



Luc Coene
Gouverneur

Avant-propos

La croissance mondiale, qui est ressortie à 3,3 %, est demeurée une fois de plus en deçà des attentes. L'aggravation des tensions géopolitiques au Moyen-Orient et en Ukraine n'en est que partiellement responsable. En effet, l'économie mondiale éprouve des difficultés à sortir de la crise et est, sept ans après son déclenchement, toujours en butte à une surcapacité, ou, autrement dit, à une situation de sous-emploi. L'économie mondiale, ou certaines parties de celle-ci, est-elle dès lors en proie à une stagnation séculaire à la suite d'une inadéquation persistante entre l'épargne et les investissements ?

S'agissant des économies avancées, le risque de stagnation paraît être le plus réduit aux États-Unis et au Royaume-Uni, la reprise y étant la plus robuste. La politique monétaire – qui a joué un rôle important dans la concrétisation de la reprise – s'y engage entre-temps sur la voie d'une normalisation graduelle. Cette situation contraste singulièrement avec celle du Japon, où la stagnation sévit déjà depuis tout un temps et où la déflation s'est installée dans l'économie, si bien que la politique d'assouplissement quantitatif et qualitatif a encore dû être renforcée.

En 2014, la croissance s'est essoufflée dans de nombreuses économies émergentes. Certains pays ont été confrontés en 2013 et au début de 2014 à un retournement abrupt des flux de capitaux, tandis que d'autres ont pâti du plongeon des prix des matières premières, en particulier du cours du pétrole brut. En Chine, la croissance est revenue à 7,4 %, sur fond de correction sur le marché immobilier et de risques accrus pesant sur la stabilité financière. Cela étant, le potentiel de croissance intrinsèque des économies émergentes reste élevé, en dépit d'un certain ralentissement ces dernières années, et les possibilités d'investissement qui y sont liées peuvent en principe mobiliser les excédents d'épargne des économies dont la population est vieillissante. Cette dimension mondiale revêt de l'importance dans le débat sur la stagnation séculaire, l'équilibre entre l'épargne et les investissements devant être trouvé à l'échelle mondiale.

Dans la zone euro – où la reprise a à nouveau marqué le pas dès le deuxième trimestre, de sorte que la croissance ne s'est établie qu'à 0,8 % en 2014, et où le taux de chômage se monte encore à 11,5 % –, certains symptômes de stagnation semblent se faire jour. Pour y échapper, un éventail de politiques très complet est requis, combinant une politique macroéconomique destinée à encourager la demande à des réformes structurelles de nature à raviver l'offre et à une politique facilitant le financement de l'économie.

Du côté de la demande de l'économie, la politique monétaire doit empêcher qu'une trop longue période de faible inflation n'entrave la reprise. Le bas niveau de l'inflation complique le processus de désendettement et ralentit l'ajustement des positions concurrentielles entre pays de la zone euro. En outre, le fléchissement des anticipations d'inflation pousse les taux d'intérêt réels à la hausse, ce qui occasionne un gonflement de l'épargne et un reflux des investissements. La taille et la composition du bilan de la banque centrale ainsi que son rythme d'expansion constituent des

paramètres de politique monétaire qui demeurent disponibles même après que les taux directeurs ont atteint leur plancher à l'été de 2014. En janvier 2015, le Conseil des gouverneurs de la BCE a emprunté cette voie en lançant un programme étendu d'achats d'actifs, à hauteur de 60 milliards d'euros par mois.

Dans le cadre du pacte de stabilité et de croissance, qui offre une certaine flexibilité, la consolidation budgétaire doit se poursuivre d'une manière propice à la croissance dans les pays où la soutenabilité des finances publiques est compromise. Toutefois, là où des marges existent, il convient également de suivre une orientation budgétaire plus expansionniste.

Il y a avant tout lieu de procéder à des réformes structurelles, et ce dans deux domaines. D'abord, il importe de renforcer la productivité et le potentiel de croissance de l'économie en encourageant l'innovation et en réformant les marchés du travail et de produits. De telles réformes profiteront au soutien apporté à la demande. Ensuite, l'économie doit être financée plus efficacement, d'une part en facilitant le financement de marché, et d'autre part en récoltant les fruits de l'avancée substantielle enregistrée en 2014 avec la création de l'union bancaire. Le mécanisme de surveillance unique a démarré en novembre 2014, après que l'évaluation complète, dite « comprehensive assessment », a été menée à bien, et le mécanisme de résolution unique a, lui aussi, été concrétisé. Cette combinaison de réformes augmentera le produit des investissements et diminuera les coûts de financement qui y sont associés. Ce faisant, on pourra donner un élan considérable à la composante des dépenses, qui a, jusqu'à présent, été la principale responsable du déficit de la demande dans la zone euro. La stimulation de la demande et le soutien de l'offre ne sauraient se substituer l'un à l'autre : ils sont en effet complémentaires. La zone euro doit simultanément croître et se réformer.

Bien que l'environnement économique déprimé commande une politique monétaire accommodante, le très faible niveau des taux d'intérêt nominaux peut engendrer de nouveaux excès sur les marchés financiers et pèse sur les profits des entreprises financières. Les banques centrales se trouvent ainsi confrontées au défi de chercher à stimuler la prise de risques économiques, tout en veillant à ne pas emballer la prise de risques financiers. Ce contexte a conduit les autorités à élargir la gamme de leurs moyens d'action par la mise en œuvre d'une politique macroprudentielle. De ce fait, la politique monétaire peut se concentrer sur son objectif prioritaire – le maintien de la stabilité des prix –, ce qui exerce d'ailleurs en premier lieu des effets d'entraînement positifs sur la stabilité financière, et la politique macroprudentielle peut endiguer les effets dérivés de la politique monétaire accommodante et les risques qui y sont liés. En vertu de la loi du 25 avril 2014, la Banque est chargée de la conduite de cette nouvelle politique en Belgique.

Six banques belges ont participé directement au « comprehensive assessment », tandis que plusieurs filiales de groupes étrangers s'y sont soumises par l'intermédiaire de leur maison mère. L'examen de la qualité des actifs a confirmé que les pratiques comptables des banques belges étaient généralement prudentes, se traduisant notamment par un niveau adéquat de provisions pour risques de crédit. Elles ont toutes absorbé le scénario de base des tests de résistance, tandis qu'AXA Bank Europe et Dexia n'ont pas rempli les conditions de réussite du deuxième scénario, nettement plus défavorable. La première a bénéficié d'un apport de fonds propres de sa maison mère qui lui a permis de satisfaire au ratio de solvabilité requis, tandis que la seconde est un cas particulier puisqu'il s'agit d'une banque sous plan de démantèlement ordonné et bénéficiant de garanties d'États, si bien qu'aucune mesure complémentaire n'est nécessaire.

Il est en outre apparu que les charges du passé continuaient d'obérer la rentabilité des banques. Les banques belges cherchent à se profiler sur leurs activités traditionnelles et leur marché domestique. Ce marché se caractérise par le montant considérable des placements accumulés par les ménages belges ainsi que par des disparités dans les régimes fiscaux applicables aux différents types de revenus mobiliers. Ce coin fiscal interfère avec les modèles d'entreprise des intermédiaires financiers belges, d'une part en amenant les banques à concentrer leurs passifs sur des dépôts d'épargne, et d'autre part en bridant la branche vie des compagnies d'assurances. Par ailleurs, il est en partie à l'origine du

développement des groupes de bancassurance, une autre particularité du paysage financier belge. Une harmonisation de la fiscalité mobilière permettrait de neutraliser ces effets sur la structure des marchés.

Le repli sur des crédits plus traditionnels, qui affichent actuellement des taux de défaut modérés, ne constitue pas une garantie pour le futur. C'est pourquoi les tests de résistance de la BCE ont tenu compte d'une éventuelle baisse substantielle des prix des logements. Même si les banques belges ont bien résisté à ce scénario extrême, la Banque reste attentive aux conséquences d'une possible correction des prix de l'immobilier, ce qui l'a amenée à relever la pondération des risques applicable aux crédits hypothécaires dans les modèles internes des banques. Du reste, il faut veiller à l'incidence des faibles taux d'intérêt sur la rentabilité des établissements financiers et sur leur prise de risques. Le secteur des assurances, qui se prépare au passage, en 2016, au nouveau régime « Solvabilité II » sur les exigences en capital, s'est montré très sensible à l'environnement de taux d'intérêt réduits lors des tests de résistance. Les taux garantis des contrats d'assurance-vie devront être adaptés aux nouvelles conditions de marché. Les autorités prudentielles pourraient y contribuer en abaissant les plafonds légaux actuellement en vigueur pour ces taux garantis. Enfin, le secteur financier doit œuvrer à une rentabilité durable, soit par une réduction des charges d'exploitation, le cas échéant par des consolidations, soit par l'utilisation de marges réalistes et par une tarification systématique des services offerts.

En Belgique, la croissance économique s'est également essoufflée à partir du deuxième trimestre. Sur une base annuelle, elle est ressortie à 1 %, et la progression de l'emploi de 15 000 unités n'a pu empêcher que le taux de chômage grimpe à 8,6 %. L'inflation est revenue à 0,5 %, et la hausse des coûts salariaux horaires dans le secteur privé s'est ralentie à 0,7 %. En plus d'une conjoncture hésitante, l'économie belge doit faire face à des défis structurels de taille, surtout liés à la mondialisation croissante et au vieillissement de la population. De tels défis requièrent des réponses stratégiques, qui doivent renforcer non seulement la demande, mais aussi l'offre dans l'économie.

Du côté de la demande, la Belgique tire profit de la politique monétaire accommodante de la BCE, dont la répercussion sur les taux d'intérêt pertinents pour l'économie réelle y est d'ailleurs moins perturbée que dans certains autres pays de la zone euro. Il faut également une consolidation budgétaire graduelle, propice à la croissance, mais déterminée. Après avoir été ramené, sous la précédente législature, à 2,9 % en 2013, le déficit budgétaire s'est à nouveau creusé à 3,2 % en 2014, année électorale. Le nouveau gouvernement opte pour une trajectoire devant mener à un équilibre structurel en 2018. À cet égard, il s'agit de veiller à ce que les efforts budgétaires structurels soient conformes au pacte de stabilité et de croissance et à ce qu'ils soient ensuite mis en œuvre. Il y aura lieu, le cas échéant, d'apporter des ajustements dès le contrôle budgétaire de mars 2015. L'assainissement budgétaire doit avant tout reposer sur la maîtrise des dépenses, et une marge est disponible pour des glissements du côté des dépenses et pour une plus grande hiérarchisation des priorités, en vue de mieux soutenir la croissance. Chercher à accroître l'efficacité des prestations des services publics et orienter plus efficacement la consommation de ces services en recourant davantage aux signaux de prix peut créer la marge nécessaire à de tels glissements, sans alourdir encore l'emprise totale des pouvoirs publics, qui est déjà particulièrement élevée.

En matière de réformes structurelles, de nouvelles mesures sont adoptées en vue de soutenir le potentiel de croissance. Des efforts se déploient en faveur du rétablissement de la compétitivité, de l'allongement de la carrière et de la création d'emplois par l'amélioration des conditions de fonctionnement du marché du travail. Ces domaines d'action étaient déjà les fers de lance des réformes initiées à la fin de 2011. Ils permettront de redresser l'offre de main-d'œuvre, de diminuer les coûts budgétaires du vieillissement et de résorber le handicap salarial, qui, pour la première fois depuis 2010, s'est réduit en 2014.

Pour autant, le travail est loin d'être achevé. D'ici à la fin du blocage des salaires, il convient de rechercher, de concert avec les partenaires sociaux, comment mieux lier la formation salariale à

l'évolution de la productivité, pour qu'elle bénéficie à la création d'emplois. Les coûts salariaux horaires en Belgique comptent parmi les plus élevés de la zone euro, et ce n'est pas un hasard si le taux d'emploi y est l'un des plus faibles. Si on souhaite encourager l'emploi, les charges pesant sur le travail doivent être considérablement allégées en recourant à des prélèvements sur la consommation, la pollution, le patrimoine, les plus-values ou les revenus du patrimoine. Un tel tax shift est essentiel afin, d'une part, d'abaisser le niveau des coûts salariaux en Belgique, et, d'autre part, de rendre le travail financièrement attractif. Par ailleurs, il faut, en réalisant des réformes sur les marchés de produits, s'attacher à encourager l'innovation, à attirer les investissements étrangers et à permettre une réallocation aisée des ressources, pour accélérer la croissance de la productivité, qui est, à long terme, la principale source de création de revenus.

De profondes interactions existent entre ces différents domaines. Le haut niveau des dépenses publiques, qui, abstraction faite des charges d'intérêts, se sont montées à plus de 51 % du PIB en 2014, entrave l'économie dans sa capacité de créer de l'emploi. Il s'accompagne en effet d'une lourde pression fiscale et parafiscale, qui pèse de plus de manière disproportionnée sur le facteur travail. Du reste, certaines de ces dépenses découragent la participation au marché du travail ou récompensent même les sorties anticipées. L'incapacité de créer suffisamment d'emplois et de croissance – principalement dans le secteur privé – sape l'assise économique nécessaire au maintien d'un degré élevé de protection sociale et d'une offre étendue de services publics. Si rien n'est fait, cette interdépendance est susceptible de conduire à une situation intenable. À l'inverse, une action résolue dans chacun des domaines cités pourra déclencher une spirale positive auto-alimentée, qui donnera lieu à une croissance durable, à des créations d'emplois dans le secteur privé et à des finances publiques saines, et qui ouvrira ainsi la voie à un niveau de vie élevé et à la sauvegarde du modèle social belge.