RAPPORT
2018

Préambule

Banque Nationale DE BELGIQUE
Eurosystème

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

Dans le présent rapport, publié au nom du Conseil de régence, le gouverneur évoque les principales évolutions économiques et financières de 2018, ainsi que les défis qu'elles ont mis en lumière sur le plan des politiques menées. Le premier chapitre aborde la normalisation de la politique monétaire dans la zone euro. Ce processus a débuté en 2018 dans un contexte d'incertitudes croissantes quant à l'économie mondiale. Le deuxième chapitre porte sur la situation du secteur financier européen et belge ; il explique comment la réglementation et la politique prudentielles peuvent en préserver la solidité. Ces deux chapitres évoquent donc les principales missions de la Banque nationale de Belgique. Celle-ci exerce certaines de ces missions en tant que partenaire loyal dans le cadre de l'Union économique et monétaire (UEM), par exemple pour la politique monétaire et la surveillance bancaire, tandis que d'autres missions demeurent intégralement ou principalement des compétences nationales. Le troisième chapitre poursuit avec les évolutions économiques en Belgique et les problématiques qui peuvent entraver la poursuite d'une croissance plus rapide et plus inclusive, avant d'aborder l'assainissement des finances publiques. Enfin, le quatrième chapitre expose les conclusions. La suite du rapport de la Banque nationale de Belgique développe chacun de ces domaines en s'appuyant sur des informations détaillées et une analyse circonstanciée.

1. Normaliser la politique monétaire dans la zone euro alors que croissent les incertitudes autour de l'économie mondiale

Principaux axes de la normalisation de la politique monétaire

1. Dix ans après l'éclatement de la crise, le Conseil des gouverneurs de la BCE a entamé la normalisation de la politique monétaire dans la zone euro. Lors de sa réunion du 13 décembre, il a décidé l'arrêt des achats nets d'actifs en 2019, stabilisant ainsi l'assouplissement quantitatif lancé en 2015. Cette décision traduit la confiance du Conseil des gouverneurs dans une convergence durable de l'inflation vers l'objectif de stabilité des prix. Cette confiance repose sur l'anticipation que la reprise économique dans la zone euro et l'intensification des tensions sur les prix qui en découle se poursuivront, même après la fin des achats nets.

2. La taille du bilan de l'Eurosystème sera tout de même maintenue, en réinvestissant le montant des titres arrivés à échéance. Cela prolongera l'incidence à la baisse du programme d'achats sur les taux d'intérêt à long terme. Le Conseil des gouverneurs entend poursuivre cette politique de

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

réinvestissement bien après le début de la remontée des taux directeurs. Ces derniers resteront à leur niveau actuel au moins jusqu'à l'été de 2019 et, en tout état de cause, aussi longtemps que nécessaire pour assurer une convergence durable de l'inflation vers des niveaux inférieurs à, mais proches de, 2 % à moyen terme. La sauvegarde de la stabilité des prix demeure le cap à suivre par la politique monétaire pour orienter l'économie de la zone euro tout au long de la crise.

3. D'une part, ce cadre établit la séquence des différentes étapes de la normalisation : d'abord la fin des achats nets, ensuite le début du relèvement des taux directeurs, et enfin la conclusion de la politique de réinvestissement. Il indique par ailleurs que la normalisation sera un processus très graduel, dont le rythme n'est pas prédéterminé. Les indications concernant la trajectoire des taux et la politique de réinvestissement qui l'accompagne confirment en effet qu'un degré élevé de relance monétaire demeure indispensable pour continuer d'aviver les pressions inflationnistes. Par ailleurs, le rythme de la normalisation dépendra de la vigueur de la reflation qui s'est amorcée. Cette vigueur est à son tour tributaire, dans une large mesure, de la poursuite de la croissance économique dans la zone euro. Ainsi, le cadre de normalisation fait aussi office de tampon contre les incertitudes et les risques apparus à l'égard de la croissance en 2018.

La normalisation sera un processus très graduel, dont le rythme n'est pas prédéterminé

Croissance et inflation dans la zone euro

4. Par rapport à 2015, année du début des achats d'actifs, non seulement le risque de déflation s'est estompé, mais la croissance dans la zone euro n'a cessé, depuis, de dépasser son potentiel, tandis que la dérive des anticipations d'inflation a été endiguée : autant d'objectifs que la politique d'assouplissement quantitatif visait à atteindre. Dans l'intervalle, l'inflation proprement dite est passée à 1,8 % en 2018. Certes, cette accélération reflète essentiellement l'évolution du cours du pétrole brut, principalement orienté à la hausse jusqu'au mois d'octobre. Le cours du Brent avait alors atteint, à environ 85 dollars le baril, son plus haut niveau en quatre ans, notamment sur fond de craintes de voir l'offre pâtir des tensions géopolitiques croissantes. Vers la fin de l'année, ces craintes se sont toutefois dissipées et les cours du pétrole se sont également repliés, en raison des préoccupations quant à un ralentissement mondial. L'inflation s'est ainsi infléchie pour s'établir à 1,6 % en décembre.

5. Si l'on exclut les composantes de prix les plus volatiles, l'inflation sous-jacente dans la zone euro s'est maintenue à seulement 1 % en 2018. Le taux de chômage a cependant continué de reculer jusqu'à 7,9 % à la fin de l'année. Depuis le début de la reprise dans la zone euro, plus de 9 millions d'emplois ont été créés. Cela renforce donc la conviction que les tensions sur les prix d'origine intérieure s'amorcent. Les signes d'un resserrement du marché du travail se multiplient, en particulier dans les pays où la reprise s'avère la plus avancée. Le rythme d'augmentation des coûts salariaux a dès lors continué de s'accélérer en 2018. Ce processus pourrait s'intensifier davantage à mesure que le sous-emploi continuera de se réduire et que la faible inflation héritée du passé ne pèsera plus sur la formation des salaires. Le maintien d'un degré élevé de soutien monétaire, même maintenant que les achats nets d'actifs ont pris fin, y contribuera.

Les tensions sur les prix d'origine intérieure s'amorcent

6. Bien que la reprise économique se soit poursuivie en 2018 dans la zone euro, elle a néanmoins dû céder du terrain. La croissance est retombée de 2,4 % en 2017 à 1,9 %. Ce tassement reflète dans une certaine mesure une série de facteurs de nature temporaire, notamment une chute importante mais, vraisemblablement, de courte durée, de l'activité dans l'industrie automobile allemande. Plus fondamentalement, toutefois, après une année 2017 exceptionnellement vigoureuse, les exportations ont progressé de manière sensiblement moins rapide. Dans le sillage

d'un commerce mondial moins dynamique, les marchés européens à l'exportation se sont eux aussi contractés. Le commerce international s'est essoufflé, même si le taux de croissance de l'économie mondiale est resté presque aussi élevé qu'en 2017, soit à 3,7 %. L'incidence directe de l'exacerbation des tensions protectionnistes sur le commerce mondial semble être restée limitée en 2018. Cependant, son effet pourrait, par le fait de la forte interconnexion des chaînes de production au niveau mondial, s'étendre au-delà des produits ou des pays initialement touchés. Il se peut en outre que les entreprises de par le monde aient déjà quelque peu réduit leurs plans d'investissement en raison du regain d'incertitude, alors que les biens d'investissement présentent précisément un haut degré d'intensité commerciale.

7. Tandis que les exportations se sont significativement affaiblies dans la zone euro, la demande intérieure y est restée robuste jusqu'au troisième trimestre de 2018, dernier trimestre pour lequel des données étaient disponibles au moment de la rédaction du présent rapport. Elle y a crû presque aussi vivement qu'en 2017, soutenue tant par les investissements que par la consommation privée. Cette dernière se compose principalement de services à forte intensité en emplois. En conséquence, l'emploi dans la zone euro a progressé de 1,4 %. La détérioration de l'environnement extérieur et l'augmentation de l'incertitude en cours d'année n'ont guère entamé cette dynamique intérieure de la zone euro en 2018. En revanche, la volatilité des marchés financiers s'est considérablement accrue au quatrième trimestre. Le repli des cours boursiers a fait écho à la crainte d'un essoufflement de la croissance, celle-ci pesant sur les anticipations de bénéfices et faisant augmenter les primes de risque. Il pourrait s'ensuivre un resserrement des conditions de financement, bien que celles-ci soient restées favorables dans la zone euro en 2018, en raison également du maintien d'un degré élevé de soutien monétaire.

De nombreuses incertitudes, susceptibles de se renforcer mutuellement, incitent à la prudence

8. L'incertitude provient en premier lieu des politiques budgétaires et commerciales aux États-Unis. De toutes les économies avancées, les États-Unis sont la seule où la croissance a grimpé jusqu'à près de 3 % en 2018, grâce au vaste plan de relance budgétaire qui y a été mis en œuvre. Cependant, dans la mesure où le taux de chômage y était, dans l'intervalle, retombé à moins de 4 %, la Réserve fédérale risquait tôt ou tard de devoir abandonner sa politique de remontée graduelle des taux afin d'éviter une surchauffe de l'économie. Cette crainte ne s'est toutefois pas matérialisée, l'inflation étant finalement demeurée proche de la cible de 2 %. La Réserve fédérale a dès lors été en mesure de poursuivre le relèvement de son taux directeur, de façon prévisible, à quatre reprises, de 25 points de base chacune, jusqu'à atteindre une fourchette de 2,25 à 2,5 %. La Réserve fédérale a également indiqué que le taux directeur n'était dès lors plus très éloigné de son niveau neutre. Néanmoins, les craintes d'une accélération des relèvements des taux, en février 2018, avaient provoqué une forte hausse des taux d'intérêt à long terme aux États-Unis ainsi qu'une appréciation du dollar. En outre, le déficit budgétaire des États-Unis a atteint 4,7 % du PIB et la dette publique y a augmenté pour s'établir à 106,1 % du PIB, en l'absence d'un plan clair de soutenabilité.

L'incertitude provient en premier lieu des politiques budgétaires et commerciales aux États-Unis

9. Les mesures américaines de relance budgétaire entraînent également une augmentation des importations et une détérioration du compte courant. Or, ce déficit est précisément l'un des principaux moteurs de la politique de prélèvements douaniers sur les importations. Plutôt que de concevoir le compte courant comme la résultante de l'épargne et de l'investissement dans l'économie, une vision mercantiliste gagne du terrain aux États-Unis. Elle met exagérément l'accent sur les déficits commerciaux bilatéraux. Sont visés ici la Chine et la zone euro,

en particulier l'Allemagne. Les États-Unis ont ainsi relevé en 2018 les droits à l'importation sur une série de produits représentant environ 300 milliards de dollars d'importations. Une large part de ce montant concerne les importations en provenance de Chine, pays qui se voit reprocher des pratiques commerciales déloyales et des atteintes au droit de propriété intellectuelle, et qui est de plus en plus considéré comme un rival pouvant menacer la position des États-Unis en tant que puissance mondiale. En retour, les partenaires commerciaux – au premier rang desquels figure la Chine – ont majoré leurs tarifs douaniers sur un ensemble de produits représentant plus de 130 milliards de dollars d'importations. En outre, les États-Unis menacent d'imposer des droits de douane supplémentaires sur les importations de voitures et sur la partie des importations en provenance de Chine qui y a été exemptée jusqu'à présent. La portée des hausses tarifaires s'en trouverait triplée, ce qui pourrait bien évidemment conduire à de nouvelles contre-mesures de la part des pays concernés.

10. Selon des simulations de l'OCDE et du FMI, les hausses tarifaires déjà décidées – dont le périmètre reste pour l'instant limité à quelque 3 % du commerce mondial – induiraient une érosion de l'activité économique aux États-Unis et en Chine de 0,2 à 0,3 % du PIB d'ici 2020-2021. Cette estimation ne tient pas compte des effets sur la confiance, tandis qu'une nouvelle escalade du conflit commercial aurait clairement pour conséquence de comprimer davantage la croissance. De manière générale, l'incidence de la hausse des tarifs douaniers est également négative pour les pays tiers, fût-ce dans une moindre mesure. À ce stade, l'exposition directe de la Belgique reste cependant relativement limitée, mais il en irait tout autrement en cas de prélèvements supplémentaires sur les importations de voitures aux États-Unis. De nombreuses entreprises belges fournissent en effet des pièces destinées à l'assemblage automobile. Du reste, l'ensemble de l'Union européenne est vulnérable à de tels prélèvements. Non seulement la tendance à moins d'ouverture entrave l'accès aux marchés à l'exportation, mais elle contraint aussi à réorganiser les processus de production et détériore la confiance. À plus long terme, elle nuit en outre au développement de la productivité. L'ouverture, tant par le commerce que par l'investissement direct, constitue en effet un vecteur puissant de l'innovation et de sa large diffusion.

11. Alors que la croissance en Chine n'a que légèrement ralenti, passant de 6,9 à 6,6 %, le pays présente de nombreuses vulnérabilités. La guerre commerciale avec les États-Unis n'en est qu'une. La Chine reste aussi confrontée au délicat défi de rendre l'activité économique moins dépendante des investissements et des exportations, pour s'appuyer davantage sur la consommation intérieure. La réalisation de cette transformation implique en effet le risque d'une forte décélération de la croissance, tandis que la marge de manœuvre pour soutenir cette croissance s'en trouve réduite. De plus, les entreprises publiques sont lourdement endettées, et l'allocation des ressources ne s'est pas toujours déroulée de façon optimale lors des cycles successifs de relance économique. Par ailleurs, des risques importants se sont accumulés dans le secteur bancaire parallèle (shadow banking), alors qu'une part très significative du capital privé y est investi. Ces vulnérabilités ont déjà entraîné une dépréciation du renminbi en 2018.

12. D'autres économies émergentes seraient elles aussi vulnérables dans l'éventualité d'une nouvelle escalade des différends commerciaux. Ce serait également le cas si la politique monétaire aux États-Unis venait à se durcir plus rapidement. En outre, certaines étaient, du fait de la hausse des taux directeurs américains, confrontées à des sorties de capitaux et à un resserrement des conditions financières en 2018. L'appréciation du dollar des États-Unis a grevé le remboursement des crédits contractés dans cette devise. L'incidence de ces évolutions a été particulièrement marquée dans certains pays comme l'Argentine et la Turquie, mais elle est restée limitée en 2018 pour les pays dont les fondamentaux sont sains et où le cadre de la politique économique est crédible.

L'incertitude quant au brexit et les turbulences sur le marché des obligations d'État dans la zone euro constituent des risques plus proches de nous

13. Au terme d'un long processus de négociation, le gouvernement britannique et la Commission européenne (CE) sont parvenus à un accord de séparation, que le Conseil européen a approuvé le 25 novembre. Le Parlement britannique l'a toutefois rejeté le 15 janvier 2019, ce qui renforce considérablement le risque d'un brexit sans accord. Même si l'accord devait être approuvé, il reste ensuite de nombreux points à régler. Ce serait le début d'une période transitoire d'avril 2019 à décembre 2020, qui peut éventuellement être prolongée pour une durée maximale de deux ans. Cette période a été jugée nécessaire pour s'accorder sur les relations futures entre le Royaume-Uni et l'UE. Les premières orientations en la matière ont été définies dans la déclaration politique qui complémente l'accord de désengagement, mais la direction que prendra celui-ci demeure vague. Cette incertitude a déjà bridé les investissements des entreprises au Royaume-Uni. L'incidence économique finale du brexit dépendra du type de relations commerciales qui se mettront en place entre le Royaume-Uni et l'UE. Dans l'hypothèse du modèle le moins ouvert, elle pourrait à long terme atteindre 1 % du PIB pour la Belgique. Un brexit sans accord entraînera en outre des conséquences supplémentaires à court terme.

Le risque d'un brexit sans accord s'est considérablement renforcé

14. Par ailleurs, des turbulences sont apparues sur le marché des titres souverains italiens en 2018. Alors que, grâce aux mesures de politique monétaire, les taux d'intérêt sans risque à long terme dans la zone euro sont restés à l'abri de la tendance haussière du marché obligataire américain, l'écart sur les obligations d'État italiennes s'est fortement creusé à partir de mai. Les marchés étaient en effet préoccupés par l'expansion budgétaire annoncée par le nouveau gouvernement lors de son entrée en fonction, la dette publique de l'Italie fluctuant déjà autour de 130 % du PIB. Cette crainte s'est concrétisée à l'automne lorsqu'a été dévoilé un projet de budget expansionniste, dont l'effet sur le déficit a été estimé à 1,2 % par la CE. Selon cette dernière, le projet de budget allait à l'encontre des exigences du pacte de stabilité et de croissance. La CE a dès lors enclenché en novembre la première étape menant à la reprise d'une procédure pour déficit excessif, en raison de progrès insuffisants dans la réduction de la dette publique. Cela a finalement conduit le gouvernement italien à ajuster quelque peu son budget. Selon la CE, le Portugal, la Slovénie, l'Espagne, la France et la Belgique risquent également de ne pas respecter pleinement les exigences du pacte de stabilité et de croissance en 2019. À la fin de l'année, la France a annoncé une série de mesures visant à soutenir le pouvoir d'achat. Ces mesures pousseront vraisemblablement le déficit à la hausse en 2019 par rapport au projet de budget.

15. L'évolution de la situation en Italie a remis au premier plan le cercle vicieux entre les dettes souveraines et des systèmes bancaires restés jusqu'à présent essentiellement nationaux. Encore aujourd'hui, les primes d'assurance pour défaut de paiement des banques italiennes sont fortement corrélées à celles de la dette publique italienne. Le portefeuille de dette souveraine détenu par les banques est reparti à la hausse en 2018, après qu'il s'était quelque peu réduit au cours des deux années précédentes. Si le coût des émissions d'obligations ou d'actions par les banques a fortement grimpé, son incidence sur le coût total du financement est restée limitée. Les banques italiennes disposent en effet d'une importante base de dépôts et bénéficient d'un financement à faible coût de l'Eurosystème sous la forme d'opérations ciblées de refinancement à long terme (TLTRO). Néanmoins, le risque existe que les taux débiteurs bancaires augmentent, ce qui gréverait l'économie déjà fragile du pays. Si cela rappelle la crise de la dette souveraine de 2012, il n'y a pas eu cette fois d'effet de contagion aux autres pays de la zone euro. Ni les spreads sur les obligations d'État, ni le coût du financement de marché des banques n'y ont souffert de l'évolution de

Contrairement à ce qui a été le cas pendant la crise de la dette souveraine de 2012, les effets de contagion à d'autres pays de la zone euro ne se sont pas matérialisés

la situation en Italie. À la suite de l'ajustement budgétaire, le spread italien s'est légèrement réduit à la fin de l'année.

La politique monétaire peut réduire les risques, mais elle ne peut les éliminer : d'autres politiques entrent en jeu

16. Si les risques précités devaient se matérialiser, la politique monétaire pourrait contenir leur incidence sur les évolutions conjoncturelles dans la zone euro et, partant, sur la trajectoire de l'inflation. L'éventualité de retarder le moment auquel le relèvement des taux directeurs débutera peut agir comme un stabilisateur automatique, dont l'effet est encore renforcé par le fait que le Conseil des gouverneurs y a lié la durée de la politique de réinvestissement. Toutefois, la politique monétaire ne peut éliminer les risques en tant que tels. Elle ne peut par exemple écarter ni les effets néfastes du regain de protectionnisme ni ceux du brexit sur le potentiel de croissance, pas plus qu'elle ne peut apporter de solution à la soutenabilité des finances publiques des pays de la zone euro ou se substituer à l'approfondissement de l'UEM. D'autres politiques entrent ici en jeu.

17. Prenons par exemple l'aversion pour la mondialisation et la tentation du protectionnisme, qui marquent depuis plusieurs années déjà une rupture avec les tendances passées. De nombreux facteurs sont à l'origine de cette situation, dont certains vont au-delà du domaine purement économique. Ainsi, les démocraties nationales éprouvent des difficultés à confier certaines compétences au niveau supranational et à renforcer la coopération multilatérale. En outre, de larges pans de la société sont aux prises avec un sentiment de perte de contrôle ou d'identité. D'un point de vue économique, la répartition inégale des bénéfices nets de la mondialisation joue également un rôle. Dans bon nombre d'économies avancées, l'inégalité des revenus s'est fortement accentuée au cours des dernières années, et de larges couches de la population n'ont guère vu leur revenu progresser en termes réels. Cette tendance est certes moins prononcée sur le continent européen et singulièrement en Belgique. Les corrections sociales de l'économie de marché y sont en effet plus marquées que dans les pays anglo-saxons. Cette inégalité croissante est l'un des facteurs qui sapent le consensus social en faveur de l'ouverture du commerce. Par conséquent, pour inverser la tendance, il convient que les économies nationales respectives mettent en œuvre une combinaison de politiques économiques qui soit favorable à une croissance à la fois plus forte et plus inclusive. Cela requiert non seulement un filet de sécurité sociale adéquat, mais aussi et surtout une politique apte à saisir toutes les opportunités de croissance, avec comme fers de lance l'enseignement, la formation, l'accompagnement sur le marché du travail et l'*empowerment*, de manière à ce que chacun puisse récolter les fruits du progrès économique. C'est de cette façon qu'une approche multilatérale peut retrouver le soutien qui lui est nécessaire. Le besoin d'une telle approche dépasse le seul domaine du commerce. Il se ressent par ailleurs, et sans prétention d'exhaustivité, dans des domaines tels que la réglementation financière, l'allocation correcte de la base imposable des entreprises opérant au niveau international, les droits de propriété intellectuelle, l'atténuation des conséquences du réchauffement climatique, les flux migratoires ou la cybersécurité et la protection de la vie privée. Il ne fait aucun doute que dans un monde multipolaire, cette nécessité est plus pressante que jamais. Les évolutions de l'année écoulée en apportent précisément la preuve.

18. Dans la zone euro, il importe que le pacte de stabilité et de croissance ainsi que la procédure de prévention des déséquilibres macroéconomiques incitent véritablement les États membres à mener des politiques appropriées. Cela devrait favoriser le potentiel de croissance par la voie de réformes structurelles, rendre les États membres plus résilients et les encourager à constituer des réserves budgétaires, en particulier dans les pays présentant un niveau élevé de dette publique. Au vu des évolutions dans certains pays de la zone euro, le respect intégral du pacte de stabilité et de croissance – l'une des pierres angulaires de l'UEM – est d'une importance cruciale. C'est une nécessité tant pour la stabilité des États membres que pour la cohésion de l'union

monétaire. La constitution de réserves budgétaires facilitera en effet l'absorption de chocs futurs. En outre, le respect des règles peut accroître la confiance mutuelle nécessaire pour prendre de nouvelles mesures en vue de poursuivre l'approfondissement de l'UEM. Les travaux se sont poursuivis en ce sens en 2018. Ainsi, le sommet de la zone euro de décembre a donné le feu vert à une réforme du mécanisme européen de stabilité (MES), à l'opérationnalisation du filet de sécurité commun pour le Fonds de résolution (*Single Resolution Fund* – SRF) et à l'élaboration d'un instrument budgétaire visant à renforcer la convergence et la compétitivité dans la zone euro. Ces progrès ont toutefois été à la traîne par rapport aux ambitions initiales, en particulier en ce qui concerne l'achèvement de l'union bancaire et de l'union des marchés de capitaux. Les progrès restent pourtant nécessaires en ces domaines pour rendre l'UEM plus solide.

Le respect intégral du pacte de stabilité et de croissance – l'une des pierres angulaires de l'UEM – est d'une importance cruciale

2. Un secteur financier européen et belge robuste

La stabilité financière n'est jamais définitivement acquise : elle requiert au contraire un suivi attentif des risques et un affinement du cadre réglementaire et prudentiel

19. Outre la stabilité des prix, la stabilité financière est une condition nécessaire à la réalisation et à la consolidation d'un environnement de croissance économique et de prospérité durables. Non seulement l'instabilité financière – en particulier dans le secteur bancaire – perturbe les services financiers essentiels à l'économie, mais en outre elle sape l'indispensable confiance des producteurs, des consommateurs et des investisseurs ; dans des cas extrêmes, cela peut même entraîner l'économie sur une trajectoire déflationniste. Dans ce contexte, la politique monétaire très accommodante menée par la BCE au cours des dernières années s'est avérée appropriée. Elle a à la fois brisé la spirale négative dans laquelle les instabilités macroéconomique et financière se renforçaient mutuellement et contribué à rétablir le canal bancaire d'octroi de crédit, ouvrant ainsi la voie à la reprise économique et à une convergence progressive de l'inflation vers l'objectif fixé.

20. Toutefois, dans la situation économique actuelle, les objectifs en matière de stabilité des prix et de stabilité financière risquent de ne plus être en parfaite adéquation. En effet, les stimuli monétaires induits par la politique de taux bas demeurent nécessaires pour soutenir les prix et ancrer l'évolution et les anticipations de l'inflation, conformément à l'objectif de la BCE. Cet environnement persistant de faibles taux d'intérêt incite cependant aussi à la poursuite de l'accumulation de dettes par les ménages et les entreprises ainsi qu'à une accentuation de la prise de risques et à une quête de rendement dans le secteur financier, où la rentabilité est sous pression. Il est de ce fait susceptible d'alimenter des risques systémiques. Bien que ces risques ne s'accumulent que progressivement et uniquement dans une partie limitée des marchés financiers européens et des pays de la zone euro, il s'agit de ne pas oublier les leçons de la crise financière et de maintenir l'objectif de stabilité financière au haut de l'agenda des politiques prudentielles. Les autorités prudentielles européennes et nationales – tant les autorités microprudentielles et macroprudentielles que celles chargées de la gestion et de la résolution des crises – jouent un rôle clé dans le maintien de la stabilité financière. Cela vaut a fortiori dans le contexte de l'union monétaire, où la politique monétaire commune est axée prioritairement sur la stabilité des prix et est en outre moins apte à résoudre les problèmes de stabilité financière sur des marchés fragmentés ou dans des pays spécifiques.

L'accumulation progressive des risques systémiques oblige les autorités de contrôle nationales et européennes à suivre de près les évolutions macrofinancières

21. Bien que le cadre réglementaire et de contrôle européen dans lequel opèrent les autorités de contrôle ait été profondément remanié et renforcé, il reste inachevé sur des points importants, et son efficacité n'a pas encore été testée à l'échelle du système. La poursuite de l'affinement et l'achèvement de ce cadre restent nécessaires pour consolider la stabilité financière qui a, entre-temps, été rétablie. Une réglementation inadéquate ou incomplète pourrait en effet conduire à une couverture insuffisante des risques encourus ou à une délocalisation des risques vers des segments de marché moins strictement réglementés, et compromettre la stabilité du secteur en raison d'effets de levier démesurés sur le bilan ou de transformations d'échéances ou de liquidités excessives. Dans ce contexte, il est important que les mesures restantes de limitation des risques de l'accord de Bâle III, et notamment celles qui limitent l'utilisation des modèles de risque internes des banques, soient transposées en temps utile et de manière intégrale dans la réglementation européenne. Dans le contexte belge – caractérisé par la présence de filiales importantes de groupes bancaires internationaux –, le maintien de coussins de fonds propres et de liquidités suffisants pour toutes les banques opérant en Belgique, comme prévu dans la dernière révision de la réglementation bancaire européenne, reste en outre essentiel pour sauvegarder la résilience du secteur bancaire belge dans l'union bancaire encore inachevée.

22. Enfin, la stabilité financière requiert, dans un secteur tributaire de la confiance, un cadre efficace de gestion et de résolution des crises. Un tel cadre dote les autorités des compétences nécessaires pour intervenir rapidement lorsque des banques ou de grandes entreprises d'investissement sont en difficulté, afin de les restructurer efficacement et de les renforcer – sur la base d'instruments internes. Une intervention rapide et efficace est en effet cruciale pour prévenir toute contagion et assurer la confiance dans le secteur financier. La Banque, en sa qualité d'autorité de résolution, préconise un cadre réglementaire solide pour la résolution de toutes les banques, combiné à une politique prudentielle cohérente et efficace. Une résolution ordonnée ne peut être assurée que si la composition du passif des établissements est adéquate, sur les plans tant quantitatif que qualitatif, pour ne pas faire obstacle à l'application de la procédure de résolution et à l'accès au fonds de résolution unique, de même que pour conserver la possibilité d'une intervention de l'État dans des cas extrêmes. Bien que, dans la refonte la plus récente de la réglementation bancaire européenne, le cadre de résolution soit approfondi et renforcé en ce sens, les risques ne sont pas tous couverts. En particulier, comme le souligne également le FMI dans son récent rapport FSAP, si, pour les banques non systémiques, seule la liquidation selon les procédures normales d'insolvabilité est prévue. Bien que l'on puisse présumer que cette stratégie ne devrait, en cas de défaillance idiosyncrasique – due à des facteurs non systémiques, propres à chaque entreprise –, guère perturber le marché, la liquidation d'une banque non systémique en période d'instabilité ou d'événements financiers de nature systémique pourrait néanmoins avoir des effets négatifs significatifs sur le système financier. La stabilité financière peut, en de tels cas, être mieux préservée par l'application du cadre de résolution, avec, si cela se justifie, la possibilité, fût-ce en dernier recours, d'une intervention des pouvoirs publics également pour protéger les déposants et éviter une vague de contagion due à une perte de confiance.

La Banque préconise un cadre réglementaire de résolution solide assorti d'une politique prudentielle efficace et cohérente, y compris pour les banques non systémiques

Dans l'ensemble, le secteur financier est devenu plus robuste, mais le cercle vicieux entre banques et dettes souveraines demeure préoccupant, et la soutenabilité de la rentabilité reste un point d'attention, a fortiori dans un environnement de faibles taux d'intérêt

23. Dix ans après la crise, les banques belges et européennes présentent à nouveau une position de solvabilité et de liquidité solide. La dépendance excessive à l'égard du financement à court terme a été partiellement réduite. Avec des fonds propres de base (CET1) des banques

importantes atteignant 14,5 % des actifs pondérés par les risques, soit une augmentation de plus de 4 points de pourcentage par rapport à 2010, le secteur bancaire européen est devenu nettement plus résilient. Le secteur bancaire belge, qui, à la suite des aides d'État, a dû subir une restructuration et s'est davantage concentré sur ses activités de base au sein de ses marchés stratégiques, s'est largement rétabli, affichant désormais un ratio de solvabilité d'environ 15,5 %. Cette position de départ solide – confirmée du reste par les tests de résistance microprudentiels et macroprudentiels de l'Autorité bancaire européenne (European Banking Authority – EBA) et du FMI – permet de considérer les banques comme étant, de manière globale, armées pour assurer la continuité de leurs services à l'économie, même en ces temps incertains caractérisés par des risques macroéconomiques et financiers élevés ainsi que par des tensions (géo)politiques à l'intérieur et à l'extérieur de l'UE.

24. Le secteur bancaire européen reste néanmoins vulnérable. Les problèmes et héritages du passé (les « *legacy issues* ») ne sont pas tous résolus. Ainsi, l'encours des prêts non performants, la persistance d'un fort biais national dans les portefeuilles obligataires et les expositions sur quelques pays émergents continuent de représenter des risques qui, dans des cas extrêmes, sont susceptibles d'avoir également une incidence sur l'ensemble du secteur. Non seulement les lourdes pertes de valeur subies principalement par les actions bancaires italiennes en raison des tensions sur les marchés obligataires italiens illustrent ces vulnérabilités, mais elles constituent en outre un signal important que le cercle vicieux entre banques et dettes souveraines demeure, en situations extrêmes, préoccupant pour la stabilité du secteur dans son ensemble. Le cadre réglementaire et prudentiel européen s'avère – en dépit de progrès significatifs dans certains domaines, tels que la vive contraction des crédits non performants – ne pas être, dans sa forme actuelle, pleinement équipé pour faire face à l'ensemble de ces risques de concentration – et en particulier le biais national dans la détention d'obligations d'État – et limiter leur incidence systémique. La réduction de ces vulnérabilités pourrait en outre jouer un rôle de catalyseur important dans l'achèvement de l'union bancaire, pour laquelle une diminution supplémentaire des risques reste souhaitable avant l'entrée en vigueur du système commun de garantie des dépôts (EDIS).

Les évolutions en Italie remettent au premier plan le cercle vicieux entre banques et dettes souveraines – ainsi que les risques qui y sont liés en matière de stabilité financière

25. La faiblesse persistante de la rentabilité – qui, avec un rendement moyen des fonds propres estimé à 7 %, est insuffisante par rapport au coût du capital – reste pour le secteur bancaire européen un considérable défi, qui pourrait à terme perturber le bon fonctionnement de l'intermédiation financière. En outre, il existe un risque de division du paysage bancaire européen dans lequel les banques les plus rentables recherchent et consolident les économies de coûts et d'échelle grâce à des investissements considérables – par exemple dans la numérisation et l'informatique – et menacent à long terme les modèles d'entreprise des banques plus fragiles, souvent de plus petite taille. La rentabilité du secteur bancaire belge – qui, avec un rendement des fonds propres estimé à 8,6 %, est notablement supérieure à la moyenne de l'UE – est soumise à une pression croissante. Ici aussi, les coûts d'investissement élevés et les charges de plus en plus lourdes pèsent sur la rentabilité, et l'environnement de faibles taux d'intérêt ainsi que la concurrence accrue menacent de plus en plus le revenu net d'intérêt, source principale de revenus des banques belges. Le rétablissement de la rentabilité structurelle du secteur bancaire européen à un niveau conforme aux exigences du marché demeure pourtant une nécessité pour assurer la pérennité et la stabilité des services financiers. Il ressort toutefois de nombreuses simulations que la reprise économique actuelle pourrait rester insuffisante à cette fin et que des mesures structurelles plus ambitieuses, générant des gains d'efficacité substantiels, s'imposent. Différentes stratégies, telles que la réalisation d'économies d'échelle grâce à des

Le secteur financier européen a retrouvé sa résilience, mais l'absence de rentabilité structurelle demeure un point d'attention

acquisitions, la mise en œuvre de rationalisations supplémentaires visant à réduire les coûts, ou encore l'application de modèles d'entreprise plus diversifiés et plus flexibles, pourraient être envisagées. Enfin, une partie de l'écart entre le rendement réalisé et le coût du capital pourrait disparaître si les marchés financiers commencent à prendre en compte le renforcement des bilans des banques et du cadre réglementaire et prudentiel pour réduire les primes de risque et, partant, le coût du capital.

26. À l'instar du secteur bancaire belge, le secteur des assurances a lui aussi procédé à d'importants ajustements structurels, en alignant mieux les exigences de fonds propres sur les risques inhérents et en accordant mieux les maturités des actifs et des passifs. Ces ajustements ont finalement entraîné une réduction du *duration gap* du secteur et une adéquation accrue entre flux de trésorerie entrants et sortants. Les tests de résistance menés par le FMI, l'Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles (European Insurance and Occupational Pensions Authority – EIOPA) et la Banque confirment la résilience du secteur, qui pourrait absorber l'impact d'un environnement prolongé de taux d'intérêt bas.

27. Toutefois, dans l'environnement actuel de faibles taux d'intérêt, la rentabilité et les sources de revenus des entreprises d'assurance sont davantage mises sous pression, en particulier en assurance-vie. Les entreprises sont amenées à réorienter leurs placements vers des investissements plus risqués et à adapter leurs produits au nouvel environnement de marché. Du côté des investissements, la tendance est d'une part à un recours accru à des actifs plus risqués ou d'autre part à des instruments de placement moins liquides comme l'immobilier. Dans ce contexte, les récents ajustements réglementaires, qui accordent les exigences de fonds propres pour investissements en infrastructures aux risques inhérents, ouvrent, il est vrai, une certaine perspective pour investir davantage à long terme et poursuivre la diversification du portefeuille d'investissements. Parallèlement, les garanties de taux sur les contrats d'assurance-vie sont progressivement supprimées et les segments de marché sur lesquels les assureurs sont actifs évoluent, en particulier de la branche 21 vers la branche 23 et/ou les activités non-vie.

Accumulation de dette accrue dans le secteur privé et accélération du cycle du crédit dans la zone euro et en Belgique

28. L'accélération du cycle financier dans toute une série de pays de l'UE nous avertit qu'une politique monétaire accommodante peut engendrer des effets d'entraînement non désirés préjudiciables pour la stabilité financière. Dans ce contexte, il convient de distinguer l'octroi de crédit productif de l'octroi de prêts risqués et, si nécessaire, de prendre les mesures qui s'imposent. Ce cycle est en effet susceptible de dérailler si, comme durant la période qui a précédé la crise financière, les banques et le secteur bancaire parallèle, poussés par l'intensité de la concurrence ou par une recherche irresponsable de profit et de rendement, se mettent à financer à l'excès des projets d'investissement non ou peu productifs à des conditions excessivement souples.

29. À la lumière de l'accélération des cycles du crédit, il est d'autant plus important de constituer à temps des coussins de fonds propres supplémentaires dans le secteur bancaire. A fortiori maintenant qu'augmentent l'incertitude économique et la volatilité sur les marchés financiers, et qu'apparaissent des signes d'affaiblissement conjoncturel, il s'agit de préserver la résilience du secteur bancaire pour pouvoir, y compris en cas de récession, absorber les pertes de crédit et garantir un octroi de crédit stable à l'économie réelle. Différents pays de l'UE, dont la France, l'Irlande et la Suède, ont déjà pris à cet égard des mesures spécifiques, comme l'activation d'une exigence de coussin contracyclique, tandis que d'autres envisagent d'instaurer des mesures supplémentaires dans un avenir proche. Il est également très important, en cette matière, de trouver le juste équilibre entre, d'une part, les coûts à court terme limités mais visibles

des coussins de fonds propres supplémentaires et, d'autre part, les avantages à long terme substantiels – mais moins visibles – associés à la prévention d'une éventuelle récession financière et de ses coûts sociaux élevés.

30. C'est dans ce contexte que la Banque, en tant qu'autorité de contrôle macroprudentielle, suit de près l'évolution des marchés belges de l'immobilier et du crédit. Contrairement à la tendance au désendettement observée dans la zone euro, le taux d'endettement des ménages belges continue à augmenter de façon régulière et, à environ 60 % du PIB, est dorénavant supérieur au taux d'endettement moyen observé dans la zone euro. Ces évolutions indiquent un nouveau renforcement des risques systémiques dans le cycle de crédit actuel, d'autant que les banques belges continuent d'élargir leurs portefeuilles de crédits hypothécaires, parfois à des conditions qui ne couvrent plus les risques de crédit et de liquidité ou ne garantissent plus une marge bénéficiaire adéquate. Dans ce contexte, la Banque a instauré en 2018 une nouvelle mesure macroprudentielle plus stricte qui impose aux banques belges qui utilisent des modèles internes pour déterminer les exigences de fonds propres de constituer – en proportion du risque – des coussins de fonds propres suffisants pour absorber les pertes de crédit sur le portefeuille de crédits hypothécaires en cas de crise immobilière et pour limiter les conséquences possibles d'une telle crise, si elle devait survenir. La Banque surveille de près l'incidence de cette mesure sur les prêts hypothécaires et pourrait envisager des mesures complémentaires en cas de nouvel accroissement des risques.

Compte tenu de la poursuite de l'assouplissement des conditions de crédit et de l'augmentation du taux d'endettement, la Banque a renforcé la mesure macroprudentielle pour les risques immobiliers

31. Toutefois, pour la première fois depuis la crise financière, il est également question d'une accélération du cycle du crédit pour les entreprises non financières belges, les entreprises préférant de plus en plus le financement par endettement, plutôt que par l'augmentation de capital, et la croissance du crédit ayant récemment affiché une forte accélération. Avec une croissance d'environ 7 % – nettement supérieure à la moyenne de la zone euro de 4 % –, l'octroi de crédit aux entreprises par les banques belges est l'un des plus dynamiques de l'UE. La Banque suit dès lors de près l'évolution de la situation et pourrait envisager d'activer, comme dans certains autres pays de l'UE, le coussin contracyclique pour les banques belges afin de garantir une capacité d'absorption suffisante et la continuité de l'octroi de crédit à l'économie belge.

Le secteur financier à la veille d'une transformation profonde et structurelle

32. À peine remis de la crise et des adaptations imposées par le nouveau régime réglementaire et de contrôle plus strict, le secteur financier est confronté à de nouveaux défis structurels. Certains de ces défis concernent des tendances sociétales plus générales telles que la numérisation ou le changement climatique et la transition vers une économie bas carbone. D'autres sont spécifiques et liés à des décisions politiques telles que le brexit ou l'union des marchés de capitaux. Ces défis créent indubitablement de nouvelles opportunités importantes pour le secteur financier, mais, compte tenu de l'ampleur de ces tendances et des investissements considérables qui y sont associés, ils comportent en même temps des risques pour le secteur.

Le suivi des cyber-risques pour les infrastructures de marchés financiers et les banques systémiques constitue une priorité pour la Banque

33. En raison de la numérisation croissante et de l'interdépendance numérique dans notre société, les cyber-risques et risques informatiques opérationnels augmentent sensiblement, et le suivi de ces risques dans le secteur financier – un secteur stratégique sur le plan de la cybersécurité – constitue une priorité absolue pour la Banque. Celle-ci accorde par exemple une attention particulière à la cybersécurité des infrastructures de marchés financiers et des banques systémiques. En tant que présidente du

Financial Sector Cyber Council (FSCC), elle s'efforce, en collaboration avec le secteur financier, non seulement d'améliorer le cadre réglementaire, mais aussi de renforcer la vigilance et la cyber-résilience générales. À cet égard, la Banque est en train de déployer TIBER-BE, un cadre opérationnel pour le piratage éthique dans le secteur financier.

34. D'une part, cette transformation numérique s'accompagne de risques réels, mais d'autre part elle offre de nouvelles opportunités importantes au secteur financier. En effet, outre que la numérisation du secteur élargit le paysage financier par l'arrivée de nouveaux prestataires de services financiers – les FinTech et les BigTech –, elle offre aux établissements établis – et en particulier aux banques – de nouvelles technologies pour améliorer l'organisation et l'offre de services et étendre l'éventail des produits. Dans différents segments du secteur financier, de nouvelles applications FinTech voient le jour – telles que le crowdfunding, les prêts *peer to peer*, les services de paiement alternatifs, le conseil robotisé ou les nouvelles plates-formes de négociation électronique. Elles améliorent le niveau de satisfaction des clients, compriment les coûts de transaction ou élargissent l'offre de produits, souvent dans des créneaux jusque-là peu ou pas exploités. La deuxième directive européenne sur les services de paiement (PSD2), qui prévoit notamment que les banques doivent, moyennant consentement du titulaire du compte, permettre l'accès par des tiers aux informations relatives aux comptes, constitue une étape importante sur la voie de l'*open banking* et de la poursuite de l'intégration des FinTech et des BigTech dans le marché européen des services de paiement. Pour les établissements financiers établis, la transformation numérique offre par ailleurs la possibilité – le cas échéant en coopération avec des entreprises FinTech – d'adapter structurellement les processus et l'infrastructure opérationnels. Cela permet de réduire les coûts et de réaliser des économies d'échelle ou de mieux répondre aux besoins des clients grâce à une analyse approfondie reposant sur les *big data* ou l'intelligence artificielle. Enfin, la transition vers la « nouvelle normalité » du secteur financier numérisé s'accélère et requiert à court terme des efforts et des investissements d'envergure de la part des établissements financiers afin de réaliser en temps utile la transition nécessaire vers l'ère numérique.

35. À la suite du brexit, le marché intérieur européen des capitaux sera considérablement réduit. La sortie de l'UE des marchés de capitaux les plus importants, les plus liquides et les plus sophistiqués pourrait en outre avoir un effet perturbateur. La nécessité de réaliser des progrès rapides et substantiels dans le cadre du droit européen en matière d'union des marchés de capitaux n'en devient dès lors que plus impérieuse. En effet, l'union des marchés de capitaux demeure une composante irremplaçable de la structure institutionnelle actuelle de l'UEM, qui offre la perspective d'un secteur financier plus équilibré et plus diversifié où, parallèlement aux banques, les marchés de capitaux peuvent jouer pleinement leur rôle dans le financement de l'économie – en particulier des innovations – et dans une répartition plus efficace des risques. En dépit de ses nombreux effets négatifs, le brexit offre de belles opportunités, à terme, à l'union des marchés de capitaux. Le déménagement des sièges sociaux européens et des activités d'une série de grands établissements financiers du Royaume-Uni vers le continent pourrait générer les volumes nécessaires pour développer dans l'UE des marchés de capitaux solides et sophistiqués. Pour le marché financier belge, cela signifie l'arrivée d'un certain nombre de grands (ré)assureurs et prestataires de services de paiement soumis au contrôle direct de la Banque. Dans ce contexte, il est également important de recenser et, le cas échéant, de lever les obstacles qui entravent encore le développement d'un secteur financier diversifié.

Un système financier équilibré, doté de marchés de capitaux solides, est essentiel pour partager efficacement les risques et soutenir l'innovation

36. Une mise en œuvre intégrale de l'Accord de Paris requiert d'importants investissements complémentaires et des innovations technologiques majeures qui soutiennent de manière efficiente la transition vers une économie bas carbone et plus durable. Le financement de cette transition devient un défi important pour le secteur financier. Toutefois, cette transition comporte également

des risques financiers que les autorités de contrôle et de réglementation prudentiels doivent prendre dûment en compte dans leur politique. La Banque soutient les récentes initiatives de la CE en matière de finance durable. Ces initiatives visent à développer un marché transparent pour les « financements verts » sur la base de définitions harmonisées (la taxonomie) des actifs « verts » et d'un flux amélioré de l'information relative aux risques climatiques effectifs (*disclosure*). Le traitement prudentiel des risques liés au climat – tels que les risques de transition – est actuellement à l'étude. Il importe à cet égard de reconnaître qu'un traitement prudentiel spécifique – que ce soit sous la forme d'un allégement des exigences prudentielles pour les actifs verts, comme le *green supporting factor*, ou d'un régime plus strict pour les actifs nuisibles au climat, comme le *brown penalising factor* – doit toujours être basé sur le profil de risque réel des actifs sous-jacents.

37. Enfin, le secteur financier doit respecter les normes les plus élevées et les meilleures pratiques en matière de blanchiment de capitaux et de financement du terrorisme (BC/FT). C'est d'ailleurs également dans l'intérêt même du secteur. Les infractions à la législation en la matière constatées pour quelques banques européennes ayant une incidence systémique peuvent en effet avoir des conséquences prudentielles importantes en raison de l'ampleur des sanctions éventuelles ou des risques de perte de confiance et de réputation pour l'établissement. La Banque a renforcé depuis 2016 les moyens pour le contrôle BC/FT et développé un nouveau cadre pour le contrôle basé sur le risque. Par ailleurs, il convient de renforcer également au niveau européen la coordination entre toutes les autorités de contrôle concernées – tant les autorités de contrôle prudentiel que les autorités chargées du contrôle BC/FT – afin de mieux surveiller ces pratiques, qui s'exercent souvent par-delà les frontières. Dans ce contexte, la Banque soutient les récentes propositions de la CE relatives à un nouveau cadre de coordination – avec un rôle central pour l'EBA – entre les autorités de contrôle BC/FT et les autorités de contrôle prudentiel – dont le mécanisme de surveillance unique (Single Supervisory Mechanism – SSM).

Le maintien des normes les plus élevées devrait constituer le fil conducteur pour le secteur financier du XXIe siècle

3. Croissance inclusive en Belgique : consolider le potentiel de croissance, tout en assurant la soutenabilité des finances publiques

La création d'emplois a de nouveau été très forte en 2018, même si la croissance est restée relativement faible

38. En Belgique également, la reprise économique s'est poursuivie en 2018. L'économie belge a progressé de 1,4 %, ce qui représente certes 0,3 point de pourcentage de moins qu'en 2017. Toutefois, le ralentissement a été moins prononcé que dans la zone euro, où l'activité économique avait été dopée en 2017 par la forte poussée des exportations. Cette augmentation était imputable surtout à des biens d'équipement et à du matériel de transport destinés principalement à la Chine et à d'autres économies émergentes. C'est là une combinaison de débouchés qui soutient dans une moindre mesure les exportations belges. L'incidence de cette poussée des exportations dans la zone euro s'étant à présent estompée, la croissance en Belgique est moins divergente. Néanmoins, les exportations de biens et de services se sont également tassées en Belgique, sur fond de commerce mondial moins dynamique. La hausse des exportations est retombée de 5 % en 2017 à 3,5 %.

39. L'intensité en emplois de la croissance a une fois de plus été particulièrement élevée. Avec une hausse de 1,2 % – correspondant à 59 000 nouveaux emplois – la progression de l'emploi en 2018 a été presque aussi vive que l'activité économique. Dans un climat conjoncturel favorable, les politiques de ces dernières années ont été particulièrement fructueuses sur le

plan de la création d'emplois. Elles visaient à stimuler la demande de main-d'œuvre par la modération salariale et la réduction des cotisations patronales, et à soutenir l'offre de travail par des réductions de la fiscalité, l'allongement des carrières et l'activation des demandeurs d'emploi. L'expérience des dernières années montre qu'un élargissement de l'offre de travail peut très bien s'accompagner d'une baisse du chômage. En effet, au cours des quatre dernières années, la population active a augmenté d'environ 120 000 unités. Plus de la moitié de cette augmentation est attribuable à une hausse du taux de participation alimentée par les politiques publiques. Néanmoins, au cours de la même période, le nombre de chômeurs a diminué d'environ 100 000 unités. Le taux de chômage est entre-temps revenu à 6 %, niveau qui n'avait plus été enregistré depuis les années 1970. Au total, pas moins de 220 000 emplois ont été créés en Belgique en quatre ans. Et contrairement au passé, les emplois ont été créés principalement dans le secteur des entreprises plutôt que dans le secteur public ou dans des secteurs subventionnés par les pouvoirs publics.

Un élargissement de l'offre de travail peut très bien s'accompagner d'une baisse du chômage

40. La création d'emplois ne s'est cependant pas encore pleinement reflétée dans la croissance. En effet, la progression des dépenses intérieures ne s'est pas encore totalement alignée sur celle de la zone euro. En 2018 également, la croissance de la consommation privée en Belgique est restée inférieure à celle de la zone euro et des trois principaux pays voisins. Elle a été de 0,8 % en Belgique, soit environ un demi-point de pourcentage en deçà de celle de la zone euro. Cela fait quelques années qu'un tel écart est observé. Dans un premier temps, les politiques de modération salariale et le rétablissement de la compétitivité ont pesé sur le revenu disponible des particuliers. Ce facteur a maintenant disparu et, en conséquence, l'écart avec la zone euro s'est réduit, sans toutefois complètement disparaître à ce stade.

41. Malgré la création substantielle d'emplois, l'évolution du revenu disponible et de la consommation privée est restée globalement modérée au cours des deux dernières années également. D'une part, les hausses de salaires hors indexation ont, selon les comptes nationaux actuellement disponibles, été plutôt limitées en 2017 et 2018. En outre, sur la base de ces mêmes données, la dérive salariale est elle aussi restée inférieure à ce qui est habituellement enregistré. La création d'emplois a en effet concerné dans une large mesure des jeunes et des travailleurs moins qualifiés, dont le salaire est généralement moins élevé. Cela a un effet baissier mécanique sur l'évolution du salaire moyen. D'autre part, la hausse des cours du pétrole a elle aussi pesé sur le pouvoir d'achat, son incidence ne se répercutant qu'avec retard dans l'indexation. Enfin, il semble que la consommation ait accusé un certain retard par rapport à l'évolution du revenu disponible. Le taux d'épargne a en effet légèrement augmenté au cours des deux dernières années. Ces facteurs peuvent également expliquer pourquoi les investissements en construction et rénovation de logements n'ont augmenté que modérément.

42. À l'avenir, différents facteurs pourraient soutenir le pouvoir d'achat et les dépenses intérieures. La baisse du cours du pétrole à la fin de l'année 2018 et une nouvelle réduction de la fiscalité sur les revenus du travail dans le contexte du tax shift constituent à cet égard les éléments les plus marquants. La dynamique amorcée sur le marché du travail peut y contribuer également. Plus que par le passé, les nouveaux recrutements se sont opérés en contrats à durée déterminée. La suppression de la période d'essai lors de la conclusion d'un contrat de travail a alimenté cette tendance. S'ils sont initialement source d'incertitude, les contrats à durée déterminée constituent souvent un tremplin vers un emploi plus permanent. En outre, maintenant que les tensions se sont accrues sur le marché du travail et que la croissance sera davantage tirée par des gains de productivité, l'évolution des salaires devrait soutenir le revenu disponible. Afin de préserver la dynamique favorable du marché du travail, il est important, toutefois, que, dans le cadre de négociation impliquant les partenaires sociaux, les augmentations salariales prennent suffisamment en compte les fondamentaux sous-jacents. Ainsi, l'étroitesse du marché du travail

et l'évolution de la productivité diffèrent selon les entreprises, les secteurs, les sous-régions ou les compétences recherchées. En en tenant compte, la formation des salaires reflétera mieux où se trouvent les meilleures possibilités d'emploi, et elle pourra ainsi contribuer à la mobilité de la main-d'œuvre. En outre, il incombe aux partenaires sociaux de consolider les progrès engrangés en matière de compétitivité des coûts, conformément à la loi relative à la promotion de l'emploi et à la sauvegarde préventive de la compétitivité.

Il est important que les augmentations salariales tiennent suffisamment compte des fondamentaux sous-jacents

43. 2018 a également été l'année où les contraintes sur l'économie belge ont été plus manifestes. Quatre domaines viennent tout de suite à l'esprit : le resserrement du marché du travail, la faible croissance de la productivité, la qualité insuffisante des infrastructures et le caractère inachevé de l'assainissement budgétaire. Remédier à ces contraintes fournirait la clé d'une croissance accrue, d'une plus grande cohésion sociale et d'une durabilité renforcée. Ce serait aussi une réponse aux défis posés par le vieillissement de la population. Cela doperait du reste la capacité d'adaptation de l'économie belge, permettant à celle-ci de tirer pleinement parti des opportunités de croissance qui se présenteront, tout en lui assurant une plus grande résistance aux éventuels risques et incertitudes.

Une amélioration quantitative et qualitative de l'offre de travail entraînera une capacité de production accrue et une plus grande cohésion sociale

44. En raison de la considérable création d'emplois de ces dernières années, la proportion de Belges de 20 à 64 ans qui ont un emploi a atteint 70 %. C'est 2 points de pourcentage de plus qu'au début de la crise. Néanmoins, le potentiel de main-d'œuvre sous-exploité reste important. La mobilisation de ce potentiel peut créer d'importantes marges tant pour la capacité de production de l'économie que pour le revenu par habitant. Cela pourrait en outre exercer une incidence positive sur les finances publiques, d'une part en augmentant les recettes, et d'autre part en réduisant le recours aux revenus de remplacement. Plus spécifiquement, cela peut compenser l'impact à la baisse du vieillissement de la population sur l'offre de travail. En dépit d'une réserve de main-d'œuvre encore importante, le nombre de postes vacants a augmenté en 2018 et les entreprises ont vu leur production limitée en raison d'un manque de main-d'œuvre appropriée. Il ressort de la liste des professions en pénurie qu'il manque non seulement du personnel hautement qualifié, mais également de nombreux profils d'exécution tels que des agents de surface, des serveurs, des techniciens ou des mécaniciens de maintenance. Augmenter l'offre de travail et, parallèlement, mieux l'adapter aux besoins des entreprises peut donc, à court terme déjà, exercer un effet positif sur la croissance.

La proportion de Belges de 20 à 64 ans qui ont un emploi a entre-temps atteint 70 %. C'est 2 points de pourcentage de plus qu'au début de la crise

45. Ces aspects s'évoquent naturellement en conjugaison avec le taux de chômage, en ce qu'il mesure la réserve de main-d'œuvre déjà présente sur le marché du travail. Il existe sur ce plan d'importants écarts entre les régions. Le taux de chômage dépasse encore 13 % à Bruxelles et oscille autour de 9 % en Wallonie. En Flandre, il est de 3 %, et c'est donc dans cette région que les entreprises ressentent le plus fortement les effets du resserrement du marché du travail. L'on observe en tout état de cause une nécessité accrue de mobilité de la main-d'œuvre et d'accompagnement intensif des demandeurs d'emploi. En outre, la formation des salaires, dans le cadre de la concertation sociale, devrait tenir suffisamment compte des différences géographiques sur le marché du travail. Les régions devraient en outre utiliser au maximum leurs compétences étendues en matière de politiques socio-économiques afin de répondre aux défis spécifiques auxquels elles sont confrontées.

46. En raison de ces différences quant au taux de chômage entre les régions, le taux d'emploi, qui exprime le nombre de personnes actives en pourcentage de la population en âge de travailler, varie lui aussi considérablement. Le taux de participation, qui mesure le nombre de personnes sur le marché du travail, est, au demeurant, relativement faible dans chaque région. Même en Flandre, où il est le plus élevé, il accuse un retard par rapport à l'UE et encore davantage par rapport aux pays nordiques, dont les performances sont élevées en ce domaine. Il y a trop peu de personnes sur le marché du travail, alors que la probabilité de trouver rapidement un emploi a rarement été aussi élevée. Il s'agit dès lors de rendre le travail suffisamment valorisant. C'était d'ailleurs l'un des objectifs poursuivis par les réductions fiscales dans le cadre du tax shift. Ces dernières sont proportionnellement plus importantes là où leur incidence est la plus forte, à savoir pour les revenus les plus faibles. En permettant à la pénurie sur le marché du travail de jouer un rôle dans la détermination des conditions d'emploi, les professions en pénurie peuvent devenir plus attrayantes. Il y a lieu, du reste, d'accorder une attention particulière aux groupes pour lesquels l'inactivité professionnelle est la plus élevée. Ainsi, les femmes sont encore sous-représentées sur le marché du travail, bien que ce soit de moins en moins le cas pour les cohortes plus jeunes. De plus, la sous-utilisation du potentiel féminin se présente aussi sous une autre forme : les femmes ont généralement moins de possibilités d'avancement professionnel. C'est non seulement inacceptable d'un point de vue sociétal, mais c'est, de surcroît, du gaspillage de talent. Dans la tranche d'âge des 55-64 ans, le taux de participation, tant des femmes que des hommes, reste faible par rapport aux autres pays européens. Il s'est pourtant amélioré au cours des dernières années, en raison de la politique d'allongement des carrières. Un nouveau redressement se profile à l'horizon, en raison du laps de temps nécessaire pour que les réformes mises en œuvre sortissent pleinement leur effet. Leur incidence sera d'autant plus forte que les réformes prévues seront intégralement mises en œuvre et que leur réussite sera une préoccupation à chaque étape de la carrière professionnelle. Les facteurs qui jouent un rôle à cet égard sont non seulement les tâches attribuées et le régime horaire des travailleurs plus âgés, mais également le fait que la rémunération allouée est, en Belgique, largement déterminée par l'ancienneté sans toujours s'accompagner d'une augmentation proportionnelle de la productivité.

Il y a trop peu de personnes sur le marché du travail, alors que la probabilité de trouver rapidement un emploi a rarement été aussi élevée

47. Par ailleurs, il existe toujours un groupe important de jeunes vulnérables qui éprouvent des difficultés à trouver leur voie sur le marché du travail. Parmi eux se trouvent beaucoup de personnes peu qualifiées ainsi que des jeunes pour qui la discrimination sur la base de l'origine – ou de celle des parents – constitue souvent un handicap supplémentaire. L'éducation et la formation ont un rôle important à jouer en la matière. Elles doivent préparer les jeunes de manière appropriée, développer au maximum leurs talents et éviter le décrochage. Pour certains groupes, la poursuite du développement des formes d'apprentissage en alternance peut offrir une solution. Ailleurs en Europe, ces systèmes facilitent avec succès la transition entre l'école et le travail. L'initiation précoce aux dernières évolutions en matière de TIC, ou à l'apprentissage de processus axés sur la recherche de solutions, est cruciale, de même que les compétences linguistiques – y compris en ce qui concerne les autres langues nationales. Les orientations scientifiques et techniques qui offrent de nombreux débouchés méritent une attention particulière. C'est également un domaine où les femmes sont encore sous-représentées. Enfin, l'apprentissage tout au long de la vie est le moyen par excellence tant pour maîtriser l'allongement des carrières que pour tirer le meilleur parti de l'évolution rapide des technologies, des méthodes de travail et des formes organisationnelles. Insérer davantage de personnes sur le marché du travail, et les y maintenir, permet non seulement d'accroître la capacité de production de l'économie, mais est également le moyen idéal de parvenir à plus d'inclusion sociale.

Il existe toujours un groupe important de jeunes vulnérables qui éprouvent des difficultés à trouver leur voie sur le marché du travail

Augmenter la productivité : une question d'innovation et de mobilité des ressources

48. Une autre raison pour laquelle la croissance en Belgique est relativement faible – et pourrait le rester, selon les estimations de la croissance potentielle – est la faible augmentation de la productivité. Il n'y a guère eu de gains de productivité à l'échelle macroéconomique au cours des dernières années. Cela n'est qu'en partie le reflet de la forte création d'emplois. Cette dernière a un effet baissier normal et de courte durée sur la croissance de la productivité, mais elle garantit en principe que les gains de productivité futurs auront une incidence accrue dans la mesure où davantage de travailleurs y participeront. Plus ces gains sont importants, et mieux ils sont distribués, plus cet effet sera intense. En pratique, toutefois, la croissance de la productivité est souvent concentrée dans un nombre limité d'entreprises performantes, parce qu'elles peuvent se prévaloir notamment d'une solide activité d'innovation dans certains secteurs, ainsi que de centres de recherche de renommée mondiale au sein des universités belges. Les entreprises opérant à l'international peuvent quant à elles bénéficier également des innovations réalisées par d'autres entités du groupe. C'est pourquoi l'ouverture au commerce et aux investissements directs est si importante.

49. La diffusion plus large des gains de productivité à l'ensemble du tissu économique reste toutefois insuffisamment développée en Belgique. L'une des raisons en est que les ressources ne se déplacent pas assez facilement des activités moins productives vers les plus productives. Tant dans les entreprises que sur le marché du travail, il y a moins de flux entrants et sortants qu'ailleurs en Europe. Pouvoir déplacer les ressources de manière appropriée permettra non seulement d'accroître la productivité, mais aussi de faire en sorte que les transitions de l'économie se déroulent plus harmonieusement, que les possibilités de croissance puissent être pleinement exploitées et que l'économie soit mieux à même de faire face aux difficultés. Compte tenu des conséquences d'un protectionnisme croissant ou du brexit, la première priorité doit être de promouvoir l'ouverture commerciale sur la scène internationale. Cela dit, un petit pays comme la Belgique devra veiller à ce que la flexibilité, la capacité d'adaptation et l'innovation permettent de compenser les débouchés qui pourraient être perdus sur des marchés menacés.

Tant dans les entreprises que sur le marché du travail, il y a moins de flux entrants et sortants qu'ailleurs en Europe

50. Dans la recherche de gains de productivité, la numérisation constitue une excellente opportunité. L'efficacité des processus de production existants s'en trouve renforcée, et de nouveaux produits, services et méthodes de travail voient le jour. Un engagement total en ce sens requiert non seulement des entreprises créatives, mais aussi un cadre réglementaire approprié, en particulier pour les nouveaux modes de production et de consommation induits par l'e-commerce et « l'économie du partage ». La notion de concurrence doit elle aussi être interprétée à la lumière de ces nouvelles évolutions. L'objectif doit être de créer des conditions de concurrence équitables. En outre, la concurrence n'est que modérément développée sur certains marchés de services plus traditionnels en Belgique. Un déficit de concurrence implique pourtant des prix élevés et une faible croissance de la productivité. Il est également frappant de constater que l'e-commerce est peu développé en Belgique. En conséquence, une part importante de la valeur ajoutée générée par cette forme de consommation part à l'étranger et son potentiel en tant que canal de distribution pour les exportations n'est pas suffisamment exploité. La numérisation laissera également des traces visibles sur le marché du travail. Certains emplois disparaîtront complètement, tandis que d'autres se développeront parce qu'ils seront à même de mettre à profit les avantages de la numérisation. Armer les gens de compétences leur permettant de participer à la profonde transition numérique constitue dès lors une stratégie *win-win*. Cela permet de maximiser la productivité tout en limitant les effets dommageables sur le marché du travail. L'investissement dans la formation doit être une préoccupation importante pour les entreprises comme pour les travailleurs.

Armer les personnes de compétences leur permettant de participer à la profonde transition numérique constitue une stratégie win-win

Améliorer les infrastructures: concilier les considérations économiques et environnementales

51. Pour que l'économie belge obtienne de meilleurs résultats, il convient également d'améliorer la qualité des infrastructures. À cet égard aussi, les contraintes sont devenues manifestes en 2018. La congestion croissante du trafic et l'incertitude quant à l'approvisionnement en électricité en sont les exemples les plus frappants. Les embouteillages sont un facteur de coût non négligeable pour les entreprises: ils réduisent leur productivité et limitent leur rayon d'action. Comme le tissu économique belge fait dans une large mesure le lien entre les grands ports de la mer du Nord et l'arrière-pays européen, il est particulièrement sensible au problème de la mobilité. Il devient de plus en plus difficile pour les travailleurs d'arriver à l'heure sur leur lieu de travail, et leur temps libre s'en trouve réduit. Les coûts associés à cette problématique sont susceptibles d'entraver le développement d'une offre de travail plus large. Les embouteillages sont par ailleurs une source importante de pollution. Les problèmes d'approvisionnement énergétique ont également déjà une incidence négative à court terme. L'augmentation des prix de l'électricité pousse l'inflation à la hausse, bien que son effet ait été limité en 2018. Dans un premier temps, cela comprime le pouvoir d'achat, mais par la suite, à mesure que la hausse des prix se répercute dans l'indexation, elle devient un facteur d'augmentation des coûts pour les entreprises. Tout cela s'ajoute à la hausse de la facture de leur propre consommation d'électricité. Au-delà des mesures prises pour prévenir les risques de rupture d'approvisionnement, il convient aussi, et surtout, d'élaborer une stratégie à plus long terme. Cela permettrait de gérer la sortie prévue de l'énergie nucléaire ainsi que la transition vers une économie bas carbone et plus durable, et de réduire les coûts du processus. En remédiant à ces contraintes, l'on renforce par ailleurs l'attractivité des investissements dans l'économie belge, ce qui favorise à son tour le potentiel de croissance à long terme.

52. Sur le marché de l'immobilier également, les tensions sont de plus en plus perceptibles. La croissance démographique et la tendance à des cellules familiales de taille plus restreintes poussent à la hausse la demande de logements. Bien que l'offre immobilière soit peu élastique à brève échéance, la construction et la rénovation de logements existants peuvent contribuer à améliorer la situation à terme. Ce processus est toutefois entravé par la rareté intrinsèque des terrains à bâtir. Ce n'est dès lors pas un hasard si le prix des terrains à bâtir a fortement augmenté au cours des dernières décennies, ce qui explique en grande partie la hausse du prix des logements. Ce problème induit non seulement des vulnérabilités au sein du système financier, mais l'accessibilité au logement constitue avant tout un important défi économique et social. En outre, les habitudes belges en matière de logement pèsent lourdement sur l'espace disponible. C'est pourquoi de plus en plus d'initiatives visent à concentrer les unités de logement dans le centre des villes et des villages. La question de la mobilité en deviendra moins pressante. De cette manière, le logement deviendra également plus économe en énergie et nécessitera moins d'infrastructures de réseau. Ce processus est néanmoins susceptible d'accentuer encore la rareté des terrains à bâtir, à moins que, dans le même temps, le nombre d'unités résidentielles par terrain à bâtir n'augmente. En outre, l'augmentation de la proportion de logements locatifs et la diminution des coûts de transaction liés à la vente d'habitations peuvent contribuer à réduire à l'avenir la part du trafic de navetteurs dans la mobilité de la main-d'œuvre. L'espace n'est, lui non plus, pas inépuisable: l'utiliser plus efficacement permet de concilier les considérations économiques et environnementales.

L'espace n'est, lui non plus, pas inépuisable: l'utiliser plus efficacement permet de concilier les considérations économiques et environnementales

53. Afin d'améliorer la qualité globale de l'infrastructure et de rendre la Belgique plus attractive sur la scène internationale, un Pacte national d'investissement a été lancé. Un premier rapport a été présenté aux différents gouvernements en Belgique en septembre 2018. Il recense six axes prioritaires dans lesquels les besoins sont importants: la transition numérique, la cybersécurité,

l'enseignement, les soins de santé, la transition énergétique et la mobilité. Ce ne sont pas uniquement les pouvoirs publics qui doivent dégager de la marge de manœuvre pour de tels investissements dans leur budget; l'épargne abondamment disponible en Belgique doit être canalisée par des partenariats public-privé vers ce programme d'investissements tourné vers l'avenir. La réalisation des changements nécessaires est un travail de longue haleine. Les différents pouvoirs publics du pays ont dès lors un rôle important à jouer en tant que coordinateurs d'un processus qui, en mettant en place les incitants appropriés, oriente les initiatives privées et les comportements dans la bonne direction. Ces pouvoirs publics doivent également veiller à la dimension sociale de ces transitions. Ce processus couvre un large éventail de domaines d'action et ne peut réussir que si les différentes instances compétentes s'efforcent de parvenir à une cohérence maximale grâce à une coordination mutuelle.

L'épargne abondamment disponible en Belgique doit être canalisée vers des programmes d'investissements tournés vers l'avenir

Des pouvoirs publics efficaces et des finances publiques saines

54. Le déficit de financement des pouvoirs publics belges a été de 0,7 % du PIB, légèrement en deçà du niveau de 2017. La dette publique a diminué de 1,5 point de pourcentage pour s'établir à 102 % du PIB. Si le déficit a été sensiblement réduit ces dernières années et si la dynamique de la dette s'est inversée depuis plusieurs années, le redressement des finances publiques n'est pas encore achevé. Il convient de poursuivre sans délai sur la voie de l'équilibre budgétaire structurel, conformément aux dispositions du pacte de stabilité et de croissance. Ce pacte offre du reste des marges de manœuvre dans la conduite des réformes structurelles et pour soutenir les investissements publics, bien qu'en pratique, elles soient limitées. Tendre vers l'équilibre budgétaire s'impose pour réduire davantage la dette publique, qui reste l'une des plus élevées de la zone euro. Cela permet de créer une réserve et de dégager de nouvelles marges budgétaires, par exemple pour atténuer l'incidence de futures périodes économiques défavorables. Réduire le déficit dans un climat économique favorable est plus efficace tant économiquement que socialement que si cela doit se faire en période de récession et de forte pression des marchés financiers. La dynamique infernale qu'un tel resserrement budgétaire procyclique peut engendrer a été manifeste au cours de la crise de la dette dans une série de pays de la zone euro.

Il convient de poursuivre sans délai sur la voie de l'équilibre budgétaire structurel

55. S'agissant de l'évolution des finances publiques en 2018, trois éléments sautent aux yeux. Premièrement, les bons résultats budgétaires sont en grande partie imputables à une augmentation des recettes de l'impôt des sociétés. En deux ans, ces recettes ont augmenté d'un point de pourcentage, passant de 3,4 % du PIB en 2016 à 4,4 % en 2018. Cette forte hausse n'est pas tant due à une hausse des bénéfices des sociétés ou à une augmentation du taux effectif d'imposition. L'élargissement de la base imposable – notamment par une réduction de la déduction pour capital à risque (intérêts notionnels) – neutralise en effet largement la réduction du taux de base de 33 à 29 % en 2018. Ces deux facteurs font partie de la réforme pluriannuelle de l'impôt sur les sociétés. L'augmentation est vraisemblablement due surtout à un changement dans les modalités de paiement de l'impôt. La tendance à en acquitter une plus grande proportion par la voie de paiements anticipés a considérablement accru les recettes au cours des deux dernières années, mais pour les années à venir, cela devrait signifier une baisse des recettes lors du décompte définitif. De ce fait, le point de départ structurel est moins favorable que ce qui ressort du solde de 2018. En outre, les dépenses primaires n'ont plus été réduites; elles ont même de nouveau augmenté, passant de 49,7 à 50 % du PIB. Cela s'explique en partie par la forte augmentation des investissements des autorités locales, phénomène typique en année d'élections communales. Cependant, la tendance sous-jacente est elle aussi à la hausse, en raison notamment des dépenses liées au vieillissement. Enfin, les charges d'intérêts ont été ramenées à 2,3 % du PIB, principalement en raison de la baisse des taux d'intérêt. Toutefois, à

l'avenir, d'autres gains devront provenir principalement de la réduction de la dette même, et ce par une amélioration du solde primaire.

56. La recherche de l'efficience est aussi pour l'assainissement des finances publiques un principe directeur important. Les pouvoirs publics doivent avant tout tendre vers cette efficience dans tous les aspects de leurs actions. Cela s'applique tant aux dépenses qu'ils réalisent qu'aux impôts qu'ils perçoivent. La perception correcte de ces impôts, de même que la lutte contre la fraude fiscale et sociale, doivent continuer à figurer au centre des attentions. Une utilisation efficace des ressources propres contribuera à garantir le filet de sécurité sociale nécessaire pour accompagner les nombreuses transitions économiques et sociales. L'efficacité va toutefois au-delà des actions propres des autorités publiques. Des politiques économiques adéquates et des incitants budgétaires appropriés pour un tissu économique dynamique faciliteront l'assainissement des finances publiques. Cela signifie qu'il est souhaitable de continuer de rechercher du côté tant des recettes que des dépenses des ajustements propres à soutenir le potentiel de croissance de l'économie, contribuer à réaliser la transition énergétique et renforcer la cohésion sociale. Dans un pays fédéral comme la Belgique, cela suppose également que l'adaptation des politiques socio-économiques aux besoins spécifiques des communautés et des régions s'accompagne d'une coordination et d'une coopération intensives. Il devrait en résulter des accords clairs sur la répartition des efforts budgétaires supplémentaires. Cela devrait en outre éviter d'imposer un cadre réglementaire trop lourd à la vie économique et favoriser des synergies qui profiteront en fin de compte à chaque communauté ou région du pays.

4. Conclusion

57. L'économie belge a relativement bien résisté à la crise et s'est particulièrement bien comportée ces dernières années sur le plan de la création d'emplois. À cet égard, les évolutions économiques en Belgique ont bénéficié de la reprise dans la zone euro et du maintien d'un degré élevé de relance monétaire. En outre, la forte création d'emplois a été renforcée par la politique économique menée en la matière par le gouvernement fédéral. L'objectif de cette dernière était de stimuler la demande de main-d'œuvre par la modération salariale et la réduction des cotisations patronales, et de soutenir l'offre de travail par des réductions de la fiscalité, l'allongement des carrières et l'activation des demandeurs d'emploi. Cela a permis une augmentation de l'offre de travail accompagnée d'une forte baisse du chômage. Au total, pas moins de 220 000 emplois ont été créés en Belgique en quatre ans. Le déficit public a entre-temps été ramené à 0,7 % du PIB, et la dette publique a repris une trajectoire à la baisse. En 2018, elle est retombée à 102 % du PIB. Toutefois, le solde budgétaire structurel ne s'est plus amélioré en 2018 et n'a pas atteint l'objectif fixé dans le programme de stabilité présenté en avril. Des efforts importants et continus restent donc nécessaires pour parvenir à un excédent budgétaire structurel.

58. Entre-temps, le secteur financier a été restructuré en profondeur et est devenu plus robuste sans pour autant éroder l'octroi de crédit aux entreprises et aux ménages. La vigilance reste néanmoins de mise face aux nouveaux risques qui se font jour, par exemple en ce qui concerne l'augmentation du taux d'endettement du secteur privé, l'environnement de faibles taux d'intérêt, l'évolution en matière de FinTech, la cybersécurité, l'incidence du réchauffement climatique et de la transition énergétique sur le secteur financier, ou encore la lutte contre le blanchiment de capitaux.

59. L'évolution future de l'économie belge dépendra avant tout de la conjoncture internationale. À cet égard, les incertitudes et les risques se sont considérablement accrus en 2018, notamment en ce qui concerne la poursuite de l'escalade des différends commerciaux, la vulnérabilité des économies émergentes – de la Chine en particulier – et l'incidence d'un brexit sans accord. La politique monétaire de l'Eurosystème, qui, malgré le début de la normalisation, devrait rester accommodante pendant un bon laps de temps encore, pourrait, dans une certaine mesure, jouer

un rôle modérateur. Elle ne peut toutefois éliminer les risques en tant que tels. De plus, un petit pays comme la Belgique a peu de contrôle sur les défis qui se présentent à l'échelle mondiale. Continuer à développer son propre potentiel de croissance et sa capacité d'adaptation est donc la clé d'une croissance, d'une prospérité et d'une cohésion sociale accrues.

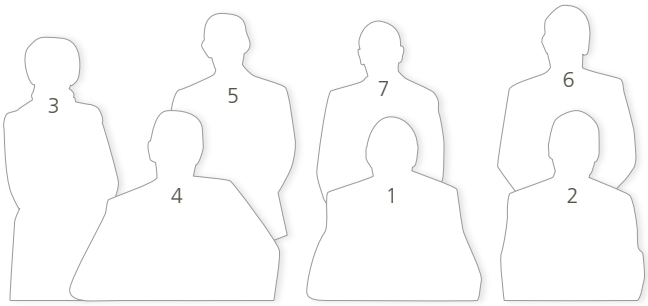
60. Le fait que le marché du travail ait été déjà particulièrement serré en 2018 indique clairement la nécessité de renforcer davantage l'offre de travail. Non seulement les demandeurs d'emploi doivent trouver plus facilement la voie menant à un emploi approprié, mais il faut par ailleurs que le nombre de personnes présentes sur le marché du travail continue à augmenter. Les armer des compétences nécessaires à cet effet est le meilleur investissement en matière d'inclusion sociale, et cela permettra de saisir de manière optimale les opportunités d'innovation, notamment dans le domaine de la numérisation. À cet égard, c'est non seulement l'innovation proprement dite qui revêt de l'importance, mais également le déplacement approprié des ressources des activités moins productives vers les plus productives. La productivité peut également être renforcée en améliorant la qualité de l'infrastructure. Remédier à la congestion du trafic, garantir l'approvisionnement en énergie, permettre de se loger à un prix abordable et réaliser la transition vers une économie bas carbone et plus durable constituent en cette matière des défis importants, et qui plus est interdépendants. Sur ce plan, les pouvoirs publics ont un rôle à jouer non seulement en tant qu'investisseur dans de nouveaux projets, mais aussi et surtout en tant que coordinateur d'un processus qui couvre de nombreux domaines de compétence et qui doit orienter les initiatives privées et les comportements dans la bonne direction en fournissant des incitants appropriés. Enfin, les pouvoirs publics doivent poursuivre sur la voie de l'équilibre budgétaire structurel, ce qui accélérera la réduction de la dette publique. En constituant ainsi des réserves pour l'avenir, l'économie sera mieux à même d'absorber les chocs éventuels, et le modèle social belge sera en mesure de faire face aux défis liés au vieillissement de la population.

Pierre Wunsch
Gouverneur

Bruxelles, le 30 janvier 2019

Comité de direction

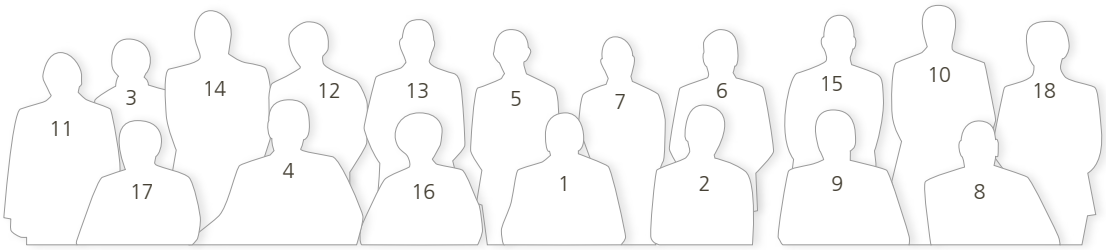
1 Jan Smets, GOUVERNEUR *
2 Pierre Wunsch, VICE-GOUVERNEUR **
3 Marcia De Wachter, DIRECTEUR ***
4 Jean Hilgers, DIRECTEUR – TRÉSORIER
5 Vincent Magnée, DIRECTEUR
6 Tom Dechaene, DIRECTEUR
7 Tim Hermans, DIRECTEUR – SECRÉTAIRE



* Gouverneur jusqu'au 1er janvier 2019. Monsieur Steven Vanackere a été nommé directeur le 2 janvier 2019.
** Gouverneur depuis le 2 janvier 2019.
*** Le directeur Marcia De Wachter a démissionné de ses fonctions le 31 octobre 2018.

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 Marc Leemans, RÉGENT
9 Pieter Timmermans, RÉGENT
10 Pieter Verhelst, RÉGENT
11 Yves Prete, RÉGENT
12 Cedric Frère, RÉGENT
13 Eric Mathay, RÉGENT
14 Robert Vertenueil, RÉGENT
15 Danny Van Assche, RÉGENT
16 Fabienne Bister, RÉGENT
17 Edwin De Boeck, RÉGENT
18 Hans D'Hondt, REPRÉSENTANT DU MINISTRE DES FINANCES



* Gouverneur jusqu'au 1er janvier 2019. Monsieur Steven Vanackere a été nommé directeur le 2 janvier 2019.
** Gouverneur depuis le 2 janvier 2019.
*** Le directeur Marcia De Wachter a démissionné de ses fonctions le 31 octobre 2018.