier dans les domaines de la lutte contre le blanchiment de capitaux et le financement du terrorisme, de la *compliance*, du *fit and proper* et des mécanismes particuliers. Certaines recommandations avaient déjà été mises en œuvre anticipativement ou peuvent l’être à relativement court terme. D’autres recommandations ne demandent pas un suivi particulier à la lumière du cadre de surveillance existant. Enfin, la Banque s’est également penchée sur un certain nombre de recommandations dont la transposition requiert plus de temps, comme dans le domaine des mécanismes particuliers, étant donné que toute initiative relative à ces sujets doit être soutenue par d’autres parties intéressées.

2. Contrôle dans le cadre du mécanisme de surveillance unique

2.1 Priorités de contrôle et évaluation des risques

L’exercice sous revue a constitué la troisième année complète de fonctionnement du MSU, qui est chargé de la surveillance prudentielle des principaux groupes bancaires opérant en Belgique.

L’action du MSU durant cette année a été essentiellement guidée par l’analyse des risques et l’évolution du secteur bancaire. La rentabilité a continué à être mise sous pression pour les banques de la zone euro, ce qui s’explique par des éléments cycliques, comme le faible niveau des taux d’intérêt dans la zone euro, qui entame de manière significative la marge d’intérêt des banques sans que cet effet soit compensé par un accroissement suffisant du volume des crédits, mais aussi structurels, comme le niveau excessif des crédits non performants (*non-performing loans*) dans les secteurs bancaires de certains pays, et l’absence de réduction suffisante des coûts de fonctionnement. C’est dans ce contexte que le MSU a défini ses priorités pour l’année 2018 en concentrant son action sur différents domaines spécifiques.

Dès 2016, le MSU a lancé une revue thématique des modèles d’entreprise et des sources de rentabilité des banques. Cette analyse se base essentiellement sur l’examen des plans

d'entreprise et des mesures visant à adapter les modèles d'entreprise aux défis futurs recensés, notamment en matière de numérisation ou de recours à des sociétés externes (*outsourcing*). Cette analyse se poursuivra en 2018 et permettra de mieux déceler les faiblesses des banques en matière de rentabilité et d'apprécier l'adéquation des mesures qu'elles prendront dans le cadre de leur plan stratégique.

L'évaluation de la sensibilité des marges d'intérêt aux mouvements de taux d'intérêt est particulièrement importante dans un environnement de taux bas et au vu d'une hausse potentielle de ces taux. Au cours de l'année écoulée, cette analyse s'est notamment basée sur les résultats d'un exercice de tests de résistance (cf. l'encadré 12 de la partie « Réglementation et contrôle prudentiels »).

L'un des éléments qui écorne de manière significative la rentabilité de certaines banques européennes et leur capacité à soutenir l'économie réelle reste le niveau excessif de crédits non performants. À cet égard, le MSU a finalisé ses lignes directrices en matière de gestion de ces crédits et, dans ce cadre, a demandé aux établissements de crédit de définir des stratégies crédibles visant à réduire progressivement leur portefeuille de crédits non performants. Cette stratégie a dû être définie par les établissements présentant un haut niveau de crédits non performants par rapport à la moyenne nationale. Elle a été soumise à l'approbation du MSU, qui en a évalué le caractère suffisamment ambitieux mais aussi réaliste en tenant compte tant des capacités financières et opérationnelles des banques concernées que du contexte juridique et judiciaire dans lequel elles opèrent. En 2018, le MSU assurera un suivi strict de la mise en œuvre de ces mesures et de leur efficacité.

En complément à ces lignes directrices, le MSU a également publié un document consultatif précisant ses attentes en matière de provisions prudentielles pour les crédits non performants. À cet égard, il propose que pour le calcul des fonds propres prudentiels, les établissements appliquent un niveau de provision de 100 % sur la partie non collatéralisée de tout crédit considéré comme non performant depuis plus de deux ans et de 100 % de provisionnement sur la partie collatéralisée pour tout crédit non performant depuis plus de sept ans, sauf si l'établissement peut démontrer sur une base objective qu'un tel provisionnement n'est pas justifié. L'objectif de cette norme est d'éviter à l'avenir une augmentation du volume des crédits non performants sans couverture adéquate à des niveaux non soutenables pour le secteur. Si ce niveau de provisionnement ne peut pas être justifié en comptabilité, notamment en application des normes IFRS, les établissements concernés seront invités à ajuster leur fonds propres en conséquence. Cette norme

de provisionnement prudentielle sera d'application pour les crédits qualifiés de non performants après le 1^{er} janvier 2018. Pour le stock de crédits non performants à cette date, le MSU fera une proposition à un stade ultérieur.

Le MSU a également finalisé sa revue thématique sur la préparation des établissements de crédit en matière d'application de la norme comptable IFRS 9, qui entre en vigueur en 2018 et influencera sensiblement le volume des provisions pour créances (cf. la section D.3.3 de la partie « Réglementation et contrôle prudentiels »).

Par ailleurs, l'adéquation de la gestion des risques et des positions de solvabilité et liquidité reste un point d'attention permanent, surtout dans une période de faible rentabilité impliquant une capacité limitée à générer du capital et une tendance potentielle à opter pour des stratégies plus risquées (*search for yield*).

Dans cette perspective, il est essentiel que les établissements disposent de données précises et fiables afin de pouvoir recenser, mesurer et gérer adéquatement leurs risques. À cet égard, le MSU continue à exercer une pression constante sur les établissements pour qu'ils respectent les normes internationales en matière de qualité et d'agrégation de données et de rapports internes sur les risques.

Le MSU a également publié ses attentes spécifiques en matière de qualité du processus interne d'évaluation de l'adéquation du capital (ICAAP) et de la liquidité (ILAAP), soulignant la nécessité d'une amélioration des pratiques des établissements de crédit en la matière. En ce qui concerne la mesure des risques, le MSU attend des établissements qu'ils estiment leurs risques et besoins en capital tant sur une base économique qu'en tenant compte des exigences réglementaires de fonds propres. Ainsi, les établissements devraient pouvoir assurer, compte tenu de leurs plans d'entreprise et financier, qu'ils sont capables de maintenir leur fonds propres réglementaires à un niveau supérieur aux exigences réglementaires totales, y compris l'ensemble des cousins de fonds propres. Dans le cas d'un scénario de crise sévère (*adverse stress test*), les établissements devraient aussi garantir que le niveau de capital reste supérieur aux exigences minimales (somme des exigences au titre du pilier 1 et du pilier 2).

Constatant aussi une tendance des établissements à recourir d'avantage à la sous-traitance (*outsourcing*) de nombreux services, notamment afin de réduire leurs coûts, le MSU a également lancé une revue thématique sur le sujet visant à recenser les risques qui y sont liés, à dégager les bonnes pratiques en la matière et à mettre au point un cadre pour assurer la maîtrise de ces risques.

Pour ce qui concerne plus particulièrement les évolutions en matière de numérisation, le MSU a élaboré sa méthodologie d'évaluation des risques informatiques, plus particulièrement le cyber-risque, et l'a intégrée dans son processus d'évaluation des risques et de quantification du capital et de la liquidité nécessaire (SREP).

Les conséquences du brexit continueront aussi à influencer les activités du MSU durant l'année 2018. La BCE, en collaboration avec les autorités nationales de contrôle, continuera à examiner les plans des banques désirant relocaliser au sein de la zone euro une partie de leurs activités

actuellement exercées au Royaume-Uni. Une attention particulière sera donnée à la mise en œuvre des politiques définies par la BCE visant à éviter l'agrément dans la zone euro d'entités bancaires ne disposant pas d'une maîtrise adéquate des risques liés à leurs activités. La BCE assurera par ailleurs un suivi de l'incidence du brexit sur les activités des banques européennes et des mesures mises en œuvre par celles-ci pour en limiter les conséquences.

Outre sa participation aux différents travaux du MSU, la Banque a également mené diverses analyses horizontales spécifiques du secteur bancaire belge (cf. l'encadré 11).

Encadré 11 – Analyses horizontales du secteur bancaire

La Banque effectue un suivi régulier des différents risques auxquels le secteur bancaire fait face. Ces analyses générales portent notamment sur l'évolution du bilan des établissements de crédit, de leur rentabilité et de leurs positions de solvabilité et de liquidité. Depuis plusieurs années, la Banque suit aussi de près les évolutions relatives aux portefeuilles des prêts hypothécaires des principales banques belges (cf. la section B.1. de la partie « Réglementation et contrôle prudentiels »). En 2017, la Banque a également réalisé des analyses horizontales portant sur différentes thématiques spécifiques. Les analyses concernant les modèles d'entreprise des banques et les risques de taux d'intérêt et de marché sont présentées ci-dessous.

Modèles d'entreprise

Chaque année, la Banque procède à une analyse horizontale des plans stratégiques et financiers des principaux établissements de crédit belges. Cette analyse vise à présenter un aperçu de l'évolution attendue par les banques elles-mêmes de la rentabilité du secteur bancaire, de ses principales activités et des risques systémiques sous-jacents éventuels. S'il s'avère que les banques adoptent une même stratégie, les mesures individuelles prises par les banques peuvent en effet entraîner d'importants risques systémiques.

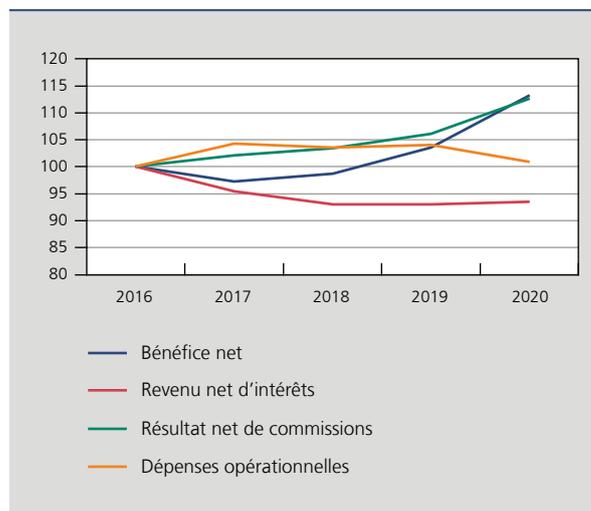
Comme décrit précédemment (cf. le chapitre 3 de la partie « Développements économiques et financiers » du présent Rapport), la rentabilité du secteur bancaire belge, bien que supérieure à la moyenne de la zone euro, est actuellement mise sous pression par différents facteurs tels que le repli, entamé pendant la crise financière, des banques belges sur le marché belge et la concurrence accrue en découlant ou la faiblesse des taux d'intérêt. Cette pression sur la rentabilité sous-jacente des banques belges souligne l'importance de soumettre ses évolutions à un suivi prospectif permettant de détecter les risques éventuels. Cette analyse montre que les banques s'attendent à ce que cette pression se maintienne encore quelque temps, mais leurs opinions divergent considérablement quant au moment où elles pourraient renouer avec une croissance des bénéfices.

L'analyse réalisée en 2017 indique en effet que la plupart des établissements s'attendent à une diminution de leurs revenus nets d'intérêts au cours des prochaines années. Certes, la faiblesse des taux d'intérêt soutient la production de crédits, mais il en résulte parallèlement une érosion croissante de la marge de transformation. Selon le secteur, cette tendance à la baisse des revenus nets d'intérêts s'observerait même si les banques parvenaient à relever la croissance de leurs crédits, hypothèse à laquelle souscrivent la plupart des banques.

Une telle hausse du volume de crédit engendrerait toutefois une pression importante sur la tarification des crédits. Dans de telles circonstances de marché, il convient donc de suivre de près les conditions auxquelles ces crédits



PRÉVISIONS DE RENTABILITÉ DES PLANS STRATÉGIQUES ET FINANCIERS DES PRINCIPALES BANQUES BELGES⁽¹⁾



Source : BNB sur la base des prévisions établies par les principales banques belges.

(1) Prévisions pour les années 2017 à 2020, exprimées de manière relative aux résultats réalisés en 2016.

seront octroyés. Dans leurs prévisions, les banques s'attendent toutefois à des niveaux de provisions pour pertes sur créances historiquement faibles et similaires à ceux observés au cours de ces dernières années.

L'ensemble des banques prévoit de compenser partiellement la perte de revenus d'intérêts par la croissance de leurs revenus de commissions, principalement grâce à la vente de fonds et de services d'investissement, ainsi que de produits d'assurance. Les revenus de commissions étant toutefois fortement tributaires de l'environnement de marché, le montant de ces commissions est difficile à estimer. C'est pourquoi cette source de revenus est plus volatile que les revenus d'intérêts traditionnels.

Eu égard à la pression exercée sur les revenus et au défi posé par l'arrivée de nouveaux opérateurs, la plupart des banques se voient contraintes de réduire considérablement les coûts opérationnels ou, à tout le moins, de les stabiliser afin de maintenir leurs bénéfices dans le temps. Dans ce contexte, nombre de banques prévoient à terme une diminution progressive, voire, pour certaines, considérable, des frais de personnel par la conversion aux canaux de vente numériques et par un recours plus important à l'automatisation. Ces développements doivent être suivis de près au vu des risques, notamment opérationnels, qu'ils peuvent entraîner.

Risque de taux d'intérêt

Compte tenu des faibles niveaux des taux d'intérêt et des conséquences potentielles tant d'une persistance de ce bas niveau des taux d'intérêt que d'un éventuel retournement, le risque de taux est, depuis plusieurs années, l'une des priorités en matière de contrôle des établissements de crédit belges. C'est pourquoi les évolutions du revenu d'intérêts des banques belges ainsi que les indicateurs prudentiels pour le risque de taux dans le portefeuille bancaire ont fait l'objet d'une analyse plus pointue au cours de ces dernières années. En outre, en 2017, l'on a entamé une analyse horizontale des stratégies ALM (*asset and liability management*) de quelques banques belges afin de mieux comprendre la manière dont elles relèvent les défis liés à la faiblesse des taux d'intérêt et à l'incertitude entourant leur évolution dans les années à venir.



De manière générale, les banques belges possèdent un volume relativement important d'actifs pour lesquels le taux d'intérêt est fixé pour une longue période, principalement financés par des dépôts à vue et d'épargne. Comme l'a montré l'analyse plus large des modèles d'entreprise, la faiblesse des taux d'intérêt a tendance à grever les revenus d'intérêts des banques belges, les taux d'intérêt des dépôts ayant atteint leur niveau plancher, tandis que le rendement des actifs est progressivement revu à la baisse, ce qu'accroissent les remboursements anticipés de prêts hypothécaires.

Dans un environnement de taux d'intérêt bas, les banques peuvent donc être enclines à accroître l'asymétrie de durée entre leurs actifs et leurs passifs, ce qui augmenterait leur marge de transformation et, partant, leurs revenus nets d'intérêts, dans un scénario de faiblesse persistante des taux d'intérêt. Toutefois, une augmentation de l'asymétrie de durée rend également les banques plus vulnérables à une hausse des taux d'intérêt. Dans ce contexte, l'analyse relative aux stratégies ALM des banques belges vise à améliorer la compréhension des décisions prises ces dernières années en matière de positionnement des banques vis-à-vis des différentes évolutions possibles de la courbe des taux, et des conséquences en matière de sensibilité aux taux d'intérêt. Les premiers résultats indiquent que les banques belges suivent des stratégies divergentes par rapport aux futures variations des taux d'intérêt.

Risque de marché

Au cours de la période sous revue, la Banque a également procédé à une nouvelle analyse horizontale des risques de marché et d'ajustement de l'évaluation du crédit (*credit valuation adjustment, CVA*)⁽¹⁾ pour le secteur financier belge.

Une analyse horizontale est nécessaire, sur une base annuelle, pour pouvoir suivre de manière précise l'évolution de ce type de risques. Cet exercice, qui sert également à établir un *benchmark* vis-à-vis duquel les résultats individuels peuvent être évalués, s'applique en premier lieu aux principales banques rapportant des exigences de fonds propres pour les risques de marché et CVA, mais porte également sur une dizaine de plus petits établissements de crédit, ayant des activités de négociation limitées, ainsi que sur des banques présentant un modèle d'entreprise spécifique.

Au cours de l'année 2016 et du premier semestre de 2017, les marchés financiers sont demeurés positifs et relativement calmes. En moyenne, l'exigence de fonds propres applicable aux grandes banques belges pour les risques de marché et CVA s'est limitée à 2,2 et 2, % respectivement de l'exigence de fonds propres totales au titre du pilier 1, contre 84,8 % pour le risque de crédit et 8,7 % pour le risque opérationnel. Les plus petits établissements ayant des activités de négociation limitées présentent une exigence de fonds propres pour risque de marché de seulement 0,6 % des exigences de fonds propres totales. Pour la plupart des grandes banques belges, l'exigence de fonds propres pour risque de marché est principalement calculée à l'aide de modèles internes, tandis que les établissements de taille plus réduite recourent uniquement à l'approche standard. Les expositions globales rapportées dans les portefeuilles de négociation indiquent que la position en titres de créance est plus importante, suivie par les positions de change et les positions en actions. Les positions en matières premières sont négligeables. L'exigence de fonds propres pour risque CVA est quant à elle principalement calculée sur la base de l'approche standard.

Au cours de ces dernières années, l'importance des activités de négociation des banques belges a nettement diminué. Depuis l'instauration, au quatrième trimestre de 2011, de la méthodologie de Bâle 2.5 pour le risque de marché, l'on constate, pour presque toutes les banques belges, une diminution progressive de l'exigence de fonds propres pour risque de marché. Cette période a été marquée par des activités de réduction des risques (*de-risking*) et de désendettement (*deleveraging*) et par une baisse de la demande de produits commerciaux plus complexes, et ce dans un contexte de calme relatif sur les marchés financiers. Les exigences de fonds propres pour le risque

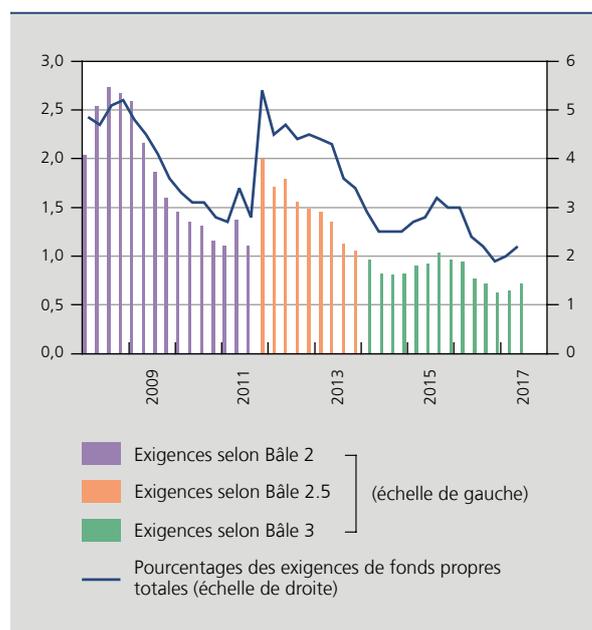
(1) *Credit valuation adjustment (CVA) risk*: risque de perte provoqué par des variations de la prime de risque de crédit d'une contrepartie dues à la variation de sa qualité de crédit ou en d'autres termes, de la valeur de marché du risque de crédit de la contrepartie.



de marché imposées aux banques actuellement considérées comme importantes (SI) ont sensiblement diminué sur le long terme, revenant de deux milliards d'euros environ au premier trimestre de 2008 à 690 millions d'euros au deuxième trimestre de 2017. L'évolution des actifs financiers détenus à des fins de négociation a suivi une tendance similaire. En effet, au cours de la même période, la part des actifs financiers considérés comme détenus à des fins de négociation par rapport au total des actifs a connu une baisse significative, revenant de 15,3 % en moyenne au premier trimestre de 2007 à 5,3 % au deuxième trimestre de 2017.

EXIGENCES DE FONDS PROPRES DU SECTEUR BANCAIRE BELGE POUR RISQUE DE MARCHÉ

(milliards d'euros, sauf mention contraire)



Source : BNB.

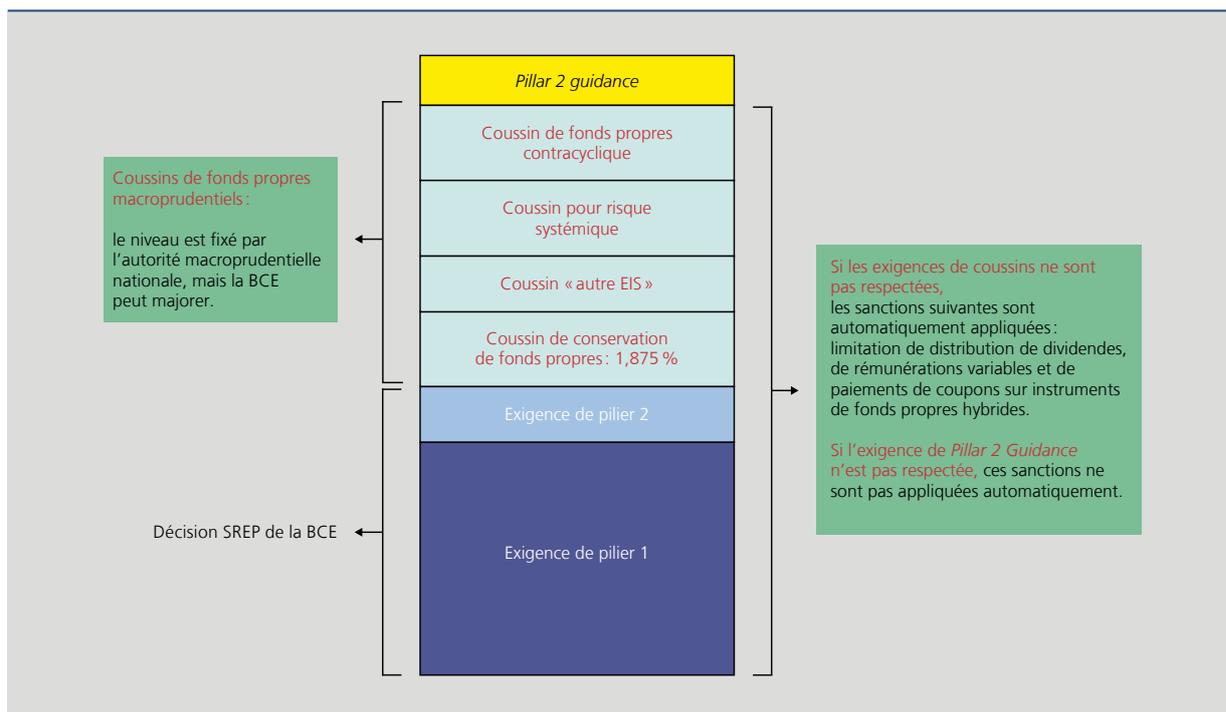
2.2 Méthodologie SREP et résultats

En 2017, les banques soumises au contrôle du MSU (SI) ont fait l'objet d'une nouvelle évaluation SREP sur la base de la méthodologie élaborée en 2015 et des ajustements apportés en 2016, pour tenir compte des résultats de l'exercice de tests de résistance harmonisé réalisé sur la base de la situation à la fin de 2015. Le MSU avait tenu compte de ces résultats dans ses décisions SREP lors de la fixation d'un objectif additionnel, appelé *Pillar 2 guidance*⁽¹⁾, en matière de capital CET1. La *Pillar 2 guidance* a été fixée dans le but d'assurer qu'en cas de crise sévère, le ratio CET1 reste supérieur à la somme de 5,5 % des actifs pondérés par les risques et du montant de coussin de fonds propres systématique pour les banques qualifiées de groupes systémiques au niveau mondial tel que défini par le FSB.

Pour la décision SREP 2017, applicable en 2018, et plus particulièrement pour la *Pillar 2 guidance*, le MSU n'a pas procédé à un test de résistance complet comme en 2016, mais s'est concentré sur une analyse approfondie de la sensibilité au risque de taux d'intérêt des banques soumises à son contrôle (cf. l'encadré 12 de la partie « Réglementation et contrôle prudentiels »). Les résultats de cet exercice ont mené à des réductions ou augmentations de la *Pillar 2 guidance* de 10 ou 25 points de base par rapport au niveau fixé dans le cadre de la décision SREP de 2016.

(1) Contrairement à l'exigence au titre du pilier 2, la *Pillar 2 guidance* est fixée en surplus du montant nécessaire de CET1 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 rémunérations variables ou de versement de coupons sur instrument AT1 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 devra informer l'autorité de contrôle, et le MSU pourra prendre des mesures prudentielles tenant compte des circonstances spécifiques.

GRAPHIQUE 91 STRUCTURE DES EXIGENCES DE FONDS PROPRES CET1



Source : BNB.

Encadré 12 – Test de résistance au risque de taux d'intérêt pour les banques

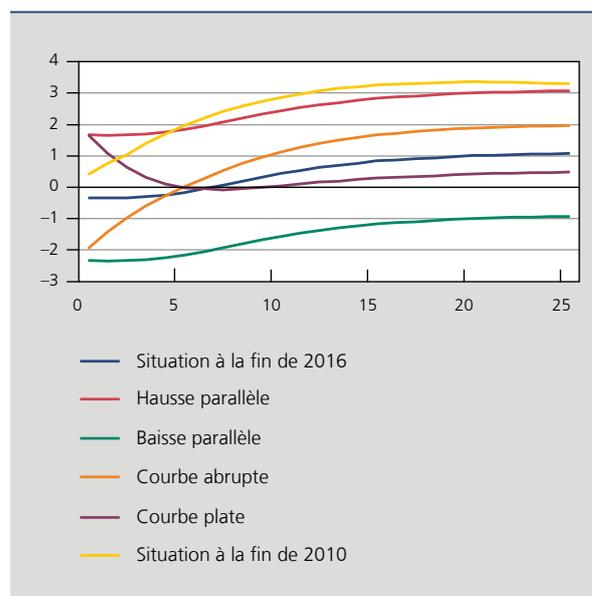
Dans le cadre de son exercice annuel de tests de résistance, le MSU a procédé en 2017 à un test de résistance au risque de taux d'intérêt dans le portefeuille non destiné à la négociation (*banking book*) des banques soumises à la surveillance directe de la BCE.

Le test de résistance visait à obtenir des informations complémentaires concernant la sensibilité aux taux d'intérêt de la valeur économique des fonds propres et du revenu net d'intérêts des banques. La sensibilité aux taux d'intérêt a été testée sur la base de six scénarios de taux, qui simulent différentes variations de niveau et de forme de la courbe de taux : (1) une courbe identique à celle observée à la fin de 2016, (2) une courbe plus abrupte, où les taux d'intérêt à court terme baissent tandis que ceux à long terme augmentent, (3) une courbe de taux plus plate, où les taux à court terme augmentent et ceux à long terme se replient, (4) un retour à la courbe de la fin de 2010, plus abrupte parce que les taux d'intérêt à long terme progressent plus fortement que ceux à court terme, (5) une hausse parallèle des taux d'intérêt de 2 % et (6) une baisse parallèle des taux de 2 %. Les chocs sont destinés à exposer certaines sensibilités, mais ne constituent pas une prévision des évolutions futures des taux d'intérêt dans la zone euro. Le test de résistance était un exercice de type ascendant (*bottom up*), ce qui signifie que les banques ont fourni les projections pour les chocs de taux sur la base de leurs propres modèles.

Sur la base des résultats du test de résistance, le MSU a conclu que la plupart des banques européennes géraient relativement bien le risque de taux d'intérêt. Le test de résistance a montré que pour la plupart des banques soumises à la surveillance directe de la BCE, des taux d'intérêt à la hausse entraîneraient au cours des trois prochaines années une hausse des revenus nets d'intérêts, mais une baisse de la valeur économique des fonds

propres. En outre, le test de résistance a montré que la plupart des modèles utilisés par les banques pour estimer le profil de *repricing* des dépôts sans échéance contractuelle reposent exclusivement sur une période de baisse des taux d'intérêt et pourraient donc présenter un risque de modèle élevé. Enfin, le test de résistance a confirmé que les banques utilisaient des dérivés de taux d'intérêt pour couvrir des expositions au risque de taux et obtenir un profil de taux d'intérêt déterminé, et qu'elles prenaient des positions divergentes à l'égard de variations futures des taux d'intérêt.

COURBES DE TAUX D'INTÉRÊT DANS LES DIFFÉRENTS SCÉNARIOS



Source : BCE.

Les résultats du test de résistance et les informations complémentaires obtenues en matière de sensibilité aux taux d'intérêt sont utilisés dans le cadre du processus de surveillance et d'évaluation prudentielle (*Supervisory Review and Evaluation Process, SREP*), plus précisément en ce qui concerne les mesures qualitatives et la concertation entre l'autorité de contrôle et les banques. En outre, les résultats sont utilisés par le MSU pour ajuster la *Pillar 2 guidance* des banques (cf. la section D.2. de la partie « Réglementation et contrôle prudentiels »).

Au total, 111 établissements de crédit ont participé au test de résistance, dont six établissements belges. Les banques belges présentent de manière générale un modèle d'entreprise spécifique, caractérisé par une part relativement importante d'actifs avec une échéance de repricing longue, constitués en grande partie de prêts hypothécaires, principalement financés par des dépôts sans maturité ni échéance de repricing contractuelle. De ce fait, les banques belges présentent un écart de durée relativement important entre actifs et passifs et sont contraintes, pour couvrir le risque de taux qui en découle, de recourir, dans une large mesure, à des produits dérivés. Ces produits créent toutefois, à leur tour, des risques d'un autre ordre. Par ailleurs, les banques dépendent fortement de modèles comportementaux pour estimer le profil de repricing des dépôts sans échéance contractuelle, ainsi que les remboursements anticipés de prêts hypothécaires. Cela implique un risque de modèle considérable. En raison de l'écart de durée significatif, de l'utilisation importante de produits dérivés et du risque de modèle élevé, les banques belges sont plus fortement exposées au risque de taux d'intérêt dans le portefeuille bancaire que ne l'est, en moyenne, le secteur bancaire de la zone euro, ce qui s'est également reflété dans le test de résistance du MSU.

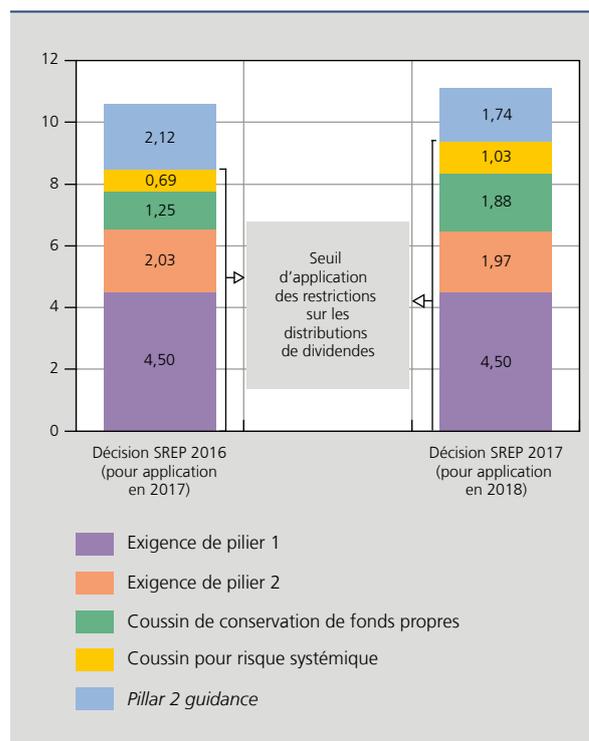
Bien qu'aucune modification à la méthodologie de quantification des exigences au titre du pilier 2 ou de la *Pillar 2 guidance* du MSU n'ait eu lieu en 2017, il faut noter que la Commission européenne, ainsi que l'ABE, ont entamé des travaux afin d'assurer une meilleure harmonisation des pratiques en la matière. Ainsi, la méthodologie de la BCE pourrait connaître de nouveaux ajustements en 2018 afin d'intégrer les effets de ces révisions en préparation au niveau européen. En 2018, l'évaluation SREP devrait prendre également en compte les résultats du nouvel exercice de tests de résistance harmonisé.

En 2016, les ajustements apportés à la méthodologie SREP avaient conduit à une diminution du niveau moyen des exigences au titre du pilier 2, qui se montait alors à 2 % des actifs pondérés par les risques contre 3,1 % en 2015. Ce niveau d'exigence s'approchait de la sorte de celui imposé par les autres autorités de surveillance prudentielle hors zone euro. En 2017, le niveau moyen des exigences au titre du pilier 2 est resté stable par rapport à 2016. Cependant, le seuil de ratio CET1 (*maximum distributable amount trigger, MDA trigger*) à partir duquel une banque est obligée de restreindre le paiement de dividendes, de rémunérations variables ou de coupons sur instruments de fonds propres additionnels conformément à la législation européenne, a augmenté en conséquence de la poursuite de l'application progressive des coussins de conservation de fonds propres et pour risque systémique.

Ainsi, pour les banques belges soumises à la surveillance du MSU, le MDA trigger moyen a augmenté de 8,47 à 9,38 % alors que les exigences au titre du pilier 2 sont restées quasiment stables, à 1,97 % en 2017 contre 2,03 % en 2016.

L'exigence totale de fonds propres CET1 a augmenté de 10,59 à 11,11 %, une hausse moindre que celle du MDA trigger, ce qui reflète la diminution de la *Pillar 2 guidance*, de 2,12 à 1,74 %. Cette réduction résulte notamment

GRAPHIQUE 92 ÉVOLUTION DU NIVEAU ET DE LA STRUCTURE DES EXIGENCES DE FONDS PROPRES CET1 (pourcentages)



Sources : BCE, BNB.

du fait que la part des coussins de conservation de fonds propres et pour risque systémique entrant en application en 2018 peut être compensée par une baisse équivalente de la *Pillar 2 guidance* pour autant que celle-ci se maintienne à un niveau minimum de 1 %.

Un exercice similaire a été mené par la Banque pour les LSI pour lesquels, à la différence des SI, la Banque opère le contrôle direct. Dès 2018, cet exercice se fondera également sur les résultats de tests de résistance développés au cours de l'année sous revue (cf. l'encadré 13).

Encadré 13 – Exercice expérimental de tests de résistance pour les LSI

En 2017, la Banque a mené un premier exercice expérimental de tests de résistance pour cinq LSI, exercice qui s'inscrit dans le projet du MSU visant à développer une approche harmonisée et cohérente pour le SREP des LSI de la zone euro. Trois principes directeurs ont été suivis au cours de cet exercice. Tout d'abord, le test de résistance devait être basé sur une hypothèse de bilan statique (*static balance sheet assumption*) selon laquelle les LSI ne peuvent pas prendre des mesures qui réduiraient l'incidence du choc imposé, telles qu'une réduction des expositions, la vente d'actifs ou la diminution de coûts. Ensuite, les principaux facteurs de stress consistaient en des pertes de

crédit plus élevées, un repli du revenu net d'intérêt et, pour la plupart des LSI, des pertes de valeur de marché sur leur portefeuille de négociation (*trading book*). Enfin l'évolution du ratio CET1 devait être simulée à un horizon de trois ans (2017-2019) selon un scénario de base et un scénario défavorable, fournis par la BCE. Ces deux scénarios comprenaient des projections de diverses variables macroéconomiques et financières, telles que le PIB réel, le taux de chômage, les prix de l'immobilier et les taux d'intérêt.

Étant donné qu'il s'agissait d'un exercice expérimental, la Banque a décidé d'adopter une approche *top-down* (descendante) sans collecte de données préalable auprès des établissements. Cela permettrait de juger la mesure dans laquelle les seules données du reporting prudentiel peuvent fournir une contribution à la fois appropriée et suffisante pour un tel exercice. En outre, cette décision fut guidée par le fait que de plus petites LSI seront soumises à ce test de résistance dans le futur et qu'elles ne disposent pas nécessairement de ressources suffisantes à consacrer à un tel exercice. Les résultats de l'exercice expérimental se sont révélés insuffisamment robustes pour être utilisés dans le processus de détermination de la *Pillar 2 guidance*, tant en ce qui concerne l'évolution du ratio CET1 sur l'horizon de trois ans que pour les facteurs de stress à la base de la réduction de capital.

C'est pourquoi, en guise de préparation à l'exercice 2018, les résultats de l'exercice expérimental de tests de résistance ont fait l'objet de discussions avec les LSI afin, d'une part, de déceler les informations supplémentaires qu'ils pourraient fournir par rapport à leur situation de départ et, d'autre part, de juger de la pertinence des hypothèses méthodologiques utilisées. En parallèle à des améliorations de méthodologie, ces informations supplémentaires seront utilisées en 2018 lors d'un nouvel exercice de tests de résistance pour trois LSI prioritaires. Les résultats de cet exercice informeront la détermination de la *Pillar 2 guidance* dans le contexte du SREP 2018.

3. Aspects réglementaires

3.1 Réglementation internationale

Les évolutions en matière de réglementation bancaire internationale se sont opérées tant au niveau mondial, avec la finalisation, par le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, de la réglementation baptisée « Bâle III », qu'au niveau européen, avec la poursuite des négociations sur une actualisation de la réglementation bancaire européenne. Les sections suivantes exposent les points saillants de ces deux thèmes.

3.1.1 Accord final sur Bâle III

Le Rapport 2016 rendait déjà largement compte des travaux du Comité de Bâle sur le contrôle bancaire concernant l'achèvement du « paquet » Bâle III, qui prévoit une réforme des normes réglementaires pour le secteur bancaire. Outre l'ensemble des normes de Bâle III déjà finalisées, qui comprend notamment le renforcement de la qualité et du niveau des exigences de fonds propres réglementaires et l'instauration de ratios de liquidité harmonisés, un ratio de levier et des coussins macroprudentiels en sus des exigences minimales, le Comité a continué à s'attacher à renforcer la

crédibilité du dénominateur du ratio de fonds propres pondéré par les risques. La révision du calcul de ce dénominateur, à savoir les actifs pondérés par les risques, clôturerait alors les réformes de Bâle III. Dans ce contexte, le Comité a travaillé à une révision de l'approche standard pour le calcul des actifs pondérés par les risques, approche ne recourant pas aux modèles internes, et a limité l'utilisation des modèles internes pour certains types de risques. Pour d'autres types de risques, le recours aux modèles internes a été soumis à des conditions complémentaires. Ainsi, la réglementation prévoit notamment la mise en œuvre d'un *output floor* fixant un niveau minimum pour les exigences de fonds propres calculées au moyen de modèles internes, niveau qui devrait au moins représenter un pourcentage déterminé des exigences de fonds propres telles que calculées selon l'approche standard. Cela doit permettre d'améliorer la comparabilité des exigences de fonds propres établies sur la base de modèles internes, et d'éviter une utilisation éventuellement induite de ceux-ci. Ces réformes entreront en vigueur de manière progressive. Un accord définitif en la matière, ratifié en décembre 2017, prévoit l'instauration à partir de 2022 d'un *output floor* de 72,5 %, l'augmentation des exigences de fonds propres induite par le nouveau cadre étant plafonnée, pendant les cinq premières années, à 25 % pour les banques individuelles. L'achèvement de ces réformes est susceptible de marquer le début d'une pause en matière de réglementation bancaire

au niveau international. Pour les banques européennes, ces normes doivent toutefois encore être transposées dans la législation européenne avant leur entrée en vigueur. La révision de la réglementation bancaire européenne traitée dans la section suivante ne comprend dès lors pas encore cette transposition.

En 2017, le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire a également continué à examiner le traitement préférentiel des prêts accordés à des contreparties publiques dans le calcul des fonds propres. Le Comité a publié à cet égard un document de discussion exposant une série d'idées en la matière, depuis la suppression du pouvoir discrétionnaire national permettant le traitement préférentiel de ces prêts, l'instauration d'exigences de fonds propres complémentaires lorsque des limites de concentration définies sont dépassées, jusqu'à une transparence accrue dans le chef des banques concernant leur exposition aux contreparties publiques. Compte tenu de l'incidence de ce traitement sur les marchés des obligations d'État et sur le coût du financement des pouvoirs publics, une modification éventuelle de cette approche doit toutefois être considérée avec circonspection.

3.1.2 Adaptations à la réglementation bancaire européenne (CRR 2 et CRD V)

À la fin de 2016, la Commission européenne a publié ses propositions visant à adapter la réglementation bancaire européenne, constituée du règlement CRR, directement applicable, et de la directive sur les exigences de fonds propres⁽¹⁾ (*Capital Requirements Directive*, CRD), à transposer en législation nationale par les États membres. Ces propositions visent à mettre en œuvre quelques éléments complémentaires du paquet Bâle III pour les banques européennes, notamment la deuxième norme de liquidité de Bâle III, le ratio de liquidité à long terme (*net stable funding ratio*, NSFR), et le ratio de levier, qui impose une exigence de fonds propres minimum sur la base de la taille des actifs et d'une partie des postes hors bilan de l'établissement. Les propositions prévoient en outre de nouvelles méthodes de calcul des exigences de fonds propres pour les risques de marché et de contrepartie dans le ratio des fonds propres pondérés par les risques et des mesures visant à accroître la proportionnalité dans l'application de la réglementation bancaire en limitant la charge de reporting et de publication des établissements de taille plus réduite. Les textes comprennent par ailleurs

des propositions de vaste portée concernant le remplacement des exigences de capital et de liquidité visant les filiales locales de banques étrangères par des garanties fournies par la société mère. Enfin, les propositions visent des ajustements dans l'approche pilier 2 des autorités de contrôle et définissent les modalités de l'exigence TLAC pour les établissements d'importance systémique mondiale (cf. le chapitre 2 de la partie « Réglementation et contrôle prudentiels » du Rapport 2015). Les institutions européennes s'efforceront de finaliser ces adaptations de la directive et du règlement en 2018.

Au cours de l'année sous revue, les États membres et le Parlement européen ont toutefois déjà conclu un accord pour traiter de manière accélérée certains éléments de cette proposition. Il s'agit tout d'abord des mesures transitoires visant à ce que l'incidence de l'entrée en vigueur des nouvelles normes comptables internationales en matière de traitement des pertes de crédit attendues (norme comptable IFRS 9) sur les fonds propres des banques s'opère de manière progressive. La section 3.3 du présent chapitre expose plus en détail ces mesures transitoires. Il s'agit en second lieu de la création d'une nouvelle catégorie de titres de créance dans la hiérarchie des créanciers à un rang directement supérieur à celui des instruments subordonnés émis par les banques. L'émission de ces instruments vise à renforcer dans le secteur bancaire le niveau des dettes aptes à absorber les risques (MREL) et à faciliter une éventuelle résolution. La nouvelle catégorie de titres de créance instaurée en Belgique a été exposée en détail au chapitre C de la partie « Réglementation et contrôle prudentiels ».

Les réformes de la réglementation bancaire constituent un élément important du programme de développement de politiques que la Commission européenne prévoit pour compléter l'union bancaire. Les adaptations à la réglementation bancaire doivent permettre de poursuivre la réduction des risques dans le secteur bancaire européen (*risk reduction*) et de relancer les négociations qui y sont liées en vue d'un nouvel approfondissement des accords européens en matière de partage des coûts en cas de matérialisation de certains risques auprès des banques européennes, par la mise en place d'un système européen de garantie des dépôts et d'un mécanisme prévoyant un financement suffisant du Fonds européen de résolution (*risk sharing*). Dans ce contexte, l'encadré 14 décrit les éléments que la Commission européenne énumère dans une communication récente sur sa vision de l'achèvement de l'union bancaire ainsi que les conséquences d'une union bancaire encore incomplète en ce qui concerne tant les coussins de capital et de liquidité exigés des filiales de banques européenne étrangères dans notre pays que la supervision de ces entités.

(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.

Encadré 14 – L’achèvement de l’union bancaire

L’union bancaire est encore inachevée. L’instauration de la surveillance et de la résolution uniques des établissements de crédit importants par le MSU et le MRU respectivement doit encore être complétée par l’adoption d’un troisième pilier consistant en un système de garantie des dépôts unique ainsi que par la mise au point d’un mécanisme de garantie qui fournisse un financement suffisant du FRU.

La Commission européenne a publié, au cours de l’année sous revue, un rapport en la matière⁽¹⁾ qui expose son ambition de conclure d’ici la fin de 2018 de nouveaux accords sur l’achèvement de l’union bancaire. La Commission européenne vise à cet égard à ce que les adaptations proposées à la réglementation bancaire européenne (CRR 2 et CRD V) débloquent les discussions sur le système européen d’assurance-dépôts (*European deposit insurance scheme*, EDIS) en prévoyant que, dans un premier temps, ce fonds de garantie puisse fournir des liquidités aux systèmes nationaux, puis que, dans une deuxième phase de coassurance, le système européen contribue progressivement à couvrir les pertes nationales selon une clé de répartition qui reste à déterminer. En outre, il y a lieu de concevoir un financement adéquat du FRU, de préférence sous la forme d’une ligne de crédit du mécanisme européen de stabilité (MES).

Dans le même temps, la Commission européenne a annoncé, dans le cadre d’une nouvelle réduction des risques du secteur bancaire européen, des mesures pour réduire le volume de crédits non performants dans certaines banques, sous la forme d’un plan d’action prévoyant notamment de nouvelles mesures de la part des autorités de contrôle, une réforme de la législation nationale en matière de faillite, le développement de marchés secondaires pour les actifs non performants et des incitants pour poursuivre les restructurations dans le secteur bancaire. Sont également prévues des propositions visant à définir un régime prudentiel spécifique pour les entreprises d’investissement, pour contribuer là aussi à réduire les risques. Enfin, la Commission envisage des propositions ayant pour objectif la mise en place d’un cadre en matière de titrisations couvertes par des obligations d’État (*sovereign bond-backed securities*, SBBS) afin de diversifier davantage les portefeuilles d’obligations d’État des banques et de rompre ainsi le lien entre les problèmes financiers potentiels des pouvoirs publics et la stabilité du secteur bancaire local.

Le caractère inachevé de l’union bancaire et les discussions encore en cours au niveau international concernant le partage des coûts dans l’éventualité d’un scénario où un groupe bancaire international rencontrerait des difficultés, impliquent qu’il convient de continuer à consacrer une attention suffisante à la surveillance, au niveau individuel, des filiales locales importantes d’un tel groupe. Il est par ailleurs important que ces filiales locales disposent de coussins suffisants (sous la forme de fonds propres, de liquidités ou d’une capacité de renflouement présentant la qualité requise) pour compenser les pertes ou chocs imprévus ou permettre une résolution avec recapitalisation. Les propositions concernant le remplacement des exigences en termes de capital, de liquidité et de MREL visant les filiales locales de banques étrangères par des garanties fournies par la société mère, telles que reprises dans les propositions précédemment évoquées de la Commission visant à adapter la réglementation bancaire européenne, doivent donc – dans le cadre du débat *home/host* – tenir dûment compte des préoccupations des pays d’accueil, de sorte que les filiales systémiques de groupes bancaires internationaux qui opèrent dans ces pays disposent de coussins suffisants et ne constituent donc pas un risque excessif pour la stabilité financière de ces pays.

(1) European Commission, Communication to the European Parliament, the Council, the European Central Bank, the European Economic and Social Committee and the Committee of Regions on completing the Banking Union, October 2017.

3.2 Réglementation belge

En raison de l’harmonisation croissante de la réglementation bancaire au niveau européen, les activités

réglementaires belges sont moins étendues que par le passé. Cela étant, outre l’initiative belge exposée au chapitre C en ce qui concerne l’émission d’une nouvelle catégorie d’instruments subordonnés par le secteur bancaire

belge, la Banque a procédé, au cours de l'année sous revue, à l'adaptation de son règlement⁽¹⁾ portant sur les options et discrétions nationales laissées aux autorités de surveillance locales, tel qu'établi par le CRR et la CRD. En 2016, la BCE avait, en sa qualité d'autorité compétente pour les SI, largement harmonisé les options et discrétions nationales. En 2017, elle a recommandé une approche similaire pour les LSI, ce qui a amené la Banque à modifier son règlement en la matière⁽²⁾.

D'autres éclaircissements pertinents ont été apportés au cadre institutionnel dans le contexte du débat sur la répartition des compétences entre la BCE et les autorités de surveillance nationales. Dans la mise en œuvre des missions prudentielles qui lui sont confiées par le règlement MSU, la BCE applique la législation européenne et sa mise en œuvre nationale. En 2016 et 2017, la BCE a collaboré avec la Commission européenne pour clarifier la répartition des compétences entre la BCE et les autorités nationales compétentes, compte tenu de la liste des missions prévues par le règlement MSU, et pour déterminer quelle législation nationale peut être considérée comme une mise en œuvre de la législation européenne. En ce qui concerne la loi bancaire belge, les clarifications ont porté, pour les SI, sur l'autorisation à donner pour les décisions stratégiques (article 77), sur l'approbation de certaines nominations (article 60), sur l'accord à donner pour la désignation des commissaires agréés (article 223) et sur les transactions avec des parties liées (article 72). Il a été établi que ces articles de la loi bancaire relèvent du domaine microprudentiel et font donc partie, pour les établissements importants, du champ de compétence du MSU. Une clarification supplémentaire concernant les obligations sécurisées (*covered bonds*) a été annoncée.

Les autorités nationales compétentes conservent la compétence exclusive des missions qui ne figurent pas dans la liste de missions prévue par le règlement MSU et qui ne sont pas essentielles pour la fonction prudentielle de la BCE. Il s'agit par exemple des missions de surveillance macroprudentielle, de la réglementation sur les réformes structurelles ou encore de la surveillance des réviseurs externes.

3.3 Comptabilité et gouvernance

3.3.1 Mise en œuvre de la norme comptable IFRS 9 « Instruments financiers »

Depuis le 1^{er} janvier 2018, la norme comptable internationale IFRS 9 (*International Financial Reporting Standard 9*) remplace la norme IAS 39 (*International Accounting*

Standard 39), en vigueur jusqu'à cette date. La nouvelle norme introduit des changements significatifs en matière de provisions pour pertes sur crédits (*impairments*), dont l'évaluation devra dorénavant intégrer l'anticipation des pertes attendues (*expected loss model*), tandis que la norme IAS 39 requérait la survenance préalable d'une perte de crédit (*incurred loss model*). Afin d'évaluer l'effet de cette nouvelle norme et les difficultés de mise en œuvre qu'elle pourrait poser, l'ABE a réalisé deux études d'incidence, la seconde ayant été clôturée par la publication d'un rapport en juillet 2017. La BCE a également mené une analyse thématique sur la mise en œuvre de l'IFRS 9 par les SI et, en collaboration avec les autorités nationales, par les LSI. Les analyses de l'ABE et de la BCE mettent en lumière l'importance d'une bonne préparation de l'entrée en vigueur de cette nouvelle norme comptable.

L'une des principales conclusions de ces analyses était que les banques avaient progressé dans la mise en œuvre de l'IFRS 9, mais que les petites banques étaient encore à la traîne dans leur préparation par rapport aux grandes banques. En outre, il apparaît que bon nombre de banques ont réduit leurs ambitions en matière d'applications parallèles de l'IFRS 9 et de l'IAS 39 (*parallel run*), ce qui, selon les cas, pourrait s'avérer préoccupant au niveau de la transition. Les banques utiliseront des données, processus et modèles divers pour estimer les pertes de crédit attendues, ce qui peut porter atteinte à la comparabilité entre les banques, d'où l'importance des informations à fournir en annexe des comptes annuels (*disclosures*). La mise en œuvre et la validation internes des méthodes modélisées d'évaluation des provisions restent les points d'attention majeurs en vue d'une application rigoureuse de la norme. Sur le plan quantitatif, il apparaît que l'incidence de l'IFRS 9 se traduirait principalement par une augmentation des provisions par rapport au niveau actuel des provisions IAS 39 (13 % en moyenne, selon l'étude de l'ABE). L'effet sur le ratio *Common Equity Tier 1* (CET1) devrait, en moyenne, se situer entre 40 (analyse de la BCE) et 45 points de base (analyse de l'ABE). Les banques plus petites, qui utilisent principalement l'approche standard pour mesurer le risque de crédit au niveau prudentiel, ont estimé une incidence plus importante sur les ratios de fonds propres que les grandes banques.

Dans la perspective de l'introduction de l'IFRS 9, l'ABE a adopté des orientations (*guidelines*) relatives aux

(1) Règlement du 4 mars 2014 de la Banque nationale de Belgique relatif à la mise en œuvre du règlement (UE) n° 575/2013 du Parlement européen et du Conseil du 26 juin 2013.

(2) Règlement du 12 décembre 2017 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 du Parlement européen et du Conseil du 26 juin 2013.

pratiques de gestion du risque de crédit et à la comptabilisation des pertes de crédit attendues. Ces orientations s'appuient sur les recommandations publiées sur le même sujet par le Comité de Bâle en décembre 2015, tout en adaptant celles-ci au contexte européen. Les orientations de l'ABE recommandent la mise en place de pratiques appropriées et prudentes, tant dans la gestion du risque de crédit que dans la mise en œuvre et l'application en continu des méthodes de comptabilisation des pertes de crédit attendues.

La Banque a participé activement aux travaux précités de l'ABE et de la BCE relatifs au suivi de la mise en œuvre de l'IFRS 9. Par ailleurs, afin de donner suite aux orientations de l'ABE relatives aux pratiques de gestion du risque de crédit et à la comptabilisation des pertes de crédit attendues, la Banque a publié une circulaire⁽¹⁾ visant à rendre ces orientations applicables en Belgique.

Enfin, il faut signaler que des mesures ont été adoptées au niveau européen afin de permettre aux établissements qui en feront le choix d'étaler, sur une période de cinq ans, l'incidence négative sur les fonds propres réglementaires qui serait provoquée par la transition vers les règles de provisionnement de l'IFRS 9.

3.3.2 Politique de rémunération : analyse horizontale

Traditionnellement, la Banque réalise une analyse horizontale annuelle relative aux politiques de rémunération des banques importantes. L'attention de l'analyse menée au cours de l'année sous revue a principalement été portée sur les thèmes mentionnés dans la circulaire de la Banque du 10 novembre 2016⁽²⁾, ainsi que sur le suivi des recommandations de la Banque émises au cours des précédentes analyses.

S'agissant des résultats, l'on peut opérer une distinction entre les conclusions relatives aux banques et les conclusions ou tendances plus générales. Eu égard à la compétence du MSU en ce qui concerne le contrôle des institutions individuelles importantes, les résultats des banques concernées ont été partagés avec les JST afin de garantir un suivi adéquat. Les conclusions générales sont présentées ci-dessous.

(1) Circulaire NBB_2017_26 du 11 octobre 2017 relative aux Orientations de l'ABE du 12 mai 2017 sur les pratiques de gestion du risque de crédit des établissements de crédit et la comptabilisation des pertes sur créances attendues.
(2) Circulaire NBB_2016_44 du 10 novembre 2016 relative aux Orientations de l'ABE du 27 juin 2016 sur les politiques de rémunération saines (EBA/GL/2015/22).

En ce qui concerne ce que l'on appelle les *Identified Staff*, un effort a été consenti par les banques pour améliorer la documentation relative à leur processus d'identification. Toutefois, celles-ci devraient faire preuve de davantage de transparence en ce qui concerne la participation du comité de rémunération, les fonctions de risque et de contrôle, les fonctions de soutien aux activités opérationnelles et les comités concernés de l'organe légal d'administration dans le processus de détection.

En ce qui concerne le rapport entre rémunération variable et rémunération fixe, toutes les banques belges respectent le plafond de 50 % instauré par la loi bancaire. Plusieurs banques utilisent des indemnités dites fonctionnelles qui induisent une hausse (substantielle) réelle de la rémunération fixe. Les orientations de l'ABE du 27 juin 2016 sur les politiques de rémunération saines prévoient des critères clairs concernant les indemnités qui peuvent être classées comme rémunération fixe. Les banques devraient améliorer leur politique de rémunération afin de rendre la qualification de leurs indemnités plus transparente.

Il s'avère que de manière générale, les banques accordent des instruments financiers dans les limites permises par la loi. En ce qui concerne tant la partie immédiate que la partie reportée, les banques ont tendance à verser 50 % de la rémunération variable sous forme d'instruments financiers.

Les banques sont encouragées à appliquer davantage de variation en ce qui concerne les pourcentages et les périodes de report. Conformément aux orientations de l'ABE, les établissements importants devraient en tout état de cause appliquer, à tout le moins pour les membres du comité de direction et pour la direction effective, des périodes de report d'au moins cinq ans. Cette dernière règle n'a pas encore été mise en œuvre par toutes les banques.

Dans certains cas le rôle du comité des risques et des fonctions de contrôle en matière de rémunération pourrait être amélioré. À cet égard, les banques devraient veiller à ce que le comité des risques examine, documente et évalue son évaluation du système de rémunération. L'évaluation et les discussions devraient constituer un point annuel récurrent à l'ordre du jour du comité des risques.

Il en va de même pour la participation des fonctions de contrôle à la détection des *Identified Staff* et aux décisions relatives à l'attribution de rémunération variable.

Au vu des résultats de cette analyse horizontale, la Banque reverra la fréquence de cet exercice.

E. Entreprises d'assurance

Au cours de l'année sous revue, la Banque a continué à soumettre les entreprises d'assurance présentant le profil de risque le plus élevé à un contrôle renforcé. Dans certains cas, la Banque a imposé des mesures qui ont parfois entraîné la cessation d'une partie ou de l'ensemble des activités d'une entreprise. Le contrôle opérationnel de la Banque sur les entreprises d'assurance a par ailleurs notamment porté sur l'adéquation des « meilleures estimations » des flux futurs de provisions techniques dans les portefeuilles d'assurance-vie, au vu de l'importance et de la difficulté de la modélisation du comportement des clients dans un environnement de taux d'intérêt en mutation. Les états de reporting trimestriels transmis par les entreprises à la Banque sous le nouveau régime prudentiel Solvabilité II ont également fait l'objet d'une analyse transversale.

Le cadre légal pour les entreprises d'assurance et de réassurance a par ailleurs été complété. Des régimes de contrôle adaptés aux entreprises de moindre taille ont été établis et des communications relatives à l'agrément et aux activités transfrontalières ont été publiées. Des circulaires ont en outre apporté des précisions en ce qui concerne les attentes de la Banque par rapport à la gestion interne des risques des entreprises d'assurance, l'identification des créances privilégiées en cas de liquidation, la capacité d'absorption de pertes des impôts différés et la définition et les critères prudentiels d'éligibilité des investissements d'infrastructure.

Le brexit et ses implications pour les marchés européen et belge de l'assurance ont constitué un point d'attention important. L'année sous revue a également été marquée par l'évaluation, globalement positive, par l'AEAPP de la manière dont la Banque exerce la surveillance prudentielle des entreprises et groupes d'assurance. Différents field tests ont également été menés dans le cadre de l'élaboration d'un cadre prudentiel commun pour les groupes d'assurance opérant au niveau international.

Enfin, la Banque a également procédé à différentes analyses horizontales portant notamment sur les risques de liquidité et de spread et a mené des tests de résistance au risque de taux d'intérêt.

1. Cartographie du secteur et priorités de contrôle

1.1 Entreprises d'assurance

À la fin de 2017, la Banque exerçait son contrôle sur 82 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 du nombre d'entreprises contrôlées déjà constatée au cours des années précédentes s'est poursuivie en raison de fusions et de cessations d'activité découlant du transfert de

portefeuilles. Ces opérations 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.

Le nombre d'entreprises de réassurance contrôlées a connu une hausse remarquable qui s'explique toutefois simplement par une adaptation d'ordre technique de la réglementation. Avec l'entrée en vigueur du nouveau régime de contrôle prudentiel, les assureurs directs qui, avant 2016, opéraient également en tant que réassureurs ont aussi été enregistrés comme réassureurs.

TABLEAU 25 ÉVOLUTION DU NOMBRE D'ENTREPRISES SOUMISES AU CONTRÔLE⁽¹⁾

(données en fin de période)

	2013	2014	2015	2016	2017
Entreprises d'assurance actives	83	80	75	72	67
Entreprises d'assurance en <i>run-off</i>	8	4	3	2	2
Entreprises de réassurance	1	1	1	1	29
dont: Entreprises opérant également en tant qu'entreprises d'assurance	–	–	–	–	28
Autres ⁽²⁾	14	12	12	12	12
Total⁽³⁾	106	97	91	87	82

Source : BNB.

(1) À la fin de 2017, la Banque exerçait également, sur douze succursales d'entreprises relevant du droit d'un autre État membre de l'EEE, un contrôle prudentiel qui se limitait à la vérification du respect de la législation en matière de blanchiment.

(2) Sociétés de cautionnement et sociétés régionales de transport public.

(3) Pour 2017, le total ne prend en compte qu'une seule fois les entreprises actives à la fois en tant qu'entreprises d'assurance et de réassurance.

1.2 Groupes d'assurance

À la fin de 2017, onze groupes belges d'assurance étaient soumis au contrôle de la Banque, ce qui représente une baisse de trois unités par rapport à 2016. La poursuite de la rationalisation de la structure des groupes est dictée par le cadre Solvabilité II. Sept de ces groupes détiennent uniquement des participations dans des entreprises d'assurance belges (groupes nationaux), quatre groupes d'assurance 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'entre 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 travaillent ensemble au sein de collèges de superviseurs pour faciliter le contrôle de groupe. 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 prise de décision et 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 dont les principes sont fixés par la réglementation.

1.3 Points d'attention concernant le contrôle opérationnel

Au cours de 2017, les problèmes, constatés par le passé, relatifs à la situation financière de certaines entreprises n'ont pas tous été réglés. Les entreprises présentant le profil de risque le plus élevé ont continué à être soumises à un contrôle renforcé de la part de la Banque. Parallèlement aux initiatives prises par les entreprises elles-mêmes, la Banque a quant à elle imposé des mesures qui, dans certains cas, ont entraîné la cessation d'une partie ou de l'ensemble des activités de l'entreprise.

En outre, le contrôle sur les entreprises d'assurance a de nouveau été marqué par l'entrée en vigueur des nouvelles règles prudentielles. Les problèmes liés à l'application correcte des nouvelles règles ne sont pas totalement résolus à ce stade, mais l'on a pu constater une évolution positive. En raison de l'ampleur et de la complexité du reporting, sa qualité a soulevé des questions, mais l'on

TABLEAU 26 GROUPES D'ASSURANCE BELGES SOUMIS AU CONTRÔLE DE LA BANQUE

Groupes nationaux belges	Groupes internationaux belges
Belfius Assurances	Ageas SA/NV
Cigna Elmwood Holdings	ASCO
Credimo Holding	KBC Assurances
Fédérale Assurance	PSH
Fork Capital	
Securex	
Vitrufin	

Source : BNB.

TABLEAU 27 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
ASCO		Euler Hermes
KBC Assurances	AXA	AXA Belgium
PSH		Touring Assurances
	Assurances du Crédit Mutuel	Partners Assurances
	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	Baloise Belgium
		Euromex

Source : BNB.

a pu assister à une amélioration notable au cours de la période sous revue.

En 2016, des travaux et des enquêtes avaient été lancés auprès des grandes entreprises d'assurance. Les informations qui en sont ressorties ont fait l'objet, en 2017, d'une analyse selon une approche transversale pour trois sujets spécifiques.

Meilleures estimations

Un premier domaine concernait les travaux portant sur l'adéquation des « meilleures estimations »⁽¹⁾ (*best estimate*) des provisions techniques pour le portefeuille des produits d'assurance-vie. Des ateliers, organisés avec les grandes entreprises, ont porté sur les calculs des meilleures estimations au niveau granulaire. L'on y a débattu du fonctionnement de la participation aux bénéfices aux niveaux des segments et des produits.

(1) Le *best estimate* correspond à la moyenne pondérée par leur probabilité des flux de trésorerie futurs, compte tenu de la valeur actuelle attendue de ces flux, estimée sur la base de la courbe pertinente des taux d'intérêt sans risque.

Dans l'environnement actuel de faibles taux d'intérêt, la politique de participation aux bénéfices de l'entreprise n'a qu'une incidence limitée sur le calcul de la meilleure estimation des produits d'assurance-vie. Toutefois, cette participation aux bénéfices sera plus importante en cas de hausse des taux d'intérêt, en particulier pour les produits plus récents assortis d'un taux d'intérêt garanti bas. En effet, l'échéance moyenne et les flux de trésorerie des actifs des entreprises sont largement alignés sur ceux des passifs, ce qui réduit actuellement le risque de taux du portefeuille. Cet alignement est susceptible, dans un contexte de hausse des taux d'intérêt, de limiter la possibilité pour l'entreprise d'amener la participation aux bénéfices au niveau du taux du marché (*capacity to pay*). Or, si l'entreprise ne peut satisfaire les attentes de sa clientèle, cette dernière sera encline à se défaire du produit (risque de rachat, ou *lapse risk*) et à investir dans d'autres produits qui, eux, suivent le taux du marché. La modélisation du comportement des clients dans un environnement de taux d'intérêt en mutation aux fins du calcul des meilleures estimations n'est pas chose aisée, les séries temporelles en la matière étant rares. Ces analyses amènent à poursuivre les interactions avec les entreprises

afin de mieux comprendre la modélisation des meilleures estimations au niveau du produit et du portefeuille.

Projections des coûts dans les meilleures estimations

Un deuxième domaine de l'analyse transversale concernait la projection des coûts dans les meilleures estimations. Cette analyse s'est opérée au départ d'un questionnaire envoyé en 2016 à sept grandes entreprises d'assurance. L'analyse comparative des réponses a permis d'établir des constats et clarifications d'ordre général quant à la réglementation en vigueur qui ont été soumis pour consultation au secteur.

La Banque vise une meilleure cohérence en matière de répartition et de projection des coûts dans les meilleures estimations. Il a en effet été constaté qu'il existait des différences dans la manière dont les entreprises répartissent et projettent les coûts, et que cette situation n'était pas toujours pleinement conforme à l'ensemble des dispositions réglementaires. L'on a par ailleurs établi des instructions et formulé des clarifications concernant les modèles de reporting. Les informations qu'a fournies ce reporting ne permettent toutefois pas à la Banque de procéder à une analyse complète. La Banque accorde donc une grande importance à l'établissement d'une documentation adéquate au sein des entreprises. Ce travail a donné lieu à une communication⁽¹⁾ aux entreprises.

Analyse du reporting périodique

Les états de reporting trimestriels transmis par les entreprises à la Banque sous le nouveau régime prudentiel ont fait l'objet d'une analyse approfondie. Les données ainsi fournies ont été soumises à des contrôles de plausibilité pour ce qui concerne les éléments-clés de la situation financière des entreprises. En 2017, la Banque a reçu pour la première fois les reportings portant sur l'ensemble d'un exercice, dans ce cas, sur l'exercice 2016. Les informations contenues dans ces rapports annuels sont particulièrement étendues et de nouveaux instruments de contrôle sont en cours d'élaboration pour effectuer les analyses nécessaires sur ces données. Les interventions de la Banque qui invitent systématiquement les entreprises à remédier aux manquements constatés entraînent une amélioration notable de la qualité des reportings.

Les entreprises d'assurance affichant un ratio de solvabilité faible ont fait l'objet d'une analyse prioritaire. Les calculs de solvabilité se fondent sur une multitude de spécifications techniques et requièrent une bonne interprétation de la réglementation pour en garantir une application correcte. En outre, un calcul correct des paramètres

utilisés est également indispensable pour pouvoir assurer la qualité du reporting en matière de solvabilité. L'analyse inclut un examen détaillé des valorisations dans le bilan, ainsi que du calcul des fonds propres requis et disponibles. Cet exercice est réalisé en appliquant le principe de proportionnalité.

En 2017, les entreprises ont, pour la première fois, remis à la Banque un *Regular Supervisory Reporting* (RSR). Ce document fait partie des informations qui doivent être soumises aux fins du contrôle. Les informations provenant du RSR sont utilisées pour établir le profil de risque global de l'entreprise. Elles sont examinées en parallèle avec les informations issues de l'ORSA (*Own Risk and Solvency Assessment*)⁽²⁾, du rapport sur la solvabilité et la situation financière (*Solvency and Financial Condition Report*) et du mémorandum de gouvernance. Le RSR des grandes entreprises a été analysé, puis partagé et discuté au sein des collèges de superviseurs. Des entretiens avec les grandes entreprises ont été organisés pour examiner la cohérence des différents documents précités. Le RSR constitue un instrument particulièrement utile pour l'autorité de contrôle en ce qu'il lui permet d'interpréter correctement la multitude de chiffres transmis dans le reporting périodique.

1.4 Points d'attention en matière d'inspections thématiques

Gestion des investissements

En raison de l'environnement persistant de taux d'intérêt bas, les assureurs-vie ont du mal à trouver des placements adaptés présentant un rendement suffisant pour couvrir les taux d'intérêt contractuellement garantis sans prise de risques excessive. On constate qu'une série d'entreprises d'assurance réorientent leurs investissements, notamment en faveur des crédits (hypothécaires) (voir la section 3.4 de la partie « Développements économiques et financiers » du présent Rapport). Soucieuse d'une gestion appropriée des risques dans le cadre de ces investissements, la Banque a mené en 2017 des inspections portant sur les stratégies d'investissement et la gestion des risques qui y est associée. Ces inspections ont permis de dégager des constats. Le conseil d'administration reçoit souvent des informations insuffisantes sur la mise en œuvre de la stratégie d'investissement et de la gestion des risques. La

(1) Communication NBB_2017_32 du 29 décembre 2017 concernant les résultats de l'analyse horizontale des coûts utilisés dans la valorisation des provisions techniques.

(2) L'ORSA permet à l'assureur d'évaluer en interne ses risques et sa solvabilité. À cet égard, il accorde une attention particulière au besoin global de solvabilité, à la conformité continue avec les exigences de fonds propres fixés et les exigences fixées en matière de provisions techniques et à l'évaluation de la mesure dans laquelle le profil de risque de l'assureur s'écarte des hypothèses qui sous-tendent le calcul du capital de solvabilité requis (« caractère adéquat de la formule standard »).

politique ALM et la politique d'investissement (y compris en ce qui concerne la sous-traitance) ne sont pas toujours suffisamment développées et/ou ne sont pas conformes à la réglementation Solvabilité II, et le risque ALM ne fait pas toujours l'objet d'un suivi permanent. Les fonctions associées à ces tâches doivent être définies de manière plus claire et la gestion des risques doit être indépendante des tâches opérationnelles. Enfin, on constate que l'audit interne n'accorde pas toujours l'attention nécessaire à la politique d'investissement, pour des raisons généralement liées à un manque de moyens.

La prévention du blanchiment de capitaux et du financement du terrorisme

Les inspections menées dans ce domaine ont mis en lumière des lacunes dans l'analyse des risques auxquels les entreprises sont exposées, ce qui peut se traduire par une inadéquation de leur organisation, tant en termes de moyens consacrés à la fonction de prévention qu'en ce qui concerne les procédures mises en place pour détecter et rapporter les opérations suspectes. Les contrôles sur place ont également mis en lumière un certain manque de connaissance et d'organisation adéquate dans le domaine des sanctions financières et des embargos.

Autres thématiques

Le calcul des meilleures estimations des provisions techniques (cf. la section E.1.3) a également fait l'objet de missions spécifiques qui ont notamment porté sur la prise en compte des participations bénéficiaires et les difficultés pour les petites entreprises de calibrer leurs hypothèses.

Les inspections portant sur l'évaluation des prêts hypothécaires ont également mis au jour des points d'attention, notamment en ce qui concerne les hypothèses en matière d'actualisation, l'absence de prise en compte des intérêts de retard dans les flux de trésorerie et l'absence de back-testing.

2. Cadre légal et analyses horizontales

2.1 Entreprises soumises à un régime particulier en raison de leur taille

L'article 4 de la directive Solvabilité II prévoit que les dispositions de cette dernière ne s'appliquent pas aux entreprises dont l'activité ne dépasse pas certains seuils en matière d'encaissement ou de provisions techniques, ou encore ne comprend pas certains risques complexes tels que l'assurance de la responsabilité civile, de crédit ou de caution, ni d'activité transfrontalière. La Belgique

a fait usage de cette possibilité en prévoyant, aux articles 272 à 302 de la loi Solvabilité II, trois régimes de contrôle adaptés aux entreprises de moindre taille.

Le premier de ces régimes concerne les entreprises qui se trouvent sous les seuils définis par la directive, lesquels figurent tels quels dans la loi Solvabilité II, cette dernière prévoyant toutefois que les activités de réassurance ne sont pas permises dans ce régime particulier. Les entreprises en question sont soumises à un régime de contrôle proche de celui qui existait sous la loi du 9 juillet 1975 relative au contrôle des entreprises d'assurance, notamment pour ce qui est des exigences de fonds propres et de provisions techniques.

Le deuxième régime concerne des entreprises dont l'activité ne dépasse pas les seuils de la directive et qui, en outre, ont conclu une convention par laquelle elles réassurent ou cèdent systématiquement l'intégralité de leurs engagements d'assurance. Étant donné ce transfert de risques, ces entreprises sont dispensées de tout contrôle, à l'exception de l'obligation de se faire inscrire auprès de la Banque et de prouver qu'elles restent dans les conditions leur permettant de bénéficier de la dispense.

Enfin, le troisième régime concerne les entreprises locales d'assurance, c'est-à-dire celles qui limitent leur activité à la couverture de certains risques d'incendie dans la commune de leur siège social ou dans les communes limitrophes. Pour ces entreprises, les seuils sont plus bas que ceux applicables aux catégories précédentes, les activités permises sont plus limitées et un fort pourcentage de cession de réassurance est exigé. Si ces conditions sont remplies, le régime de contrôle se limite à une inscription, à la vérification du respect des conditions précitées et à l'exigence d'une direction effective composée d'au moins deux personnes. On notera également que ce régime n'est accessible qu'aux entreprises qui exerçaient une activité selon les conditions précitées au 1^{er} janvier 2016.

Les régimes de contrôle décrits ci-dessus sont plus amplement commentés dans deux circulaires spécifiques⁽¹⁾⁽²⁾.

2.2 Privilèges et inventaires permanents

La loi Solvabilité II a mis en place un système de protection des preneurs, assurés et bénéficiaires de contrats ou d'engagements d'assurance en cas de liquidation de

(1) Circulaire NBB_2017_11 du 27 mars 2017 relative aux entreprises d'assurance soumises à un régime particulier en raison de leur taille.

(2) Circulaire NBB_2017_12 du 27 mars 2017 relative aux entreprises locales d'assurance.

l'entreprise d'assurance. Ce mécanisme consiste en un privilège sur les actifs correspondant aux provisions techniques des différentes gestions distinctes et un privilège sur l'ensemble des actifs de l'entreprise d'assurance. Il est important de noter que ces privilèges ne concernent pas les créances de réassurance.

Ces dispositions ont fait l'objet d'une circulaire⁽¹⁾ qui précise, d'une part, quelles sont les créances qui sont privilégiées et leurs règles d'évaluation et, d'autre part, à quelles conditions un actif peut être repris parmi ceux sur lesquels portent les privilèges correspondant aux différentes gestions distinctes.

La circulaire rappelle également que les entreprises d'assurance doivent tenir à jour un registre spécial, appelé inventaire permanent, qui recense les actifs qui constituent l'assiette de chacun des privilèges correspondant aux gestions distinctes. Ces registres doivent être mis à jour de manière continue, mais, dès lors que la mise en œuvre des privilèges ne se conçoit que dans le cadre d'une liquidation dans laquelle il est mis fin aux contrats d'assurance, seul un résumé doit être communiqué annuellement à la Banque. Ce n'est donc que lorsque le risque d'une liquidation est imminent ou à l'occasion d'un contrôle que l'intégralité des registres devra être transmise à la Banque.

2.3 Communications relatives à l'agrément et aux activités transfrontalières

Communication relative à l'agrément des entreprises de droit belge

La loi du 13 mars 2016 a maintenu le principe de l'agrément préalable à l'exercice de l'activité d'assurance ou de réassurance. L'agrément est accordé par branche pour l'assurance et par activité pour la réassurance. Une entreprise agréée dans une branche d'assurance ou une activité de réassurance ne peut étendre ses opérations à une autre branche ou activité pour laquelle elle ne dispose pas d'agrément qu'après avoir obtenu une extension de son agrément.

La Banque a publié une communication⁽²⁾ qui rappelle les conditions et décrit la procédure à suivre pour solliciter un agrément en tant qu'entreprise d'assurance ou de réassurance de droit belge ou pour demander une extension d'un agrément existant. Cette communication est accompagnée du mémorandum relatif à l'obtention d'un agrément par une entreprise d'assurance ou de réassurance de droit belge, qui détaille la procédure à suivre. Ces documents constituent essentiellement une mise à jour de

la communication D.146 du 19 avril 1996 et du précédent mémorandum d'agrément, qui sont abrogés.

Communications relatives aux activités transfrontalières

La directive Solvabilité II a maintenu le principe selon lequel l'agrément obtenu dans un État membre est valable sur tout le territoire de l'Union européenne. Cela ne signifie toutefois pas que l'ouverture d'une activité dans un autre État membre, que ce soit par le biais d'une succursale ou en libre prestation de services, n'est soumise à aucune formalité. En réalité, tant la directive que la loi du 13 mars 2016 organisent une procédure de notification entre les autorités des États membres concernés par le démarrage des activités transfrontalières. La loi belge prévoit en outre un régime de notification préalable pour l'acquisition d'une filiale à l'étranger et l'ouverture d'une activité dans un pays non membre de l'EEE. Ces procédures ont été rappelées dans deux communications⁽³⁾⁽⁴⁾ qui actualisent les orientations de la Banque en cette matière.

2.4 Circulaire précisant l'évaluation interne des risques et de la solvabilité (ORSA)

L'évaluation interne des risques et de la solvabilité (*Own Risk and Solvency Assessment*, ORSA) constitue le fondement de la gestion des risques des entreprises d'assurance dans le régime Solvabilité II.

Il est essentiel que le comité de direction et le conseil d'administration d'une entreprise soient au fait de tous les risques importants auxquels elle est exposée, qu'ils aient ou non été inclus dans le calcul des exigences réglementaires de capital de solvabilité et qu'ils soient ou non quantifiables. Dans le cadre de sa gestion des risques, il est indispensable que l'entreprise évalue elle-même le montant de fonds propres qu'elle devrait détenir compte tenu de l'exposition aux risques et des objectifs commerciaux qui lui sont spécifiques. Il est essentiel que l'évaluation de la solvabilité et des risques soit intégrée dans la politique de gestion de

(1) Circulaire NBB_2017_10 du 22 mars 2017 relative aux privilèges des créanciers d'assurance, aux inventaires permanents et à l'état récapitulatif des inventaires permanents.

(2) Communication NBB_2017_17 du 2 juin 2017 relative aux procédures à suivre pour obtenir un agrément en tant qu'entreprise d'assurance ou de réassurance de droit belge et pour obtenir une extension d'agrément.

(3) Communication NBB_2017_18 du 2 juin 2017 relative aux procédures à suivre par les entreprises d'assurance ou de réassurance de droit belge pour exercer une activité d'assurance ou de réassurance à l'étranger.

(4) Communication NBB_2017_19 du 2 juin 2017 relative aux procédures à suivre par les entreprises d'assurance ou de réassurance de droit étranger pour exercer une activité d'assurance ou de réassurance en Belgique.

l'entreprise, et plus particulièrement dans les décisions stratégiques.

Une circulaire initiale avait été adoptée en exécution des orientations de l'AEAPP. Une nouvelle circulaire⁽¹⁾ a été élaborée au cours de la période sous revue visant à renforcer la gestion des risques.

Un chapitre sur les bonnes pratiques en matière de tests de résistance a été ajouté. Dans le cadre de l'ORSA, les entreprises sont tenues de procéder à une évaluation prospective des risques auxquels elles s'attendent à être exposées. Les tests de résistance sont l'un des outils qu'elles doivent utiliser pour faciliter cette approche prospective de la gestion des risques. Ces bonnes pratiques ont pour objectif de mieux informer les entreprises sur la façon d'élaborer un cadre solide de tests de résistance et d'analyses de sensibilité ou basées sur des scénarios. Ces bonnes pratiques décrivent les aspects tant quantitatifs que qualitatifs des tests de résistance tout en rappelant le principe de proportionnalité : les entreprises de moindre taille pourront s'attacher davantage aux aspects qualitatifs, tandis que les entreprises plus grandes devront recourir à des techniques de tests de résistance plus sophistiquées.

Par ailleurs, les entreprises sont tenues d'annexer, à leur rapport d'ORSA, un tableau présentant un aperçu des cinq risques les plus importants auxquels l'entreprise est ou sera exposée, compte tenu du plan d'entreprise et de ses limites de tolérance au risque. Le tableau récapitulatif donne à la Banque une idée précise de l'analyse des risques réalisée par les entreprises, ainsi qu'un aperçu des tests de résistance et des scénarios élaborés.

2.5 Capacité d'absorption de pertes des impôts différés

L'article 153 de la loi Solvabilité II, qui transpose l'article 103 de la directive, prévoit un ajustement du calcul du capital de solvabilité requis (*solvency capital requirement*, SCR) correspondant à la capacité d'absorption de pertes des impôts différés.

Sous Solvabilité II, les actifs et les passifs sont valorisés à la valeur à laquelle ils pourraient être cédés ou échangés dans le cadre d'une transaction conclue dans des conditions normales de marché. Il en résulte une différence de valorisation par rapport à leur valeur comptable ou fiscale. Les actifs d'impôts différés (*deferred tax assets*, DTA) et les passifs d'impôts différés (*deferred tax liabilities*, DTL) représentent l'incidence fiscale de ces différences d'évaluation dites « différences temporelles ».

Notons cependant que, comme pour les normes IFRS, une partie des DTA peut également résulter de crédits d'impôts non utilisés et de pertes fiscales non utilisées.

Ainsi, dans le bilan Solvabilité II, une entreprise d'assurance ou de réassurance comptabilisera un DTL ou un DTA selon que la vente d'un actif dégagera une plus-value ou une moins-value actuellement non exprimée dans son bilan comptable. Autrement dit, l'entreprise comptabilisera immédiatement soit la taxation du bénéfice engendré par la plus-value, soit le crédit d'impôts résultant de la perte consécutive à la moins-value. Cependant, la prise en compte d'un actif (net) d'impôts différés est soumise à un test de recouvrabilité par lequel l'entreprise doit démontrer qu'elle dégagera dans le futur un bénéfice imposable sur lequel cet actif d'impôts différés pourra être imputé.

Les actifs d'impôts différés peuvent résulter à la fois d'une différence de valorisation négative entre la valeur selon Solvabilité II et la valeur fiscale des actifs, ce qui est le cas lorsqu'il existe une moins-value latente nette sur le portefeuille-titres, et d'une différence de valorisation positive sur les passifs lorsque les provisions techniques Solvabilité II sont supérieures aux provisions techniques statutaires.

L'ajustement lié à la capacité d'absorption de pertes des impôts différés (*loss-absorbing capacity of deferred taxes*, LAC DT) est la prise en compte, dans le calcul du SCR, des variations des actifs et passifs d'impôts différés. En effet, le SCR est une exigence de fonds propres destinée à faire face soit à une diminution de valeur des actifs, soit à une augmentation des passifs. Or, de telles variations impliquent également une modification du montant des actifs et passifs d'impôts différés. L'ajustement dont question consiste à prendre cette modification en compte dans le calcul du SCR.

Dans une première circulaire⁽²⁾ sur le sujet, la prise en compte de l'ajustement relatif à la capacité d'absorption de pertes des impôts différés avait été limitée au montant des passifs pour impôts différés nets. La circulaire⁽³⁾ ici commentée a supprimé cette limite dans le but d'accroître la convergence des pratiques de la Banque avec celles développées dans les autres États membres à ce sujet.

En effet, sur la base d'une étude réalisée par l'AEAPP, il s'est avéré que la limitation appliquée par la Banque

(1) Circulaire NBB_2017_13 du 19 avril 2017 relative à l'évaluation interne des risques et de la solvabilité (ORSA).

(2) Circulaire NBB_2016_21 du 25 avril 2016 relative à la capacité d'absorption de pertes des provisions techniques et des impôts différés.

(3) Circulaire NBB_2017_14 du 19 avril 2017 relative à la capacité d'absorption de pertes des impôts différés.

pouvait être considérée comme une norme sévère en comparaison des méthodes développées dans les autres États membres, lesquelles visent surtout, le cas échéant, à imposer des hypothèses restrictives dans le cadre de la démonstration de l'existence de bénéfices futurs, susceptibles de justifier la part du LAC DT excédant le DTL net.

À partir de l'exercice 2016, les entreprises belges ont donc été autorisées à réduire leur SCR d'un montant supérieur au DTL net, appelé DTA notionnels. La circulaire prévoit toutefois que ces DTA notionnels ne peuvent dépasser le minimum entre, d'une part, le montant qui résulte du test de recouvrabilité et, d'autre part, les bénéfices imposables prévisionnels, tels qu'ils résultent du plan stratégique de l'entreprise, lesquels sont cumulés sur une période maximale de cinq ans et multipliés par le taux d'imposition, puis par le taux de couverture du SCR avant application de l'ajustement, ce dernier taux étant diminué de 100 %.

La nouvelle circulaire prévoyait son application pour la première fois au calcul du SCR relatif à la situation du 31 décembre 2016. Une analyse a cependant démontré que, jusqu'à présent, peu d'entreprises ont fait usage de la possibilité offerte par la nouvelle circulaire.

L'AEAPP a également entrepris des travaux pour réduire les différences dans l'application du LAC DT entre les différents États membres.

2.6 Circulaire « Infrastructure »

Selon des études économiques, le taux d'investissement au sein de l'Union européenne demeure sous la moyenne à long terme d'avant la crise financière de 2008-2009. Ce sont surtout les investissements publics qui restent limités, ce qui s'explique principalement par la nécessité d'assainir le budget des États membres dans la foulée de la crise de la dette européenne.

Comme les investissements représentent une composante hautement cyclique de la demande, ils expliquent en grande partie la gravité de la récession et le redressement laborieux de la croissance dans la zone euro. En outre, le faible taux d'investissement mine également le potentiel de croissance à long terme d'une économie.

Par conséquent, la Commission européenne, sous la présidence de Jean-Claude Juncker, a, lors de son investiture, mis en avant un « Plan d'investissement pour l'Europe » dont l'un des objectifs était de lever

les barrières injustifiées, figurant dans la législation, relatives au financement de projets d'infrastructure par les assureurs. En effet, les assureurs, et en particulier les assureurs-vie, sont par essence des investisseurs à long terme qui cherchent souvent à acquérir des actifs dont l'échéance est conforme à leurs engagements.

C'est pourquoi le règlement délégué 2015/35, qui expose notamment les exigences de fonds propres pour les entreprises d'assurance, a créé une catégorie distincte d'actifs d'infrastructure qui tient compte des caractéristiques spécifiques de ces investissements. La nouvelle catégorie d'actifs doit répondre à des critères de résistance au stress et de prévisibilité des flux de trésorerie et faire l'objet d'un cadre contractuel adapté. Le respect de ces critères devrait être le gage de l'adéquation de la politique prudentielle avec le profil de risque des investissements d'infrastructure.

En février 2017, la Banque a publié une circulaire⁽¹⁾ qui apporte des précisions complémentaires sur la définition et les critères d'éligibilité d'un investissement d'infrastructure et qui vise à faciliter l'évaluation des risques par les entreprises d'assurance en la matière. Cette évaluation des risques requerra, dans certains cas, une adaptation des systèmes de gestion des risques des entreprises d'assurance au vu du caractère potentiellement nouveau des investissements concernés.

2.7 Brexit

Le retrait du Royaume-Uni de l'Union européenne, couramment appelé « brexit », prévu pour le premier trimestre de 2019, pose une série de questions en ce qui concerne l'activité des entreprises britanniques dans l'Union européenne, en particulier si l'on part de l'optique qu'après le brexit, le Royaume-Uni devra être considéré comme un pays tiers au regard de la législation européenne relative à l'assurance et à la réassurance. En effet, dans un tel scénario, l'activité des entreprises britanniques ne pourra plus être exercée ni en libre prestation de services, ni par le biais d'une succursale européenne qui ne serait pas contrôlée par l'État membre dans laquelle elle est établie.

Compte tenu de cette incertitude, plusieurs entreprises d'assurance et de réassurance britanniques étudient d'ores et déjà la possibilité d'établir une filiale dans l'Union européenne et de transférer vers celle-ci les activités qu'elles réalisent jusqu'à présent en libre

(1) Circulaire NBB_2017_04 du 16 février 2017 relative aux investissements d'infrastructure sous le régime Solvabilité II.

prestation de services ou par le biais d'une succursale. Une telle filiale offrirait aux entreprises mères situées au Royaume-Uni les avantages de la licence unique sur tout le territoire de l'Union européenne. Quelques entreprises d'assurance et de réassurance (Lloyd's, MS Amlin et QBE) ont publiquement annoncé leur intention d'établir une telle filiale en Belgique. Une autre institution (The Navigators Group) a, pour sa part, annoncé son intention d'acquérir les parts d'une entreprise d'assurance de droit belge (ASCO). Les contacts avec les services de la Banque sont en cours dans le cadre de la préparation du dossier d'agrément de ces entreprises.

À ce stade, plusieurs points restent à clarifier, tels que le sort, après le brexit, des contrats d'assurance ou de réassurance conclus avec une entreprise établie au Royaume-Uni avant cette date, ainsi que les modalités de transfert de l'activité européenne actuellement gérée depuis le Royaume-Uni vers une filiale établie dans l'Union européenne.

Ce qui précède est également vrai en ce qui concerne les activités, en libre prestation de services ou via une succursale, au Royaume-Uni des entreprises relevant du droit d'un État membre de l'Union européenne. Dans ce cas, l'incertitude réside dans le fait de savoir si le droit britannique « post-brexit » autorisera encore une telle activité et sous quelles conditions. Des réflexions, auxquelles participe la Banque, sont en cours au niveau de l'AEAPP pour examiner les enjeux prudentiels liés au retrait du Royaume-Uni de l'Union européenne.

2.8 Visite de l'AEAPP

Parmi ses différentes missions, l'AEAPP est chargée de promouvoir une culture commune de surveillance cohérente et de grande qualité des entreprises d'assurance et de réassurance. Dans ce cadre, l'AEAPP évalue auprès des autorités de contrôle la mise en œuvre de projets nationaux tels que l'examen du bilan, les tests de résistance ou encore la mise en œuvre des dispositions relatives aux modèles internes de calcul des exigences de solvabilité, ainsi que le fonctionnement efficace des collèges de superviseurs.

En avril 2017, l'AEAPP a ainsi évalué la manière dont la Banque exerçait la surveillance prudentielle des entreprises et groupes d'assurance. À cette fin, elle a recueilli une série d'informations couvrant l'ensemble de la réglementation applicable, de même que les circulaires, les politiques internes et les différentes analyses transversales développées par la Banque. Ces informations ont été complétées par des présentations relatives aux

outils et procédures propres à la Banque, et à leur mise en œuvre dans le cadre du contrôle opérationnel et par des séances de questions et réponses. Les conclusions de l'AEAPP étaient globalement rassurantes en ce qui concerne la qualité du contrôle exercé par la Banque, laquelle a d'ores et déjà élaboré un plan pour répondre aux remarques formulées par l'AEAPP.

2.9 ICS field test

Dans le cadre de la convergence mondiale des normes de fonds propres et de la promotion de la stabilité financière, l'Association internationale des contrôleurs d'assurance (AICA) travaille actuellement à l'élaboration d'un cadre prudentiel commun pour les groupes d'assurance opérant au niveau international (*internationally active insurance groups*, IAIG). Ce cadre comporte notamment la mise au point d'une norme internationale de fonds propres (*International Capital Standard*, ICS) qui se compose de plusieurs volets : la disposition relative au périmètre de consolidation, la valorisation des actifs et des passifs, les éléments de fonds propres et les exigences de fonds propres.

Ces trois dernières années, différents *field tests* ont été effectués en la matière pour bénéficier de contributions d'experts du côté tant du secteur concerné que des autorités de contrôle. Le *field testing* sert à affiner les normes de fonds propres évoquées ci-dessus et à poursuivre l'élaboration des aspects qualitatifs du cadre. Au cours de la période sous revue, un *field testing* a été réalisé spécifiquement pour le développement d'une première version concrète de normes de fonds propres selon une méthode standard. Un nouveau *field testing* permettra d'affiner davantage ces normes, y compris en ce qui concerne les paramètres propres à l'entreprise et les modèles internes utilisés pour la détermination des exigences de fonds propres. L'on s'attend à ce que la norme internationale de fonds propres puisse être instaurée pour la fin de 2019 en vue de son application à l'ensemble des groupes d'assurance concernés opérant au niveau international sur une base consolidée.

2.10 Analyses horizontales et tests de résistance

Au cours de l'année sous revue, la Banque a également procédé à différentes analyses horizontales du secteur de l'assurance belge (cf. l'encadré 15) et a mené des tests de résistance pour s'assurer que le risque de taux d'intérêt reste limité pour les entreprises d'assurance (cf. l'encadré 16).

Encadré 15 – Analyses transversales du secteur de l'assurance en Belgique

Dans le cadre de son analyse des risques, la Banque a réalisé, cette année encore, une série d'analyses horizontales portant sur les principaux risques pour le secteur de l'assurance. Ces travaux comprenaient un examen plus détaillé des risques de taux d'intérêt, de liquidité et de spread des assureurs belges.

Risque de taux d'intérêt

Les conséquences potentielles de la faiblesse persistante des taux d'intérêt constituent depuis plusieurs années le risque financier le plus significatif pour les entreprises d'assurance, et demeurent dès lors un point d'attention pour la Banque.

Afin de se faire une idée plus complète et plus détaillée de l'exposition du secteur de l'assurance au risque de taux d'intérêt, la Banque avait décidé en 2014 d'élaborer un reporting standard annuel spécifique pour le suivi de ce risque. Ce reporting se compose de quatre sous-domaines visant chacun à éclairer un aspect particulier 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. Ce cadre d'évaluation est appliqué par la Banque depuis trois ans environ et est affiné chaque année. Il permet notamment d'examiner 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. Ces paramètres permettent à la Banque d'identifier plus facilement les entreprises présentant une vulnérabilité (accrue) à un environnement de taux d'intérêt bas.

Les entreprises pour lesquelles le risque a été jugé important 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 à analyser quelles mesures pourraient être prises afin de limiter son risque de taux. Cette approche sera également poursuivie à plus long terme.

Dans ce contexte, la Banque a proposé une modification de la réglementation prudentielle en matière d'assurance-vie destinée à éviter les risques engendrés par des rachats massifs de contrats, particulièrement dans le cas d'une hausse des taux d'intérêt. La mesure vise à décourager les rachats anticipés ou, du moins, à faire en sorte que les coûts liés à des rachats spéculatifs soient partagés entre l'entreprise d'assurance et le preneur. Concrètement, elle consisterait à faire dépendre l'indemnité de rachat, d'une part, de la durée restant à courir du contrat et, d'autre part, de la différence entre le taux contractuel garanti et un taux représentant les rendements des marchés financiers au moment du rachat.

Risque de liquidité

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, dès 2014, de suivre de près la liquidité au sein du secteur de l'assurance.

La Banque prévoit, pour l'ensemble des entreprises d'assurance-vie, un reporting de liquidité trimestriel distinct. Le risque de liquidité d'une entreprise d'assurance est généralement moins significatif que celui d'une banque et il n'est par ailleurs pas aussi aisé à mesurer.



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. Ces indicateurs se concentrent sur l'évolution des flux de trésorerie entrants et sortants, sur l'évolution des actifs et passifs liquides et, enfin, sur 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 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. 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 par ailleurs donné lieu à une réflexion stratégique sur l'avenir du secteur de l'assurance-vie individuelle en Belgique et à des recommandations de la Banque en la matière.

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*. Le *spread* correspond à la prime de risque, c'est-à-dire à l'écart du rendement de l'actif par rapport au taux d'intérêt sans risque. Si la prime de risque d'un actif augmente, son rendement augmente et la valeur de marché diminue. Le risque de *spread* est donc 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 menés antérieurement pour le secteur de l'assurance, 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 et, d'autre part, par le principe de valorisation à la valeur de marché prescrit par le nouveau régime Solvabilité II. 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 fonds 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 *Long-Term Guarantees* (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 sous revue pour le suivi du risque de *spread* auprès des assureurs belges. Ce cadre d'évaluation porte principalement sur les indicateurs relatifs à la qualité du crédit, à la durée et à la sensibilité aux taux d'intérêt des actifs à taux fixe. Au cours de l'année sous revue, l'on a également examiné dans quelle mesure ce risque est couvert par le coussin de fonds propres prévu par le cadre Solvabilité II. Ce risque sera suivi à l'aide du reporting annuel en la matière que les assureurs soumettent à la Banque.

Les entreprises recensées comme *outliers* feront l'objet d'un suivi dans le cadre de futures analyses quantitatives, sous la forme, par exemple, de tests de résistance. En outre, la Banque analyse également comment les assureurs eux-mêmes évaluent le risque dans leur rapport ORSA. À cet égard, le risque de *spread* des obligations d'État fera l'objet d'une attention particulière, dans la mesure où le cadre Solvabilité II n'impose pas de coussin de fonds propres à cet égard.

Encadré 16 – Politique « clignotant » et cadre national de tests de résistance

Provisions « clignotant »

Dans le cadre du régime prudentiel Solvabilité I, les entreprises d'assurance devaient constituer des provisions complémentaires (communément appelées provisions « clignotant ») au niveau statutaire afin de couvrir le risque de taux qu'elles encouraient pour certains types de contrat. À la suite de l'entrée en vigueur du nouveau régime prudentiel Solvabilité II, les dispositions prudentielles en matière de provisions complémentaires ont été maintenues dans le cadre comptable. Ces provisions continueront ainsi à être alimentées aussi longtemps que le risque de taux persiste. Cependant, étant donné que le régime Solvabilité II prévoit également des exigences réglementaires spécifiques pour couvrir le risque de taux, de nouvelles dispositions ont été introduites dans le cadre comptable, permettant ainsi de simplifier le mécanisme de dispense de l'obligation de doter les provisions complémentaires.

En règle générale, la couverture de l'ensemble des exigences de fonds propres réglementaires telles que visées dans le cadre de Solvabilité II, et ce sans faire appel aux mesures transitoires sur les provisions techniques, est une condition nécessaire pour obtenir une dispense. Outre cette condition, la Banque analyse la situation des entreprises concernées ainsi que les conditions du marché afin de s'assurer que le risque de taux reste limité. Elle utilise dans cette évaluation les outils les plus pertinents qui sont à sa disposition, notamment les résultats des tests de résistance qui portent sur l'exposition au risque de taux.

Tests de résistance

La Banque a jugé utile d'expliquer dans une communication au secteur, sa politique et ses attentes en matière de tests de résistance pour les assurances. À cet égard, une distinction est opérée entre les tests de résistance propres à l'entreprise, élaborés par exemple dans le cadre de l'ORSA, et ceux imposés par la Banque. Ces derniers peuvent être de nature tant microprudentielle (attention portée sur des expositions spécifiques présentes dans un nombre limité d'entreprises) que macroprudentielle. La politique de la Banque en matière de tests de résistance est souple et prévoit une large marge de manœuvre permettant de réaliser les objectifs propres à chaque exercice. Le secteur de l'assurance est soumis au moins une fois par an à un test de résistance et, s'il s'en déroule un au niveau européen, la Banque ajuste son test de résistance en conséquence.

La première application concrète de ce nouveau cadre a eu lieu en 2017. Pour alléger la charge de travail des entreprises, la méthodologie du test de résistance a été adaptée, dans la mesure du possible, à celle du test de résistance de l'AEAPP réalisé en 2016. Ce test de résistance met l'accent sur les risques les plus pertinents pour les entreprises d'assurance, à savoir les risques de marché, y compris le risque de taux d'intérêt, à l'exclusion des risques techniques de souscription, et est constitué de deux scénarios quantitatifs, complétés par un questionnaire qualitatif limité.

Le premier scénario, *low for long*, a pour objectif principal de détecter et d'évaluer les vulnérabilités potentielles du secteur belge de l'assurance liées au risque de taux d'intérêt. Ce scénario cherche à simuler une situation de stagnation structurelle dans laquelle une pénurie d'investissements à long terme rentables 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 en ce qui concerne les échéances plus longues. Cet exercice s'inscrit dans le cadre d'une évaluation des risques macroprudentiels et constitue à ce titre un complément aux évaluations des risques menées pour les entreprises individuelles (cf. l'encadré 15). L'objectif principal du test de résistance est de déceler les vulnérabilités au niveau du secteur. Les faiblesses constatées au niveau individuel ne peuvent toutefois pas être négligées. Ceci implique que les résultats découlant du scénario *low for long* sont pris en compte dans l'évaluation du dossier d'exemption évoqué ci-dessus.

Le deuxième scénario a été élaboré par le FMI en collaboration avec la Banque, dans le cadre du FSAP effectué en Belgique (cf. le chapitre A de la partie « Réglementation et contrôle prudentiels »). Pour tester la capacité



de résistance du secteur de l'assurance, l'on a mis au point un scénario macrofinancier défavorable simulant une récession sous l'effet d'une augmentation brutale de l'aversion pour le risque à l'échelle mondiale, d'une réévaluation du risque souverain dans la zone euro, d'un effondrement du cycle du crédit dans les économies de marché émergentes et d'une correction significative sur les marchés immobiliers en Belgique. Ce scénario combine une hausse de la courbe 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 et autres, actions, immobilier, etc.). Les résultats de ces tests de résistance n'étaient pas encore définitifs à la date de clôture du présent Rapport.

F. Infrastructures de marchés financiers

Au cours de l'année sous revue, une attention particulière a été accordée, dans le domaine des infrastructures de marchés financiers (IMF), à l'évolution de la réglementation, ainsi qu'à sa mise en œuvre par les systèmes et les établissements relevant des missions de contrôle prudentiel et d'oversight de la Banque. Les conséquences éventuelles du brexit dans ce secteur ont elles aussi été traitées amplement. Comme pour d'autres secteurs financiers, les évolutions en matière de FinTech (cf. la section G.3. de la partie « Réglementation et contrôle pruden-tiels ») et de cyber-risques (cf. la section G.4) ont également fait l'objet d'un suivi rapproché.

La Banque a également publié pour la première fois le Rapport sur les infrastructures de marchés financiers et les services de paiement⁽¹⁾, qui donne une vision détaillée de l'évolution des activités de ces systèmes et établissements, des changements intervenus dans l'environnement réglementaire, des approches en matière d'oversight et de contrôle prudentiel adoptées par la Banque, et de ses principaux objectifs pour 2017.

1. Cartographie du secteur

La Belgique accueille plusieurs IMF, dépositaires de titres, prestataires de services de paiement, tels que des établissements de paiement et des établissements de monnaie électronique, et des fournisseurs de services critiques. Certaines de ces entités, telles que SWIFT, Euroclear, Bank of New York Mellon, Mastercard Europe et Worldline, sont d'une importance systémique internationale. Pour certains de ces systèmes et établissements, la Banque a, en tant qu'autorité principale, mis en place des accords de collaboration internationaux.

L'oversight exercé par la Banque se concentre, d'une part, sur la sécurité et l'efficacité du fonctionnement complet d'IMF telles que les systèmes de paiement, de compensation et de règlement, et, d'autre part, sur leurs connexions avec d'autres acteurs du marché financier. Au niveau microéconomique, les autorités de contrôle prudentiel veillent à la santé financière des établissements de ce secteur, contribuant ainsi à maintenir la confiance de leurs contreparties et utilisateurs. Ces deux démarches de contrôle visent à promouvoir la stabilité financière. Dans les cas où s'appliquent tant

l'oversight que le contrôle prudentiel de la Banque, les activités de contrôle peuvent être considérées comme complémentaires.

Les systèmes et les établissements peuvent être regroupés selon le type de services qu'ils proposent à leurs participants ou clients: compensation, règlement et conservation de titres, paiements et fourniture de services critiques.

2. Priorité en matière d'oversight et de contrôle

En 2017, une partie importante des activités de contrôle prudentiel et d'oversight de la Banque a été consacrée aux évolutions réglementaires qui touchent la plupart des catégories d'IMF et de prestataires de services de paiement, et à l'analyse de l'incidence de ces changements. Dans la mesure où les IMF constituent des points de connexion dans le traitement des transferts de paiement et de titres, les risques informatiques – et plus particulièrement les cyber-risques – continuent eux aussi à requérir l'attention nécessaire. Les thèmes des cyber-risques ainsi que des FinTech sont abordés dans le chapitre G de la partie « Réglementation et contrôle pruden-tiels ».

(1) Cf. <https://www.nbb.be/doc/ts/publications/fmi-and-paymentservices/2017/fmi-report2017.pdf>.

TABLEAU 28 CARTOGRAPHIE DU SECTEUR DES INFRASTRUCTURES DE MARCHÉS FINANCIERS ET DES SERVICES DE PAIEMENT

	Collaboration internationale		La Banque intervient comme autorité unique
	La Banque intervient comme autorité principale	La Banque participe sous la conduite d'une autre autorité	
Contrôle prudentiel		<u>Dépositaire de titres</u> Bank of New York Mellon SA (BNYM SA/NV)	<u>Dépositaire de titres</u> BNYM Brussels branch Prestataires de services de paiement (PSP) ⁽¹⁾ Établissements de paiement (PI) Établissements de monnaie électronique (ELMI)
Contrôle prudentiel et oversight	<u>Systèmes de règlement de titres</u> <u>Dépositaire de titres (CSD)</u> Euroclear Belgium (ESES) <u>Dépositaire de titres international (ICSD)</u> Euroclear Bank SA/NV <u>Organisme de règlement assimilé</u> Euroclear SA/NV (ESA)	<u>Systèmes de compensation de titres (CCP)</u> LCH.Clearnet Ltd (UK), ICE Clear Europe (UK), LCH.Clearnet SA (FR), Eurex Clearing AG (DE), EuroCCP (NL), Keler CCP (HU), CC&G (IT)	<u>Processeurs de paiement</u> Worldline SA/NV
Oversight	<u>Fournisseur de services critiques</u> SWIFT	<u>Fournisseur de services critiques</u> TARGET2-Securities (T2S)	<u>Systèmes de règlement de titres</u> <u>Dépositaire de titres</u> NBB-SSS
		<u>Système de paiement</u> TARGET2 (T2) CLS Bank	<u>Schémas de paiement par cartes</u> Bancontact MasterCard Europe <u>Système de paiement</u> Centre for Exchange and Clearing (CEC)

Infrastructures post-marché	Compensation de titres	Paiements	Systèmes de paiement
	Règlement de titres		Établissements de paiement et établissements de monnaie électronique
	Effectenbewaarneming		Processeurs de paiement
Fournisseurs de services critiques	TARGET2-Securities		Schémas de paiement par cartes
	SWIFT		

Source : BNB.

(1) Pour une liste des prestataires de services de paiement, cf. <https://www.nbb.be/doc/ts/publications/fmi-and-paymentservices/2017/2017-chapter-3-2-payment-institutions-electronic-money-institutions.pdf>.

Compensation, règlement et conservation de titres

Bien qu'aucune contrepartie centrale intervenant dans la compensation de titres (CCP) n'ait son siège en Belgique, la Banque participe à différents collèges de contrôle de CCP, en raison du fait que ces établissements liquident les opérations sur les livres d'un dépositaire central de titres belge (*Central Securities Depository, CSD*) ou de l'importance d'un établissement financier belge en tant que participant

à une CCP. Comme les activités en euros des CCP opérant actuellement depuis le Royaume-Uni peuvent être significatives, l'incidence du brexit est suivie attentivement.

En ce qui concerne le secteur des CSD, les normes techniques d'exécution et de réglementation du règlement CSD⁽¹⁾ – qui

(1) Règlement (UE) n° 909/2014 concernant l'amélioration du règlement de titres dans l'Union européenne et les dépositaires centraux de titres.

définit notamment des règles communes en matière de règlement dans l'UE, encadre les activités relevant strictement du CSD, organise l'offre de services bancaires et traite des sanctions et des délais d'obtention des autorisations d'exercice des fonctions de CSD – sont entrées en vigueur le 30 mars 2017. Chaque CSD dans l'UE doit demander l'agrément à son autorité compétente.

En sa qualité d'autorité compétente en Belgique, la Banque est en charge de l'agrément et de la surveillance des CSD établis en Belgique. La Banque recueille l'avis de la FSMA pour les aspects relevant des compétences réduites de celle-ci vis-à-vis des CSD dans le cadre de son contrôle du respect des règles garantissant le bon fonctionnement, l'intégrité et la transparence des marchés d'instruments financiers, ainsi que dans le cadre de son contrôle du respect des règles visant la protection des intérêts de l'investisseur lors de transactions sur instruments financiers⁽¹⁾. Un protocole établissant les modalités de collaboration a été conclu entre les deux institutions en 2017.

Selon le règlement, l'autorité compétente doit statuer sur le caractère complet du dossier de demande d'agrément. Les demandes d'agrément provenant des CSD établis en Belgique et faisant partie du groupe Euroclear – notamment Euroclear Belgium et Euroclear Bank – ont été considérées incomplètes pour différentes raisons, notamment la non-exhaustivité de la demande, des évolutions informatiques toujours en cours ou encore la mise en œuvre non finalisée de nouveaux processus et procédures de contrôle. Euroclear Belgium et Euroclear Bank sont censés fournir toutes les informations complémentaires permettant d'évaluer leur conformité avec les exigences du règlement pour, respectivement, la fin de septembre et la fin de décembre 2018 au plus tard. Ce n'est qu'à partir du moment où le dossier est jugé complet que la Banque, en tant qu'autorité compétente, transmet toutes les informations nécessaires aux autres autorités dont la consultation sur la conformité du dossier d'autorisation est prévue par le règlement. BNY-Mellon CSD a par ailleurs décidé de ne pas introduire de demande d'agrément.

Le règlement exempte NBB-SSS, comme les autres CSD publics, de certaines obligations, notamment l'octroi d'un agrément. Toutefois, ces CSD doivent se conformer à l'ensemble des autres exigences du règlement qui leur sont applicables, au plus tard dans un délai d'un an à compter de la date d'entrée en vigueur des normes techniques, c'est-à-dire pour le 30 mars 2018 au plus tard.

Compte tenu de l'importance des entités implantées en Belgique qui exercent à l'échelle internationale des activités de liquidation, de conservation et d'administration de

titres pour le compte de clients professionnels, l'approche de contrôle prudentiel appliquée en Belgique à ce secteur est de longue date adaptée aux spécificités de ces activités. Afin d'ajuster au mieux cette approche, il a été jugé opportun de mettre en place un statut de contrôle complémentaire spécifiquement adapté aux entités bancaires opérant exclusivement dans le domaine de la conservation et de l'administration de titres.

En effet, ces entités se caractérisent principalement par leur activité de détention hors bilan d'instruments financiers pour le compte de leurs clients. Or, la réglementation bancaire n'aborde pas les aspects de contrôle prudentiel relatifs à cette activité, ce qui justifie et requiert d'appliquer à ces établissements une approche de contrôle prudentiel spécifique des dimensions pertinentes qui ne sont pas incluses dans la réglementation bancaire.

Techniquement, l'actuelle définition d'« organismes assimilés à des organismes de liquidation » se voit divisée en deux sous-catégories, afin d'y adjoindre les établissements de crédit établis en Belgique dont l'activité consiste exclusivement à fournir à leurs clients des services de conservation de titres, de tenue de comptes et de règlement d'instruments financiers, ainsi que des services accessoires.

En effet, ces établissements présentent d'importantes similitudes avec les organismes assimilés à des organismes de liquidation préexistants, définis comme étant les organismes qui assurent, en tout ou en partie, la gestion opérationnelle de services fournis par des organismes de liquidation. Ces similitudes sont en particulier les suivantes: le type d'activités exercées, l'absence de dépôts des particuliers, ainsi que d'autres services prestés en leur faveur, tels que l'octroi de prêts, et le maintien du profil de risque à un niveau peu élevé. La loi instaurant ce nouveau type d'agrément est entrée en vigueur le 21 août 2017⁽²⁾.

Paiements

La Banque a une large responsabilité en matière de paiements et – selon le système ou l'établissement – intervient à cet égard en qualité d'*overseer* ou d'autorité de contrôle prudentiel. En tant qu'*overseer*, la Banque couvre les systèmes de paiement, les processeurs d'instruments de paiement et les schémas de paiement par cartes, tandis qu'en sa qualité d'autorité de contrôle prudentiel, elle veille sur les prestataires de services de paiement.

(1) Les dispositions concernant les conflits d'intérêts, la conservation des informations, les exigences pour la participation, la transparence, les procédures de communication avec les participants et les autres infrastructures de marché, la protection des titres des participants et de ceux de leurs clients, la liberté d'émettre des titres par l'intermédiaire de tout CSD agréé dans l'UE et l'accès entre un CSD et une autre infrastructure de marché.

(2) Loi du 31 juillet 2017 portant des dispositions financières et fiscales diverses et portant des mesures en matière de contrats de concession.

Le traitement adéquat et sûr des paiements par carte en Belgique constitue, en raison de leur rôle dans l'économie réelle, un objectif important de l'*oversight* de la Banque. Bien que les processeurs de paiement ne soient pas nécessairement des systèmes de paiement, l'économie belge est fortement tributaire de leur bon fonctionnement et, partant, de la stabilité et de la continuité des paiements en monnaie scripturale. La loi du 24 mars 2017 relative à la surveillance des processeurs d'opérations de paiement soumet les processeurs de paiement d'importance systémique au contrôle légal direct de la Banque et fixe certaines conditions d'exercice de l'activité⁽¹⁾.

À la fin de 2017, 19 établissements de paiement et cinq établissements de monnaie électronique étaient soumis au contrôle de la Banque. Celle-ci exerçait en outre le contrôle sur huit personnes morales exemptées et trois succursales d'établissements étrangers. Au cours de l'année sous revue, quatre établissements de paiement de droit belge ont été agréés, dont MoneyGram et Ebury Partners qui, dans le cadre du Brexit, ont décidé d'établir une filiale en Belgique, tandis qu'un agrément a été retiré. Chacune de ces entreprises s'efforce de proposer ses services de manière entièrement numérisée en exploitant des innovations en matière de technologie financière (cf. également le chapitre G.3 consacré aux *FinTech*).

Au cours de la période sous revue, l'une des priorités du contrôle prudentiel des établissements de paiement et

des établissements de monnaie électronique a consisté à transposer la deuxième directive européenne sur les services de paiement (PSD2)⁽²⁾. Cette directive, qui porte sur de récentes innovations apparues dans les services de paiement et dont la loi belge de transposition entre en vigueur au début de 2018, procède notamment à l'ajout de deux nouvelles catégories de prestataires de services de paiement dans le cadre réglementaire : les prestataires de services d'initiation de paiement et d'agrégation des soldes de comptes. Ces deux types de prestataires de services disposeront, tout comme les autres établissements agréés à cette fin, du droit d'accéder aux comptes de paiement d'un utilisateur de services de paiement pour autant que ce dernier y ait explicitement consenti. L'une des applications envisageables de cette modification du cadre légal est la possibilité pour un prestataire de services d'agrégation des soldes de comptes de regrouper dans une application unique le solde des différents comptes détenus par un particulier auprès d'une série d'établissements financiers. Pour ce qui est des prestataires de services d'initiation de paiement, le nouveau régime leur permet d'initier des paiements directement au départ du compte de paiement d'un utilisateur vers un bénéficiaire. Le régime de contrôle applicable à chaque type de prestataires de services de paiement est proportionnel à la taille des activités qu'ils exercent et aux risques qui y sont liés.

Un autre élément important de la PSD2 est l'application de l'« authentification forte » du client en vue de l'initiation et de l'exécution de paiements en toute sécurité. Ce type d'authentification impose l'utilisation d'au moins deux des trois éléments suivants qui doivent être indépendants et confidentiels : un élément que seul l'utilisateur

(1) Loi du 24 mars 2017 relative à la surveillance des processeurs d'opérations de paiement.

(2) Directive (UE) 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 (UE) n° 1093/2010, et abrogeant la directive 2007/64/CE.

TABLEAU 29 ÉVOLUTION DU NOMBRE D'ÉTABLISSEMENTS DE PAIEMENT ET D'ÉTABLISSEMENTS DE MONNAIE ÉLECTRONIQUE SOUMIS AU CONTRÔLE

(données en fin de période)

	2014	2015	2016	2017
Établissements de paiement	18	20	24	26
De droit belge	11	12	16	19
Établissements exemptés ⁽¹⁾	4	5	5	5
Succursales relevant du droit d'un État membre de l'EEE	3	3	3	2
Établissements de monnaie électronique	11	11	9	9
De droit belge	5	5	5	5
Établissements exemptés ⁽¹⁾	5	5	3	3
Succursales relevant du droit d'un État membre de l'EEE	1	1	1	1

Source : BNB.

(1) Les « établissements exemptés » sont soumis à un régime de contrôle allégé conformément à la circulaire NBB_2015_12 relative à la politique d'exemption de la Banque sur la base de l'article 48 de la loi du 21 décembre 2009.

connaît (par exemple, un code PIN), un élément que seul l'utilisateur possède (par exemple, une carte de paiement) et un élément propre à l'utilisateur (par exemple, des données biométriques, comme une empreinte digitale).

En vue d'une application uniforme de la nouvelle réglementation dans l'EEE, l'ABE est chargée de l'élaboration de normes techniques en la matière.

Fourniture de services critiques

SWIFT (*Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication*) est une société coopérative à responsabilité limitée établie en Belgique et spécialisée dans l'échange de messages financiers entre les établissements financiers et les infrastructures de marchés financiers.

SWIFT n'est pas un établissement financier ni une infrastructure de marchés financiers, mais opère en revanche comme fournisseur de services critiques pour chacune de ces parties, et est donc elle-même systématique. C'est la raison pour laquelle SWIFT est soumise à un *oversight* coopératif international exercé par différentes banques centrales. La Banque assume le rôle de *lead overseer* pour SWIFT et collabore à ce titre avec les banques centrales du G10⁽¹⁾. Les conclusions de ces activités d'*oversight* sont également partagées avec un groupe élargi de banques centrales, réunies au sein du SWIFT Oversight Forum⁽²⁾. La Banque suit les évolutions au sein de SWIFT avec une attention particulière et entretient une relation continue avec l'établissement. En sa qualité de *lead overseer*, la Banque agit comme point de contact central pour l'*oversight* coopératif et préside les groupes en charge des activités de nature technique, ainsi que ceux de haut niveau dévolus à la définition de la politique d'*oversight* à mettre en œuvre. De même, le secrétariat chargé d'encadrer ces activités est assuré par la Banque.

Sur le fond, l'*oversight* coopératif s'articule autour de cinq thèmes principaux: (a) la détection et la gestion des risques, (b) la sécurité de l'information, (c) la fiabilité et la résilience du système, (d) l'évolution technologique et la planification, et (e) la communication avec les utilisateurs. Chacun de ces thèmes fait l'objet d'attentes en matière d'*oversight* à l'égard de SWIFT (*high-level expectations*).

Outre une série de sujets récurrents, par exemple le suivi de l'efficacité du système de contrôle interne de SWIFT (collaboration entre la hiérarchie de l'établissement, la gestion des risques et l'audit interne) ou de décisions stratégiques liées aux évolutions technologiques attendues, la Banque a, en 2017, accordé l'attention requise au cyber-risque (cf. le chapitre G.4 de la partie «Réglementation et contrôle prudentiels») et à l'orientation stratégique de SWIFT en ce qui concerne ce défi. Un premier thème spécifique examiné au cours de l'année sous revue regroupait le déploiement du *Customer Security Programme* (CSP) et la communication de SWIFT à cet égard à l'attention de ses utilisateurs concernant les saines pratiques de gestion et les responsabilités en matière de sécurité. Au cours des prochaines années, la poursuite du développement du CSP demeurera très vraisemblablement une priorité pour l'*oversight* de SWIFT. Un deuxième volet important consacré au cyber-risque porte sur l'évaluation de la résilience interne de SWIFT face aux cybermenaces, ainsi que sur les investissements qui y sont liés. Dans ce contexte, la cyber-stratégie qu'élabore SWIFT et les processus qu'elle est amenée à mettre au point, en application de cette stratégie, sont également analysés à la lumière des lignes de conduite du CPIM-OICV en la matière⁽³⁾.

(1) La Banque du Canada, la Deutsche Bundesbank, la Banque centrale européenne, la Banque de France, la Banca d'Italia, la Bank of Japan, la Nederlandsche Bank, la Sveriges Riksbank, la Banque nationale suisse, la Bank of England et le Federal Reserve System, représenté par la Federal Reserve Bank of New York et le Board of Governors of the Federal Reserve System.

(2) Pour une composition du Forum, cf. la description à l'adresse suivante: <https://www.nbb.be/fr/supervision-financiere/oversight/fournisseurs-de-services-critiques>.

(3) CPIM-OICV (2016), *Guidance on cyber resilience for financial market infrastructures*, BRI (<http://www.bis.org/cpmi/publ/d146.pdf>).

G. 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 consacrées aux banques, aux assurances et aux infrastructures de marchés financiers.

L'année 2017 a notamment été marquée par l'aboutissement des travaux de transposition en droit belge de la quatrième directive européenne de prévention du blanchiment de capitaux et du financement du terrorisme, qui demandera des efforts significatifs tant de la part des établissements financiers que de la part des autorités compétentes, notamment la Banque.

L'entité d'assurance qualité, qui vise à assurer que les activités de surveillance prudentielle et de résolution de la Banque répondent à un certain nombre d'exigences de qualité, a poursuivi ses travaux de définition de son cadre afin d'atteindre progressivement un mode de fonctionnement pérenne.

Au cours de l'année sous revue, la Banque a par ailleurs établi un point de contact unique en matière de FinTech, en collaboration avec la FSMA, qui opère comme canal d'accès à l'autorité de contrôle pour les questions concernant le cadre législatif de l'offre de services financiers en Belgique, notamment dans le contexte de la directive européenne sur les services de paiement (PSD2). Les évolutions liées aux monnaies numériques privées ont également été suivies de près par la Banque.

Dans un contexte de hausse des cybermenaces, la Banque a activement contribué à la poursuite du développement, au niveau européen, d'un cadre réglementaire pour la gestion des cyber-risques et de recommandations en la matière. Au cours de l'année sous revue, elle a également mené plusieurs missions d'inspection portant sur les cyber-risques. Enfin, en collaboration avec d'autres acteurs, la Banque a poursuivi ses travaux visant à cartographier la fraude en e-banking et à sensibiliser les consommateurs à cet égard.

En matière de gouvernance, de reporting et de collaboration des réviseurs au contrôle prudentiel, l'année sous revue s'est caractérisée par l'adoption et la publication par la Banque de plusieurs nouveaux documents normatifs portant notamment sur la qualité des données prudentielles et financières, la mission de collaboration des réviseurs agréés au contrôle prudentiel, le reporting concernant les prêts aux personnes liées, les participations qualifiées, le cadre fit and proper et la fonction de compliance.

1. Lutte contre le blanchiment de capitaux et le financement du terrorisme

18 septembre 2017⁽¹⁾, de la quatrième directive européenne de prévention du blanchiment de capitaux et du

L'année 2017 a été celle de l'aboutissement des travaux de transposition en droit belge, par la loi du

(1) Loi du 18 septembre 2017 relative à la prévention du blanchiment de capitaux et du financement du terrorisme et à la limitation de l'utilisation des espèces.

financement du terrorisme (BC/FT)⁽¹⁾. Cette nouvelle loi opère une transition vers des mécanismes résolument orientés sur la généralisation d'une approche fondée sur les risques, tant en ce qui concerne les obligations préventives des établissements financiers que le contrôle par les autorités compétentes, notamment la Banque, du respect de ces obligations. Cette évolution impose tant aux uns qu'aux autres de fournir des efforts significatifs afin d'adapter les dispositifs qu'ils avaient définis et mis en œuvre sous l'égide de la loi antérieure.

1.1 Loi du 18 septembre 2017

La structure de la nouvelle loi a été profondément revue par rapport à celle de la loi du 11 janvier 1993, qu'elle abroge et remplace. Notamment, l'ensemble des obligations imposées aux entités assujetties ont ainsi été regroupées dans un livre spécifique de la nouvelle loi. De manière intentionnelle, les premières obligations qui y sont énoncées sont relatives à l'organisation et aux contrôles internes dont ces entités doivent se doter. Ce faisant, le législateur indique clairement qu'il s'agit de conditions essentielles et préalables pour permettre à ces entités de satisfaire aux obligations légales de vigilance à l'égard des relations d'affaires et des opérations. Quant à ces obligations de vigilance, qui incluent l'identification et la vérification de l'identité des personnes impliquées, la connaissance du client, de l'objet et de la nature de la relation d'affaires ou de l'opération, et la vigilance continue à l'égard de celles-ci, elles sont désormais intégralement régies par les principes de l'approche fondée sur les risques. Celle-ci autorise un allègement des mesures préventives lorsque les risques de BC/FT sont faibles, mais impose de les renforcer lorsque ces risques sont élevés. La généralisation de cette approche vise à permettre une allocation optimale des ressources qui sont affectées à la prévention. En outre, les caractéristiques de cette approche sont désormais énoncées de manière plus précise qu'antérieurement. La loi dispose notamment que cette approche doit résulter de la combinaison d'une évaluation globale des risques dont les résultats doivent être reflétés dans les politiques et procédures internes de l'entité concernée, d'une part, et d'une évaluation individuelle des risques associés à chaque client et visant à garantir l'adéquation des mesures de vigilance appliquées avec le niveau et la nature de ces risques, d'autre part.

De même, la loi impose aux autorités de contrôle, notamment la Banque, de moduler la fréquence et l'intensité de leurs actions de contrôle en fonction du profil de risque de chaque entité contrôlée, ce profil devant résulter de la combinaison d'une évaluation des risques inhérents auxquels chaque entité est exposée en raison de ses

caractéristiques propres, d'une part, et d'une évaluation de la gestion de ces risques, tenant compte des mesures visant à les réduire et du niveau de conformité de ces mesures avec les obligations légales et réglementaires, d'autre part.

1.2 Règlement de la Banque du 21 novembre 2017

Afin de compléter ce nouveau cadre législatif, et comme le requiert la nouvelle loi, la Banque a adopté le 21 novembre 2017 un nouveau règlement⁽²⁾ qui précise les exigences auxquelles doivent satisfaire les modalités d'organisation interne des établissements financiers qui relèvent de ses compétences, leurs processus d'évaluation globale des risques et leurs procédures et mesures de contrôle interne. Contrairement à celui qu'il remplace, ce nouveau règlement ne comprend plus de dispositions relatives aux devoirs de vigilance, les obligations en la matière étant désormais énoncées de manière exhaustive par la loi.

1.3 Mise en œuvre du nouveau cadre légal et réglementaire

Comme indiqué ci-dessus, l'évaluation globale des risques à laquelle les entités assujetties doivent procéder et l'adaptation de leurs mécanismes internes de prévention en fonction des risques décelés constituent des éléments essentiels du nouveau cadre législatif et réglementaire. La Banque a dès lors décidé de mener rapidement une action de contrôle à cet égard auprès de l'ensemble des établissements financiers relevant de ses compétences. Elle a ainsi invité tous les établissements financiers à lui transmettre des informations synthétiques relatives aux résultats de leurs analyses globales des risques, aux faiblesses de leurs mécanismes préventifs qu'ils ont détectées, et aux mesures prises pour remédier à ces faiblesses dans des délais raisonnables⁽³⁾.

1.4 Opérationnalisation du contrôle fondé sur les risques

Parallèlement, et sans attendre la publication de la nouvelle loi, la Banque a affiné les outils dont elle dispose

(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.

(2) Règlement de la Banque nationale de Belgique du 21 novembre 2017 relatif à la prévention du blanchiment de capitaux et du financement du terrorisme, approuvé par arrêté royal du 10 décembre 2017.

(3) Circulaire NBB_2018_02 du 24 janvier 2018 relative à l'évaluation globale des risques en matière de lutte contre le blanchiment de capitaux et le financement du terrorisme.

pour fonder ses contrôles sur son évaluation des risques. Ainsi, en complément du questionnaire annuel en matière de lutte contre le BC/FT, principalement axé jusqu'à présent sur le niveau de conformité avec les dispositions législatives et réglementaires, la Banque a invité les établissements financiers à lui fournir des informations pertinentes en matière de risques inhérents de BC/FT auxquels ils sont confrontés, tenant compte des différences sectorielles⁽¹⁾. La Banque a également développé un outil lui permettant d'établir le profil de risque de chacun de ces établissements financiers en se fondant sur l'ensemble des informations dont elle dispose. Conformément à la nouvelle loi, cette approche lui a déjà permis, dès 2017, de déterminer ses priorités de contrôle. Se fondant sur son expérience, elle a ainsi élaboré un nouveau questionnaire périodique incluant tant les questions relatives aux risques inhérents et à la conformité avec le nouveau cadre législatif et réglementaire que des questions visant à apprécier l'efficacité des mesures de prévention mises en œuvre par chaque établissement financier contrôlé⁽²⁾. Ce nouveau questionnaire, associé à une diversification des sources d'information et à des perfectionnements complémentaires apportés aux outils d'analyse, permettra à la Banque de renforcer encore la qualité de son approche fondée sur les risques.

2. Assurance qualité (*Quality assurance*)

L'entité d'assurance qualité, établie en 2016, vise à donner à la Banque l'assurance que ses activités de surveillance prudentielle et de résolution (tant dans un contexte national qu'international) répondent aux exigences de qualité en termes d'homogénéité et de cohérence, de respect des délais, de contenu et de conformité avec le dispositif réglementaire et les bonnes pratiques (*best practices*), qui ont pour objectif l'exercice d'une surveillance efficace, efficiente et rigoureuse.

Les axes stratégiques, le périmètre d'intervention et les outils à la disposition de l'entité d'assurance qualité, qui traduisent opérationnellement l'objectif décrit ci-dessus et qui ont été présentés dans le Rapport 2016⁽³⁾, restent d'application. L'entité d'assurance qualité poursuit actuellement les travaux de définition de son cadre afin d'atteindre progressivement un mode de fonctionnement pérenne. À cet égard, il est par exemple prévu, en concertation avec les différents services concernés, de définir un univers d'assurance qualité (*QA universe*), qui recensera de manière univoque les processus et activités des différents services opérant dans la surveillance prudentielle et de résolution, mais également de finaliser à court terme un cadre de référence (*QA framework*), qui structurera les activités directement réalisées par l'entité d'assurance

qualité et qui aura aussi pour objectif d'être un support méthodologique pour l'ensemble des acteurs concernés, qu'ils effectuent des travaux visant en priorité à améliorer la qualité de leur fonctionnement ou qu'ils agissent dans le contexte de leurs activités de surveillance au jour le jour.

Les travaux d'assurance qualité dans le domaine de la surveillance bancaire, menés en priorité en réponse aux attentes de la BCE en la matière dans le cadre du MSU, se sont poursuivis au cours de l'année 2017 et ont notamment porté sur les processus, procédures et contrôles appliqués au sein des services opérationnels chargés de la surveillance des établissements moins importants (LSI). Un axe de développement important, qui se renforcera en 2018, consiste en l'animation et la coordination d'un réseau de correspondants d'assurance qualité issus des services opérationnels de surveillance et de résolution de la Banque. Une nouvelle plate-forme a ainsi été créée, qui a pour objectif l'échange régulier et structuré d'informations dans le domaine de la qualité, mais également la définition, en concertation avec les services concernés, des besoins d'initiatives en matière d'amélioration de la qualité, et ce afin d'assurer de la façon la plus efficace et efficiente possible la poursuite de la mise en œuvre, au sein de ces services, des quatre objectifs précités.

3. FinTech

3.1 Point de contact *FinTech*

Compte tenu de l'intérêt accru du marché pour l'innovation en matière de technologie financière, la Banque a établi au cours de l'année sous revue un point de contact unique (*single point of contact*) en matière de *FinTech* sur son site internet⁽⁴⁾, en collaboration avec la FSMA. La création de ce point de contact s'inscrit en outre dans la stratégie du ministre des Finances et du HLEG sur l'avenir du secteur financier belge visant à promouvoir Bruxelles en tant que place financière. Le point de contact opère comme canal d'accès à l'autorité de contrôle pour les questions concernant le cadre législatif de l'offre de services financiers en Belgique. Le groupe cible est constitué d'établissements qui, à un stade initial, se posent des questions en matière d'offre de nouveaux produits ou de services financiers innovants requérant, le cas échéant,

(1) Circulaire NBB_2017_15 du 24 avril 2017 – Reporting sur les risques inhérents en matière de blanchiment de capitaux et de financement du terrorisme auxquels sont exposés les établissements financiers.

(2) Circulaire NBB_2018_01 du 15 janvier 2018 – Questionnaire périodique relatif à la prévention du blanchiment de capitaux et du financement du terrorisme.

(3) Cf. la section F.2. de la partie « Réglementation et contrôle prudentiels » du Rapport 2016.

(4) Le point de contact central de FinTech dispose de sa propre page internet sur le site de la Banque : <https://www.nbb.be/fr/supervision-financiere/generalites/point-de-contact-fintech>.

un agrément. La finalité du point de contact est donc de fonctionner comme lieu de contact unique et convivial pour le suivi des différentes questions que posent les interlocuteurs, questions qui soit y reçoivent une réponse directe, soit sont transmises aux personnes de contact idoines. Le point de contact reste à cet égard une entité facilitatrice et ne constitue pas un point de passage obligé pour les questions en matière de *FinTech*.

Depuis la création du point de contact, le 25 avril 2017, des entretiens ont été menés sur base régulière avec des interlocuteurs externes posant des questions concernant le cadre législatif. Il s'agissait, d'une part, de personnes envisageant de mettre sur pied une entreprise, mais, d'autre part, aussi d'entreprises existantes qui examinaient l'opportunité d'offrir de nouveaux services financiers. Les collaborateurs du point de contact ont pu observer que la majorité des questions qui leur étaient soumises portaient sur l'offre de services de paiement et, dans une moindre mesure, sur la création de bureaux de change en ligne pour des monnaies virtuelles et numériques. Cette tendance est principalement alimentée par la deuxième directive européenne sur les services de paiement (PSD2), entrée en vigueur au début de 2018. Cette directive instaure notamment de nouveaux services de paiement et ouvre l'accès aux comptes de paiement pour des établissements agréés à cet effet (cf. la section F.2. de la partie « Réglementation et contrôle prudentiels »). La plupart des interlocuteurs s'interrogent également sur la qualification juridique des services qu'ils envisagent d'offrir ainsi que sur les exigences légales liées à l'offre de ces services en Belgique.

Il ressort des contacts ainsi entretenus avec les entreprises *FinTech* que les start-ups doivent réaliser des investissements importants et disposer de capitaux considérables pour atteindre la taille nécessaire sur leur marché et réaliser des bénéfices. L'un des aspects importants est de parvenir à attirer un volume suffisant d'utilisateurs pour rentabiliser l'offre de services.

Une analyse a par ailleurs été lancée, en concertation avec les organisations représentatives des start-up au sein du secteur financier, afin de recenser les principaux obstacles rencontrés par ces entreprises dans l'expansion de leurs activités. Il en est ressorti que les exigences en matière de systèmes de contrôle interne appropriés étaient perçues comme une pierre d'achoppement par les entreprises ne disposant que d'un effectif restreint. Les injections de capital nécessaires, même si elles sont significatives, ne sont pas perçues par le secteur comme étant un facteur contraignant. Il s'est en outre avéré qu'une bonne part du secteur connaissait mal les différents cadres réglementaires applicables au secteur financier. Un effort régulier

d'orientation au départ du point de contact unique est dès lors nécessaire pour bien exposer la procédure d'agrément et la qualification des services offerts. La Banque poursuivra ses efforts d'amélioration de la visibilité du point de contact afin de renforcer le dialogue entre l'autorité de contrôle et le secteur. C'est pourquoi, compte tenu de l'influence potentielle des nouvelles technologies sur le marché financier belge, un questionnaire a été soumis au cours de l'année sous revue aux différents acteurs de ce marché, en ce compris le secteur bancaire et des assurances, ainsi qu'aux établissements de paiement, afin d'obtenir des informations complémentaires sur l'incidence des *FinTech* et de la transformation numérique. Cette enquête horizontale visait à mieux comprendre les attitudes des différents acteurs en matière de *FinTech*, l'incidence que ces évolutions pourraient avoir sur leur modèle d'entreprise, et les mesures qu'ils envisagent de prendre pour se maintenir à jour.

3.2 Monnaies numériques

Les monnaies dites numériques émises par le secteur privé (comme le bitcoin) se différencient de la monnaie électronique réglementée⁽¹⁾ par le fait qu'elles ne sont pas émises contre un dépôt de fonds et qu'elles n'ont pas de valeur fixe par rapport à une monnaie ayant cours légal, comme l'euro. Leurs émetteurs ne sont pas soumis à la surveillance des autorités de contrôle et ne doivent pas obtenir d'agrément pour exercer leurs activités. Les transactions en monnaies numériques privées, tant les achats de ces monnaies sur les plates-formes d'échange que les opérations où elles sont utilisées comme moyen de paiement, sont donc effectuées en dehors du système financier réglementé. Elles sont dénommées « monnaies » car elles peuvent, dans certains cas, être utilisées comme moyen de paiement, mais elles n'en ont pas toutes les caractéristiques économiques et légales. Elles ne sont en effet pas de véritables unités de compte, les prix n'étant que très exceptionnellement exprimés directement en monnaie numérique privée, et ne peuvent, notamment en raison de la volatilité de leur cours, être considérées comme une réserve de valeur. En outre, elles n'ont ni cours légal ni pouvoir libératoire. Les créanciers ne sont donc pas tenus de les accepter en règlement de dettes (cf. l'encadré 1 de la partie « Développements économiques et financiers » du présent Rapport).

La forte hausse qu'a connue le cours du bitcoin en 2017 a une nouvelle fois attiré l'attention des médias et

(1) Telle que définie dans la Directive européenne 2009/110/CE concernant l'accès à l'activité des établissements de monnaie électronique et son exercice ainsi que la surveillance prudentielle de ces établissements.

du public sur ce phénomène. La Banque, qui a déjà souligné les risques que courent les détenteurs de ces monnaies dans un avertissement publié en 2014 et rappelé en 2015, continue à suivre les évolutions dans ce domaine. L'adoption de ces monnaies en tant que moyen de paiement en Belgique semble rester marginale. Leur utilisation dans un contexte criminel ou de financement du terrorisme a toutefois conduit les autorités belges et européennes à envisager de soumettre les intermédiaires permettant la conversion des monnaies numériques privées en monnaies officielles à des règles visant à lutter contre le blanchiment d'argent et le financement du terrorisme.

4. Cyber-risques

4.1 Poursuite de la hausse des cybermenaces

Au cours de l'année sous revue, le secteur financier, déjà fortement informatisé, a été marqué par la poursuite de la progression de la numérisation de ses processus d'entreprise. Le degré d'interconnexion entre les processus opérationnels des différents acteurs financiers est également resté très élevé. Les établissements financiers optent, de surcroît, de plus en plus souvent pour des modèles d'entreprise qui prévoient la sous-traitance de services informatiques, selon une spécialisation opérationnelle ou fonctionnelle. Une numérisation plus importante et plus diversifiée des canaux d'accès des clients d'établissements financiers et d'IMF constitue un autre élément qui complexifie le paysage financier et accroît le risque opérationnel.

Les cyberattaques envers le secteur financier sont de plus en plus sophistiquées et provoquent toujours davantage de dégâts (cf. l'encadré 17). Le nombre d'attaques portant atteinte à l'intégrité ou à la confidentialité des systèmes et des données informatiques progresse également. Les cyberattaques peuvent être internes ou externes à l'établissement et les motivations des attaquants peuvent être diverses, allant du vol financier à l'espionnage géostratégique et au sabotage en passant par le terrorisme et le militantisme. Les infrastructures et les établissements financiers éprouvent pour cette raison beaucoup de peine à protéger de manière adéquate leurs systèmes, données et services informatiques contre les attaques de tous types. Comme les cybermenaces évoluent très rapidement, il convient plus que jamais de s'assurer que la capacité de défense des établissements et des IMF permette de réagir avec souplesse aux changements de schémas des attaques. Il est essentiel de disposer de solutions permettant de rassembler des informations sur les menaces potentielles, les attaquants et les types d'attaque. Un exemple d'une telle solution est le portail électronique mis en place par Febelfin en 2016 pour promouvoir un échange optimal d'informations sur la sécurité cybernétique entre toutes les parties concernées.

Il est également utile pour les établissements financiers de connaître le profil de risque du client et/ou de la contrepartie lorsqu'il s'agit de déterminer le risque de fraude pour certaines transactions. Dans le cadre de la banque de détail, cela se réalise par exemple à l'aide de mécanismes de sécurité intégrés dans l'application bancaire internet ou mobile; dans le contexte d'activités de banque correspondante, l'on peut citer par ailleurs le *Customer Security Programme (CSP)*, qui est en cours de mise en œuvre par SWIFT pour faciliter l'évaluation des risques.

Encadré 17 – Quelques exemples d'incidents de cyber-sécurité observés en 2017

Lloyds Banking Group: en janvier, une série de grandes banques au Royaume-Uni ont été touchées pendant trois jours par une vague d'attaques de type « déni de service distribué » (*Distributed Denial of Service, DDoS*). Ces attaques ont occasionné une indisponibilité partielle des canaux numériques, mais n'ont pas entraîné de fraudes ni de fuites de données.

Operation Cloud Hopper: en avril, PwC a consacré une étude à l'Opération Cloud Hopper qui montre comment des fournisseurs de services informatiques (par exemple pour les services de *cloud*) ont été piratés afin d'espionner leurs clients et de leur voler des documents confidentiels. Il n'y a pas d'indices directs que des établissements financiers aient été visés, mais le modus operandi de l'attaque, à savoir le passage par la chaîne d'approvisionnement en services informatiques, constitue un élément préoccupant.



Wannacry/Petya/NotPetya/Nyetya/Goldeneye: à partir de mai, l'on a assisté à une série d'incidents de logiciels rançonneurs (*ransomware*) à grande échelle. Le *ransomware* est un code malveillant qui crypte numériquement les données d'un utilisateur jusqu'à ce que la victime paie une rançon (généralement réclamée en bitcoin). Les différentes variantes des logiciels rançonneurs seraient basées sur un code précédemment volé à l'Agence de sécurité nationale des États-Unis. Les établissements financiers belges se sont avérés suffisamment protégés contre cette vague d'attaques, mais plusieurs établissements étrangers ont connu des embarras importants.

Equifax: en juillet, les données personnelles de 143 millions d'habitants des États-Unis ont été volées auprès d'Equifax, une société de notation de crédit. La fuite des données a entraîné un repli significatif du cours de bourse de l'entreprise.

Silence Trojan: en novembre, Kaspersky Lab a découvert le programme malveillant Silence Trojan, qui cible les établissements financiers et présente des similitudes avec Carbanak. Selon Kaspersky, en 2015, jusqu'à 100 établissements financiers (en particulier en Europe de l'Est et en Russie) ont été infectés par le *malware* Carbanak, qui, selon eux, a pu occasionner une fraude d'un montant d'un milliard de dollars des États-Unis. Ce type d'attaque se caractérise par le fait que les fraudeurs s'en prennent directement à des établissements financiers, pour ensuite accumuler pendant des périodes prolongées (plusieurs mois) des connaissances sur les systèmes internes des établissements, avant de passer à l'acte en dérobant des sommes importantes. L'on ignore à ce stade si Silence Trojan a déjà fait des victimes.

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 aussi en tête des priorités du contrôle prudentiel et de l'*oversight* exercés vis-à-vis des établissements financiers et des IMF. Au niveau individuel, les établissements ont été fortement encouragés à continuer à renforcer leurs mesures et efforts de protection contre les cyber-risques. L'on continue par ailleurs à tenir compte des stratégies de gestion du cyber-risque qui se développent de manière intersectorielle en Belgique et à l'étranger.

4.2 Recommandations en matière de cyber-résistance

La circulaire⁽¹⁾ 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. Cette circulaire se focalise particulièrement sur la cyber-résistance (*cyber resilience*). La Banque a également activement contribué à la création d'un cadre réglementaire européen pour la gestion des risques informatiques et des cyber-risques sous l'égide de l'ABE. Ces travaux ont débouché sur la publication par l'ABE, d'une part, d'orientations pour les autorités de contrôle sur l'évaluation du risque lié aux TIC dans le cadre du SREP

des établissements de crédit et des entreprises d'investissement⁽²⁾ et, d'autre part, de recommandations en ce qui concerne la sous-traitance par les établissements financiers à des fournisseurs de services de *cloud*⁽³⁾. Enfin, l'ABE a publié des normes techniques, ainsi que des orientations et des recommandations dans le cadre de la deuxième directive européenne sur les services de paiement (PSD2).

Au mois de juin 2016, le CPIM et l'OICV avaient publié des recommandations⁽⁴⁾ concernant la cyber-résistance, d'application immédiate pour les IMF. En septembre 2017, le CPIM a publié une note de discussion⁽⁵⁾ présentant une stratégie visant à réduire le risque de fraude dans les paiements de gros, d'une part, en mettant au point des mesures pour prévenir, détecter et pallier la fraude, et, d'autre part, en prévoyant une communication adéquate en la matière de la part de tous les acteurs concernés des secteurs public et privé. En sa qualité de co-présidente de ce groupe de travail du CPIM, la Banque a apporté une contribution significative à cette note. Dans un avenir proche, le CPIM établira des recommandations précisant la stratégie proposée.

(1) Circulaire NBB_2015_32 du 18 décembre 2015 sur les attentes prudentielles complémentaires en matière de continuité et de sécurité opérationnelles des établissements financiers d'importance systémique.

(2) Orientations de l'ABE sur l'évaluation du risque lié aux TIC dans le cadre du processus de contrôle et d'évaluation prudentiels (*Supervisory Review and Evaluation Process – SREP*).

(3) EBA Recommendations on outsourcing to cloud service providers.

(4) CPMI-IOSCO guidance on cyber resilience for financial market infrastructures.

(5) BRI, Discussion note – Reducing the risk of wholesale payments fraud related to endpoint security – consultative document, septembre 2017.

L'un des principaux points d'attention de la réglementation prudentielle et des recommandations 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, en provenance notamment 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 y réagir. 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 textes précités 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 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.

4.3 Activités opérationnelles

Les cyber-risques constituent un point d'attention pour la Banque dans le cadre de sa surveillance prudentielle et de son *oversight*. Dans ce domaine, elle s'intéresse, d'une part, à la sécurisation des établissements financiers et des IMF individuels et à la confiance qu'ils inspirent, et, d'autre part, au secteur dans son ensemble.

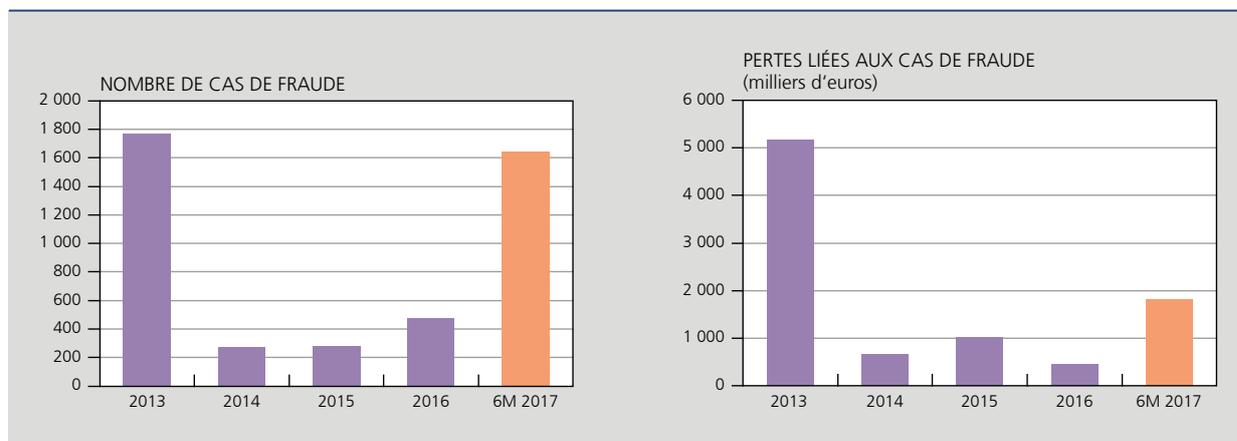
L'approche du cyber-risque pour les établissements individuels est double. D'une part, les établissements sont tenus de détenir des fonds propres en couverture de leurs risques opérationnels, dont font partie les cyber-risques. D'autre part, la sûreté opérationnelle et la robustesse des processus critiques des établissements financiers et des IMF sont surveillées de près. La disponibilité, l'intégrité et la confidentialité des systèmes informatiques jouent un rôle central en la matière. En 2017, la Banque a mené plusieurs missions d'inspection pour vérifier le respect du cadre réglementaire et la gestion adéquate des systèmes informatiques par rapport aux cyber-risques. En outre, elle veille à assurer le suivi des cyber-risques dans les établissements financiers et les IMF dans le cadre de ses activités de surveillance permanentes et récurrentes.

Par ailleurs, la Banque consacre une attention croissante aux initiatives sectorielles en matière de cyber-risques. Ainsi, elle contribue par exemple à l'élaboration d'un cadre pour le piratage éthique (*red teaming*) dans le cadre du Belgian Financial Sector Cyber Advisory Council, mais aussi dans le cadre de la FMI Cyber Security Strategy de la BCE. Au sein du MSU, un cadre de reporting des incidents en matière de cyber-risques a été mis en place en 2016, et des analyses transversales sont régulièrement effectuées sur des questions liées aux cyber-risques.

4.4 Fraude dans les services bancaires par internet

La collaboration étroite avec Febelfin et d'autres interlocuteurs s'est poursuivie en 2017 afin de cartographier la fraude en *e-banking* et de sensibiliser les consommateurs. Il est relevé que le nombre de fraudes en *e-banking* et les

GRAPHIQUE 93 FRAUDES EN E-BANKING



Source : Febelfin.

pertes financières qui y sont liées ont considérablement augmenté au cours du premier semestre de 2017.

Comme lors des années précédentes, les cas de fraude en *e-banking* enregistrés auprès des particuliers en 2017 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. L'augmentation des cas de fraude en 2017 est dès lors attribuable à une augmentation du nombre d'attaques, plutôt qu'à l'utilisation de techniques de fraude innovantes. À cet égard également, la Banque opère un suivi très attentif des évolutions récentes en matière de techniques d'authentification pour les paiements.

5. Évolutions en matière de gouvernance, de reporting et de collaboration des réviseurs au contrôle prudentiel

L'année sous revue s'est caractérisée par l'adoption et la publication par la Banque de plusieurs nouveaux documents normatifs en matière de gouvernance, de reporting et de collaboration des réviseurs au contrôle prudentiel. Une première circulaire invite ainsi les entreprises sous contrôle à mettre en œuvre un certain nombre de recommandations en matière d'organisation interne pour assurer la transmission aux autorités de contrôle de données prudentielles et financières répondant à des critères de qualité élevés. La deuxième concerne la définition de la mission de collaboration des réviseurs agréés au contrôle prudentiel. Des changements importants sont introduits à cet égard en ce qui concerne les obligations de communications périodiques du réviseur à l'autorité de contrôle, tant sur la planification de ses missions de contrôle que sur l'exécution de celles-ci. Une troisième circulaire concerne la mise à jour des obligations de reporting des établissements de crédit et des entreprises d'assurance à l'autorité de contrôle concernant les prêts aux dirigeants, aux actionnaires et/ou aux personnes apparentées. Enfin, la Banque a également adopté une nouvelle version de la circulaire et de la communication relatives à l'évaluation prudentielle des acquisitions et des augmentations de participations qualifiées dans les entités du secteur financier, en conformité avec les orientations communes arrêtées en cette matière par l'ABE, l'AEAPP et l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF). L'on évoquera également les travaux législatifs visant au renforcement du cadre *fit and proper* ainsi qu'en ce qui concerne les conditions d'exercice de la fonction de *compliance*.

5.1 Circulaire « Data quality »

Dans le cadre de leurs missions de surveillance prudentielle, les autorités de contrôle (la Banque, la BCE, et, selon le cas, l'ABE ou l'AEAPP) recueillent périodiquement des données prudentielles et financières de l'ensemble des établissements qui sont soumis à leur contrôle. Ces reportings sont réalisés tant à l'échelle nationale que sur le plan européen.

S'agissant du contrôle prudentiel, un reporting de qualité est essentiel : il veille à ce que l'autorité de contrôle puisse établir une analyse solide et comparable des données rapportées et entretenir le dialogue avec les établissements sur une bonne base.

Comme la qualité des données rapportées dans le cadre du contrôle prudentiel relève de la responsabilité des établissements, la Banque a jugé utile d'adresser à ceux qui sont soumis à son contrôle un ensemble de recommandations qui précisent ses attentes quant à la qualité des reportings prudentiels.

Pour ce faire, une circulaire⁽¹⁾ a été adoptée afin de rappeler les critères permettant d'évaluer la qualité du reporting. Ces attentes concernent non seulement la communication du reporting, mais aussi son contenu. Sont également incluses les différentes règles de qualité élaborées par les autorités de contrôle qui s'appliquent aux reportings.

Cette circulaire a aussi fixé les attentes prudentielles en matière d'organisation interne des établissements concernant l'élaboration et la livraison du reporting prudentiel. La mise en œuvre des principes de cette circulaire passera au minimum par la conformité aux exigences de qualité définies dans le cadre réglementaire en matière de reporting. Les réviseurs agréés ont été invités à examiner le respect de ces attentes prudentielles dans le cadre du contrôle semestriel des reportings.

5.2 Mission de collaboration des commissaires agréés

Compte tenu de l'importance sociétale que revêtent les établissements financiers et les entreprises d'assurance, la mission de commissaire ne peut être confiée qu'à des réviseurs agréés à cet effet par la Banque. En outre, les lois sectorielles prévoient que les commissaires agréés doivent, sous leur seule et unique responsabilité, apporter

(1) Circulaire NBB_2017_27 du 12 octobre 2017 relative aux attentes de la Banque en matière de qualité des données prudentielles et financières communiquées.

leur collaboration à la surveillance prudentielle. Cette obligation implique qu'ils effectuent certaines tâches spécifiques, qui sont précisées dans une nouvelle circulaire⁽¹⁾ de la Banque.

Cette circulaire remplace une circulaire précédente de la Banque datant de 2012, dont la structure a, il est vrai, été en grande partie conservée. La circulaire tient compte, en premier lieu, de la nouvelle législation entrée en vigueur depuis la publication de la circulaire précédente et applicable aux établissements de crédit, aux sociétés de bourse et aux entreprises de (ré)assurance, respectivement. Par ailleurs, la circulaire comprend dorénavant les modalités de la mission de collaboration des commissaires agréés auprès des établissements de monnaie électronique.

En sus des nécessaires actualisations de nature réglementaire, une série de modifications ont été apportées afin de relever la valeur ajoutée du rôle du commissaire agréé dans le cadre de la confirmation du reporting financier périodique. Ainsi, dans l'exercice de ses activités, il est demandé au commissaire de s'attacher particulièrement à un certain nombre de points d'attention prudentiels spécifiques au secteur. L'importance du rôle du commissaire agréé lorsqu'il s'agit de veiller à la qualité des données chiffrées est également soulignée (cf. également la section G.5.1). De plus, le commissaire agréé auprès d'organismes dits d'intérêt général (établissements de crédit, entreprises de (ré)assurance, organismes de liquidation et organismes assimilés à des organismes de liquidation) est tenu de communiquer systématiquement son plan d'audit à l'autorité de contrôle et d'établir des rapports complémentaires, notamment sur des sujets importants ayant attiré son attention à l'occasion de l'exercice de ses activités.

De surcroît, la nouvelle circulaire tient compte des modifications introduites par l'entrée en vigueur de Solvabilité II. La mission du commissaire agréé en matière d'états périodiques est rendue plus complexe par le fait que le cadre légal Solvabilité II n'est plus fondé sur le cadre comptable (BGAAP/IFRS), référent traditionnel de cette mission. Seules les parties du reporting Solvabilité II qui permettent de mieux comprendre la situation financière de l'établissement s'intègrent dans l'audit externe, à la différence de celles établies à des fins principalement statistiques. S'agissant de la mission de l'évaluation des mesures de contrôle interne, le commissaire agréé devra désormais tenir compte du reporting introduit sous Solvabilité II.

Enfin, la circulaire se conforme aux orientations publiées tant par l'ABE⁽²⁾ que par l'AEAPP⁽³⁾ en matière de communication et de dialogue entre l'autorité de surveillance et les contrôleurs légaux des comptes.

5.3 Prêts, crédits et garanties aux dirigeants, actionnaires et personnes apparentées

L'article 72 de la loi bancaire et l'article 93 de la loi Solvabilité II définissent le cadre légal en matière de prêts, crédits et garanties aux dirigeants, actionnaires et personnes apparentées. Ces dispositions légales imposent un reporting à l'autorité de contrôle.

L'adoption de la loi bancaire en 2014 et de la loi Solvabilité II en 2016 a profondément modifié le régime légal. Compte tenu de ces modifications et des modifications ultérieures, il était indiqué de remplacer l'ancienne circulaire⁽⁴⁾ de 1994 en la matière.

La nouvelle circulaire⁽⁵⁾, qui vise à la fois le secteur bancaire et le secteur de l'assurance, précise les dispositions légales et clarifie les modalités selon lesquelles les établissements doivent remplir leurs obligations annuelles de reporting à l'autorité de contrôle. Annexés à la circulaire, des tableaux permettent à l'autorité de contrôle d'avoir une vue complète sur l'encours global vis-à-vis d'une personne ou d'un établissement déterminé.

Les établissements de crédit doivent communiquer leur reporting à l'autorité de contrôle avant la fin du mois de février de l'année suivante. Les entreprises d'assurance doivent communiquer ces tableaux de manière concomitante à la mise à jour du memorandum de gouvernance en veillant à respecter les échéances prévues dans la circulaire eCorporate 2016/40.

5.4 Contrôle des actionnaires qualifiés

Le 5 mai 2017, l'ABE, l'AEAPP et l'AEMF ont publié de nouvelles orientations communes relatives à l'évaluation prudentielle des acquisitions et des augmentations de participations qualifiées dans les entités du secteur financier.

À la suite de cette publication, la Banque a revu son cadre réglementaire en matière de contrôle de l'actionariat pour (a) les établissements de crédit de droit belge, (b) les entreprises d'assurance et de réassurance de droit

(1) Circulaire NBB_2017_20 du 9 juin 2017 relative à la mission de collaboration des commissaires agréés.

(2) Orientations de l'ABE du 7 novembre 2016 relatives à la communication entre les autorités compétentes chargées de la surveillance des établissements de crédit et le ou les contrôleurs légaux des comptes et cabinets d'audit effectuant le contrôle légal des comptes des établissements de crédit.

(3) Orientations de l'AEAPP du 2 février 2017 en vue de la facilitation d'un dialogue effectif entre les autorités compétentes chargées de la surveillance des entreprises d'assurance et le ou les contrôleurs légaux des comptes et cabinets d'audit effectuant le contrôle légal des comptes de ces entreprises.

(4) Circulaire D1 94/5 du 28 novembre 1994 relative aux prêts, crédits et garanties aux dirigeants, actionnaires et personnes apparentées.

(5) Circulaire NBB_2017_21 du 7 juillet 2017 relative aux prêts, crédits et garanties aux dirigeants, actionnaires et personnes apparentées.

belge, (c) les sociétés de bourse de droit belge, (d) les compagnies financières de droit belge, (e) les sociétés holding d'assurance de droit belge et (f) les compagnies financières mixtes de droit belge.

Ainsi, la communication⁽¹⁾ publiée par la Banque en septembre 2017 remplace la communication de 2009⁽²⁾ et constitue le nouveau cadre de référence pour l'acquisition, l'accroissement, la réduction ou la cession d'une participation qualifiée dans le capital d'un des organismes financiers précités. Toute personne concernée y trouvera les informations nécessaires lui permettant de transmettre son projet à l'autorité de contrôle (selon le cas, la Banque ou la BCE) ainsi que des clarifications concernant les règles de procédure et les critères d'évaluation que l'autorité de contrôle appliquera.

Les principales modifications apportées par rapport à la version de 2009 portent sur (a) une extension du champ d'application de la circulaire, (b) une redéfinition de la notion de participation indirecte, (c) une mise à jour des informations requises pour évaluer l'honorabilité des candidats actionnaires personnes physiques et des dirigeants effectifs d'actionnaires personnes morales et (d) un renforcement des exigences en matière de contrôle sur base continue des actionnaires.

En complément de cette communication, la Banque a publié le même jour une nouvelle circulaire⁽³⁾ à l'attention des organismes financiers dans laquelle elle précise les modalités de mise en œuvre des obligations de notifications occasionnelles et périodiques auxquelles ces organismes financiers sont tenus de satisfaire concernant leur actionnariat. Cette circulaire remplace la circulaire⁽⁴⁾ de 2009 sur le même sujet.

5.5 Recommandations du HLEG en matière de *fit and proper* et de *compliance*

Le rapport de 2016 du *High Level Expert Group* (HLEG) sur l'avenir du secteur financier belge (cf. également le chapitre B de la partie « Réglementation et contrôle prudentiels ») contient une série de recommandations relatives au renforcement de la gouvernance dans les établissements financiers. Dans la foulée, des propositions ont

été élaborées, en concertation avec les différentes parties prenantes, sur l'évaluation *fit and proper* des dirigeants et la fonction de *compliance* (vérification de la conformité) dans les établissements financiers. Ce processus a débouché sur des modifications apportées aux différentes lois sectorielles.

En ce qui concerne le *fit and proper*, les membres de l'organe légal d'administration, les personnes chargées de la direction effective ainsi que les responsables des fonctions de contrôle indépendantes doivent disposer en permanence de l'honorabilité professionnelle nécessaire et de l'expertise adéquate à l'exercice de leur fonction. Les modifications législatives visent à renforcer le caractère permanent de ces exigences.

Elles instaurent, d'une part, l'obligation d'informer sans délai l'autorité de contrôle de tout fait qui implique une modification des informations fournies lors de la nomination et qui peut avoir une incidence sur le respect des exigences *fit and proper*. Sans être exhaustif, il peut s'agir de faits ou éléments nouveaux pertinents tels que le lancement par des autorités administratives ou judiciaires d'enquêtes au sens large (y compris des enquêtes sur des faits pouvant donner lieu à une interdiction d'exercer), des éléments pouvant entraîner des sanctions disciplinaires, etc.

Elles prévoient, d'autre part, la possibilité pour l'autorité de contrôle de décider de réévaluer le caractère *fit and proper* des personnes concernées en se basant sur des constats ou des analyses effectués dans le cadre de l'exercice de sa mission de contrôle ou lorsqu'elle dispose de nouveaux éléments pertinents aux fins de l'évaluation desdites personnes. Cette réévaluation peut par exemple résulter de rapports ou de constats attestant une attitude négative ou hostile vis-à-vis de bonnes pratiques généralement acceptées (par exemple en matière de transmission transparente et complète d'informations à l'organe légal d'administration), le non-respect récurrent ou intentionnel de recommandations de l'autorité de contrôle, un manque avéré de disponibilité pour assister à des réunions, la fourniture d'informations incomplètes ou incorrectes à l'autorité de contrôle ou aux actionnaires, une attitude non coopérative à l'égard de l'autorité de contrôle, etc. Cette intégration de la politique *fit and proper* dans le contrôle permanent des établissements suit la tendance internationale et européenne à rendre la haute direction davantage responsable des mesures qu'elle prend ou qu'elle omet de prendre. Ainsi, dans ses « orientations de politique *fit and proper* », la BCE souligne l'importance de faits nouveaux liés à l'exercice de la fonction pouvant faire naître des doutes quant à l'aptitude du membre à garantir une gestion saine et prudente de l'établissement.

(1) Communication NBB_2017_22 aux candidats actionnaires et aux actionnaires cédants.

(2) Communication CBFA_2009_31 du 18 novembre 2009 aux personnes ayant l'intention d'acquérir, d'accroître, de réduire ou de céder une participation qualifiée dans le capital d'organismes financiers.

(3) Circulaire NBB_2017_23 du 22 septembre 2017/Circulaire aux organismes financiers concernant les acquisitions, accroissements, réductions et cessions de participations qualifiées.

(4) Circulaire CBFA_2009_32 du 18 novembre 2009 aux organismes financiers concernant les acquisitions, accroissements, réductions et cessions de participations qualifiées.

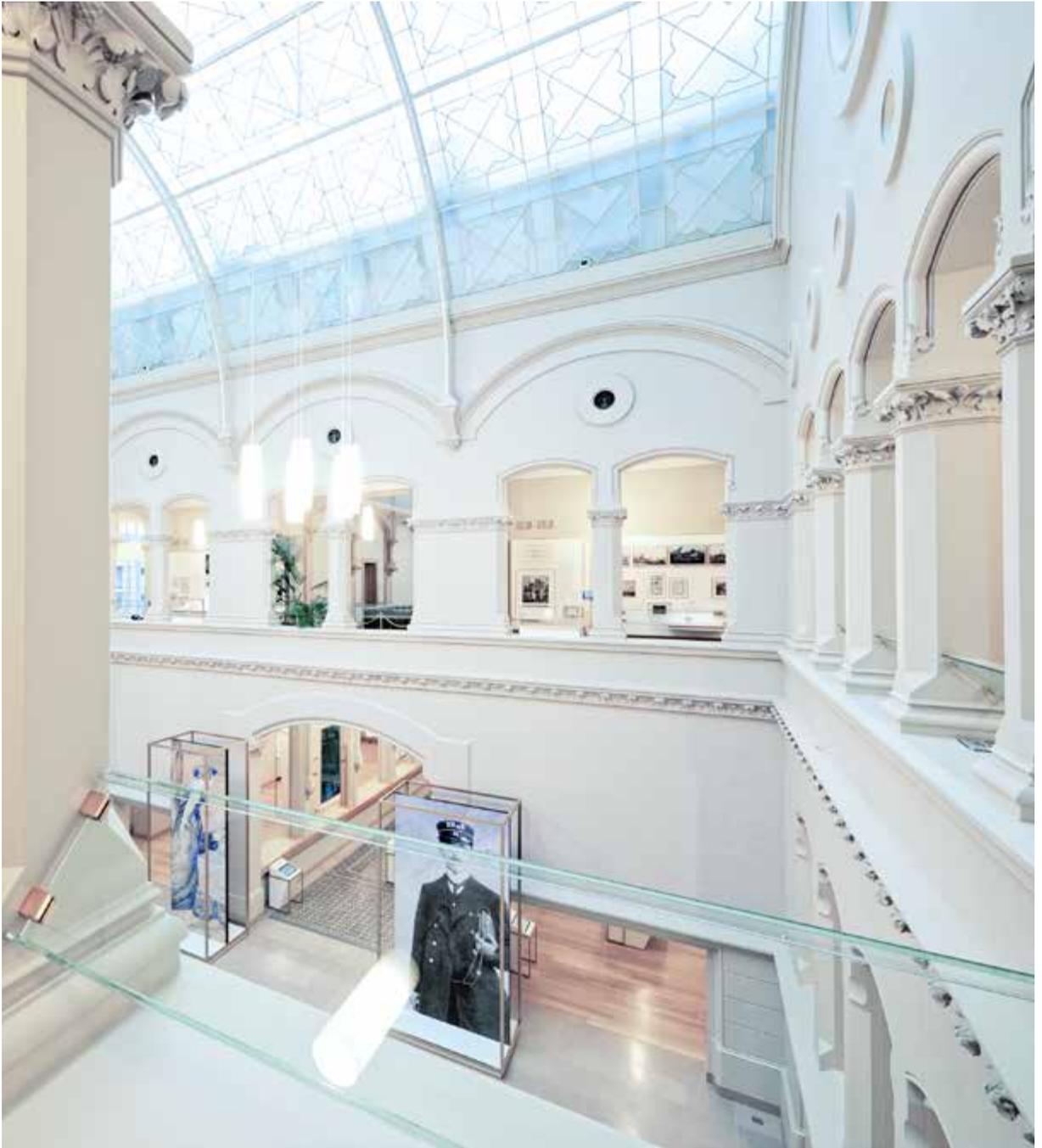
Les modifications législatives en matière de *compliance* visent à encadrer davantage cette fonction afin de contribuer à renforcer l'intégrité des établissements et la confiance dans le secteur financier dans son ensemble. Il s'agit plus précisément :

- de préciser la responsabilité de l'organe légal d'administration dans l'élaboration de la politique d'intégrité;
- de prévoir que l'organe légal d'administration doit transmettre à l'autorité de contrôle un rapport annuel concernant l'évaluation du bon fonctionnement de la fonction de *compliance*;
- en coopération avec la FSMA, de permettre à la Banque d'imposer aux personnes chargées de la fonction de *compliance* les mêmes critères minimaux d'expertise que ceux qui sont déjà mis en œuvre par la FSMA.

S'agissant du dernier point, la Banque et la FSMA ont développé une approche commune visant à favoriser

l'harmonisation des exigences des deux autorités de contrôle en matière d'évaluation de l'expertise des responsables de la fonction de *compliance*. La Banque a traduit cette approche dans un projet de règlement. La FSMA a elle aussi élaboré un règlement modifiant son précédent règlement du 27 octobre 2011 relatif à l'agrément des *compliance officers*.

Le projet de règlement de la Banque énumère d'abord les exigences d'évaluation de l'expertise du responsable de la fonction de *compliance*, la principale nouveauté étant la réussite d'un examen auprès d'un centre de formation agréé par la Banque et la FSMA. Ensuite, il décrit les modalités d'agrément de l'examen, qui feront notamment l'objet d'un protocole de collaboration entre les deux autorités de contrôle en vue d'une exécution efficace et cohérente du règlement. Enfin, il prévoit une série de dispositions transitoires nécessaires.



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		
	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
Zone euro	2,1	1,8	2,2	10,9	10,0	9,1	0,0	0,2	1,5
Allemagne	1,7	1,9	2,2	4,6	4,1	3,7	0,1	0,4	1,7
France	1,1	1,2	1,6	10,4	10,1	9,5	0,1	0,3	1,2
Italie	1,0	0,9	1,5	11,9	11,7	11,3	0,1	-0,1	1,3
Espagne	3,4	3,3	3,1	22,1	19,6	17,4	-0,6	-0,3	2,0
Pays-Bas	2,3	2,2	3,2	6,9	6,0	4,8	0,2	0,1	1,3
Belgique	1,4	1,5	1,7	8,6	7,9	7,3	0,6	1,8	2,2
Autriche	1,1	1,5	2,6	5,7	6,0	5,6	0,8	1,0	2,2
Grèce	-0,3	-0,2	1,6	24,9	23,6	21,8	-1,1	0,0	1,1
Finlande	0,0	1,9	3,3	9,4	8,8	8,6	-0,2	0,4	0,8
Portugal	1,8	1,5	2,6	12,6	11,2	9,2	0,5	0,6	1,6
Irlande	25,6	5,1	4,8	9,9	8,4	6,1	0,0	-0,2	0,3
Slovaquie	3,9	3,3	3,3	11,5	9,7	8,3	-0,3	-0,5	1,4
Luxembourg	2,9	3,1	3,4	6,5	6,3	6,1	0,1	0,0	2,1
Slovénie	2,3	3,1	4,7	9,0	8,0	6,8	-0,8	-0,2	1,6
Chypre	2,0	3,0	3,5	15,0	13,0	11,0	-1,5	-1,2	0,7
Estonie	1,7	2,1	4,4	6,2	6,8	6,9	0,1	0,8	3,7
Malte	7,2	5,5	5,6	5,4	4,7	4,2	1,2	0,9	1,3
Lettonie	2,8	2,1	4,2	9,9	9,6	8,4	0,2	0,1	2,9
Lituanie	2,0	2,3	3,8	9,1	7,9	7,3	-0,7	0,7	3,7
Royaume-Uni	2,3	1,9	1,5	5,3	4,8	4,5	0,0	0,7	2,7
États-Unis	2,9	1,5	2,3	5,3	4,9	4,4	0,1	1,3	2,1
Japon	1,1	0,9	1,8	3,4	3,1	2,9	0,8	-0,1	0,4
Chine	6,9	6,7	6,8	4,1	4,0	4,0	1,4	2,0	1,8

Sources: CE, FMI, 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		
	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
Zone euro	3,2	3,3	3,0	-2,1	-1,5	-1,1	89,9	88,9	89,3
Allemagne	8,6	8,5	7,8	0,6	0,8	0,9	70,9	68,1	64,8
France	-2,2	-2,6	-3,0	-3,6	-3,4	-2,9	95,8	96,5	96,9
Italie	1,5	2,6	2,5	-2,6	-2,5	-2,1	131,5	132,0	132,1
Espagne	1,0	1,9	1,7	-5,3	-4,5	-3,1	99,4	99,0	98,4
Pays-Bas	8,3	8,7	9,1	-2,1	0,4	0,7	64,6	61,8	57,7
Belgique	-0,4	0,2	0,4	-2,5	-2,5	-1,0	106,0	105,7	102,8
Autriche	2,1	2,3	2,2	-1,0	-1,6	-1,0	84,3	83,6	78,6
Grèce	0,0	-0,6	-0,2	-5,7	0,5	-1,2	176,8	180,8	179,6
Finlande	-1,0	-1,4	-1,1	-2,7	-1,7	-1,4	63,6	63,1	62,7
Portugal	-0,9	0,1	0,1	-4,4	-2,0	-1,4	128,8	130,1	126,4
Irlande	10,9	3,3	2,9	-1,9	-0,7	-0,4	76,9	72,8	69,9
Slovaquie	-1,0	0,4	0,8	-2,7	-2,2	-1,6	52,3	51,8	50,6
Luxembourg	5,1	4,8	4,6	1,4	1,6	0,5	22,0	20,8	23,7
Slovénie	4,5	5,3	5,9	-2,9	-1,9	-0,8	82,6	78,5	76,4
Chypre	-2,5	-4,9	-5,4	-1,2	0,5	1,1	107,5	107,1	103,0
Estonie	2,0	1,9	2,3	0,1	-0,3	-0,2	10,0	9,4	9,2
Malte	5,2	7,0	9,6	-1,1	1,1	0,9	60,3	57,6	54,9
Lettonie	-0,2	1,4	-1,4	-1,2	0,0	-0,9	36,9	40,6	39,1
Lituanie	-2,0	-0,6	-0,7	-0,2	0,3	0,1	42,6	40,1	41,5
Royaume-Uni	-5,2	-5,9	-5,1	-4,3	-2,9	-2,1	88,2	88,3	86,6
États-Unis	-2,4	-2,4	-2,4	-3,5	-4,4	-4,3	105,2	107,1	108,1
Japon	3,1	3,8	3,6	-3,5	-4,2	-4,1	238,1	239,3	240,3
Chine	2,7	1,7	1,4	-2,8	-3,7	-3,7	41,1	44,3	47,6

Sources : CE, FMI, 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)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017 e
Dépenses de consommation finale des particuliers	1,7	0,5	2,7	0,3	0,6	0,7	0,6	0,9	1,7	1,1
Dépenses de consommation finale des administrations publiques	2,9	1,1	1,0	1,2	1,4	0,3	0,7	0,5	0,5	1,1
Formation brute de capital fixe	1,9	-6,6	-0,8	4,2	0,2	-1,5	6,0	2,7	3,6	1,2
Logements	-2,2	-10,4	1,8	-2,5	-0,1	-3,9	5,7	1,0	2,6	-0,2
Entreprises	3,3	-7,5	-2,1	6,5	0,0	-0,2	6,4	3,5	4,9	1,3
Administrations publiques	2,5	11,0	0,7	6,0	2,2	-4,3	3,6	1,0	-3,1	3,1
<i>p.m. Dépenses intérieures finales</i> ^{(1),(2)}	1,9	-1,1	1,5	1,4	0,7	0,1	1,8	1,2	1,8	1,2
Variation des stocks et acquisitions moins cessions de valeurs ⁽¹⁾	0,1	-0,8	0,6	0,7	-0,6	-0,4	0,3	0,2	0,2	0,3
Exportations nettes de biens et de services ⁽¹⁾	-1,2	-0,4	0,7	-0,3	0,2	0,5	-0,8	0,0	-0,6	0,3
Exportations de biens et de services	1,7	-9,4	10,3	6,7	0,3	0,9	5,2	3,3	7,5	4,5
Importations de biens et de services	3,5	-9,0	9,6	7,3	0,1	0,3	6,2	3,3	8,4	4,2
PIB	0,8	-2,3	2,7	1,8	0,2	0,2	1,4	1,4	1,5	1,7
Excédent (+) ou déficit (-) commercial résultant de la variation des termes de l'échange ⁽³⁾	-2,0	2,0	-1,1	-0,9	-0,1	0,2	0,2	0,7	0,6	-0,3
Solde des revenus primaires reçus du reste du monde ⁽³⁾	1,0	-2,2	3,1	-2,1	1,4	-0,8	-0,9	-0,9	0,9	0,3
RNB	-0,3	-2,4	4,7	-1,3	1,6	-0,4	0,6	1,2	2,9	1,6
<i>p.m. Dépenses intérieures totales</i> ⁽⁴⁾	2,1	-1,9	2,0	2,2	0,0	-0,3	2,1	1,4	2,1	1,4
<i>Dépenses finales</i> ⁽⁵⁾	1,9	-5,3	5,5	4,2	0,2	0,3	3,5	2,2	4,5	2,8
<i>Dépenses des administrations publiques</i> ⁽⁶⁾	2,8	2,0	1,0	1,7	1,5	-0,1	0,9	0,5	0,2	1,3

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 et acquisitions moins cessions de valeurs.

(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)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017 e
Dépenses de consommation finale des particuliers	181 380	181 546	189 693	196 069	201 182	204 385	206 889	209 888	216 574	222 968
Dépenses de consommation finale des administrations publiques	79 857	83 782	85 999	90 128	94 011	96 087	97 404	98 210	99 714	102 664
Formation brute de capital fixe	84 886	78 780	79 661	85 609	87 672	86 944	92 314	95 186	99 153	102 077
Logements	21 154	19 186	19 852	19 630	20 205	19 732	20 927	21 193	21 793	22 052
Entreprises	56 315	51 463	51 415	56 705	57 823	57 962	61 818	64 366	67 971	70 159
Administrations publiques	7 417	8 131	8 394	9 275	9 644	9 250	9 570	9 627	9 390	9 865
<i>p. m. Dépenses intérieures finales</i> ⁽¹⁾	346 220	344 200	355 454	371 913	382 928	387 514	396 645	403 308	415 428	427 708
Variation des stocks et acquisitions moins cessions de valeurs	5 885	-3 219	3 188	5 339	2 246	52	1 144	1 574	1 982	5 290
Exportations nettes de biens et de services	2 048	7 892	6 560	1 962	2 390	4 873	2 537	5 577	5 625	5 715
Exportations de biens et de services	282 189	241 739	279 114	309 486	318 935	320 661	330 737	331 492	350 559	371 242
Importations de biens et de services	280 141	233 847	272 554	307 524	316 545	315 788	328 200	325 914	344 934	365 528
PIB	354 057	348 781	365 100	379 106	387 500	392 340	400 288	410 435	423 048	438 713
Solde des revenus primaires reçus du reste du monde	8 301	430	11 508	3 823	9 482	6 468	2 823	-934	2 693	3 791
RNB	362 357	349 211	376 608	382 929	396 983	398 808	403 111	409 501	425 741	442 503
<i>p. m. Dépenses intérieures totales</i> ⁽²⁾	352 008	340 889	358 541	377 145	385 110	387 467	397 752	404 858	417 423	432 998
<i>Dépenses finales</i> ⁽³⁾	634 197	582 628	637 654	686 630	704 046	708 128	728 488	736 349	767 983	804 240
<i>Dépenses des administrations publiques</i> ⁽⁴⁾	87 274	91 912	94 393	99 402	103 654	105 337	106 974	107 837	109 103	112 529

Sources: ICN, BNB.

(1) Dépenses de consommation finale des particuliers et des administrations publiques et formation brute de capital fixe et acquisitions moins cessions de valeurs.

(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)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017 e
Population en âge de travailler ⁽¹⁾	7 074	7 124	7 180	7 225	7 247	7 259	7 268	7 284	7 300	7 313
Population active	5 031	5 075	5 118	5 159	5 194	5 203	5 236	5 256	5 288	5 326
Emploi national	4 530	4 524	4 553	4 614	4 635	4 619	4 638	4 678	4 735	4 801
Travailleurs frontaliers (solde)	78	78	79	79	80	79	78	77	77	77
Emploi intérieur	4 453	4 446	4 474	4 535	4 555	4 540	4 560	4 600	4 658	4 724
Travailleurs indépendants	716	722	727	735	743	749	755	765	778	789
Travailleurs salariés	3 737	3 724	3 747	3 800	3 812	3 791	3 805	3 835	3 880	3 934
Branches sensibles à la conjoncture ⁽²⁾	2 381	2 348	2 352	2 384	2 380	2 354	2 354	2 372	2 401	2 441
Administration publique et éducation	776	783	790	795	797	800	807	810	812	815
Autres services ⁽³⁾	580	593	605	621	636	637	644	653	667	679
Chômage ⁽⁴⁾	500	551	565	545	559	584	598	579	553	525

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 de 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)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017 ⁽²⁾
Total	68,0	67,1	67,6	67,3	67,2	67,2	67,3	67,2	67,7	68,1
<i>p.m. Total (de 15 à 64 ans)</i>	62,4	61,6	62,0	61,9	61,8	61,8	61,9	61,8	62,3	62,8
Selon le genre										
Femmes	61,3	61,0	61,6	61,5	61,7	62,1	62,9	63,0	63,0	63,3
Hommes	74,7	73,2	73,5	73,0	72,7	72,3	71,6	71,3	72,3	73,0
Selon l'âge										
De 20 à 29 ans	64,5	61,8	61,0	60,5	59,4	57,9	57,8	57,6	57,6	57,0
De 30 à 54 ans	80,5	79,9	80,5	79,8	79,9	79,8	79,7	79,3	79,9	80,1
De 55 à 64 ans	34,5	35,3	37,3	38,7	39,5	41,7	42,7	44,0	45,4	47,7
Selon la région										
Bruxelles	60,2	59,5	59,2	58,2	58,2	56,8	58,7	58,7	59,8	60,1
Flandre	72,3	71,5	72,1	71,8	71,5	71,9	71,9	71,9	72,0	72,7
Wallonie	62,8	61,7	62,2	62,2	62,5	62,3	61,8	61,5	62,6	62,8
Selon le niveau d'éducation										
Secondaire inférieur au plus	49,1	47,7	48,4	47,3	47,1	46,8	46,6	45,6	45,6	45,4
Secondaire supérieur au plus	70,1	68,8	69,1	68,9	68,5	68,6	67,2	67,2	67,7	67,5
Supérieur	83,0	81,9	81,9	82,0	81,8	81,0	82,0	81,8	82,2	81,9
Selon la nationalité										
Belges	69,1	68,4	68,8	68,7	68,6	68,7	68,6	68,5	69,0	69,5
Ressortissants d'autres pays de l'UE ⁽³⁾	65,4	62,4	65,0	65,1	65,2	63,6	65,7	66,4	67,8	68,0
Autres	42,1	40,9	40,4	39,6	38,9	39,9	40,5	42,7	41,9	40,3

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. En raison de la réforme de l'enquête sur les forces de travail introduisant notamment un panel rotatif, les résultats de 2017 ne peuvent pas être directement comparés à ceux des années précédentes. Pour plus d'informations, cf. : <https://statbel.fgov.be/fr/>.

 (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)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017 ⁽²⁾
Total	7,0	8,0	8,4	7,2	7,6	8,5	8,6	8,6	7,9	7,4
Selon le genre										
Femmes	7,6	8,1	8,6	7,2	7,4	8,2	8,0	7,8	7,6	7,4
Hommes	6,5	7,8	8,2	7,2	7,7	8,7	9,1	9,2	8,1	7,4
Selon l'âge										
De 15 à 24 ans	18,0	21,9	22,4	18,7	19,8	23,7	23,2	22,1	20,1	20,1
De 25 à 54 ans	6,1	6,8	7,3	6,4	6,7	7,4	7,6	7,7	7,1	6,4
De 55 à 64 ans	4,4	5,1	4,6	4,0	4,5	5,4	5,4	5,6	5,7	6,1
Selon la région										
Bruxelles	16,0	15,9	17,4	17,1	17,5	19,3	18,5	17,5	16,9	15,7
Flandre	3,9	5,0	5,2	4,3	4,6	5,1	5,1	5,2	4,9	4,6
Wallonie	10,1	11,2	11,5	9,5	10,1	11,4	12,0	12,0	10,6	10,0
Selon le niveau d'éducation										
Secondaire inférieur au plus	12,5	13,7	15,4	14,1	14,2	16,0	16,4	17,0	16,2	15,4
Secondaire supérieur au plus	7,0	8,1	8,2	6,8	7,8	8,3	8,8	8,7	8,0	7,3
Supérieur	3,6	4,5	4,5	3,8	4,0	4,9	4,7	4,6	4,2	4,5
Selon la nationalité										
Belges	6,3	7,1	7,5	6,3	6,5	7,4	7,5	7,6	7,0	6,4
Ressortissants d'autres pays de l'UE ⁽³⁾	9,1	11,0	11,0	10,3	11,1	12,5	11,4	11,0	9,8	10,5
Autres	27,4	29,5	30,6	27,8	30,7	29,9	31,0	26,6	27,2	26,7

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. En raison de la réforme de l'enquête sur les forces de travail introduisant notamment un panel rotatif, les résultats de 2017 ne peuvent pas être directement comparés à ceux des années précédentes. Pour plus d'informations, cf. : <https://statbel.fgov.be/fr>.

(3) A 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)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017 ⁽²⁾
Total	32,9	33,1	32,3	33,3	33,1	32,5	32,3	32,4	32,4	32,2
Selon le genre										
Femmes	39,2	39,1	38,2	38,9	38,7	37,7	37,0	37,0	37,1	37,0
Hommes	26,7	27,2	26,6	27,7	27,5	27,3	27,6	27,8	27,7	27,4
Selon l'âge										
De 15 à 24 ans	66,6	67,6	67,5	68,0	68,5	69,0	69,8	70,0	71,5	72,1
De 25 à 54 ans	14,3	14,4	13,7	15,3	15,0	14,7	14,4	14,9	14,9	15,3
De 55 à 64 ans	63,9	62,8	60,8	59,7	58,6	55,9	54,9	53,4	51,9	49,2
Selon la région										
Bruxelles	33,8	34,5	33,7	35,1	34,6	34,9	33,4	34,3	33,5	34,1
Flandre	30,8	30,8	30,1	30,8	31,0	30,2	30,1	30,0	30,1	29,5
Wallonie	36,4	36,7	35,9	37,0	36,3	35,6	35,8	36,1	36,1	36,3
Selon le niveau d'éducation										
Secondaire inférieur au plus	54,6	55,2	53,7	55,3	55,6	55,3	55,4	56,6	57,0	58,3
Secondaire supérieur au plus	28,0	28,8	28,5	29,6	29,3	28,9	30,0	29,9	30,0	30,1
Supérieur	13,8	14,2	14,3	14,7	14,9	14,8	14,0	14,2	14,2	14,3
Selon la nationalité										
Belges	32,6	32,7	32,1	32,8	32,6	32,0	31,9	32,0	32,0	31,9
Ressortissants d'autres pays de l'UE ⁽³⁾	31,3	33,1	30,0	30,6	30,1	30,7	29,4	29,1	28,6	27,7
Autres	45,1	45,0	44,9	48,2	47,8	46,4	45,1	45,6	45,8	47,7

Source : DGS.

(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. En raison de la réforme de l'enquête sur les forces de travail introduisant notamment un panel rotatif, les résultats de 2017 ne peuvent pas être directement comparés à ceux des années précédentes. Pour plus d'informations, cf. : <https://statbel.fgov.be/fr>.

(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							
	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016					
	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016					
Total	58,7	58,7	59,8	60,1	71,9	71,9	71,9	71,9	72,0	72,7	61,8	61,5	62,6	62,8
<i>p.m. Total (de 15 à 64 ans)</i>	54,3	54,2	55,3	55,6	66,4	66,4	66,4	66,4	66,5	67,2	56,5	56,2	57,1	57,3
Selon le genre														
Femmes	53,7	53,2	54,3	54,2	67,6	67,6	67,6	67,6	67,7	67,9	57,8	57,2	57,9	58,2
Hommes	63,8	64,3	65,3	66,1	76,2	76,3	76,3	75,6	76,3	77,4	65,9	65,9	67,3	67,5
Selon l'âge														
De 20 à 29 ans	47,3	46,1	46,2	46,6	64,6	64,6	64,6	65,0	64,6	64,2	50,5	49,6	50,2	48,9
De 30 à 54 ans	66,5	67,3	68,6	68,7	85,0	84,8	84,8	84,6	84,8	85,2	74,9	74,1	75,1	75,1
De 55 à 64 ans	46,6	45,6	47,0	48,1	44,3	46,7	46,7	45,6	46,7	49,1	38,8	40,8	42,8	45,1
Selon le niveau d'éducation														
Secondaire inférieur au plus	40,4	41,2	39,8	40,4	51,8	50,4	50,4	50,6	50,4	51,2	41,4	40,2	40,7	39,3
Secondaire supérieur au plus	52,9	51,8	53,8	52,7	72,0	72,3	72,3	72,3	72,3	72,3	61,9	61,3	62,6	62,5
Supérieur	76,5	76,4	77,9	77,1	84,4	84,1	84,1	84,1	84,1	83,6	79,5	79,7	80,1	80,6
Selon la nationalité														
Belges	58,6	58,9	59,6	58,9	72,9	73,1	73,1	72,7	73,1	73,9	63,2	62,8	63,7	63,9
Ressortissants d'autres pays de l'UE ⁽²⁾	70,2	69,0	71,4	73,5	70,3	70,4	70,4	71,9	70,4	69,1	56,3	57,8	61,0	60,9
Autres	40,6	40,6	40,3	40,1	44,6	46,1	46,1	48,7	46,1	42,1	32,2	35,2	36,5	37,9

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. En raison de la réforme de l'enquête sur les forces de travail introduisant notamment un panel rotatif, les résultats de 2017 ne peuvent pas être directement comparés à ceux des années précédentes. Pour plus d'informations, cf. : <https://statbel.fgov.be/fr>.

(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					
	2014	2015	2016	2017 ⁽²⁾	2014	2015	2016	2017 ⁽²⁾	2014	2015	2016	2017 ⁽²⁾
Total	18,5	17,5	16,9	15,7	5,1	5,2	4,9	4,6	12,0	12,0	10,6	10,0
Selon le genre												
Femmes	16,2	15,9	16,1	15,3	5,0	4,6	4,7	5,1	11,0	11,4	10,3	9,1
Hommes	20,3	18,7	17,6	16,0	5,2	5,7	5,0	4,1	12,8	12,5	10,8	10,8
Selon l'âge												
De 15 à 24 ans	39,5	36,2	35,9	32,5	16,1	15,2	14,1	13,8	32,1	32,2	27,9	29,9
De 25 à 54 ans	17,7	16,9	15,9	14,8	4,3	4,3	4,2	3,6	10,5	10,8	9,5	8,9
De 55 à 64 ans	11,0	11,4	14,1	13,4	3,3	4,2	3,3	4,8	7,7	6,8	7,6	6,6
Selon le niveau d'éducation												
Secondaire inférieur au plus	30,9	29,3	30,7	28,4	9,2	10,3	9,7	9,0	21,6	22,3	20,1	20,2
Secondaire supérieur au plus	22,2	21,6	20,1	18,9	5,5	5,3	5,0	4,1	12,6	12,8	11,3	10,9
Supérieur	9,9	9,1	8,5	8,6	3,0	3,2	2,9	3,5	6,0	5,7	5,2	4,7
Selon la nationalité												
Belges	17,5	16,9	16,6	15,3	4,5	4,7	4,2	3,9	11,1	11,3	10,0	9,3
Ressortissants d'autres pays de l'UE ⁽³⁾	13,0	12,6	11,8	10,9	8,0	8,8	7,9	9,3	13,6	11,9	9,6	11,6
Autres	34,9	31,5	30,8	31,2	22,0	18,2	21,9	21,7	41,4	35,1	32,2	28,8

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. En raison de la réforme de l'enquête sur les forces de travail introduisant notamment un panel rotatif, les résultats de 2017 ne peuvent pas être directement comparés à ceux des années précédentes. Pour plus d'informations, cf.: <https://statbel.fgov.be/fr>.

(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			
	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016	
	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016	
Total	33,4	34,3	33,5	34,1	30,0	30,1	29,5	35,8	36,1	36,3
Selon le genre										
Femmes	40,6	41,4	40,1	40,8	34,0	34,4	33,7	40,5	40,9	41,4
Hommes	26,2	27,1	26,9	27,3	26,0	25,8	25,4	31,1	31,4	31,2
Selon l'âge										
De 15 à 24 ans	73,8	76,6	76,6	77,5	67,1	68,6	68,6	71,9	72,7	74,8
De 25 à 54 ans	19,9	20,3	19,9	20,7	12,0	11,9	12,1	17,4	18,2	18,9
De 55 à 64 ans	47,7	48,5	45,3	44,5	52,5	51,7	48,4	57,9	56,2	51,7
Selon le niveau d'éducation										
Secondaire inférieur au plus	51,8	52,4	53,3	55,0	54,6	56,1	56,7	57,9	59,3	61,8
Secondaire supérieur au plus	35,3	37,1	35,5	37,0	27,4	27,7	27,7	32,5	32,7	32,6
Supérieur	15,1	16,0	14,9	15,6	13,2	13,4	13,4	15,5	15,5	15,5
Selon la nationalité										
Belges	35,4	35,5	34,9	36,5	29,7	29,7	29,0	35,3	35,6	36,0
Ressortissants d'autres pays de l'UE ⁽³⁾	22,9	25,5	23,1	21,9	27,9	27,5	27,5	37,7	37,1	34,0
Autres	40,8	43,7	44,4	44,5	47,2	44,7	49,3	48,2	49,5	49,1

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. En raison de la réforme de l'enquête sur les forces de travail introduisant notamment un panel rotatif, les résultats de 2017 ne peuvent pas être directement comparés à ceux des années précédentes. Pour plus d'informations, cf. : <https://statbel.fgov.be/fr>.

(3) À 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)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017 e
Recettes ⁽¹⁾	174 132	170 102	180 156	190 792	200 102	206 752	208 747	210 714	214 569	224 643
Recettes fiscales et parafiscales	152 099	147 274	155 443	163 769	171 729	177 333	180 322	183 194	185 202	193 935
Prélèvements pesant essentiellement sur les revenus du travail	89 438	89 295	92 648	97 451	100 761	103 692	105 214	106 982	105 870	108 972
Impôts des personnes physiques ⁽²⁾	40 108	38 870	41 108	43 344	44 479	46 146	46 935	47 176	46 764	48 133
Cotisations sociales ⁽³⁾	49 330	50 425	51 541	54 106	56 282	57 545	58 279	59 805	59 105	60 839
Impôts sur les bénéfices des sociétés ⁽⁴⁾	11 590	8 108	9 249	10 673	11 624	12 193	12 584	13 561	14 513	17 656
Prélèvements sur les autres revenus et sur le patrimoine ⁽⁵⁾	12 891	12 119	13 211	14 144	15 433	17 320	17 915	17 617	17 645	18 220
Impôts sur les biens et sur les services	38 180	37 753	40 335	41 502	43 912	44 130	44 609	45 035	47 174	49 087
Recettes non fiscales et non parafiscales ⁽⁶⁾	22 033	22 828	24 713	27 023	28 372	29 419	28 425	27 521	29 368	30 708
Dépenses hors charges d'intérêts	163 995	175 528	181 579	192 795	202 510	206 091	207 928	208 438	212 962	217 971
Prestations sociales	79 047	84 887	87 447	91 583	96 121	99 370	101 301	103 555	106 632	109 673
Revenus de remplacement	44 956	48 353	49 989	52 350	55 208	57 787	58 705	59 877	61 712	63 393
Pensions	30 956	32 737	33 873	35 852	38 035	39 807	40 743	42 019	43 632	45 381
Pensions du secteur privé	19 807	20 900	21 507	22 724	24 128	25 241	25 956	26 747	27 900	29 195
Pensions des administrations publiques	11 149	11 837	12 367	13 128	13 908	14 566	14 788	15 273	15 732	16 186
Garantie de revenu aux personnes âgées	430	390	436	450	456	500	541	545	536	565
Allocations de chômage avec complément d'entreprise ⁽⁷⁾	1 443	1 502	1 592	1 637	1 626	1 611	1 548	1 477	1 403	1 294
Allocations de chômage	5 774	6 903	6 817	6 605	6 816	7 080	6 627	6 037	5 759	5 445
Interruptions de carrière et crédits-temps	700	750	783	814	832	833	831	851	828	713
Indemnités de maladie-invalidité	4 554	4 922	5 335	5 802	6 172	6 622	7 042	7 449	7 904	8 278
Accidents du travail et maladies professionnelles	531	518	520	481	487	505	499	490	483	492
Revenu d'intégration	570	631	634	709	783	830	874	1 010	1 166	1 224
Autres prestations sociales ⁽⁸⁾	34 090	36 535	37 458	39 232	40 913	41 582	42 596	43 657	44 920	46 280
dont:										
Soins de santé	21 843	23 333	24 020	25 295	26 336	27 033	27 791	28 544	29 134	30 175
Allocations familiales	5 226	5 458	5 549	5 805	5 995	6 192	6 282	6 309	6 373	6 469
Autres dépenses primaires	84 948	90 641	94 132	101 213	106 389	106 721	106 627	104 904	106 330	108 297
Rémunérations des salariés	41 897	43 748	44 909	46 771	48 655	50 194	50 871	51 170	52 608	54 099
Achats courants de biens et de services	14 017	15 029	15 187	15 888	16 515	17 131	17 015	16 749	16 875	17 421
Subsides aux entreprises	10 291	10 695	12 372	13 375	13 308	13 591	13 743	13 824	13 748	14 804
Transferts courants au reste du monde	3 837	4 342	4 456	4 501	4 711	5 128	4 782	5 039	5 475	4 363
Autres transferts courants	2 688	3 361	3 235	3 496	3 577	3 355	3 546	3 321	3 667	3 735
Formation brute de capital fixe	7 417	8 131	8 394	9 275	9 644	9 250	9 570	9 627	9 390	9 842
Autres dépenses en capital	4 802	5 335	5 581	7 908	9 979	8 073	7 101	5 173	4 567	4 033
Solde hors charges d'intérêts	10 138	-5 426	-1 424	-2 003	-2 408	662	819	2 276	1 607	6 672
Charges d'intérêts	14 032	13 338	13 171	13 638	13 969	12 972	13 053	12 420	12 139	11 141
Solde de financement	-3 895	-18 764	-14 594	-15 641	-16 378	-12 310	-12 234	-10 144	-10 532	-4 468

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 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 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	Communautés et régions ⁽¹⁾	Pouvoirs locaux	Total	
2008	-5 575	1 310	-4 266	-384	755	371	-3 895
2009	-13 310	-2 580	-15 890	-2 759	-115	-2 874	-18 764
2010	-10 934	-639	-11 574	-2 694	-327	-3 021	-14 594
2011	-13 918	191	-13 726	-1 208	-707	-1 914	-15 641
2012	-13 712	-383	-14 095	-337	-1 946	-2 283	-16 378
2013	-10 169	-223	-10 392	-928	-990	-1 918	-12 310
2014	-10 128	-27	-10 155	-1 431	-648	-2 079	-12 234
2015	-10 007	700	-9 307	-1 137	300	-837	-10 144
2016	-10 785	-430	-11 216	-187	871	684	-10 532
2017 e	-4 955	710	-4 244	-549	324	-224	-4 468

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)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017 e
Niveau de la dette (à la fin de la période)	92,5	99,5	99,7	102,6	104,3	105,5	106,8	106,0	105,7	102,8
<i>p.m. Niveau de la dette à la fin de la période (en millions d'euros) ...</i>	<i>327 623</i>	<i>347 168</i>	<i>364 081</i>	<i>388 937</i>	<i>404 292</i>	<i>413 727</i>	<i>427 504</i>	<i>434 898</i>	<i>447 216</i>	<i>450 957</i>
Variation de la dette	5,5	7,0	0,2	2,9	1,7	1,1	1,3	-0,8	-0,2	-2,9
Variation endogène ⁽²⁾	-1,2	6,8	-0,5	0,4	2,0	1,9	1,0	-0,2	-0,7	-2,7
Solde primaire requis pour stabiliser la dette	1,7	5,2	-0,8	-0,1	1,4	2,0	1,2	0,4	-0,3	-1,2
Taux d'intérêt implicite de la dette	4,7	4,1	3,8	3,7	3,6	3,2	3,2	2,9	2,8	2,5
Croissance du PIB nominal ⁽³⁾	2,7	-1,5	4,7	3,8	2,2	1,2	2,0	2,5	3,1	3,7
Solde primaire effectif	2,9	-1,6	-0,4	-0,5	-0,6	0,2	0,2	0,6	0,4	1,5
Variation résultant d'autres facteurs ⁽⁴⁾	6,7	0,2	0,6	2,4	-0,3	-0,7	0,4	-0,7	0,4	-0,2
Acquisition nette d'actifs financiers										
Numéraire et dépôts	2,1	-0,9	0,5	0,3	-0,2	-0,1	-0,1	0,0	0,3	0,0
Actions et autres participations	4,0	1,1	0,1	0,9	-0,7	-1,1	0,2	-0,8	0,1	-0,4
Titres autres que des actions ⁽⁵⁾	0,3	0,0	-0,2	0,0	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0
Crédits	0,4	0,6	0,4	0,8	1,5	0,7	0,4	0,1	0,2	0,2
Effets de valorisation										
Incidence des différences de change	-0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,2	0,1	0,0
Incidence des primes d'émission et de rachat	0,1	-0,2	-0,3	0,1	-0,8	-0,4	-0,8	-1,0	-0,7	-0,3
Différence entre intérêts sur la base de droits constatés et intérêts de caisse	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,3	0,3	0,4
Effets volume										
Changements de classification sectorielle et autres changements de volume	0,0	0,2	0,0	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres effets										
Variation nette des autres comptes à payer et à recevoir	0,4	-0,3	0,2	0,1	0,0	0,2	0,5	0,2	0,5	-0,1
Produits financiers dérivés	0,0	-0,1	-0,7	-0,1	0,0	-0,2	0,0	0,3	0,4	0,0
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	-0,5	-0,3	0,4	0,1	-0,1	0,0	-0,1	0,1	-0,8	n.

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)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Sociétés financières										
<i>Total</i>	7	6	6	7	7	7	6	7	6	5
Établissements de crédit										
Établissements de crédit de droit belge	51	48	48	47	42	39	37	37	34	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	10	10	10	8	8
Succursales établies en Belgique d'établissements de crédit relevant du droit d'un autre État membre de l'EEE	47	47	50	52	53	55	56	52	50	46
<i>Total établissements de crédit</i>	107	104	107	108	104	104	103	99	92	88
Établissements de paiement agréés de droit belge	0	0	1	9	9	11	15	17	21	24
Établissements de monnaie électronique de droit belge	3	4	6	6	6	10	10	10	8	8
<i>Total</i>	3	4	7	15	15	21	25	27	29	32
Organismes de liquidation de droit belge et organismes assimilés à des organismes de liquidation										
<i>Total</i>	2	2	2	1	2	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 détail										
<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	100	97	97	95	88	84	81	76	73	68
Succursales établies en Belgique d'entreprises d'assurance relevant du droit d'un autre État membre de l'EEE	51	50	48	47	46	46	47	43	45	46
Succursales établies en Belgique d'entreprises d'assurance relevant du droit d'un autre État non membre de l'EEE	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Selon la spécialisation										
Entreprises d'assurance-vie	30	29	28	26	24	23	23	21	22	20
Entreprises d'assurance non-vie	99	94	91	89	83	81	79	72	70	67
Entreprises d'assurance mixte	22	23	24	25	25	24	24	24	24	25
Entreprises de réassurance	0	1	2	2	2	2	2	2	2	2
<i>Total entreprises d'assurance</i>	151	147	145	142	134	130	128	119	118	114
Libre prestation de services										
Établissements de crédit	564	571	587	641	667	673	683	709	640	672
Entreprises d'assurance	878	873	893	915	942	933	950	970	999	917
<i>Total libre prestation de services</i>	1 442	1 444	1 480	1 556	1 609	1 606	1 631	1 679	1 639	1 589
Sociétés de bourse agréées en Belgique ⁽²⁾										
<i>Total</i>	26	23	23	23	21	20	20	20	20	19

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 2017, 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 31 janvier 2018, 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 en Belgique et dans 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/dq/f_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.

Signes conventionnels

–	la donnée n'existe pas ou n'a pas de sens
cf.	confer
etc.	et cætera
n.	non disponible
p.m.	pour mémoire
e	estimation de la Banque

Abréviations

Pays de la zone euro en 2017

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
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
Actiris	Office régional bruxellois de l'emploi
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
ALM	Asset-Liability Management – Gestion actif-passif
APP	Expanded Asset purchase programme – Programme étendu d'achats d'actifs
ATAD	Anti-Tax Avoidance Directive – Directive sur la lutte contre l'évasion fiscale
BCE	Banque centrale européenne
BC/FT	Blanchiment de capitaux et financement du terrorisme
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
CBDC	Central Bank Digital Currency – Monnaie numérique de la banque centrale
CBFA	Commission bancaire, financière et des assurances
CCE	Conseil central de l'Économie
CCI-DE	Chômeurs complets indemnisés demandeurs d'emploi
CCP	Central Counterparty – Contrepartie centrale
CCyB	Countercyclical capital buffer – Coussin de fonds propres contracyclique
CDD	Contrat à durée déterminée
CDI	Contrat à durée indéterminée
CE	Commission européenne
CERS	Comité européen du risque systémique
CET 1	Common Equity Tier 1 – Fonds propres de base de catégorie 1
CEV	Comité d'étude sur le vieillissement
CITP	Classification internationale type des professions
CO ₂	Dioxyde de carbone
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
CREG	Commission de régulation de l'électricité et du gaz
CRR	Capital Requirements Regulation – Règlement sur les exigences de fonds propres
CRU	Conseil de résolution unique
CSD	Central Securities Depository – Dépositaire central de titres
CSP	Customer Security Programme
CSPP	Corporate Sector Purchase Programme – Programme d'achats de titres du secteur des entreprises
CV	Curriculum vitæ
CVA	Credit valuation adjustment – Ajustement de l'évaluation du crédit

DCT	Dépositaire central de titres
DEI	Demandeur d'emploi inoccupé
DGS	Direction générale Statistiques
DLT	Distributed Ledger Technology
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
DTA	Deferred tax assets – Actifs d'impôts différés
DTC	Deferred tax liabilities – Passifs d'impôts différés
Ecofin	Conseil Affaires économiques et financières
EDIS	European Deposit Insurance Scheme
EEE	Espace économique européen
EISm	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
ESRB	European Systemic Risk Board
ESSF	Évaluation de la stabilité du secteur financier
ETP	Équivalent temps plein
EU-SILC	European Union Statistics on Income and Living Conditions – Statistiques de l'Union européenne sur le revenu et les conditions de vie
Febelfin	Fédération belge du secteur financier
FIA	Fonds d'investissement alternatif
FinTech	Finance Technology – Technologie financière
FME	Fonds monétaire européen
FMI	Fonds monétaire international
Forem	Office wallon de la formation professionnelle et de l'emploi
FRU	Fonds de résolution unique (en anglais: Single Resolution Fund)
FSAP	Financial Sector Assessment Program – Programme d'évaluation du secteur financier
FSB	Financial Stability Board – Conseil de stabilité financière
FSMA	Autorité des services et marchés financiers
G10	Groupe des dix
G20	Groupe des vingt
GAAP	Generally Accepted Accounting Principles – Principes comptables généralement admis
GAFI	Groupe d'action financière
GES	Gaz à effet de serre
GW	Gigawatt
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
IAIG	Internationally active insurance group – Groupe d'assurance opérant au niveau international
IAS	International Accounting Standards – Normes comptables internationales
ICN	Institut des comptes nationaux
ICO	Initial Coin Offering
ICS	International Capital Standard

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
IPCH	Indice des prix à la consommation harmonisé
IPP	Impôt des personnes physiques
ISCED	International Standard Classification of Evaluation – Classification internationale des types d'éducation
JST	Joint Supervisory Team – Équipe de surveillance conjointe
kWh	Kilowatt-heure
LAC DT	Loss-absorbing capacity of deferred taxes – Capacité d'absorption de pertes des impôts différés
LCR	Liquidity coverage ratio – Ratio de couverture de liquidité
LSI	Less significant institution – Établissement de moindre importance
LTG	Long-term guarantee – Garantie à long terme
LTV	Loan-to-value
MES	Mécanisme européen de stabilité
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
MT CO ₂ éq	Million de tonnes de CO ₂ équivalent
NACE	Nomenclature des activités économiques dans la Communauté européenne
NCWO	No-Creditor-Worse-Off
NO _x	Oxyde d'azote
NSFR	Net stable funding ratio – Ratio net de financement stable
NPL	Non-performing loans
OCDE	Organisation de coopération et de développement économiques
OICV	Organisation internationale des commissions de valeurs
OIS	Overnight index swap
OLO	Obligation linéaire
OMT	Objectif à moyen terme
ONEM	Office national de l'emploi
ONSS	Office national de sécurité sociale
ONU	Organisation des Nations Unies
OPCVM	Organisme de placement collectif en valeurs mobilières
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
PDM	Procédure concernant les déséquilibres macroéconomiques
PIB	Produit intérieur brut
PISA	Programme for International Student Assessment
PME	Petites et moyennes entreprises
PSC	Pacte de stabilité et de croissance

PSD2	Payment Services Directive
QA	Quality assurance – Assurance-qualité
R&D	Recherche et développement
RNB	Revenu national brut
RSR	Regular Supervisory Reporting
S&P	Standard & Poor's
SCN	Système de comptabilité nationale
SCR	Solvency capital requirement – Capital de solvabilité requis
SEAD	Système européen d'assurance des dépôts
SEC 1995	Système européen des comptes 1995
SEC 2010	Système européen des comptes 2010
SFP	Service fédéral des pensions
SI	Significant institution – Établissement important
SPA	Standard de pouvoir d'achat (unité monétaire artificielle)
SPE	Service public de l'emploi
SPF	Service public fédéral
SPF ETCS	Service public fédéral Emploi, Travail et Concertation sociale
SREP	Supervisory Review and Evaluation Process – Processus de contrôle et d'évaluation prudentiels
STEM	Science, Technology, Engineering and Mathematics – Filières scientifiques, technologiques et mathématiques
SWIFT	Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication
TIC	Technologies de l'information et de la communication
TLAC	Total Loss-Absorbing Capacity – Capacité totale d'absorption des pertes
TLTRO	Targeted Longer-Term Refinancing Operation – Opération de refinancement à plus long terme ciblée
TRIM	Targeted Review of Internal Models
TVA	Taxe sur la valeur ajoutée
TWH	Térawatt-heure
UEM	Union économique et monétaire
UMC	Union des marchés des capitaux
VDAB	Vlaamse dienst voor arbeidsbemiddeling en beroepsopleiding
VIX	Indice de volatilité
WEF	World Economic Forum – Forum économique mondial
ZEW	Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung

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 PSD2 : Directive (UE) 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 (UE) n° 1093/2010, et abrogeant la directive 2007/64/CE.

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 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 et communication

Tél. +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 2018



