Rapport 2013

Préambule

Banque Nationale
DE BELGIQUE
Eurosystème

© Banque nationale de Belgique

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

Avant-propos

Luc Coene
Gouverneur

Cinq ans après l'éclatement de la crise, l'économie réelle des pays avancés continue d'en subir les retombées. Les ajustements se mettent en place très progressivement et sont fort hétérogènes entre les différentes régions. En 2013, la croissance de l'économie mondiale, qui est ressortie à 3 %, est demeurée modérée. Tandis que la dynamique de croissance s'est ralentie dans les pays émergents, elle s'est accélérée dans les économies avancées. Cette évolution a surtout été perceptible aux États-Unis, ce qui a incité la Réserve fédérale à réduire prudemment ses achats massifs de titres à compter du début de 2014, tout en indiquant que le taux d'intérêt directeur devrait sans doute être maintenu longtemps à son bas niveau actuel. Il ne peut être exclu que la normalisation de l'orientation de la politique monétaire s'accompagnera d'un accroissement de la volatilité sur les marchés financiers, comme cela avait déjà été le cas en 2013. Il est à cet égard crucial de calibrer avec précision le moment et le rythme de la normalisation et de communiquer adéquatement la stratégie retenue.

Dans la zone euro, l'activité s'est encore contractée de 0,4 % sur une base annuelle. Toutefois, un retournement s'est dessiné à partir du deuxième trimestre, principalement dans les pays périphériques, ce qui est allé de pair avec un rétablissement de la confiance. Le renversement du taux d'endettement élevé des secteurs public et privé, le haut niveau du chômage et le maintien, dans certains États membres, de conditions de financement strictes ont néanmoins continué de peser sur la demande intérieure. Cela dit, de nets progrès ont été accomplis sur les plans de la consolidation budgétaire et de la correction des déficits du compte courant. De nouveaux efforts seront cependant nécessaires, lesquels devront jeter les bases d'un retour à une croissance durable.

Tout au long de ce processus d'ajustement, l'Eurosystème est demeuré pourvoyeur de stabilité. Le programme d'opérations monétaires sur titres (OMT) a été annoncé au cours de l'été de 2012 dans le but de lever les doutes qui planaient sur l'irréversibilité de l'euro. Conjugué aux efforts consentis en matière de rééquilibrage macroéconomique et aux avancées réalisées concernant l'union bancaire, ce programme a entraîné un retournement sur les marchés financiers. En outre, le taux directeur central a été abaissé en mai et en novembre 2013, pour s'établir finalement à 0,25 %, et des indications sur l'orientation future des taux d'intérêt ont été données à partir de juillet. Le Conseil des gouverneurs de la BCE mettra tout en œuvre pour empêcher qu'un recul persistant de l'inflation – voire la déflation – complique le redressement de l'économie. Son objectif est en effet de maintenir l'inflation non seulement inférieure à, mais également proche de, 2 % à moyen terme.

La politique monétaire accommodante apporte une contribution fondamentale à la reprise économique, exerçant de la sorte des incidences positives sur la stabilité financière. Néanmoins, une longue période de taux d'intérêt extrêmement bas implique aussi des risques spécifiques pour la stabilité financière. La politique monétaire se doit d'y prêter attention dans une perspective de moyen

terme, même si les effets dérivés indésirables de la faiblesse des taux d'intérêt doivent également être jugulés par la politique prudentielle.

Dans la zone euro, les différences qui persistent entre les marchés nationaux pourront ainsi également être prises en considération, alors que la politique des taux d'intérêt ne peut être calibrée qu'au niveau de l'union monétaire. La politique macroprudentielle continue par conséquent d'accorder un rôle particulier à une composante nationale. En Belgique, un projet de loi relatif à la politique macroprudentielle confie cette mission à la Banque, compte tenu de son expertise dans l'analyse des risques systémiques.

L'année 2013 a avant tout été marquée par la réalisation de nouvelles avancées cruciales dans le développement de l'union bancaire. À la suite de la création du mécanisme de surveillance unique (MSU), la BCE sera, à partir de novembre 2014, directement responsable de la supervision des quelque 130 groupes bancaires les plus importants de la zone euro.

Le MSU devant d'emblée asseoir sa crédibilité, les grandes banques seront soumises à un examen approfondi. Si ce dernier révèle des situations de vulnérabilité structurelle ou d'insuffisance de fonds propres, il s'agira d'y remédier en privilégiant des solutions apportées par le secteur privé, mais aussi, le cas échéant, par un soutien direct des pouvoirs publics. Il convient de saisir cette opportunité pour restaurer la confiance dans les banques européennes, de sorte que le processus d'octroi de crédits, qui est toujours altéré, puisse à nouveau fonctionner correctement et, partant, étayer la reprise économique.

Les mécanismes de gestion des crises financières doivent être intégrés à un rythme comparable. À cette fin, le Conseil européen a approuvé, en décembre 2013, un projet de règlement instituant un mécanisme de résolution unique, destiné à fédérer, dans la zone euro, les autorités nationales de résolution. Le Conseil s'est également accordé sur le principe d'un fonds commun de résolution qui sera alimenté par des contributions du secteur bancaire et dont les compartiments nationaux seront progressivement mutualisés.

Dans l'exercice de son contrôle des établissements financiers belges, la Banque a prêté une attention particulière aux risques associés à l'évolution des modèles d'entreprise, à la concurrence accrue entre les banques et à l'environnement de faibles taux d'intérêt. De fait, le bas niveau des taux peut amener les établissements financiers à se tourner vers des actifs plus risqués, et, dans le cas des établissements de crédit, à allonger les transformations d'échéances. De plus, il a fallu veiller à ce que les entreprises d'assurance-vie adaptent régulièrement les taux garantis en fonction des conditions du marché.

Par ailleurs, les risques inhérents aux portefeuilles de crédit des banques ont été examinés, anticipant de la sorte le processus global d'évaluation par la BCE. Des divergences parfois substantielles sont ainsi apparues dans l'appréciation d'un risque identique par les différentes banques, tandis que les matelas de fonds propres en matière de crédits au logement se sont révélés inférieurs à ceux mis en place dans la plupart des autres pays européens. La Banque a dès lors décidé de relever les coefficients de pondération des risques des modèles internes utilisés pour les crédits hypothécaires, ce qui augmentera la résistance des banques à d'éventuels chocs sur le marché immobilier.

Durant la période de transition menant au MSU, la Banque va devoir mobiliser de nombreuses ressources, et elle conservera des fonctions importantes après que le contrôle prudentiel aura été transféré à la BCE. Les superviseurs du pays d'origine et des pays d'accueil des principales filiales des grands groupes bancaires auront en effet un rôle-clé à jouer dans les équipes plurinationales de contrôle de ces groupes. Les superviseurs nationaux enrichiront ainsi le système de leur connaissance de longue date des établissements individuels et de leur expérience des marchés locaux. En outre, la Banque demeure directement responsable de la surveillance des petits établissements de crédit.

La totalité du contrôle des entreprises d'assurance et la supervision en première ligne des grandes infrastructures de paiement et de règlement établies en Belgique, resteront également du ressort des autorités belges.

En 2013, un accord a par ailleurs été trouvé en Belgique sur une nouvelle loi bancaire. Cette dernière prévoit une réforme structurelle cherchant à réduire la prise de risques par les banques. D'une part, des exigences complémentaires en capital s'appliqueront lorsque les activités de négoce d'une banque dépasseront un certain plafond. D'autre part, la négociation pour compte propre est soumise à une interdiction de principe, sous réserve d'une marge limitée pour tenir compte du fait que certaines positions relèvent en réalité de la gestion des risques ou du rôle d'intermédiaire de la banque en soutien à l'activité économique.

De plus, la nouvelle loi bancaire transpose, dans la législation belge, la nouvelle directive européenne concernant l'accès à l'activité et la surveillance prudentielle des établissements de crédit, ainsi que le règlement européen adoptant en droit communautaire les nouvelles exigences prudentielles du Comité de Bâle. Elle anticipe aussi certains aspects de la directive relative au redressement et à la résolution des établissements de crédit et vise au renforcement de la gouvernance des banques.

L'activité économique s'est également accélérée en Belgique à partir du deuxième trimestre de 2013. En raison de l'effet de niveau négatif du repli conjoncturel au cours de l'année précédente, l'économie n'a crû que de 0,2 % sur une base annuelle. La reprise est du reste demeurée trop anémique pour relancer l'emploi. Le nombre de personnes occupées a encore reflué de 11 000 unités, et le taux de chômage a atteint 8,4 % à la fin de l'année.

Cela dit, l'économie belge a relativement bien résisté à la crise. La Belgique est l'un des rares États membres de la zone euro où l'activité a déjà retrouvé son niveau d'avant la crise. Cependant, cette dernière a laissé des traces sur le potentiel de production, sur l'emploi et sur les finances publiques. De plus, les évolutions du compte courant et de la compétitivité ainsi que la faiblesse de la croissance potentielle présentent des signes de fragilité en termes de création de bien-être.

Des étapes ont été franchies ces deux dernières années en vue d'inverser la tendance. Dans un environnement sans croissance, le déficit public a été ramené de 3,7 % en 2011 à 2,7 % en 2013. Des réformes des pensions et du marché du travail ont été initiées et des mesures ont été adoptées afin d'accentuer la concurrence dans les industries de réseau et d'améliorer la compétitivité des entreprises. Néanmoins, les défis restent importants, et il convient de continuer à préparer l'avenir dans un contexte qui, même sans la crise, serait marqué par les défis inhérents à la mondialisation croissante, au changement climatique et, surtout, aux coûts du vieillissement. Ces derniers sont de surcroît particulièrement élevés en Belgique.

Tout en ne s'écartant pas de la trajectoire définie par le gouvernement belge dans le programme de stabilité de 2013, il importe de mettre à profit la période 2014-2016 pour assainir les finances publiques d'une manière structurelle et propice à la croissance, avant que les coûts du vieillissement ne se manifestent pleinement. En outre, des mesures supplémentaires s'imposent pour contenir ces coûts et pour garantir la solidarité entre les générations, notamment par un nouvel allongement de la carrière.

Les dépenses primaires des administrations publiques s'établissant entre-temps à 51 % du PIB, les finances publiques doivent être consolidées en premier lieu par la maîtrise des dépenses, qui est moins préjudiciable à la croissance. La sixième réforme de l'État est une opportunité à saisir pour améliorer l'adéquation de la politique aux besoins spécifiques des différentes communautés et régions. Cela devrait permettre la mise en place de nouveaux leviers en faveur d'une plus grande efficacité ainsi que d'un soutien renforcé au potentiel de croissance de l'économie.

Il n'y a guère de marge pour recourir à des recettes supplémentaires. Il serait même opportun d'abaisser les prélèvements particulièrement élevés sur les revenus du travail. En effet, le Pacte pour la compétitivité et l'emploi prévoit déjà trois réductions de charges, respectivement en 2015, en 2017 et en 2019, de 450 millions d'euros chacune. Les diminutions des charges sur le travail peuvent être financées par une compression des dépenses, mais aussi, le cas échéant, par la recherche d'autres sources de recettes, comme les impôts indirects, les taxes environnementales, ou encore les impôts sur les revenus du patrimoine. À cet égard, il convient de réformer – et de préférence de simplifier – la fiscalité d'une manière qui soit propice à la croissance et à l'emploi.

L'assainissement des finances publiques doit pouvoir s'appuyer sur un développement économique suffisamment vigoureux. Il est dès lors urgent de réformer toute une série d'autres domaines afin d'accroître le potentiel de croissance et l'emploi et, partant, de conforter l'assise de la protection sociale. Dans une petite économie ouverte, la prospérité est en outre fondamentalement tributaire de la capacité des entreprises de s'insérer dans les chaînes de valeur ajoutée mondiales.

S'agissant de la compétitivité en termes de prix et de coûts, la Belgique est, ces dernières années, apparue vulnérable sur un certain nombre de points. Non seulement les exportations sont très énergivores, mais un handicap concurrentiel considérable s'est également accumulé en matière de coûts salariaux par rapport aux trois pays voisins. Cette situation est attribuable à un handicap vis-à-vis de l'Allemagne. L'expérience de ces dernières années montre qu'il est difficile de résorber un tel écart. De surcroît, la formation des salaires est insuffisamment alignée sur la productivité, et elle doit accorder plus d'importance à l'augmentation des opportunités d'emploi des chômeurs. Afin de mieux lier l'évolution des coûts salariaux à celle de la productivité, de préserver la compétitivité et de favoriser l'emploi, une réflexion sur les modalités de la formation des salaires est nécessaire.

À plus long terme, l'intégration dans l'économie mondiale dépend surtout de la capacité d'innover ; une responsabilité importante incombe dès lors aux entreprises. Pour dynamiser l'économie, il faut absolument investir en R&D. Il convient, d'une part, d'instaurer davantage de réseaux entre les producteurs et les centres de recherche, et, d'autre part, de promouvoir et de soutenir l'esprit d'entreprise par une administration publique moderne et efficace. Les réformes du marché des produits doivent éliminer les facteurs entravant la création d'entreprises ou l'accès au marché, aviver la concurrence et permettre une fixation adéquate des prix.

Une économie de la connaissance dynamique doit par ailleurs pouvoir compter sur une offre de travail suffisante et de qualité. Investir dans la formation, l'accompagnement et l'activation des demandeurs d'emploi constitue par conséquent une priorité et doit compléter la responsabilisation accrue visée par la réforme des allocations de chômage. La qualité de l'enseignement est un autre facteur crucial. La formation continue durant la carrière professionnelle doit devenir la règle. Faciliter et encourager la mobilité de la main-d'œuvre est également un objectif essentiel. La création de nouvelles entreprises et de nouveaux emplois, plus que le maintien des firmes et des postes de travail ne présentant plus de potentiel, est en effet le moteur du progrès économique.

Dans ce contexte, il faut chercher à dégager un rendement maximal à moyen terme, plutôt qu'à privilégier des résultats immédiats. Le fait que les mesures structurelles ne sortissent totalement leurs effets qu'après un certain temps ne peut servir de prétexte pour ne pas les adopter, mais doit, au contraire, inciter à les mettre le plus vite possible en chantier. La cohérence entre les différents domaines d'action et – dans un pays fédéral tel que la Belgique – entre les divers niveaux de pouvoir devrait être un autre point d'attention crucial.

Les défis qu'ont à relever les responsables politiques sont considérables. Ils ne sont néanmoins pas insurmontables, à condition d'être traités à temps et avec cohérence. Un vaste projet de société,

tourné vers l'avenir et porté par tous les groupes sociaux et tous les niveaux de pouvoir, est plus que jamais nécessaire, sous peine de mettre inéluctablement en péril le niveau de vie élevé et le haut degré de protection sociale.

Table des matières

RAPPORT PRÉSENTÉ PAR LE GOUVERNEUR AU NOM DU CONSEIL DE RÉGENCE 17

I. DÉVELOPPEMENTS ÉCONOMIQUES ET FINANCIERS 41

1. Économie mondiale et zone euro 45
1.1 Économie mondiale 45
1.2 L'économie dans la zone euro et ses États membres 60
1.3 Politique monétaire de l'Eurosystème 69

2. Développements économiques en Belgique 85
2.1 Situation conjoncturelle 85
2.2 Marché du travail 88
2.3 Inflation et coûts salariaux 96
2.4 Demande et revenus 104

3. Développements financiers en Belgique 119
3.1 Position financière globale de l'économie belge 119
3.2 Particuliers 123
3.3 Sociétés non financières 134
3.4 Secteur bancaire 144
3.5 Secteur des assurances 156

4. Finances publiques 167
4.1 Vue d'ensemble de la politique budgétaire 167
4.2 Recettes, dépenses et solde de financement 172
4.3 Dette et garanties des administrations publiques 184

5. Questions structurelles 191
5.1 La Belgique face à de nombreux défis 191
5.2 Des performances économiques en demi-teinte 192
5.3 Les leviers pour soutenir le potentiel de croissance 206

II. RÉGLEMENTATION ET CONTRÔLE PRUDENTIELS 223

A. NOUVEAU CADRE DE CONTRÔLE EUROPÉEN ET BELGE 225

1. Introduction 227

2. Mécanisme de surveillance unique 229
2.1 Contexte et préparation 229
2.2 Missions 230
2.3 Gouvernance 231

2.4 Défis 234
2.5 Impact sur le contrôle prudentiel de la Banque et sur les établissements de crédit 236

3. Mécanisme de résolution unique 237

4. Politique macroprudentielle 239

5. Cadre de contrôle en Belgique 243
5.1 Protocole de collaboration entre la Banque et la FSMA 243
5.2 Contrôle des institutions de retraite professionnelle et des pensions complémentaires 244

B. RÉGLEMENTATION PRUDENTIELLE 245

1. Introduction 247

2. Banques 249
2.1 Transposition en droit communautaire de Bâle III – CRD IV/CRR 249
2.2 Transposition de la directive CRD IV et du règlement CRR dans la législation belge 253
2.3 Réformes structurelles 256
2.4 Redressement et résolution 259
2.5 Politique de rémunération 260

3. Entreprises d'assurance 263
3.1 Environnement international 263
3.2 Réglementation nationale 264

4. Infrastructures de marchés financiers 267
4.1 Contreparties centrales : règlement EMIR 267
4.2 Règlement de valeurs mobilières : proposition de règlement européen 267
4.3 Redressement d'infrastructures de marchés financiers 268
4.4 Paiements de détail et prestataires de services de paiement non bancaires 268

5. Réglementations applicables à l'ensemble des secteurs 269
5.1 Conglomérats 269
5.2 Gouvernance 272
5.3 Les prêts-citoyen 273

C. CONTRÔLE PRUDENTIEL 275

1. Développement d'un contrôle plus intensif et plus exhaustif 277
1.1 Programme d'évaluation du secteur financier 277
1.2 Risk review annuelle 2013 280
1.3 Risk review annuelle 2014 283

2. Banques 285
2.1 Composantes de la risk review annuelle 2013 285
2.2 Organisation du contrôle 290

3. Entreprises d'assurance 293
3.1 Composantes de la risk review annuelle 2013 293
3.2 Organisation du contrôle 295

4. Oversight et contrôle prudentiel des infrastructures des marchés financiers 299
4.1 Composantes de l'annual risk review 2013 299
4.2 Organisation du contrôle/de l'oversight 300

ANNEXES 303

Annexe statistique 305

Notice méthodologique 345

Signes conventionnels 347

Abréviations 349

Liste des encadrés, tableaux et graphiques 355

Rapport présenté par le Gouverneur au nom du Conseil de régence

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

1. Glissements dans la dynamique de croissance mondiale et réévaluation du risque

1. En 2013, la croissance de l'économie mondiale, qui est ressortie à 3 %, est une nouvelle fois demeurée modérée et a été inférieure de 0,1 point de pourcentage à celle enregistrée en 2012. Si l'activité dans les pays avancés a encore été affectée par le processus de désendettement, des indices d'une dynamique de croissance plus robuste s'y sont néanmoins fait jour dans le courant de l'année. En revanche, la croissance s'est essoufflée dans les pays émergents. Elle s'y est établie à 4,7 %, soit environ 2 points de pourcentage en deçà de la moyenne de la décennie écoulée. La baisse des cours des matières premières qui y est associée a imprimé une impulsion supplémentaire au processus de repli de l'inflation à l'œuvre dans les économies avancées.

2. La transition vers une dynamique de croissance plus vigoureuse a surtout été perceptible aux États-Unis, où elle a été tirée par une politique monétaire accommodante, par le recul du taux d'endettement du secteur privé, par le rebond des prix de l'immobilier résidentiel, par l'augmentation du patrimoine des ménages, ainsi que par le reflux progressif du taux de chômage. Toutefois, la reprise y était toujours fragile et, la dette publique y ayant entre-temps grimpé à 104 % du PIB, l'économie américaine doit faire face à un défi budgétaire de taille. De plus, le processus décisionnel relatif à la politique budgétaire s'est révélé particulièrement complexe ces dernières années. Il en a résulté au début de l'année un resserrement budgétaire prononcé et, de surcroît, largement linéaire du côté des dépenses, ce qui a brusquement ramené le déficit public de 9,3 % du PIB en 2012 à 6,5 %. À l'automne, la prorogation des compétences du gouvernement fédéral en matière de dépenses et le relèvement du plafond de la dette ont en outre suscité de nombreuses incertitudes. On en est même venu à fermer certains services publics. Ces facteurs ont encore bridé la croissance en 2013, bien qu'un accord sur les budgets de 2014 et de 2015 ait été trouvé à la fin de l'année.

3. L'évolution la plus notable de 2013 a résidé dans l'émergence, dans ce contexte de redressement graduel, de la perspective d'un ralentissement imminent des achats massifs de titres par la Réserve fédérale. De fait, le Federal Open Market Committee (FOMC) avait indiqué au printemps

(*) Un régent s'est abstenu sur certains paragraphes en raison de l'accent mis unilatéralement sur la maîtrise des dépenses dans les recommandations en matière de consolidation budgétaire et d'une divergence de vues concernant l'écart salarial et le rôle du mécanisme d'indexation. Un autre régent s'est abstenu sur les recommandations en faveur de l'allongement de la carrière et de l'élaboration d'un plan pluriannuel de consolidation budgétaire, ainsi que sur l'analyse relative à l'écart salarial et au rôle du mécanisme d'indexation.

que, dans l'hypothèse où la situation sur le marché du travail continuerait de s'améliorer, les achats pourraient être peu à peu diminués. Cela a entraîné un envol des taux d'intérêt à dix ans, lesquels se sont hissés de 1,7 % au début de mai à près de 3 % en septembre. Non seulement les primes incorporées aux taux d'intérêt à long terme se sont accrues, mais la composante d'anticipation de ces derniers a elle aussi progressé puisqu'une remontée plus rapide du taux d'intérêt directeur était attendue. Comme la reprise était initialement toujours précaire, ce n'est qu'en décembre que le FOMC a décidé de réduire prudemment le programme d'achats à partir du début de 2014. Il a également été précisé que, même après la fin de ce programme, le taux directeur devrait sans doute être maintenu longtemps à son bas niveau actuel.

4. Les développements survenus aux États-Unis ont clairement marqué l'ensemble des marchés financiers mondiaux. Dans les autres économies avancées, les conditions financières ont principalement été influencées par les effets de contagion sur les taux d'intérêt sans risque à long terme – à savoir les taux des instruments financiers sans risque de crédit –, tandis que l'incidence sur les primes de risque y est restée plutôt limitée. Cela contraste singulièrement avec le retournement abrupt des flux de capitaux auquel ont été confrontés certains pays émergents, où il a conduit à un durcissement substantiel des conditions financières. Néanmoins, la hausse relativement faible des taux d'intérêt à long terme dans les économies avancées autres que les États-Unis n'a pas toujours été en phase avec leur position dans le cycle, et elle a posé un défi supplémentaire à la politique monétaire, dans la mesure où une différenciation plus nette s'imposait.

5. Face à une reprise économique encore fragile et à un recul de l'inflation, le Conseil des gouverneurs de la BCE a décidé, en mai et en novembre, d'abaisser à nouveau les taux, et, à partir de juillet, il a donné des orientations prospectives sur sa politique de taux d'intérêt directeurs. Au Royaume-Uni, la Banque d'Angleterre a fait savoir en août qu'elle n'avait pas l'intention de relever son taux d'intérêt directeur ou de réduire son bilan, du moins aussi longtemps que le taux de chômage demeurerait supérieur à 7 %, et que ni la stabilité des prix ni la stabilité financière ne s'en trouveraient compromises. Au Japon, la banque centrale a opté en avril pour un programme d'assouplissement quantitatif et qualitatif destiné à rompre avec la déflation et à ramener, dans les deux ans, l'inflation à l'objectif de 2 % fixé au début de 2013. Des stimuli monétaires additionnels sont l'une des composantes d'une stratégie à trois piliers visant à relancer l'activité économique. Le deuxième volet de cette stratégie prévoit des impulsions budgétaires à court terme et une consolidation à moyen terme, tandis que les réformes structurelles en vue de soutenir le potentiel de croissance forment la troisième composante.

6. La politique monétaire accommodante apporte une contribution fondamentale à la reprise économique et à la maîtrise du risque de déflation, qui ont toutes deux des incidences positives sur la stabilité financière. Il s'agit par ailleurs de conditions nécessaires au retour durable d'un environnement de taux d'intérêt plus élevés. Néanmoins, une longue période de taux d'intérêt extrêmement bas érode le rendement des épargnants. De plus, elle n'est pas dénuée de risques pour la stabilité financière, en ce qu'elle peut préparer le terrain à de nouveaux excès financiers, qu'elle a des implications pour la rentabilité des établissements financiers et qu'elle atténue les incitants à alléger la dette. Les effets dérivés indésirables du bas niveau des taux d'intérêt doivent être jugulés en premier lieu par la politique prudentielle – en particulier par la politique macroprudentielle –, qui est ainsi appelée à jeter les bases d'un système financier capable également de fonctionner sous une autre constellation de taux d'intérêt. La politique monétaire doit, elle aussi, prêter attention à de tels risques dans une perspective de moyen terme. De fait, si ceux-ci venaient à se matérialiser, ils représenteraient une menace supplémentaire pour l'économie réelle et une nouvelle source de pressions déflationnistes.

7. Le processus de normalisation de l'orientation de la politique monétaire – qui s'amorce plus rapidement aux États-Unis – lance un double défi. D'une part, il convient de calibrer avec

précision le moment et le rythme de la normalisation. Les déterminants en sont la vigueur de la reprise économique, les risques pesant sur la stabilité des prix et la gravité des distorsions financières potentielles. D'autre part, la stratégie retenue doit être communiquée de manière adéquate afin de contenir l'incertitude et la volatilité sur les marchés financiers et, partant, d'éviter que l'économie réelle comme le système financier ne soient mis inutilement sous pression. Cela n'est en soi guère différent d'autres périodes durant lesquelles le caractère accommodant de la politique a cédé la place à un resserrement. L'ampleur des stimuli fournis et le fait que tant l'instrument des taux d'intérêt que le bilan des banques centrales et les orientations prospectives aient été utilisés comme leviers rendent toutefois l'exercice délicat et augmentent le risque de volatilité.

8. L'essoufflement de la croissance dans les pays émergents est en partie de nature cyclique et tient à la surchauffe observée dans certains d'entre eux. Il a été exacerbé par le durcissement des conditions financières induit par le retournement du sentiment sur les marchés financiers au printemps. Comme de coutume dans des périodes de réévaluation des risques, l'incidence de ce dernier développement a été la plus marquée dans les pays présentant les fondamentaux les plus fragiles. Une forte inflation, des déficits publics en hausse et un endettement externe substantiel ont aggravé les sorties de capitaux. Parmi les économies émergentes d'Asie, l'Inde et l'Indonésie ont été les plus lourdement touchées, alors qu'en Chine, de nouveaux stimuli budgétaires ont contré le ralentissement conjoncturel. Il est essentiel pour l'avenir de remettre les fondamentaux d'aplomb. La flexibilité des taux de change facilite en principe le processus d'ajustement, quoiqu'une volatilité excessive puisse être un facteur perturbateur, tandis que le recours aux instruments prudentiels peut concourir à la maîtrise des flux de capitaux.

9. À cela s'ajoute le tassement du potentiel de croissance dans nombre de pays émergents, alors que des taux exceptionnellement élevés y avaient été enregistrés les dernières années. Néanmoins, la croissance potentielle y reste indéniablement supérieure à celle des économies avancées. L'ampleur de cette transition vers un potentiel de croissance plus faible varie d'un pays à l'autre, mais elle est manifestement importante en Chine – la deuxième économie mondiale – et en Inde. Dans certains pays, les investissements en infrastructures et la suppression des entraves à l'accès au marché peuvent lever des obstacles et représenter une nouvelle source de croissance. En Chine, le rééquilibrage de la croissance en faveur de la consommation peut ouvrir la voie à une croissance moins vive, mais sans doute plus équilibrée et plus durable, non seulement dans le pays, mais aussi à l'échelle mondiale, grâce, notamment, à un effet modérateur sur les cours des matières premières.

2. Poursuivre la mise en œuvre du programme de réformes est capital pour soutenir la reprise hésitante dans la zone euro, pour surmonter la crise de la dette souveraine et pour approfondir l'union économique et monétaire

10. L'activité économique dans la zone euro s'est contractée de 0,4 % sur une base annuelle en 2013. Toutefois, après un an et demi de recul, un retournement s'est dessiné à partir du deuxième trimestre. La croissance n'en est pas moins demeurée modeste : le renversement du taux d'endettement élevé des secteurs public et privé, le haut niveau du chômage et le maintien, dans certains États membres, de conditions de financement strictes ont pesé sur la demande intérieure, tandis qu'un ajustement s'est également imposé du côté de l'offre pour remédier aux distorsions apparues préalablement à la crise. Néanmoins, la gestion de crise commence à porter ses fruits, comme l'atteste le revirement graduel observé en 2013.

11. Cette gestion repose sur deux piliers. D'une part, les États membres doivent résorber les déséquilibres macroéconomiques, pour jeter les bases d'un retour à une croissance économique durable. D'autre part, il y a lieu de persévérer sur la voie du développement de l'union

économique et monétaire (UEM). La crise a en effet montré que la dynamique d'intégration enclenchée par l'instauration de la monnaie unique a été insuffisamment étayée par une extension aux sphères budgétaire, économique et financière. Depuis l'éclatement de la crise de la dette souveraine en 2010, un nouveau cadre de gouvernance économique a été élaboré, qui est appelé à concrétiser davantage les piliers économique et budgétaire de l'UEM par une coordination poussée des politiques, et il a été décidé de créer un mécanisme de surveillance unique pour les banques, comme première étape vers une union bancaire complète. Certes, de nouvelles avancées ont été engrangées en 2013 aux niveaux tant des États membres individuels que de l'Union, mais la poursuite de la mise en œuvre de ce programme de réformes reste cruciale.

12. Ainsi, les pays où de larges déficits du compte courant avaient été recensés avant la crise ont réalisé des progrès notables en matière de rééquilibrage entre la demande intérieure et les exportations, d'une part, et entre l'activité dans les secteurs échangeable et non échangeable, d'autre part. Leurs déficits extérieurs ont depuis lors été en grande partie corrigés, sous l'effet, principalement, de la baisse des importations associée au repli de la demande intérieure. Néanmoins, les exportations y sont devenues le moteur de la reprise, même si cette transition n'a pas encore été en mesure de compenser les pertes d'activité et d'emplois dans le secteur non échangeable. En revanche, le compte courant des pays affichant depuis un certain temps un surplus substantiel n'a guère varié, de sorte qu'un excédent de plus de 2 % du PIB a été dégagé pour l'ensemble de la zone euro. Celui-ci exerce une pression haussière latente sur le cours de change de l'euro, bien que l'appréciation en 2013 soit également attribuable au rétablissement de la confiance dans la monnaie unique et au renversement des flux de capitaux à l'échelle mondiale. Dans le cadre de sa procédure destinée à déceler les déséquilibres macroéconomiques, la Commission européenne a décidé d'analyser, pour le printemps de 2014, les facteurs qui sous-tendent le surplus courant persistant de l'Allemagne. Sans pour autant remettre en cause les performances à l'exportation de ce pays, cette analyse examinera dans quelle mesure le décalage de la demande intérieure y est imputable à des dysfonctionnements de nature à entraver la croissance et susceptibles d'être résolus par des réformes structurelles. Il est dans l'intérêt de chaque État membre que la mise en œuvre des réformes structurelles soit symétrique ; cela contribuera de surcroît à rendre le fonctionnement de l'UEM plus harmonieux.

13. La consolidation budgétaire s'est elle aussi poursuivie en 2013 : le solde structurel de l'ensemble de la zone euro s'est redressé de 0,7 point de pourcentage et le déficit nominal est retombé à 3,1 % du PIB. Cette amélioration du solde structurel est sensible, quoique moins prononcée que les deux années précédentes. En 2013, l'accent de la gouvernance budgétaire s'est déplacé vers les soldes structurels, si bien que les stabilisateurs automatiques peuvent jouer librement autour de la trajectoire d'ajustement. La mise en pratique de ce principe a poussé le Conseil Ecofin à accorder une année supplémentaire aux Pays-Bas et au Portugal pour résorber leurs déficits excessifs. La France, la Slovénie et l'Espagne ont même bénéficié d'un délai de deux ans pour ce faire.

14. Si elle est appliquée rigoureusement, une telle orientation à moyen terme peut favoriser la stabilisation macroéconomique, ce qui est susceptible d'asseoir la crédibilité de la gouvernance budgétaire, même si celle-ci en devient plus complexe, compte tenu de la difficulté de mesurer les soldes structurels en temps réel. Une exécution cohérente et transparente des principes adoptés revêt à cet égard une grande importance. Il conviendra dès lors à l'avenir de respecter les trajectoires structurelles définies, a fortiori en cas de redémarrage de la croissance. Dans son évaluation des projets de budget pour 2014, la Commission européenne a cependant constaté que l'effort structurel prévu restait en deçà de ce qui avait été annoncé dans les programmes de stabilité et que plusieurs États membres risquaient de ne pas satisfaire aux règles du pacte de stabilité et de croissance. Le taux d'endettement dans la zone euro ayant grimpé en 2013 à 95,7 % du PIB et la dynamique d'endettement n'ayant pas encore été stabilisée dans de nombreux pays, la poursuite de l'assainissement des finances publiques demeure une priorité. Ne pas y parvenir empêcherait la création de nouvelles marges

budgétaires par l'arrêt de l'effet boule de neige des taux d'intérêt et pourrait en outre provoquer un retournement du sentiment du marché, ce qui compliquerait singulièrement l'ensemble du processus d'ajustement.

15. Dans ce contexte d'assainissement budgétaire, le taux de chômage dans la zone euro a augmenté, pour ressortir à plus de 12 %, avec des extrêmes proches de 27 % en Espagne et en Grèce. Parmi les jeunes sur le marché du travail, pas moins d'un sur quatre est au chômage et, dans les pays les plus durement touchés, ce rapport passe même à plus d'un sur deux. Le chômage est en premier lieu un fléau pour ceux qui y sont confrontés et il amplifie aussi l'inégalité des revenus, tout comme il menace la cohésion sociale et grève les finances publiques. Par ailleurs, il implique que des talents ne puissent se déployer pleinement et, partant, il risque d'entamer le potentiel de production futur. Il importe donc d'éviter à tout prix que ce niveau de chômage inacceptable ne devienne un héritage durable de la crise. Il convient non seulement de procéder à un dosage adéquat des politiques macroéconomiques, mais également de réformer le marché du travail, d'accompagner les chômeurs et de contribuer à leur activation, ainsi que de lancer des actions ciblant les nouveaux entrants. C'est dans cette optique que le Conseil européen du 28 juin 2013 a accéléré la mise en œuvre de l'Initiative pour l'emploi des jeunes et du système dit de la garantie pour la jeunesse, qui vise à aider les jeunes à trouver un emploi ou à les orienter vers une formation dans les quatre mois. Il a en outre annoncé un renforcement de la dimension sociale de l'UEM.

16. Autre constat marquant : les investissements dans la zone euro ont très fortement fléchi par rapport au niveau qu'ils affichaient avant la grande récession. Les corrections sur les marchés de l'immobilier résidentiel ont entravé les investissements en logements, tandis que le processus de consolidation budgétaire a bridé les investissements publics. Par ailleurs, les investissements des entreprises se sont eux aussi nettement tassés, en raison de la sous-utilisation des capacités de production, de l'incertitude entourant les perspectives de la demande, ainsi que, dans certains pays, des conditions financières strictes et du taux d'endettement élevé des entreprises. La faiblesse persistante des investissements constitue un risque de plus pour le potentiel de production.

17. Tout au long du processus d'ajustement qui, à court terme, a freiné la croissance, l'Eurosystème est demeuré pourvoyeur de stabilité par l'orientation de sa politique monétaire et par les mesures prises en vue de pallier les perturbations survenues sur les marchés financiers. Il n'en a pas été autrement en 2013. L'inflation a constamment reculé, sous l'effet conjugué d'une croissance quasiment nulle et d'une sous-utilisation chronique du potentiel de production. En outre, le repli des cours des matières premières et l'appréciation de l'euro ont exercé une influence modératrice. Afin de garantir la solidité de l'ancrage des anticipations d'inflation, le taux directeur central a été abaissé en mai et en novembre, chaque fois de 25 points de base, pour s'établir finalement à 0,25 %. Le taux de la facilité de dépôt a quant à lui été maintenu à 0 %. De plus, à partir de juillet, le Conseil des gouverneurs a indiqué, au terme de chacune de ses délibérations, qu'il s'attendait à ce que les taux d'intérêt directeurs restent longtemps au niveau qu'ils avaient alors atteint, voire en deçà de celui-ci. Même après la réduction de taux décidée en novembre, il a répété que les taux d'intérêt pourraient encore diminuer. Donner des indications sur l'orientation future des taux d'intérêt fait office de levier pour l'avenir, ce qui comprime aussi les taux d'intérêt à terme et limite leur volatilité. Ce faisant, on stimule davantage la reprise économique et on endigue les risques baissiers que la contraction de la demande fait peser sur la stabilité des prix.

18. La sauvegarde de la stabilité des prix – c'est-à-dire l'objectif du Conseil des gouverneurs de la BCE de maintenir l'inflation inférieure à, mais proche de, 2 % à moyen terme – est le meilleur soutien que la politique monétaire puisse apporter à l'économie. Le solide ancrage des anticipations d'inflation écarte le risque de déflation. De plus, le maintien du niveau de l'inflation moyenne dans la zone euro facilite le processus d'ajustement relatif des prix et des salaires dans les pays les plus lourdement frappés par la crise et y prévient une hausse du poids de la dette. Ce sont là précisément les arguments qui, en 2003, ont conduit à affiner la définition de la stabilité des prix.

19. Au cours de l'été de 2012, le Conseil des gouverneurs de la BCE avait annoncé le programme d'opérations monétaires sur titres (OMT) dans le but de lever les doutes qui planaient sur l'irréversibilité de l'euro. Conjugué aux progrès accomplis en matière de réponse à la crise, ce programme a entraîné un retournement sur les marchés financiers. Depuis lors, les écarts de taux sur les obligations d'État par rapport à l'Allemagne se sont nettement resserrés dans les pays les plus sévèrement ébranlés par la crise, et la fragmentation financière suivant les frontières nationales s'est atténuée. Dans ces pays, les banques ont retrouvé un accès aux financements de marché, le coût de ces derniers a fléchi et la base de dépôts a pu être à nouveau consolidée. Elles sont ainsi devenues moins dépendantes du financement de l'Eurosystème et ont pu procéder au remboursement anticipé d'une partie des liquidités empruntées précédemment dans le cadre des deux opérations de refinancement d'une durée de trois ans. La fragmentation financière n'a pas pour autant disparu. Les taux de détail, principalement pour l'octroi de crédits aux sociétés non financières, et les volumes des crédits alloués ont encore affiché des écarts considérables, en partie, il est vrai, sous l'effet de différences en termes de risque débiteur et de position en capital des banques. C'est le financement des PME qui en a le plus souffert, les petites et moyennes entreprises étant moins à même de se tourner vers les sources de financement alternatives que les grandes sociétés. Face à une fragmentation persistante, le Conseil des gouverneurs de la BCE a indiqué en novembre qu'il continuerait d'effectuer l'ensemble des opérations de refinancement d'une durée inférieure ou égale à trois mois sous la forme d'appels d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servies, au moins jusqu'à la mi-2015, soit bien après l'échéance de la dernière opération d'une durée de trois ans.

20. La crise a illustré tous les risques d'instabilité que pouvait générer la combinaison d'une union monétaire et d'une interconnexion étroite des marchés et des établissements financiers en l'absence d'une intégration comparable de la politique prudentielle. Le projet d'union bancaire comble cette lacune en centralisant la surveillance des banques et en prévoyant l'instauration d'une autorité commune de résolution et d'un système conjoint de garantie des dépôts. En vue de relancer une dynamique de croissance, ce dispositif entend réfréner la fragmentation des places financières, dommageable au financement de larges pans de l'économie européenne, et briser l'engrenage, produit de la crise, entre la fragilité des finances publiques et les difficultés de financement des banques et, au-delà, de l'ensemble de l'économie.

21. La réalisation de l'union bancaire est un objectif ambitieux mais complexe, qui ne pourra être concrétisé que moyennant un engagement politique fort et un processus institutionnel rigoureux. C'est dans cette optique que les autorités européennes ont confié la création d'un mécanisme de surveillance unique (MSU) à la BCE. Cette dernière sera directement responsable de la supervision des quelque 130 groupes bancaires les plus importants de la zone euro, tandis que les autres établissements resteront en principe contrôlés par les autorités nationales, mais selon des procédures harmonisées.

22. Le MSU devra d'emblée asseoir sa crédibilité. Pour s'en assurer, un état des lieux approfondi s'impose. Les grandes banques du système mettront à plat leurs forces et leurs faiblesses, évalueront la qualité de leurs actifs encore ternie par les résidus de la crise financière et illustreront leur capacité de faire face à des circonstances adverses. Si cet examen révèle des situations de vulnérabilité structurelle ou d'insuffisance de fonds propres, il faudra y remédier en privilégiant des solutions apportées par le secteur privé. Au cas où ces interventions seraient jugées insuffisantes, un soutien direct des pouvoirs publics n'est pas à exclure. Celui-ci devra toutefois être conditionnel, afin d'empêcher des distorsions de concurrence et d'imposer une contribution non seulement des actionnaires existants, dont la part dans le capital aura à être diluée, mais également, si nécessaire, des créanciers non privilégiés. Tous ces éléments concourront à accroître la transparence de la situation bilancielle des banques et à restaurer la confiance dans le système bancaire.

23. La procédure devra être menée à son terme avec diligence et cohérence, bien qu'elle soit parsemée d'écueils eu égard aux motivations parfois antagonistes des banques soumises au processus, des superviseurs et des États. Il y va d'abord de la réputation même de la BCE, qui pourrait être gravement écornée en cas de doute sur la rigueur de l'exercice. Ensuite, cela répond à une attente forte du marché, ce dernier n'ayant récemment procédé à une réévaluation positive de la solidité des banques européennes que sous bénéfice d'inventaire. Enfin, il s'agit d'un impératif politique car cette vérification de l'adéquation des fonds propres conditionne le recours possible au mécanisme européen de stabilité pour d'éventuelles recapitalisations ultérieures de banques du MSU.

24. Les interactions mises en place en prévision de ce processus d'évaluation global vont préfigurer le réseau de relations et de coordination que le MSU va nouer avec toutes les parties prenantes à la politique prudentielle. Il faudra d'abord faire jouer les synergies entre la BCE, qui mobilisera les ressources nécessaires pour diriger efficacement la surveillance des banques, et les superviseurs nationaux, qui feront profiter le nouveau système de leur proximité avec les marchés locaux et de leur connaissance de longue date des établissements individuels. Des liens étroits existeront également entre le MSU et les organismes internationaux chargés de la réglementation prudentielle, non seulement des banques, mais aussi des entreprises d'assurance et des marchés financiers, puisque le MSU couvrira des conglomérats exerçant leurs activités dans plusieurs secteurs financiers.

25. L'instauration prochaine du MSU nécessite d'avancer à un rythme parallèle dans l'intégration des mécanismes de gestion des crises financières dans l'UE. À cette fin, le Conseil européen a approuvé, en décembre 2013, un projet de règlement instituant un mécanisme de résolution unique (MRU), destiné à fédérer, dans la zone euro, les autorités nationales de résolution à mettre en place dans chaque État membre, conformément à une directive européenne. Ce règlement confirme le principe d'une participation des créanciers non privilégiés au renflouement des banques en difficulté. Afin de ne pas mettre en danger la stabilité financière, il faudra veiller à ce que les banques émettent suffisamment de créances de ce type. Le Conseil s'est également accordé sur le principe d'un fonds commun de résolution qui sera alimenté par des contributions du secteur bancaire et dont les compartiments nationaux seront progressivement mutualisés sur une période de dix ans.

26. L'harmonisation tant des règles prudentielles que de la conduite de la supervision et de la gestion de crise ne va pas gommer les différences structurelles ou les décalages conjoncturels entre les marchés nationaux. Les pays participant au MSU doivent dès lors garder la possibilité de mettre en œuvre des mesures spécifiques en cas de menace sur la stabilité de leur propre système financier, d'autant qu'ils ne peuvent plus recourir pour ce faire à l'instrument des taux d'intérêt et qu'ils restent responsables des conséquences financières d'une crise frappant leur économie. En vertu d'une recommandation du Comité européen du risque systémique (CERS) qui demandait à chaque État membre de désigner à cet effet une autorité spécifique, un projet de loi relatif à la politique macroprudentielle confie, en Belgique, cette mission à la Banque. Toutefois, dans un système financier intégré, comme c'est le cas de la zone euro, la contagion d'une crise nationale aux autres pays participants risque d'être rapide et virulente. L'autonomie des États devra donc être encadrée puisque certains des instruments utilisables seront identiques à ceux mobilisés pour la surveillance des établissements individuels. S'agissant de ces derniers, les autorités nationales et la BCE pourront relever le niveau des exigences, mais non le réduire, cette asymétrie devant empêcher que l'exercice de la politique macroprudentielle n'entraîne un assouplissement des règles prudentielles.

27. La prise en charge du contrôle bancaire ne peut mettre en péril le maintien de la stabilité des prix, qui demeure l'objectif prioritaire de la BCE. Il faudra établir des structures de gouvernance appropriées pour garantir l'indépendance de la politique monétaire vis-à-vis de la supervision, tout en exploitant les synergies entre ces deux missions et en tenant compte des interactions

qui ont été révélées par la crise financière. À cette fin, un Conseil de surveillance a été institué au sein de la BCE, afin d'assurer l'autonomie de la fonction de surveillance, mais en gardant intacte l'autorité de décision suprême du Conseil des gouverneurs de la BCE.

28. Afin d'améliorer le fonctionnement de l'UEM, il est primordial de finaliser sans délai le projet d'union bancaire et de continuer à renforcer la coordination des politiques économique et budgétaire. Pour autant, même lorsque ce processus sera terminé, la construction demeurera incomplète. Par analogie avec d'autres unions monétaires, l'UEM aurait tout intérêt à être elle aussi pourvue d'un mécanisme supplémentaire destiné à amortir les chocs asymétriques, en l'occurrence une politique budgétaire partiellement transférée à l'échelon communautaire qui ne cantonnerait plus le jeu des stabilisateurs automatiques au seul plan national. On créerait ainsi un dispositif de partage des risques entre les États membres, qui consoliderait la capacité d'absorption des chocs de l'ensemble de l'Union. La conception en est toutefois particulièrement complexe. En effet, un tel instrument ne peut être source de transferts unidirectionnels permanents entre États membres, pas plus qu'il ne peut affaiblir les incitants à mener, au niveau national, une politique économique et budgétaire adéquate. En outre, une union budgétaire de ce type ne pourra voir le jour que si elle bénéficie d'un soutien démocratique suffisant et peut s'appuyer sur une véritable union politique. Ce sont là, au demeurant, deux composantes essentielles du programme de réformes à plus long terme et du parachèvement de l'UEM.

3. L'économie belge à la croisée des chemins

29. L'activité économique s'est également accélérée en Belgique à partir du deuxième trimestre de 2013, sous l'impulsion, principalement, de la consommation privée et des exportations. En raison de l'effet de niveau négatif de la baisse de l'activité au cours de l'année précédente, l'économie n'a crû que de 0,2 % sur une base annuelle. La reprise est par ailleurs demeurée trop anémique pour redresser l'emploi. Le nombre de personnes occupées a encore reflué de 11 000 unités, et le chômage a atteint 8,4 % de la population active à la fin de l'année, dépassant même les 20 % parmi les jeunes de moins de 25 ans. Dans ce contexte, l'inflation s'est elle aussi repliée, revenant de 2,6 % en 2012 à 1,2 % en 2013. Sur l'effet modérateur de l'apathie de la demande intérieure se sont greffées l'incidence de la diminution des cours des matières premières, la fixation plus concurrentielle des prix du gaz et de l'électricité et la modération salariale amorcée par le gouvernement fédéral à la fin de 2012. Tant la réforme de l'indice des prix à la consommation que le gel des salaires réels ont contribué à ralentir la hausse des coûts salariaux horaires dans le secteur privé, qui est retombée de 3,7 % en 2012 à 2,2 % en 2013.

30. Les investissements des entreprises et ceux en logements ont encore reculé, les derniers ayant même fléchi plus sensiblement qu'en 2012. Dans ces circonstances, l'octroi de crédits bancaires aux sociétés non financières et aux ménages s'est lui aussi essoufflé, à la suite, essentiellement, d'une contraction de la demande, alors que les banques belges avaient quelque peu assoupli leurs conditions d'octroi de crédits. À l'incidence restrictive de la perception accrue du risque s'est opposé le relâchement induit par l'allègement des contraintes bilancielles des banques et par la concurrence ravivée entre établissements de crédit. Cela dit, bon nombre de petites entreprises continuent de rencontrer des difficultés dans leur recherche de financement.

31. Si les restructurations menées par les intermédiaires financiers belges leur ont permis de renouer avec les profits et, partant, de renforcer leur solvabilité, les conditions d'exercice des activités restent difficiles, hypothéquant un retour durable à la rentabilité. Les bénéfices de 2013 résultent, pour une grande part, d'éléments exceptionnels, en particulier des plus-values sur titres, qui devraient se tarir dans les années à venir au vu du bas niveau actuel des taux d'intérêt. En revanche, la stagnation du volume des transactions, liée à l'atonie de la demande de crédits ou encore à la baisse des souscriptions en assurance-vie, a fortement pesé sur les

résultats récurrents et n'a guère été compensée par quelques mesures plus structurelles, comme des réductions des coûts opérationnels ou des adaptations de la tarification.

32. Même si la reprise se dessine et que, par rapport à celles de la plupart des autres pays de la zone euro, l'économie belge a plutôt bien résisté à la crise, il n'en demeure pas moins que cette dernière a laissé des traces sur les finances publiques, sur le potentiel de production, sur l'emploi et sur le secteur financier. La détérioration du solde courant, la tendance des exportations à subir une perte relativement importante de parts de marché, ainsi que le constat selon lequel la création nette d'emplois a, ces dernières années, largement reposé sur les secteurs non marchands suscitent également l'inquiétude. Des étapes ont été franchies ces deux dernières années en vue d'inverser le mouvement. La restructuration du secteur financier est en cours, le déficit public a été réduit, des réformes des pensions et du marché du travail ont été initiées et des mesures ont été adoptées afin d'intensifier la concurrence dans les industries de réseau et d'améliorer la compétitivité des entreprises. Il convient néanmoins de continuer à préparer l'avenir dans un contexte qui, même sans la crise, serait marqué par les défis inhérents à la mondialisation croissante, au changement climatique et, surtout, aux coûts du vieillissement.

33. Ces coûts sont particulièrement élevés en Belgique. À politique inchangée, le Comité d'étude sur le vieillissement les évalue à 5,4 % du PIB à l'horizon 2060. De surcroît, de telles estimations sont par nature entachées d'une grande incertitude. Les projections de l'Ageing Working Group – un groupe de travail européen sur le vieillissement –, qui s'appuient sur d'autres hypothèses, anticipent une augmentation plus vive encore des dépenses. En outre, le plein impact de ces coûts ne tardera pas à se faire sentir. Les prochaines années offriront donc une occasion à ne pas manquer de s'attaquer résolument à la problématique du vieillissement. Elles devront sans délai être mises à profit pour préserver la prospérité du pays et pour maintenir tant le caractère adéquat que la viabilité financière du régime de protection sociale, sans reporter une part disproportionnée des charges sur les générations futures. Compte tenu de l'ampleur de ce défi, il importe de mobiliser tous les leviers potentiels et d'œuvrer à l'établissement d'une synergie maximale entre les différents domaines d'action. Il faut par conséquent élaborer un plan d'action cohérent afin de continuer à rehausser le potentiel de croissance, à accroître le taux d'activité, à assainir les finances publiques et à mettre en place un système financier stable au service de l'économie.

Ajustement budgétaire structurel et croissance durable comme leviers pour assurer un niveau de vie élevé et un haut degré de protection sociale

34. En dépit d'une faible croissance économique, le déficit public a été ramené de 4 % du PIB en 2012 à 2,7 % en 2013. Le solde structurel s'est amélioré de 0,8 %. Une progression additionnelle a résulté du retournement des facteurs temporaires. En 2012, ces derniers avaient encore creusé le déficit, sous l'effet de l'injection de capitaux dont a bénéficié Dexia, alors qu'en 2013, ils ont rapporté, de manière non récurrente, 0,4 % du PIB, grâce notamment à la régularisation fiscale.

35. La Belgique n'étant pas parvenue en 2012 à résorber son déficit excessif dans les délais impartis, le Conseil Ecofin a décidé en juin 2013 de durcir la procédure en cours à l'encontre de l'État belge. En vertu de cette décision, le déficit excessif devait être corrigé durablement dès 2013, et des progrès suffisants doivent être accomplis en 2014 vers la réalisation de l'objectif à moyen terme. En novembre 2013, la Commission européenne a estimé que le plan budgétaire présenté pour 2014 était globalement conforme aux règles du pacte de stabilité et de croissance – notamment parce que le déficit resterait sous la barre des 3 % du PIB cette année-là également –, mais que le solde structurel risquait de ne pas tendre suffisamment vers l'objectif à moyen terme.

36. Il demeure important de ne pas s'écarter de la trajectoire définie par le gouvernement belge dans le programme de stabilité d'avril 2013, laquelle prévoit un équilibre structurel en 2015 et cherche à atteindre l'objectif à moyen terme – un surplus structurel de 0,75 % du PIB – en 2016. Cet objectif est ambitieux en ce qu'il a été tenu compte, lors de sa fixation, tant de la dette publique – qui s'élève à 99,7 % du PIB – que des coûts du vieillissement. Étant donné que ces derniers ne tarderont en outre plus à se manifester pleinement, il importe de converger sans délai vers l'objectif à moyen terme. C'est pourquoi il serait indiqué d'élaborer dès 2014 un plan pluriannuel clair qui couvrirait l'ensemble de la trajectoire jusqu'en 2016. Cela lèverait rapidement l'incertitude entourant la consolidation budgétaire, ce qui profiterait à la confiance et, dans un contexte de reprise économique, pourrait permettre de contrebalancer l'incidence restrictive de l'assainissement par un recul de la propension à l'épargne du secteur privé. De plus, la demande extérieure joue en tout état de cause un rôle majeur dans l'évolution conjoncturelle en Belgique, tandis que le caractère structurel de la trajectoire d'ajustement dispense de corriger immédiatement d'éventuels aléas conjoncturels.

37. La trajectoire susmentionnée entraînera une réduction relativement rapide de la dette publique, ce qui dégagera de la marge, par le repli des charges d'intérêts, pour absorber partiellement les coûts du vieillissement. De plus, à un stade ultérieur, on pourra utiliser quelque peu l'excédent budgétaire. Ces marges ne suffiront cependant pas à compenser tous les coûts budgétaires du vieillissement, si bien qu'il faudra absolument adopter des mesures pour les amoindrir. La réforme des pensions menée par le gouvernement fédéral est une étape-clé dans ce sens, mais la durée moyenne de la carrière devra encore être augmentée, compte tenu de l'espérance de vie, des caractéristiques spécifiques de la carrière et de l'évolution de la population active. L'incidence est double. Non seulement l'allongement de la carrière diminue les coûts du vieillissement, mais il contribue également à maintenir l'offre de travail, ce qui permet d'empêcher qu'en plus des coûts directs y afférents, le vieillissement ne bride fortement le potentiel de croissance. De telles mesures ne sortissent totalement leurs effets qu'à plus long terme, mais il serait préférable de les prendre le plus vite possible, afin de dissiper l'incertitude entachant les perspectives d'avenir. Emprunter ce chemin libérera aussi progressivement des marges supplémentaires pour d'autres initiatives, comme la réalisation d'investissements favorables à la croissance dans les infrastructures, dans la recherche et dans l'enseignement, ou la quête d'une plus grande durabilité écologique.

38. La sixième réforme de l'État, qui entrera en vigueur le 1er juillet 2014, élargit de plus d'un tiers, en termes budgétaires, les compétences des communautés et des régions. Elle leur confère ainsi une liberté d'action dans d'importants domaines socio-économiques, tels que les allocations familiales, certains aspects des soins de santé et aux personnes, des pans de la politique de l'emploi et les dépenses fiscales afférentes aux logements, aux titres-services et aux investissements économiseurs d'énergie. En outre, la nouvelle loi de financement accroît l'autonomie fiscale des régions. Cette réforme est une opportunité à saisir pour améliorer l'adéquation de la politique aux besoins spécifiques des différentes communautés et régions. Cela devrait permettre la mise en place de nouveaux leviers en faveur d'une plus grande efficacité ainsi que d'un soutien renforcé au potentiel de croissance de l'économie. Dans le même temps, il s'agit de s'assurer que les initiatives prises par les divers niveaux de pouvoir sont cohérentes entre elles et qu'elles ne rendent pas la réglementation plus complexe ni n'alourdissent les charges administratives. En effet, ces deux facteurs compliquent l'entrepreneuriat et la création d'emplois. Une concertation plus étroite et des accords de coopération concrets entre les différentes entités des pouvoirs publics s'avéreront nécessaires.

39. La nouvelle loi de financement contribue aussi à un partage équilibré des ressources disponibles entre le pouvoir fédéral – qui supportera l'essentiel des coûts du vieillissement – et les communautés et les régions. Encore faut-il que tous les niveaux de pouvoir en Belgique participent à l'assainissement des finances publiques. Cela requiert des accords de coopération, fixant des objectifs budgétaires clairs et contraignants pour chaque entité, comme demandé d'ailleurs lors du Conseil Ecofin de juin 2013. Pour l'heure, de tels accords n'existent que pour

les années 2013 et 2014. L'accord conclu en décembre 2013 entre le pouvoir fédéral et les communautés et les régions ancre le principe d'un budget en équilibre, tel que prescrit par le pacte budgétaire européen. De plus, il prévoit que, dans le cadre de l'actualisation du programme de stabilité et sur la base d'un avis du Conseil supérieur des finances, les objectifs budgétaires annuels en termes nominaux et structurels soient répartis entre les différents niveaux de pouvoir. Cette répartition doit respecter l'objectif à moyen terme, ou la trajectoire d'ajustement devant y mener, et être approuvée par le Comité de concertation entre le gouvernement fédéral et les gouvernements des communautés et des régions.

40. Veiller à la composition de l'ajustement budgétaire est primordial pour parvenir à une synergie maximale avec le renforcement du potentiel de croissance et, partant, pour alléger l'ajustement requis. Les dépenses primaires des administrations publiques s'établissent entre-temps à 51 % du PIB. La maîtrise des dépenses par l'amélioration, à tous les niveaux de pouvoir, de la qualité et de l'efficience de l'intervention publique est dès lors une mission importante. En outre, pour opérer des choix, on peut se laisser guider par la contribution qu'apportent les différents types de dépenses à l'accroissement du potentiel de croissance, au développement durable de l'économie ainsi qu'à l'atténuation des inégalités sociales. Les dépenses destinées à encourager la participation au marché du travail sont de ce point de vue très efficaces. En effet, non seulement le travail soutient l'économie, mais il constitue également la meilleure garantie contre la pauvreté et l'exclusion sociale. Par ailleurs, les investissements publics et les dépenses publiques en recherche, pour lesquels la Belgique n'affiche pas de bons résultats au niveau international, doivent être préservés au mieux, voire, dans la mesure du possible, être stimulés car ils sont utiles au potentiel de croissance.

41. La pression fiscale déjà forte ne laisse guère de marge pour l'accentuer encore, bien qu'il convienne de prendre toutes les dispositions pour une perception correcte des impôts et pour lutter contre les fraudes sociale et fiscale. Il serait même opportun d'abaisser les prélèvements particulièrement élevés sur les revenus du travail. De fait, ils expliquent en grande partie pourquoi les coûts salariaux en Belgique sont supérieurs à ceux des pays voisins, ce qui représente une menace pour la compétitivité, la création d'emplois et l'activité, y compris dans les secteurs qui ne sont pas exposés à la concurrence étrangère. C'est précisément la raison pour laquelle, dans le Pacte pour la compétitivité et l'emploi, le gouvernement fédéral a prévu trois réductions de charges, respectivement en 2015, en 2017 et en 2019, chacune de 450 millions d'euros, ou 0,3 % de la masse salariale.

42. Les réductions des charges sur le travail peuvent être financées par une compression des dépenses, mais aussi, le cas échéant, par la recherche d'autres sources de recettes, comme les impôts indirects, les taxes environnementales, ou encore les impôts sur les revenus du patrimoine. Pour jeter les bases d'une réforme de la fiscalité qui soit propice à la croissance et à l'emploi, il y a lieu de procéder, à l'instar de l'analyse de sources de financement alternatives de la sécurité sociale effectuée en 2011 par le Bureau fédéral du plan et la Banque, à un examen détaillé de l'incidence des différents prélèvements, mais également des nombreuses exonérations fiscales auxquelles peuvent prétendre les sociétés et les personnes physiques. Considérée sous cet angle, la baisse de la TVA sur la consommation privée d'électricité à compter d'avril 2014 – qui fait aussi partie du Pacte pour la compétitivité et l'emploi – est atypique. En effet, même si une telle diminution ralentit l'indexation, il s'indique à long terme de déplacer les charges pesant sur le travail vers d'autres prélèvements. Par ailleurs, une grande réforme fiscale devrait de préférence comporter une simplification de la fiscalité, ce qui permettrait de combattre l'évasion fiscale.

43. La politique budgétaire ne peut cependant supporter à elle seule tout le poids de l'ajustement : elle doit pouvoir s'appuyer sur un développement économique suffisamment vigoureux. De surcroît, les choix budgétaires ne constituent pas l'unique levier susceptible de dynamiser l'économie. Le bas niveau de la croissance potentielle en Belgique, pour une grande part imputable à la faible contribution de la productivité totale des facteurs, illustre d'ailleurs le

besoin urgent de réformer toute une série d'autres domaines afin de redresser le potentiel de croissance et de conforter l'assise de la protection sociale.

44. En outre, dans une petite économie ouverte, la prospérité est fondamentalement tributaire de la compétitivité. La capacité des entreprises de s'insérer dans les chaînes de valeur ajoutée mondiales est, à cet égard, un catalyseur important, en ce qu'elle permet d'explorer des débouchés en pleine expansion, même pour les entreprises qui n'exportent pas directement ou qui ne sont pas actives sur ces marchés spécifiques. La situation centrale de la Belgique en Europe et la présence d'une infrastructure portuaire sont deux atouts majeurs en la matière. Une telle intégration dans les chaînes de production mondiales démontre par ailleurs que la compétitivité est un concept large, qui dépasse le secteur exportateur et touche aussi tous les fournisseurs de la chaîne d'exportation, lesquels opèrent bien souvent dans le secteur des services. La compétitivité est du reste multipolaire. Elle est naturellement liée aux coûts, mais également à la qualité des institutions, des facteurs de production, ainsi que des biens et des services proposés. Remédier aux lacunes existant dans chacun de ces domaines offrira de nombreuses possibilités de générer davantage de croissance et d'emplois à l'avenir.

45. S'agissant de la compétitivité en termes de prix et de coûts, la Belgique est, ces dernières années, apparue vulnérable sur un certain nombre de points. Pour commencer, l'inflation a réagi plus sensiblement aux fluctuations des cours des matières premières que dans les pays voisins. La réforme de la fixation des prix du gaz et de l'électricité menée à bien grâce aux mesures du gouvernement fédéral a atténué le risque de récidive, sans toutefois l'écarter totalement. En outre, en Belgique, la production – et plus particulièrement celle destinée à être exportée – est très énergivore. Par ailleurs, un handicap concurrentiel considérable s'est accumulé en matière de coûts salariaux. Abstraction faite des subventions salariales, l'écart des coûts salariaux horaires constitué depuis 1996 par rapport à la moyenne des trois pays voisins est ressorti à 4,8 % en 2013. De plus, l'évolution de la productivité est restée en retrait de celle observée dans ces pays, si bien que l'écart salarial par unité produite excède même les 12 %. Cette situation est attribuable à un handicap face à l'Allemagne, alors qu'un avantage concurrentiel a été accumulé entre 1996 et 2013 vis-à-vis des Pays-Bas. Les disparités relevées dans ce domaine entre les secteurs ainsi qu'entre les entreprises révèlent de surcroît que la formation des salaires est insuffisamment alignée sur la productivité.

46. La poursuite en 2014 de la mise en œuvre de la modération salariale décidée à la fin de 2012 et les mesures prévues dans le Pacte pour la compétitivité et l'emploi peuvent déboucher sur une diminution progressive de l'écart salarial. Le gouvernement évalue leur incidence totale à 2,96 points de pourcentage à l'horizon 2019, mais une part limitée de cet effort se reflète déjà dans l'évolution des coûts salariaux observée en 2013. Il est absolument nécessaire de continuer à maîtriser les coûts salariaux en Belgique. De fait, les mesures adoptées ne produiront des effets favorables sur la compétitivité et sur l'emploi que si elles ne servent pas de marge supplémentaire pour augmenter les salaires bruts. De ce point de vue, il n'est pas non plus indiqué de soustraire du calcul de l'écart salarial les titres-services ainsi que les subventions salariales qui visent à promouvoir l'emploi dans les secteurs non marchands. L'impact de subventions sur l'écart salarial doit être évalué par le gouvernement en concertation avec les partenaires sociaux. Même si l'indexation est une source de modération salariale en période de recul de l'inflation, elle peut, dans certaines circonstances, entraîner un nouvel élargissement de l'écart salarial et mettre en péril les efforts déjà consentis. Elle comprime également les marges disponibles pour la différenciation salariale. En outre, l'expérience de ces dernières années atteste que l'indexation complique la résorption d'un handicap salarial, étant donné qu'en pratique, seules les hausses salariales conventionnelles réelles ou les mesures ayant un coût budgétaire offrent des marges pour ce faire, et que ces dernières sont elles aussi restreintes. Ces éléments doivent être pris en considération dans le cadre d'une analyse coûts-bénéfices de l'indexation. Afin de mieux lier l'évolution des coûts salariaux à celle de la productivité, de préserver la compétitivité et de favoriser l'emploi, une réflexion sur les modalités de la formation des salaires est nécessaire.

47. À court terme, la maîtrise des coûts est essentielle à une pleine intégration au sein de l'économie mondiale. Cependant, à plus long terme, cette intégration dépend surtout de la capacité d'innover ; une responsabilité importante incombe dès lors aux entreprises. En optimisant de la sorte les gains de productivité et en se profilant, par la différenciation des produits, dans des niches à haute valeur ajoutée qui sont souvent moins sensibles aux prix, on dégagera durablement une marge pour l'évolution des revenus réels. La position de son propre segment de production dans la chaîne de valeur joue un rôle crucial à cet égard. Plus celui-ci est proche du consommateur final, plus la création de valeur est élevée. La Belgique est encore trop peu spécialisée dans de tels segments, ce qui accroît sa vulnérabilité en cas de hausse des coûts salariaux ou de renchérissement des matières premières. Ainsi, ces dernières années, certaines branches industrielles ont été confrontées à une différence de coût considérable pour les matières premières énergétiques par rapport à des entreprises établies en Amérique du Nord. De surcroît, comme la création de valeur est, dans une large mesure, due à la prestation de services – allant de la conception et du design des produits, d'une part, à la distribution, au marketing et à la vente, d'autre part –, ces segments présentent également de nombreuses opportunités de croissance, qu'on retrouve aussi dans les projets créatifs répondant aux nouveaux besoins liés au vieillissement de la population ou à la recherche d'une plus grande durabilité écologique.

48. Pour dynamiser l'économie, il faut absolument investir en R&D. En Belgique, le financement de ce type d'investissements par les pouvoirs publics est insuffisant, tandis qu'au niveau des entreprises, ces investissements se concentrent trop sur certaines branches d'activité, voire sur quelques entreprises. Au total, ils doivent être majorés pour atteindre l'objectif de 3 % fixé dans le cadre de la stratégie Europe 2020. En outre, l'innovation vise surtout à améliorer les processus de production ou à concevoir des variantes de produits existants, et cherche trop peu à favoriser une véritable inventivité. Il convient de créer davantage de réseaux entre les producteurs et les centres de recherche, et d'encourager et de soutenir l'esprit d'entreprise par une administration publique moderne et efficace. De plus, les entrepreneurs doivent pouvoir trouver aisément le financement nécessaire à leurs nouveaux projets et compter sur un système d'intermédiation financière performant et stable.

49. Une économie de la connaissance dynamique doit par ailleurs pouvoir s'appuyer sur une offre de travail suffisante et de qualité. Certes, la crise comprime actuellement la demande de main-d'oeuvre, mais cela ne signifie pas pour autant que cette nécessité sera moindre à l'avenir – a fortiori si on tient compte de l'avancée du vieillissement. Le danger existe que certains groupes à risque, les jeunes peu qualifiés en particulier, en s'enlisant dans le chômage de longue durée, ne soient contraints de décrocher définitivement. Il est d'ailleurs frappant de constater qu'une pénurie de main-d'œuvre subsiste aujourd'hui encore sur plusieurs segments. Investir dans la formation, l'accompagnement et l'activation des demandeurs d'emploi constitue par conséquent une priorité et doit compléter la responsabilisation accrue visée par la réforme des allocations de chômage. Pour une partie des jeunes, les contrats de travail temporaires et le travail intérimaire sont un tremplin approprié vers le marché du travail, mais il s'agit de veiller à ce que les plus fragiles d'entre eux ne soient pas confrontés à une longue succession de ce type de contrats. Il faut également prêter une attention spécifique à l'insertion des personnes d'origine étrangère sur le marché du travail. Pour éviter que l'écart ne se creuse davantage entre les « insiders » et les « outsiders », il convient, dans le cadre de l'organisation du marché du travail et de la formation des salaires, d'accorder plus d'importance à l'augmentation des opportunités d'emploi des chômeurs, surtout des plus vulnérables d'entre eux. Non seulement leur sous-emploi engendre des coûts économiques substantiels, mais il est aussi une source majeure d'exclusion sociale. La qualité de l'enseignement est un autre facteur crucial. Dans son enquête PISA la plus récente, l'OCDE confirme, pour la Communauté française, le défi d'améliorer la qualité moyenne, mais elle pointe également des résultats très divergents dans les deux grandes communautés. L'origine sociale est manifestement déterminante à cet égard, alors que l'enseignement doit précisément s'efforcer d'offrir des chances égales à tous. Le nombre de jeunes qui quittent l'école sans bagage suffisant doit absolument diminuer

grâce à un accompagnement spécifique. Les formations en alternance, notamment via les contrats de formation professionnelle, facilitent, dans de nombreux cas, le passage de l'école à l'emploi. Il s'agit de revaloriser socialement les formations techniques et professionnelles. L'harmonisation des statuts des ouvriers et des employés peut y contribuer, tout en favorisant la mobilité fonctionnelle. Encourager et rendre plus aisée la mobilité de la main-d'œuvre demeure un objectif essentiel. La création de nouvelles entreprises et de nouveaux emplois, plus que le maintien des firmes et des postes de travail ne présentant plus de potentiel, est en effet le moteur du progrès économique. La formation continue durant la carrière professionnelle doit devenir la règle, de manière à ce que les travailleurs puissent évoluer de concert avec les innovations technologiques rapides et avec les ajustements des processus de travail. La réforme des pensions est un premier pas fondamental pour répondre aux conséquences du vieillissement sur l'offre de travail, mais une nouvelle prolongation de la carrière s'impose.

50. Ce n'est qu'en combinant une dynamique de croissance reposant sur l'innovation à une formation des salaires adéquate et à un renforcement, sur les plans tant quantitatif que qualitatif, de l'offre de travail qu'on pourra créer assez d'emplois pour relever le taux d'emploi de 6 points de pourcentage à l'horizon 2020 et atteindre ainsi l'objectif de 73,2 % fixé dans le cadre de la stratégie Europe 2020. De ce point de vue, la complémentarité des actions est requise : il ne suffira pas de se focaliser seulement sur certains domaines.

La stabilité du système financier belge

51. Si la crise dans le secteur financier a provoqué une brusque rupture dans le rythme de croissance à long terme, ce secteur n'en continue pas moins d'occuper une place très importante dans le redéploiement du potentiel de développement de l'économie. Les restructurations et les durcissements d'exigences réglementaires requis pour assurer la stabilité financière s'accompagnent donc d'un débat plus large touchant aux conditions mêmes de l'exercice des activités financières et cherchant à accommoder stratégies d'entreprise, motivations prudentielles et choix de société. En Belgique, compte tenu du rôle prépondérant des banques et des entreprises d'assurance dans l'intermédiation financière, les discussions portent surtout sur les modalités de la récolte de fonds et de l'octroi de financements par ces deux grandes catégories d'établissements.

52. Le taux d'épargne élevé des ménages belges constitue un atout certain pour le secteur financier. Ces dernières années, les placements des particuliers ont eu tendance à s'accumuler sous la forme de dépôts d'épargne exonérés de précompte mobilier. Cette concentration contribue à accroître la liquidité des établissements de crédit, mais elle n'est pas dénuée d'inconvénients, tant pour le système financier que pour les autres agents économiques. Le glissement vers un produit unique limite les possibilités, pour les banques belges, de diversifier leur offre afin de faire face à la concurrence de banques étrangères profitant du statut fiscal privilégié des dépôts d'épargne pour collecter en Belgique des ressources éventuellement destinées à financer des activités sur d'autres marchés. Il implique aussi des risques de taux ou de liquidité qui pourraient brusquement se matérialiser en cas de changements dans les préférences des particuliers ou dans la structure des taux d'intérêt. Par ailleurs, le régime fiscal préférentiel accordé à un type d'actifs crée un biais dans la composition des patrimoines financiers, qui pourrait affecter la constitution d'une épargne de précaution à long terme susceptible de servir de complément à la pension légale. Les grands groupes de bancassurance peuvent en partie internaliser ces discriminations entre catégories de placements financiers en réorientant leurs clients des produits d'assurance-vie vers des dépôts d'épargne.

53. Le débat ne se limite pas à la structure de l'épargne, il porte aussi sur le financement de l'économie. Les banques sont à l'heure actuelle quasiment les seules pourvoyeuses de prêts hypothécaires aux ménages et de crédits aux nombreuses petites et moyennes entreprises

présentes en Belgique. Cette forte position de marché procure aux établissements de crédit belges une source régulière de revenus. Elle offre également des avantages indéniables dans la gestion des risques, la bonne connaissance des emprunteurs, souvent associée à la constitution de solides garanties, expliquant le faible niveau des pertes antérieures essuyées sur ces opérations.

54. Toutefois, des contraintes de liquidité, encore renforcées à la suite de la crise financière, amènent les banques à privilégier les actifs rapidement mobilisables. En ce qui concerne les crédits au logement, ce besoin peut être rencontré par l'émission d'obligations bancaires garanties par des prêts hypothécaires, ce qu'a facilité l'introduction d'un cadre légal spécifique en Belgique, tandis que les banques peuvent contribuer au financement des pouvoirs publics sans réduire leur liquidité, les titres souverains étant activement négociés sur les marchés secondaires. En revanche, ce souci des banques de ne pas immobiliser leurs actifs constitue un obstacle au financement à long terme des entreprises. Une réponse à ces besoins pourrait passer par un rééquilibrage de la fiscalité mobilière favorisant l'épargne à long terme ou par des initiatives destinées à diversifier les circuits financiers.

55. Le taux d'endettement total des ménages en Belgique reste inférieur à la moyenne de l'UE, même s'il s'en rapproche. Cette situation d'ensemble masque cependant des positions individuelles très différentes. La Banque a donc examiné plus en détail les risques inhérents aux portefeuilles de crédit des banques, anticipant ainsi le processus global d'évaluation du secteur bancaire par la BCE.

56. S'agissant des crédits au logement, ces analyses ont montré l'existence, au sein d'un portefeuille généralement conservateur, d'une fraction non négligeable, variable d'une banque à l'autre, de crédits hypothécaires combinant plusieurs facteurs de risque élevés. Il convient d'être d'autant plus attentif que les matelas de fonds propres, calibrés par les banques en référence à une période exempte de crise hypothécaire, se sont révélés très inférieurs à ceux mis en place dans la plupart des autres pays européens. La Banque a dès lors décidé de relever les coefficients de pondération des risques des modèles internes utilisés pour les crédits hypothécaires.

57. Les critères d'octroi des crédits aux entreprises sont moins faciles à standardiser mais, en revanche, les comparaisons directes entre les paramètres de risque appliqués par des prêteurs distincts sont plus aisées dans la mesure où une même entreprise entretient souvent des relations avec plusieurs banques. Les travaux en cours à la Banque, notamment sur la base des nouvelles données de la Centrale des crédits aux entreprises, laissent transparaître des divergences parfois substantielles dans le calibrage d'un risque identique par des banques différentes.

58. Les spécificités du mode de collecte et d'allocation des ressources financières en Belgique constituent l'un des déterminants de la capacité des établissements financiers de dégager des profits récurrents. Le contexte conjoncturel, marqué par une croissance atone et par un bas niveau des taux, en est un autre, qui concourt à exacerber la concurrence et à compliquer la poursuite des plans d'entreprise des grands établissements financiers. La Banque suit de près ces stratégies individuelles d'adaptation aux changements d'environnement car celles-ci ont souvent des implications sur la prise de risques. L'heure n'est plus aux grandes expansions sur des marchés étrangers ou aux larges diversifications de la gamme des produits, mais plutôt à une gestion rigoureuse des coûts, à une tarification plus systématique des services offerts ou à une hiérarchisation mieux différenciée des taux débiteurs et créditeurs.

59. Ces dernières années, les ajustements ont été facilités par le mouvement prolongé de baisse des taux, qui a permis aux établissements financiers d'engranger d'importantes plus-values sur leurs portefeuilles de titres. Cette source de revenus devrait toutefois se tarir, les taux étant retombés à des planchers historiques. Si cet assouplissement est favorable à l'activité économique et à la gestion de la liquidité du système financier, il pèse sur des composantes majeures de la

rentabilité des banques et des entreprises d'assurance. Les premières ne bénéficient plus guère de l'atout que représente la disposition de dépôts à vue non rémunérés, tandis que les secondes peinent à percevoir les revenus requis pour honorer les rendements garantis aux assurés dans le cadre de l'assurance-vie. Ceci amène certains établissements financiers à se tourner vers des actifs plus rémunérateurs, mais également plus risqués, et, dans le cas des établissements de crédit, à élargir leur marge d'intérêt en allongeant les transformations d'échéances. Il appartient aux établissements financiers de s'assurer d'une maîtrise adéquate de ces positions de crédit et de taux, tandis que les autorités prudentielles ont à vérifier les critères d'octroi des prêts ou d'acquisition des actifs. Ces dernières doivent aussi veiller à ce que les entreprises d'assurance adaptent régulièrement les taux garantis aux assurés en fonction des conditions du marché.

60. Si les risques sont inhérents à l'activité d'intermédiation, il faut veiller à ce que les banques ne les multiplient pas en prenant des positions pour compte propre. La crise a montré que les revenus additionnels procurés par de telles opérations sont extrêmement volatils et qu'ils peuvent se muer en lourdes pertes en cas de retournement des marchés. Les interventions publiques que ces pertes ont occasionnées ont incité un certain nombre de pays à lancer une réforme de type structurel pour séparer les activités traditionnelles de banque de dépôt de celles, plus risquées, de banque d'investissement. L'intention est précise, mais les modalités pratiques sont complexes à définir, ce qui explique les retards pris, presque partout, dans la mise en œuvre effective de cette mesure. Une scission trop radicale briderait le recours à certains instruments de gestion des risques bancaires ou se ferait au détriment de la clientèle des entreprises soucieuses de se couvrir à de bonnes conditions par des produits dérivés, ou encore des pouvoirs publics désireux de s'appuyer sur des teneurs de marché pour animer le marché secondaire de leur dette. Ces objectifs ont été rencontrés dans la législation belge. D'une part, des exigences complémentaires en capital sont prévues lorsque l'ensemble des activités de négoce dépassent un certain plafond. D'autre part, la négociation pour compte propre est soumise à une interdiction de principe, sous réserve d'une marge limitée pour tenir compte des zones d'ombre existant, dans la pratique, entre les positions pour compte propre et celles relevant de la gestion des risques ou du rôle d'intermédiaire de la banque en soutien à l'activité économique.

61. La réforme structurelle est devenue emblématique de la nouvelle loi bancaire, mais cette dernière a toutefois une portée bien plus large. Son objectif premier est de transposer, dans la législation belge, la nouvelle directive européenne concernant l'accès à l'activité et la surveillance prudentielle des établissements de crédit, dite « capital requirement directive – CRD IV », ainsi que le règlement européen adoptant en droit communautaire les nouvelles exigences prudentielles du Comité de Bâle, dit « capital requirement regulation – CRR », tout en prenant en compte les implications de l'instauration du MSU. La loi bancaire anticipe aussi certains aspects de la directive relative au redressement et à la résolution des établissements de crédit. Elle vise également à renforcer le contrôle exercé sur un établissement de crédit aux niveaux de son organe légal d'administration, de sa structure d'organisation opérationnelle et de l'approbation préalable à donner par le superviseur pour toute décision à caractère stratégique.

62. Les avancées dans l'harmonisation européenne des règles financières ne se limitent pas aux banques. Dans le secteur des assurances, l'entrée en vigueur de la directive Solvabilité II, qui modifie le régime d'ensemble de la surveillance prudentielle, a été reportée au 1er janvier 2016 au vu des problèmes de trop grande sensibilité des fonds propres aux méthodes d'évaluation des actifs et passifs à des prix de marché. Cela n'a cependant pas empêché la mise en œuvre d'une phase de transition introduisant déjà plusieurs dispositions de la directive relatives à la gouvernance, aux modalités de gestion des risques, ou encore aux obligations de transmission de données. Dans le domaine des infrastructures de marché, le nouveau règlement européen sur les produits dérivés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux, dit « European market infrastructure regulation – EMIR », accroît la transparence et la sécurité des opérations sur ces produits dérivés en instaurant des obligations de compensation centralisées, des techniques d'atténuation des risques et des prescriptions de déclaration des transactions.

Cette mesure devra être étayée par une surveillance approfondie de ces contreparties centrales afin d'éviter la matérialisation d'un risque de concentration dans l'éventualité d'une défaillance de ce type d'institution.

63. Ces mesures prudentielles en droit européen et en droit belge viennent progressivement finaliser les grandes réformes de la législation financière initiées peu après le déclenchement de la crise par le Conseil de stabilité financière (Financial Stability Board – FSB) et jalonnées par les travaux de grands organismes internationaux, tels le FMI et le Comité de Bâle. Parallèlement, l'architecture de la surveillance prudentielle a aussi été modifiée en profondeur, à la fois en Belgique, avec le transfert de la responsabilité prudentielle à la Banque, et dans la zone euro, avec la grande initiative européenne de centralisation de cette fonction à la BCE.

64. La nouvelle structure belge de supervision a fait l'objet d'un examen approfondi en 2013 lors de la mission d'évaluation du secteur financier conduite par le FMI. Ce dernier a constaté les progrès notables réalisés dans l'assainissement du système financier belge, reflétés par la capacité de résistance des grands établissements aux scénarios de chocs économiques ou financiers auxquels le Fonds les a soumis. Celui-ci a aussi mis en exergue le haut degré de conformité de la Belgique aux bonnes pratiques internationales en matière de surveillance des banques et des entreprises d'assurance. Il a relevé les améliorations dans le suivi des risques, qui est devenu plus systématique et davantage axé sur des ordres de priorité, tout en insistant sur la nécessité d'intensifier ces progrès. Le FMI a émis une série d'autres recommandations qui ont été mises en œuvre ou sont en passe de l'être, notamment par le biais de la nouvelle loi bancaire. Celles-ci portaient sur l'introduction de dispositions institutionnelles visant à instaurer une structure de coordination avec la FSMA et à désigner des autorités macroprudentielles et de résolution, sur le développement de l'expertise technique sur le plan de la validation des modèles internes des banques pour la gestion des risques, de la conduite de tests de résistance ou de la surveillance des conglomérats et, enfin, sur les modalités opérationnelles de la supervision. Ces dernières doivent être consolidées par une plus grande interaction avec les réviseurs, par des contacts individualisés réguliers avec la haute direction des principaux établissements financiers et par des procédures d'inspection mieux formalisées.

65. Plusieurs de ces nouveaux dispositifs vont devoir être adaptés à la suite de la mise en place du MSU. Ils peuvent toutefois déjà être valorisés dans l'exercice actuel de la supervision bancaire, toujours sous la responsabilité de la Banque, et ils resteront d'application dans la surveillance des petits établissements, pour laquelle les autorités nationales demeureront en première ligne. Les compétences récemment développées permettent aussi de traduire correctement les spécificités du système financier belge dans les travaux et dans les choix opérationnels préparatoires à l'entrée en vigueur du MSU.

66. Durant cette période de transition, la Banque va devoir mobiliser de nombreuses ressources, qui seront renforcées par un recours à des experts externes. Elle conservera également des fonctions importantes après que le contrôle prudentiel aura été transféré à la BCE. D'une part, les superviseurs du pays d'origine et des pays d'accueil des principales filiales des grands groupes bancaires du MSU auront un rôle-clé à jouer dans les équipes plurinationales de contrôle de ces groupes. D'autre part, de larges pans de la surveillance prudentielle, en particulier la totalité du contrôle des entreprises d'assurance et la supervision en première ligne des grandes infrastructures de paiement et de règlement établies en Belgique, resteront du ressort des autorités belges.

4. Conclusion

67. Les économies avancées doivent tirer parti de la fragile reprise qui se dessine pour poursuivre la correction de leurs faiblesses structurelles, tandis qu'il appartient aux autorités prudentielles et monétaires de continuer de veiller à la stabilité financière et à celle des prix. Ce n'est qu'alors que le redressement, cyclique jusqu'à présent, pourra se muer en une croissance durable. Partout, la crise a sensiblement gonflé le taux d'endettement des administrations publiques, si bien que l'élaboration de trajectoires claires et crédibles de consolidation à moyen terme constitue une priorité absolue. Par ailleurs, il convient de lancer des réformes structurelles qui rehaussent le potentiel de croissance de l'économie et en augmentent la capacité d'adaptation.

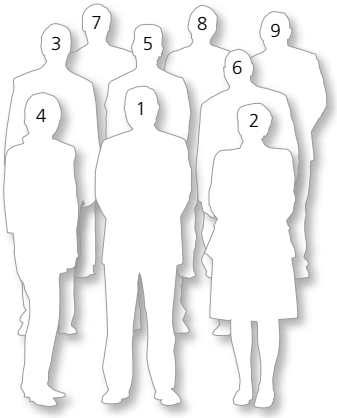
68. L'économie belge, qui a relativement bien résisté à la crise, se redresse elle aussi graduellement. La Belgique est l'un des rares États membres de la zone euro où l'activité a déjà retrouvé son niveau d'avant la crise. Les performances de l'économie belge ont ainsi été meilleures que celles de la France et, surtout, des Pays-Bas, tout en restant en retrait de celles de l'Allemagne. Néanmoins, la crise a laissé des traces sur le secteur financier, sur le potentiel de production, sur l'emploi et sur les finances publiques. De plus, les évolutions du compte courant et de la compétitivité présentent des signes de fragilité. Des étapes ont été franchies ces deux dernières années en vue d'inverser la tendance. Dans un environnement sans croissance, le déficit public a été ramené de 3,7 % en 2011 à 2,7 % en 2013. Des réformes des pensions et du marché du travail ont été initiées et des mesures ont été adoptées afin d'accentuer la concurrence dans les industries de réseau et d'améliorer la compétitivité des entreprises. Une nouvelle loi bancaire va concrétiser la réforme du secteur financier.

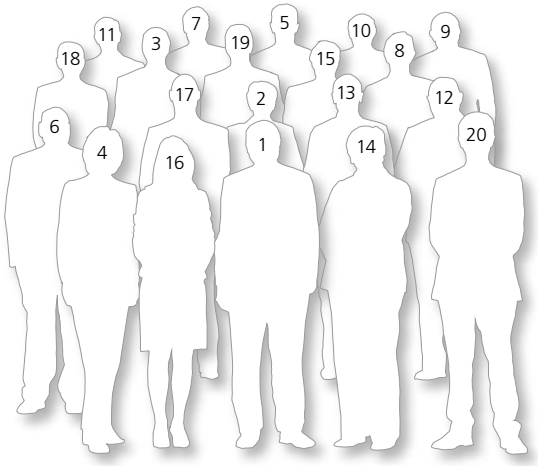
69. Il importe toutefois de poursuivre sur la voie ainsi empruntée et d'intensifier les efforts entrepris, sous peine de mettre inéluctablement en péril le niveau de vie élevé et le haut degré de protection sociale. À cet égard, il s'agit d'éviter de perdre un temps précieux, a fortiori quand d'autres pays mettent également en œuvre des réformes. La période 2014-2016 doit être mise à profit pour assainir les finances publiques d'une manière structurelle et propice à la croissance, avant que les coûts du vieillissement ne se manifestent pleinement. En outre, des mesures supplémentaires s'imposent pour contenir ces coûts. Dans le même temps, en réformant les marchés du travail et des produits, en encourageant l'entrepreneuriat et en favorisant un système d'intermédiation financière stable et efficace, il convient de miser, d'une part, sur l'innovation et sur la productivité et, d'autre part, sur une orientation de la formation des salaires et des prix qui soit compatible avec celles-ci, ainsi que sur la création d'emplois. Il en résultera une croissance durable, qui allégera l'ajustement budgétaire et préservera l'assise de la protection sociale par la maîtrise du taux de dépendance entre inactifs et actifs. Dans ce cadre, il faut chercher à dégager un rendement maximal à moyen terme, plutôt qu'à privilégier des résultats immédiats. Le fait que les mesures structurelles ne sortissent totalement leurs effets qu'après un certain temps ne peut servir de prétexte pour ne pas les adopter, mais doit, au contraire, inciter à les mettre le plus vite possible en chantier. On favorisera ainsi également un retour plus prompt de la confiance. La cohérence entre les différents domaines d'action et – dans un pays fédéral tel que la Belgique – entre les divers niveaux de pouvoir devrait être un autre point d'attention crucial. Les défis qu'ont à relever les responsables politiques sont considérables. Ils ne sont néanmoins pas insurmontables, à condition d'être traités à temps et avec cohérence. Un vaste projet de société, tourné vers l'avenir et porté par tous les groupes sociaux et tous les niveaux de pouvoir, est plus que jamais nécessaire.

Bruxelles, le 29 janvier 2014

Comité de direction

1 Luc Coene, GOUVERNEUR
2 Françoise Masai, VICE-GOUVERNEUR
3 Jan Smets, DIRECTEUR
4 Marcia De Wachter, DIRECTEUR
5 Jean Hilgers, DIRECTEUR
6 Norbert De Batselier, DIRECTEUR
7 Mathias Dewatripont, DIRECTEUR
8 Pierre Wunsch, DIRECTEUR
9 Luc Dufresne, SECRÉTAIRE



Conseil de régence

[1] Luc Coene, GOUVERNEUR
[2] Françoise Masai, VICE-GOUVERNEUR
[3] Jan Smets, DIRECTEUR
[4] Marcia De Wachter, DIRECTEUR
[5] Jean Hilgers, DIRECTEUR
[6] Norbert De Batselier, DIRECTEUR
[7] Mathias Dewatripont, DIRECTEUR
[8] Pierre Wunsch, DIRECTEUR
[9] Luc Dufresne, SECRÉTAIRE
[10] Gérald Frère, RÉGENT
[11] Didier Matray, RÉGENT
[12] Rudy De Leeuw, RÉGENT
[13] Karel Van Eetvelt, RÉGENT
[14] Michèle Detaille, RÉGENT
[15] Jean-François Cats, RÉGENT
[16] Sonja De Becker, RÉGENT
[17] Marc Leemans, RÉGENT
[18] Jean-Louis Six, RÉGENT
[19] Pieter Timmermans, RÉGENT
[20] Hans D'Hondt, REPRÉSENTANT DU MINISTRE DES FINANCES