

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 étiaje. 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 bilanciel. 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.

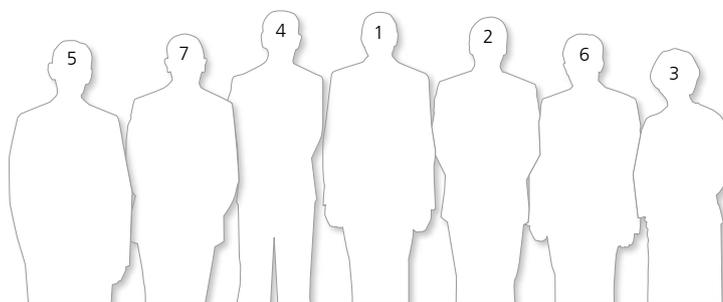
69. La vigueur de l’économie belge ne s’exprime pas seulement dans le niveau de vie élevé qu’elle a déjà généré, ou dans le fait qu’elle a assez bien résisté à la crise. Cette vigueur peut également être latente dans des aspects qui, à ce stade, sont encore source de fragilité mais qui offrent pour l’avenir 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

