



Rapport présenté par le Gouverneur  
au nom du Conseil de régence

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

## 1. Les interactions complexes entre défis à court et à long termes pèsent sur l'économie mondiale, et en particulier sur celle de la zone euro

1. En 2014, la croissance mondiale est ressortie, comme l'année précédente, à 3,3 %, demeurant ainsi 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, son incidence étant jusqu'à présent limitée. Une nouvelle escalade engendrerait néanmoins des risques considérables résultant, essentiellement, d'effets de confiance et de l'impact sur l'offre d'énergie. Les répercussions du regain de tensions se font d'ailleurs déjà sentir avec plus d'acuité dans une série d'États – souvent européens – qui entretiennent d'étroites relations commerciales avec la Russie et l'Ukraine. En dépit des troubles, le cours du pétrole brut a chuté en 2014, surtout au second semestre. Les prix d'autres matières premières se sont également repliés. Ces développements traduisent notamment l'atonie de la demande dans l'économie mondiale, bien que des facteurs d'offre favorables aient aussi joué un rôle. Alors que l'offre de pétroles aux modes d'extraction non conventionnels – principalement les pétroles issus de réservoirs compacts et de schistes – augmentait, les pays de l'OPEP ont maintenu leur production, entraînant un très fort fléchissement du cours du pétrole dans un contexte de faiblesse de la demande. Ces baisses de prix peuvent insuffler un élan aux économies avancées, la plupart étant importatrices nettes d'énergie. De fait, elles donnent lieu à une vive amélioration des termes de l'échange, ce qui stimule le revenu disponible et, partant, la demande. En revanche, elles peuvent également compliquer la conduite de la politique monétaire, a fortiori si leur influence sur l'inflation va au-delà de l'effet direct. Les pays exportateurs de pétrole et d'autres économies émergentes pour lesquelles les exportations de matières premières sont importantes, pâtissent pour leur part de ces diminutions de prix.
2. La principale cause des modestes performances de l'économie mondiale – laquelle, sept ans après le début de la crise, est toujours en butte à une surcapacité, ou, autrement dit, à une situation de sous-emploi – est certes moins visible, mais elle n'en est pas moins fondamentale. De larges pans de l'économie mondiale subissent encore les retombées de la crise, sous la forme, spécialement, d'un taux d'endettement élevé. Dans le même temps se posent les défis à long terme liés tant au recul du potentiel de croissance sous le coup du ralentissement

\* Un régent s'abstient sur le chapitre 4. Un autre rejette les recommandations formulées dans le chapitre 4 ainsi que dans la conclusion.

de la productivité et des évolutions démographiques, qu'aux changements climatiques. Des interactions complexes naissent entre ces défis à court et à long termes, qui ont continué en 2014 d'imprimer leur marque sur l'activité économique, singulièrement au sein de la zone euro.

3. L'économie mondiale, ou certaines parties de celle-ci, est-elle dès lors en proie à une stagnation séculaire? Cette expression fait référence à une situation où, en raison précisément de cette conjonction de facteurs cycliques et structurels, l'équilibre entre l'épargne et les investissements ne peut être atteint qu'en présence de taux d'intérêt réels significativement négatifs. Les possibilités dont dispose la politique monétaire conventionnelle pour matérialiser de tels taux sont restreintes, compte tenu de l'existence d'un plancher pour les taux directeurs et du bas niveau de l'inflation. Il se peut ainsi que, sur une période prolongée, l'épargne demeure excessive et les investissements insuffisants, menaçant d'enfermer l'économie dans une situation quasi permanente de stagnation et de sous-emploi. En outre, ce surplus d'épargne et les faibles taux d'intérêt qui l'accompagnent comportent des risques substantiels pour la stabilité financière. Certaines tendances et évolutions observées ces dernières années semblent évoquer l'éventualité d'une telle stagnation séculaire, quoique son intensité puisse ne pas être partout la même. Au Japon, par exemple, la stagnation sévit déjà depuis tout un temps, tandis que certains symptômes se font jour dans la zone euro. Il reste que la question n'est pas uniquement de savoir si la stagnation est un fait, mais aussi de déterminer les mesures pouvant être prises pour y échapper. Un vaste éventail de politiques est requis à cette fin ; il doit de plus être adapté aux circonstances spécifiques des différentes économies.
4. 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. Le rôle important joué à cet égard par la politique monétaire accommodante de la Réserve fédérale et de la Banque d'Angleterre montre que les limitations de la politique monétaire conventionnelle – lesquelles constituent l'une des grandes prémisses dans le débat sur la stagnation séculaire – peuvent être levées en recourant à des instruments non conventionnels. Par ailleurs, les États-Unis, en particulier, ont tiré profit d'un désendettement plus rapide dans le secteur privé et d'une croissance potentielle plus vigoureuse que dans la zone euro et qu'au Japon, ce qui y a tempéré la nécessité de pratiquer des taux d'intérêt réels négatifs, en dépit de la nette contraction cyclique.
5. Dans l'intervalle, la politique monétaire aux États-Unis s'engage sur la voie d'une normalisation graduelle. En octobre 2014, la Réserve fédérale a mis un terme à son programme d'achats massifs de titres, et la conviction qui prévaut est qu'elle pourra commencer à relever progressivement les taux dans le courant de 2015. Il serait opportun que ce processus se poursuive selon les principes de normalisation que la Réserve fédérale a déjà eu l'occasion d'énoncer, et qu'il se double d'une communication appropriée. Ce faisant, l'incertitude et la volatilité sur les marchés financiers seront endiguées, étant donné qu'au moment où d'autres économies avancées empruntent toujours la direction opposée, ce processus de normalisation ne restera pas dénué de conséquences pour la configuration des taux de change et pour les flux de capitaux internationaux.
6. Plusieurs économies émergentes avaient déjà été confrontées en 2013 et au début de 2014 à un retournement abrupt des flux de capitaux, provoquant un recul de l'activité, même si celui-ci succédait souvent à une période de surchauffe caractérisée par une poussée de l'inflation et par des déficits du compte courant. L'assouplissement des conditions financières au second semestre de l'année a cependant soulagé certains pays, tandis que d'autres, Venezuela et Russie en tête, ont subi une pression supplémentaire sous l'effet du plongeon du cours du pétrole. Dans son sillage, le rouble s'est effondré, et tant les administrations publiques que les grandes entreprises d'État et les banques font face à un risque de refinancement en devises.

7. En Chine – la deuxième économie mondiale –, la croissance s’est également quelque peu essoufflée en 2014 sur fond de correction sur le marché immobilier, de risques dans le secteur bancaire parallèle et d’incertitudes entourant le taux d’endettement des administrations publiques locales. La Chine a toutefois su tirer avantage du redressement de l’économie américaine. Grâce au soutien additionnel accordé par la politique budgétaire – sous la forme d’investissements en logements sociaux et en infrastructures –, à un octroi plus abondant de liquidité et à un abaissement des taux par la banque centrale, la croissance s’y est malgré tout hissée à 7,4 %.
8. Plus fondamentalement, il s’avère que la croissance potentielle des économies émergentes s’est elle aussi infléchie. Cette évolution reflète en partie un rééquilibrage vers une croissance plus durable, comme en Chine, mais elle illustre également que, dans nombre de pays, l’activité est bridée par des restrictions du côté de l’offre et par un manque d’infrastructures adéquates. Il s’agit aujourd’hui d’une faiblesse, mais, simultanément, d’une opportunité pour l’économie mondiale de demain. En effet, la poursuite de l’intégration d’économies émergentes d’Asie, d’Amérique latine et d’Afrique, où la population continue d’augmenter et où tant les besoins que le potentiel de rattrapage sont immenses, offrira en principe de grandes possibilités d’investissement capables de mobiliser les excédents d’épargne des économies dont la population est vieillissante et d’ouvrir de nouveaux marchés. Cela suppose naturellement que les pays affichant un potentiel de rattrapage mettent en place un cadre économique-institutionnel stable et efficient qui puisse alimenter les investissements et une croissance durable, et que le système financier international fonctionne efficacement pour permettre aux capitaux d’affluer vers les projets les plus productifs. Cette dimension mondiale ainsi que les implications qui en découlent pour les politiques à adopter revêtent 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.
9. Au Japon, la politique d’assouplissement quantitatif et qualitatif visant à rompre avec la déflation a encore dû être renforcée à la fin d’octobre en raison des doutes qui s’étaient fait jour sur le caractère crédible ou non de l’augmentation des anticipations d’inflation vers l’objectif de 2 %. Tout cela montre à quel point il importe d’éviter que la déflation ne s’installe dans l’économie, car ce processus est de toute évidence difficile à inverser. Le relèvement de la TVA opéré en avril a induit un nouveau repli de la croissance, de sorte qu’un deuxième relèvement initialement prévu pour 2015 a été reporté à 2017. La marge de manœuvre disponible pour soutenir budgétairement l’économie est pratiquement inexistante. Un plan à long terme pourrait au contraire préserver la soutenabilité des finances publiques, et des réformes structurelles sont, en outre, susceptibles de rehausser le potentiel de croissance particulièrement bas de l’économie japonaise.
10. L’économie de la zone euro est, elle aussi, fortement tiraillée entre héritage du passé et défis à venir. La reprise y a à nouveau marqué le pas dès le deuxième trimestre de 2014. Sur une base annuelle, la croissance n’est ressortie qu’à 0,8 %, et les prévisions ont une fois de plus dû être revues à la baisse. L’éventualité d’une nouvelle panne de la croissance dans la zone euro représente actuellement un grand risque pour l’économie mondiale.
11. La crise économique et financière a gonflé le taux d’endettement des secteurs privé et public et a aussi affaibli les bilans dans le secteur bancaire. Elle a en outre mis en exergue le besoin de rééquilibrage et entraîné une vive recrudescence du chômage. De plus, la crise de la dette souveraine a conduit à une fragmentation financière prononcée suivant les frontières nationales, ce qui a gravement perturbé la transmission de la politique monétaire et poussé les banques à durcir leurs critères d’octroi de crédits, alors que l’intermédiation bancaire joue précisément un rôle majeur dans le financement de l’économie de la zone euro et, plus particulièrement, des nombreuses PME.

12. Ces facteurs continuent aujourd'hui de freiner la reprise. En 2014, presque toutes les composantes de la dépense intérieure se situaient encore en deçà de leur niveau de 2008. Seules les exportations nettes ont contribué positivement à la croissance, ce qui s'est traduit par un élargissement de l'excédent du compte courant jusqu'à plus de 2,5 % du PIB. Le taux d'épargne s'étant inscrit en léger recul, la consommation privée s'est tassée dans une moindre mesure que le revenu disponible, lequel a surtout pâti de la modération salariale, des pertes d'emplois et de l'intense consolidation budgétaire durant la période 2010-2013. Ce dernier facteur a également pesé sur les investissements publics, qui ont reflué sensiblement entre 2008 et 2014. À la suite de l'éclatement des bulles sur le marché de l'immobilier résidentiel de plusieurs pays, les investissements en logements ont même diminué plus fortement, tandis que les investissements des entreprises sont eux aussi demeurés en 2014 inférieurs de près de 10 % à leur niveau de 2008. Cette situation est imputable aux perspectives de demande déficientes, au degré d'utilisation toujours bas des capacités de production, au taux d'endettement élevé des sociétés non financières et à la dureté des conditions de crédit pratiquées par les banques, bien que le recours accru au financement de marché ait offert un certain répit aux grandes entreprises.
13. Pourtant, une série d'évolutions positives se sont également dessinées en 2014. Le rythme de la consolidation budgétaire a pu être ralenti, et l'emploi a quelque peu progressé, même si le taux de chômage s'établissait encore à 11,5 % à la fin de 2014. En outre, la fragmentation financière s'est atténuée. Dans le sillage du resserrement significatif des écarts de taux sur les obligations d'État, les coûts du financement bancaire se sont eux aussi améliorés dans les pays les plus durement touchés par la crise. En cours d'année, les conditions d'octroi de crédits y ont pour la première fois été légèrement réassouplies, et les taux d'intérêt de détail appliqués aux prêts consentis aux sociétés non financières s'avèrent réagir à nouveau à l'impulsion baissière issue de la politique monétaire. Pour la première fois depuis longtemps, la plupart de ces pays ont également renoué avec une croissance positive. La décélération de l'activité économique amorcée dans le courant de 2014 dans les pays du cœur de la zone euro prouve que la crise dans cette zone est profondément enracinée et qu'il n'existe pas de remède simple pour la combattre.

## 2. Les défis des politiques dans la zone euro : demande, offre et financement de l'économie

14. La contraction de l'activité économique est à ce point persistante qu'elle crée des interactions complexes entre le repli cyclique et le potentiel à long terme – c'est-à-dire entre la demande d'aujourd'hui et l'offre de demain –, qui, sans réponse adéquate, peuvent être source de stagnation. Ainsi, le haut niveau du chômage et la faiblesse des investissements, quoiqu'ils soient initialement cycliques de nature, peuvent obérer le potentiel de croissance, en ce que des talents risquent d'être définitivement perdus sur le marché du travail et que le stock de capital est insuffisamment développé. Après les distorsions apparues durant la période qui a précédé la crise, l'érosion de la demande a de surcroît été très marquée dans certaines branches d'activité, ce qui requiert une réallocation substantielle des ressources et un rééquilibrage de l'offre. Inversement, un potentiel de croissance déprimé a aussi des implications non négligeables sur la demande actuelle. Il affecte le revenu permanent et la confiance, et tire par conséquent la consommation et les investissements vers le bas. En outre, il comprime le taux d'intérêt réel d'équilibre, si bien que la problématique du plancher du taux directeur se fait plus aiguë. Celle-ci peut être encore exacerbée lorsqu'à court terme, les réformes structurelles visant à remédier à l'anémie du potentiel de croissance freinent la demande et produisent des effets déflationnistes. Tout cela montre la nécessité d'un éventail de politiques très complet, 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. 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.

15. En vue d'aiguillonner la demande, un rôle important est évidemment dévolu à la politique monétaire. La sous-utilisation considérable des capacités de production a de fait entraîné une forte diminution de l'inflation, bien que l'évolution des prix des produits énergétiques et alimentaires et, jusqu'il y a peu, l'appréciation du cours de change aient également joué un rôle à cet égard. L'inflation a même été légèrement négative en décembre, et, s'il est fait abstraction des composantes plus volatiles, l'inflation sous-jacente n'a pas excédé 0,7 %. De plus, au cours de 2014, les anticipations d'inflation ont elles aussi été révisées à la baisse, et ce à court, à moyen et même – plus tard dans l'année – à long termes. Une période trop longue d'inflation basse se profile, ce qui risque de mettre la reprise en péril. En effet, le fléchissement des anticipations d'inflation pousse les taux d'intérêt réels à la hausse, ce qui occasionne un reflux de la consommation et des investissements. Qui plus est, la faiblesse de l'inflation complique le processus de désendettement à l'œuvre dans les secteurs privé et public et ralentit l'ajustement des positions concurrentielles entre pays de la zone euro. Il ne suffit dès lors pas de prévenir la déflation ; il convient de ramener rapidement l'inflation à un niveau proche de 2 %, conformément à la définition de la stabilité des prix du Conseil des gouverneurs de la BCE.
16. Afin de lutter contre la désinflation, le Conseil des gouverneurs a abaissé les taux directeurs en juin et en septembre. Tant le taux des opérations principales de refinancement que celui de la facilité de dépôt, qui gagne en pertinence en situation d'excédent de liquidité, ont été réduits à chaque fois de 10 points de base, pour revenir à 5 et -20 points de base respectivement. Les taux directeurs ont ce faisant atteint un plancher. En outre, une série d'opérations de refinancement à plus long terme ciblées (targeted long-term refinancing operations – TLTRO) ont été annoncées en juin, et des programmes d'achat de titres adossés à des actifs (asset-backed securities – ABS) et d'obligations sécurisées ont été lancés en septembre. Ces mesures additionnelles visent à stimuler, chacune par leurs propres canaux, l'octroi de crédits bancaires au secteur privé non financier, au motif que la faible croissance des crédits continue d'entraver la reprise.
17. Lors de sa première réunion de politique monétaire de 2015, le Conseil des gouverneurs a intégré les achats précités de titres émis par le secteur privé dans un programme étendu d'achats d'actifs. À partir de mars 2015, des obligations émises par les administrations centrales, les agences et les institutions européennes seront, elles aussi, achetées sur le marché secondaire. Les achats cumulés s'élèveront à 60 milliards d'euros par mois. Il est prévu que ces achats soient effectués au moins jusqu'en septembre 2016 et en tout cas jusqu'à ce que soit observé un ajustement durable de l'évolution de l'inflation – conformément à l'objectif d'une inflation inférieure à, mais proche de 2 % à moyen terme. Ce programme influera non seulement sur le rendement des actifs achetés, mais également sur le prix d'autres actifs, grâce au réaménagement des portefeuilles, et il incitera les banques à octroyer davantage de crédits. Il permet ainsi un assouplissement plus général des conditions financières. En outre, il joue un rôle-clé de signal et renforce les orientations prospectives du Conseil des gouverneurs selon lesquelles les taux directeurs seront encore longtemps maintenus à leur bas niveau actuel. Ce signal est d'autant plus fort que la politique d'assouplissement du crédit menée jusqu'à présent est complétée par une importante composante quantitative : la taille du bilan de la banque centrale n'est plus déterminée par la demande d'opérations de refinancement de la part des établissements de crédit – raison pour laquelle, d'ailleurs, le bilan s'est considérablement allégé durant les dix-huit derniers mois –, mais est activement orientée par l'autorité monétaire elle-même via des achats de titres. La taille et la composition du bilan ainsi que son rythme d'expansion constituent des paramètres de politique monétaire qui demeurent disponibles même lorsque les taux directeurs sont à leur plancher. De plus, en couplant explicitement l'utilisation de ces paramètres à l'objectif de retour à une inflation proche de 2 %, leur incidence sur les anticipations d'inflation est accrue.
18. Si l'effet sur les taux d'intérêt à court terme a été limité – une conséquence du plancher pour les taux directeurs –, ces développements ont toutefois entraîné un aplatissement substantiel de la courbe des rendements pour les débiteurs sans risque. Ainsi, le taux des titres publics allemands

à dix ans est tombé à quelque 0,4 % à la fin de janvier 2015. De plus, l'environnement de taux réduits a provoqué une quête de rendement, ce qui a continué de comprimer les primes incorporées dans les prix des actifs financiers plus risqués. Ce mouvement s'est encore accentué au début de 2015 à la suite de l'annonce du programme étendu d'achats d'actifs. De surcroît, comme l'orientation de la politique monétaire s'est écartée toujours plus de celle d'autres économies avancées de premier plan, l'évolution des taux d'intérêt à long terme dans la zone euro s'est totalement décollée de celle observée aux États-Unis, et l'euro s'est nettement déprécié entre mai 2014 et janvier 2015. Tous ces facteurs sont de nature à consolider la reprise et à soutenir l'inflation. Dans ce cadre, les anticipations d'inflation ont présenté, en janvier 2015, les premiers signes d'un retournement.

19. Compte tenu de la faiblesse de la demande dans l'économie, il s'indique que la politique budgétaire exploite elle aussi les marges là où ces dernières sont disponibles, d'autant plus qu'elle gagne en efficacité lorsque le taux directeur atteint son niveau plancher. Néanmoins, il convient de ne pas perdre de vue que ces marges sont restreintes, non seulement à cause de l'existence du pacte de stabilité et de croissance et de la gouvernance y afférente, mais également parce que le taux d'endettement moyen de la zone euro a entre-temps déjà grimpé à près de 95 % du PIB et qu'il dépasse même largement la barre des 100 % dans plusieurs pays. Le pacte doit être respecté, car il permet, dans le contexte spécifique de l'Union économique et monétaire, aux autorités de rester crédibles aux yeux tant des marchés financiers que des ménages et des entreprises. C'est dans cette optique que, dans son évaluation des projets de budget pour 2015, la Commission européenne a prévenu que sept États, parmi lesquels la Belgique, la France et l'Italie, risquaient de ne pas satisfaire aux dispositions du pacte, tout en indiquant que l'Allemagne bénéficiait d'une marge considérable – 1 % du PIB environ – pour relancer les investissements publics. Qui plus est, en se concentrant sur les soldes structurels, le pacte laisse jouer pleinement les stabilisateurs automatiques, et les charges d'intérêts ainsi que le solde primaire peuvent servir de vases communicants, de sorte que le caractère accommodant de la politique monétaire facilite très directement le travail des autorités budgétaires. Par ailleurs, il faut que la composition de la politique budgétaire soit plus propice à la croissance en abaissant les charges et en les déplaçant vers des sources d'imposition moins dommageables pour l'emploi, ainsi qu'en orientant les dépenses vers les investissements. Enfin, le plan d'investissement de la Commission européenne peut aussi stimuler le redressement de l'économie, et la participation des autorités nationales sera encouragée au moyen d'un traitement favorable dans le cadre budgétaire européen. Il serait opportun que les investissements publics s'appuient sur les infrastructures existantes, qui ont souvent besoin d'être entretenues et modernisées, tandis que les nouvelles initiatives pourraient prioritairement continuer de développer les connexions entre les industries de réseau des différents États membres et réduire les émissions de gaz à effet de serre.
20. Dans le contexte d'un taux d'endettement élevé dans les secteurs privé et public, de l'avancée du vieillissement, de la lente croissance de la productivité et d'un risque d'augmentation du chômage structurel, il s'agit également de procéder à des réformes visant à renforcer le volet de l'offre de l'économie. Celles-ci profiteront à l'efficacité du soutien apporté à la demande. De fait, une embellie des perspectives d'avenir écourtera le processus de désendettement, multipliera les possibilités de dépenses des ménages, des entreprises et des pouvoirs publics, et encouragera les investissements. Du reste, grâce à ces réformes, la demande sera canalisée vers les secteurs adéquats, et, en mettant l'accent sur la qualité de l'offre de main-d'œuvre et sur l'activation, l'évolution de l'emploi pourra réagir plus promptement à la hausse de la demande. De plus, un engagement résolu en faveur de réformes structurelles permettra d'atténuer les incertitudes quant à l'avenir, ce qui engendrera un recul de l'épargne de précaution.
21. C'est dans les pays qui ont été le plus lourdement touchés par la crise que les réformes ont progressé le plus rapidement. Ce processus commence à porter ses fruits, ces pays renouant avec la croissance économique. Il n'en demeure pas moins qu'en se focalisant sur la mise en œuvre

de « dévaluations internes », ces réformes ont à court terme bridé la demande. En réformant aussi les marchés du travail et de produits et en cherchant davantage, par l'innovation, à accroître la productivité plutôt qu'à miser uniquement sur la diminution des coûts, les réformes structurelles seront de nature plus expansionniste. Mener également de telles réformes dans les pays du cœur de la zone euro, qui restent à la traîne dans ce domaine, amplifiera non seulement leur impact, mais créera en outre plus de débouchés pour les pays qui ont déjà accompli des réformes, de sorte qu'ils pourront mieux valoriser l'amélioration de leur compétitivité. Une telle approche globale et plus équilibrée élargira aussi l'assise sociétale.

22. Le rééquilibrage des positions financières est une autre facette importante des adaptations structurelles requises pour déployer le potentiel de croissance en Europe. La crise a montré les dérives que pouvait entraîner un recours immodéré des agents économiques au crédit et les ravages susceptibles de résulter d'une situation où les intermédiaires financiers eux-mêmes participent à ce mouvement en profitant des lacunes de la réglementation pour utiliser démesurément le levier de l'endettement. Si, ces dernières années, les autorités se sont attelées à corriger les excès par un vaste programme de réformes, elles doivent aussi éviter que le retour à une prudence excessive ne se traduise par des blocages, tant du côté des emprunteurs que de celui des intermédiaires financiers, empêchant que le crédit puisse prendre sa pleine part dans la reprise économique.
23. La mise en place de l'union bancaire va constituer un élément essentiel de ce retour à la confiance. En réalisant une évaluation complète, dite « comprehensive assessment » (CA), de la qualité des actifs des banques et de leur capacité d'absorber des chocs économiques et financiers, la BCE a voulu s'assurer que le mécanisme de surveillance unique (MSU) dont elle a reçu la charge puisse démarrer sur une base solide. Par-delà les enseignements qui peuvent en être tirés aux niveaux des pays et des établissements individuels, les conclusions générales de cette évaluation ont été accueillies favorablement. La revue des actifs, en clarifiant davantage les politiques de provisionnement et les procédures de restructuration ou de prolongement répété des crédits, devrait, par son incidence positive sur les pratiques d'octroi et de suivi des prêts bancaires, améliorer l'allocation des ressources financières dans la zone euro. Les résultats des tests de résistance se sont, quant à eux, révélés en ligne avec les attentes, d'autant que la finalisation du CA avait été anticipée par nombre de banques, qui ont procédé à des augmentations de capital au cours des premiers mois de 2014. Les marchés ont par ailleurs apprécié que la BCE se soit montrée transparente et exhaustive dans la publication des données. Cet effort de communication n'a pas seulement porté sur les résultats, mais a également concerné le détail des mesures de redressement à prendre par les établissements ne satisfaisant pas aux minima requis.
24. Il importe de combiner au mieux l'uniformisation des réglementations et pratiques nationales ainsi que l'alignement sur les meilleurs usages en matière de contrôle avec la connaissance étroite des différentes banques développée par les autorités de contrôle nationales au fil de leurs nombreux contacts avec les établissements individuels. À cette fin, deux grandes structures de coordination ont été mises en place. D'une part, chacune des 130 banques directement surveillées par la BCE est contrôlée par une équipe de surveillance conjointe, dirigée par un coordinateur de la BCE et regroupant du personnel de cette dernière et des autorités nationales. D'autre part, un certain nombre de fonctions à caractère transversal, portant sur des matières telles que l'octroi des agréments, l'organisation des inspections sur place, l'examen des modèles internes, les politiques de surveillance ou l'élaboration de la méthodologie, font chacune l'objet d'échanges au sein de réseaux d'experts nationaux afin de partager les expériences et de mieux préciser les procédures à mettre en œuvre.
25. La création du MSU ne peut se concevoir sans une structure unifiée de résolution des crises bancaires, sous peine de faire supporter par les seuls contribuables d'un pays individuel les conséquences de décisions qui seront désormais prises à un niveau supranational. C'est la raison



d'être des deux autres volets de l'union bancaire, dont l'un, la mise en place d'un dispositif conjoint de garantie des dépôts, n'en est encore qu'au stade de l'harmonisation des systèmes nationaux, tandis que l'autre, l'instauration d'un mécanisme de résolution unique (MRU), a fait l'objet d'un règlement européen en date du 15 juillet 2014. Ce nouveau mécanisme se fonde sur un conseil de résolution chargé d'adopter des plans et dispositifs de résolution pour toutes les banques directement surveillées par la BCE, ainsi que sur un fonds de résolution alimenté par des contributions des banques par l'intermédiaire de compartiments nationaux qui seront graduellement mutualisés. Afin de se conformer à ce règlement, qui demande à chaque État membre d'installer un collège de résolution national, la loi organique de la Banque a institué un nouvel organe, le Collège de résolution, qui est chargé de l'exercice de cette nouvelle mission et qui est présidé par le Gouverneur.

26. La constitution de l'union bancaire ne couvre pas l'ensemble des activités d'intermédiation financière. La prédominance des banques en Europe est d'ailleurs souvent considérée comme l'un des handicaps structurels dont souffre l'UE comparativement à d'autres économies, en particulier celle des États-Unis, qui s'appuie bien davantage sur les marchés de titres pour diversifier les possibilités d'octroi de crédits et de collecte de l'épargne. La Commission européenne veut donc lancer un projet d'union des marchés de capitaux, confirmant de ce fait que les nombreuses mesures d'harmonisation qu'elle a déjà introduites dans le cadre du marché unique n'ont pas été suffisantes pour développer une véritable alternative au financement bancaire. De multiples disparités fragmentent encore les places financières en Europe, portant non seulement sur les réglementations de marché, mais plus largement sur les normes comptables, les missions des réviseurs, les législations sur la faillite, la fiscalité mobilière, ou encore les processus de fonctionnement et de contrôle des infrastructures financières. Dans un secteur moins bien délimité que les banques, il conviendra de concilier les gains d'efficacité offerts par une plus grande fluidité des marchés avec le souci d'empêcher le développement d'activités ou l'apparition d'intermédiaires qui auraient pour seule raison d'être le contournement des réglementations prudentielles.
27. 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. Celles-ci, pour échapper à cette pression de la rentabilité, peuvent être incitées à rechercher le surcroît de rendement offert par des actifs de moindre qualité. 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 potentiels qui y sont associés.
28. Le développement de cette nouvelle politique, longtemps confiné au stade conceptuel, est passé plus récemment à une phase opérationnelle. Nombre de pays de la zone euro ont introduit dernièrement des mesures de type macroprudentiel, en vue soit de réduire le danger d'une croissance exagérée du crédit dans certains secteurs spécifiques, tel l'immobilier, soit de se protéger contre une forte concentration des risques liés notamment à la présence de quelques très grands opérateurs ayant acquis une position systémique sur les marchés. Cette utilisation ciblée de la politique macroprudentielle présente l'avantage de pouvoir en canaliser les effets sur les sources potentielles d'instabilité.
29. La politique macroprudentielle reste étroitement liée à la politique microprudentielle, dont elle partage une grande partie des moyens d'action. Par ailleurs, un recours circonscrit à des mesures macroprudentielles fait le plus souvent intervenir une notion de couverture

géographique, qui va devoir être conciliée avec le souci de préserver et de développer les acquis communautaires de l'union bancaire et du marché unique européen. L'existence de ces diverses interdépendances peut expliquer, sans toutefois la justifier, la complexité actuelle de la réglementation européenne relative à la mise en œuvre de la politique macroprudentielle. La Banque, qui a été chargée, par la loi du 25 avril 2014, de la conduite de cette nouvelle politique en Belgique, a dû se conformer à ces dispositions pour introduire ses deux premières mesures macroprudentielles relatives aux crédits hypothécaires et aux opérations de négoce. Les arrangements européens, qui non seulement énumèrent les types d'instruments utilisables, mais prévoient aussi des procédures détaillées de notification et d'autorisation, vont impérativement devoir être simplifiés pour assurer une coordination efficace dans l'exercice de cette nouvelle politique entre la BCE, les structures macroprudentielles nationales et les autorités européennes.

### 3. L'économie belge en 2014: reprise hésitante, inflation en baisse et taux d'intérêt bas

30. En Belgique, l'économie a crû de 1 % en 2014, soit un rythme supérieur à celui observé lors des deux années précédentes. Néanmoins, tout comme dans la zone euro, elle a perdu en dynamisme durant l'année. L'emploi a progressé de 15 000 unités, ce qui a soutenu le revenu disponible et la consommation privée, laquelle s'est raffermie d'environ 1 %. Cela étant, la création d'emplois n'a pas suffi à compenser la hausse de la population active. Le taux de chômage a ainsi grimpé à 8,6 %. Les investissements en logements et ceux des entreprises ont eux aussi à nouveau affiché des taux de croissance positifs, mais leurs niveaux restent inférieurs à ceux d'avant la crise. Les sociétés non financières ne sont toujours pas enclines à réaliser de gros investissements, comme l'atteste également le fait qu'elles souhaitent contracter moins de nouveaux engagements et que leur matelas de liquidité demeure très épais. La contribution négative de la formation des stocks à la croissance témoigne aussi des doutes planant sur la durabilité de la reprise. L'essoufflement, en cours d'année, de la demande sur les marchés extérieurs et, en corollaire, des exportations n'y est assurément pas étranger.
31. L'inflation a, pour sa part, poursuivi son recul, revenant de 1,2 % en 2013 à 0,5 % en 2014. À la fin de l'année, elle a même été négative. Cette situation est imputable à l'évolution des prix des produits alimentaires et, surtout, des produits énergétiques – compte tenu de la chute du cours du pétrole brut et de la réduction de la TVA sur l'électricité –, alors que, à 1,5 %, la tendance sous-jacente de l'inflation est demeurée pratiquement aussi élevée qu'en 2013. En effet, les augmentations salariales enregistrées lors de la période 2012-2013 se reflètent avec un certain retard dans l'évolution des prix, et, pour une série de services, il est en outre toujours courant d'indexer le prix sur la base de l'inflation antérieure (donc élevée). En 2014, l'accroissement des coûts salariaux horaires dans le secteur privé s'est toutefois nettement ralenti, retombant à 0,7 %, après être ressorti successivement à 3,2 et 2,4 % en 2012 et en 2013. Le repli de l'inflation a notablement effrité la composante indexation, tandis qu'à la suite du gel des salaires, il n'y a pas eu de hausses salariales conventionnelles en sus de l'indexation, et le glissement des salaires est resté très modéré sur un marché du travail peu dynamique.
32. L'environnement de faibles taux d'intérêt a grandement influé sur les habitudes de consommation et d'épargne des différents acteurs économiques, ainsi que sur leurs transactions financières et sur leur patrimoine. Ces répercussions varient cependant selon que ces acteurs ont un patrimoine financier net ou des engagements nets. De plus, la composition des avoirs et des engagements joue un rôle. À la fin de septembre 2014, l'économie belge disposait, dans son ensemble, d'un patrimoine financier net de 35 % du PIB. Cette situation reflète des avoirs nets substantiels pour les ménages – à hauteur de 225 % du PIB –, alors que les entreprises et les administrations publiques ont des engagements nets.

33. Ces dernières années, la baisse des taux d'intérêt a dès lors érodé le revenu du patrimoine des ménages. Toutefois, ce revenu étant traditionnellement dans une large mesure épargné, l'incidence sur la consommation privée a été plus limitée. En effet, parallèlement au déclin du revenu du patrimoine, le taux d'épargne total a diminué. Ce fléchissement peut aussi avoir été favorisé par le fait que la contraction des taux décourage l'épargne, ainsi que par l'effet de richesse positif qu'elle exerce. De fait, l'élargissement du patrimoine net des ménages peut en partie être attribué, ces cinq dernières années, à une augmentation des valorisations, tant pour les actifs financiers que pour l'immobilier, et le tassement des taux en a été l'un des moteurs. Au cours de 2014, les ménages ont partiellement orienté leurs nouveaux placements vers des actifs plus risqués afin de maintenir leur rendement. Compte tenu de la persistance d'une incertitude élevée, une grande part de leur épargne a cependant continué d'être dirigée vers des actifs liquides à court terme, en dépit du très bas niveau des taux d'intérêt sur le court terme, en particulier pour les dépôts d'épargne. Le recul des taux hypothécaires a permis à une partie des ménages de refinancer à des conditions plus intéressantes des prêts hypothécaires conclus précédemment. Il a par ailleurs été l'un des facteurs à l'origine du redressement, certes timide, des investissements en logements.
34. Contrairement aux ménages, les sociétés non financières ont des engagements financiers nets considérables, de sorte que la baisse des taux comprime leurs coûts de financement et soutient ainsi l'économie. En 2014, ce sont principalement les taux d'intérêt des crédits bancaires à long terme et des obligations d'entreprise qui ont poursuivi leur diminution. Pour les grandes entreprises belges bénéficiant d'une bonne notation de crédit, l'émission d'obligations d'entreprise et d'actions cotées a une nouvelle fois constitué en 2014 une alternative attrayante au financement bancaire; dans le même temps, la disponibilité du crédit auprès des banques s'est également améliorée, y compris pour les PME. L'environnement de taux d'intérêt réduits pose aux établissements financiers et à la stabilité du système financier des défis non négligeables, qui seront examinés plus loin.
35. Confrontées à un taux d'endettement brut dépassant les 106 % du PIB en 2014, les administrations publiques ont vu leurs charges d'intérêts se contracter à la suite de la baisse des taux. Au cours de 2014, les taux d'intérêt sur les titres à court terme émis par le Trésor belge sont même devenus légèrement négatifs, alors que le taux à dix ans est revenu à quelque 0,6 % en janvier 2015. Par rapport à 2008, les charges d'intérêts sur la dette publique ont ainsi déjà fléchi de 0,7 % du PIB, et un nouveau repli se profile pour les années à venir. Le plein effet ne sera de fait atteint qu'après que la totalité de la dette financée à des taux plus élevés sera arrivée à échéance. Ce faisant, un important facteur stabilisateur pour la soutenabilité des finances publiques entre en action; il contribue à amortir l'incidence sur le taux d'endettement tant d'une détérioration conjoncturelle que d'une éventuelle désinflation. Ce dernier facteur pourra se faire sentir avec plus d'acuité encore dans les prochaines années en Belgique en raison de la modération salariale.
36. Malgré une nouvelle diminution des charges d'intérêts, le déficit public s'est encore creusé, passant de 2,9 % du PIB en 2013 à 3,2 %. Le processus de consolidation budgétaire, qui a été amorcé à la fin de 2011 et qui a conduit à une amélioration du solde structurel de quasiment 1 point de pourcentage lors de la période 2012-2013, s'est interrompu en 2014, année électorale. En outre, l'effort budgétaire pour l'ensemble de la période 2011-2014 est demeuré très modeste comparé à celui de la zone euro. Dans le cadre du pacte de stabilité et de croissance, la Belgique a en effet opté pour un processus graduel de consolidation budgétaire qui, à l'exception du second semestre de 2011, a, à ce jour, continué de bénéficier de la confiance des marchés financiers. Bon nombre d'autres pays de la zone euro ont en revanche été contraints de préaligner l'effort, rendant leur politique budgétaire fortement procyclique, qui plus est à un moment où la fragmentation financière les privait également de l'assouplissement de la politique monétaire. Le fait qu'un éventail de politiques macroéconomiques moins restrictives

ait de la sorte été mis en place en Belgique explique en partie pourquoi l'économie y a jusqu'à présent mieux résisté à la crise.

37. Cela étant, l'économie belge doit faire face à des défis de taille, surtout liés à la mondialisation croissante et au vieillissement de la population. En comprimant par exemple l'offre de main-d'œuvre, ce dernier a d'importantes implications pour le potentiel de croissance futur, et engendre par ailleurs des coûts budgétaires substantiels. Le Comité d'étude sur le vieillissement les évalue à près de 6 % du PIB à l'horizon 2040, et l'Ageing Working Group – un groupe de travail européen sur le vieillissement –, dont les projections s'appuient sur d'autres hypothèses, anticipe une augmentation plus vive encore des dépenses. De tels défis requièrent des réponses stratégiques. Préserver la soutenabilité des finances publiques en est une, et l'approche graduelle de ces dernières années implique que l'effort doit encore en grande partie être consenti. En outre, le taux d'emploi particulièrement bas – seules deux personnes en âge de travailler sur trois sont occupées – doit être relevé d'urgence. Enfin, une troisième priorité réside dans le renforcement du potentiel de croissance et de la productivité de l'économie belge par l'innovation et la compétitivité. 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, s'accompagne en effet d'une lourde pression fiscale et parafiscale, laquelle pèse de plus de manière disproportionnée sur le facteur travail, ce qui entrave l'économie dans sa capacité de créer de l'emploi. 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, chacun de ces facteurs faisant pourtant partie des choix sociétaux. 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.

#### 4. Une croissance durable, la création d'emplois et des finances publiques saines ouvrent la voie à un niveau de vie élevé et à la sauvegarde du modèle social belge

38. Le gouvernement s'était déjà attaqué, sous la précédente législature, aux faiblesses structurelles de l'économie belge. La consolidation budgétaire a été initiée, des réformes des pensions et du marché du travail ont été mises en œuvre et des mesures ont été adoptées afin d'accentuer la concurrence dans les industries de réseau et de rendre les entreprises plus compétitives. Le nouveau gouvernement fédéral, qui a obtenu la confiance du Parlement en octobre 2014, ainsi que les gouvernements des communautés et des régions prévoient de nouvelles avancées en ce sens.
39. Une réforme des pensions occupe à nouveau une position centrale. En 2025 et en 2030, l'âge légal de la retraite sera porté respectivement à 66 et 67 ans. Les conditions de départ anticipé à la retraite sont, elles aussi, encore durcies, ce qui est nécessaire pour continuer de réduire rapidement l'écart entre l'âge légal et l'âge effectif de la retraite. En outre, un système à points sera instauré pour calculer les pensions, la part des périodes ouvrées sera davantage prise en compte, et la pension des fonctionnaires sera rapprochée du régime en vigueur dans le secteur privé. Les dispositions d'exécution concrètes doivent encore être fixées, après concertation au sein du Comité national consultatif des pensions, qui doit être institué. À cet égard, il s'agit de veiller à garantir le niveau adéquat des pensions et l'accessibilité des soins de santé. L'allongement de la carrière est une réforme structurelle qui produit des effets favorables, non seulement à long terme, mais aussi dès le court terme.

40. À long terme, il contribue à maintenir l'offre de travail, ce qui soutient la croissance potentielle. Cependant, pour que cette réforme soit la plus efficace possible, il convient d'être également attentif à la rémunération, et les entreprises doivent se préoccuper des conditions de la prolongation de la carrière. De fait, dans certains cas, la rémunération progresse à mesure qu'augmente l'ancienneté, sans toutefois refléter une hausse proportionnelle de la productivité. De leur côté, les modalités de carrière parviennent insuffisamment à garder en activité les travailleurs plus âgés. Veiller à la productivité, à l'employabilité et aux spécificités de la carrière des travailleurs âgés est dès lors crucial pour la réussite de la réforme. À cet égard, un rôle important est dévolu aux partenaires sociaux. Grâce à leur connaissance du terrain, ils sont en effet bien placés pour donner un contenu qualitatif au nécessaire allongement de la carrière, et le rendre ainsi plus efficient, des points de vue tant économique que social.
41. Comme elle allège également les coûts budgétaires liés au vieillissement, la prolongation de la carrière peut offrir à court terme une certaine bouffée d'oxygène à la politique budgétaire. Le haut niveau des coûts du vieillissement constitue de fait la raison pour laquelle la Belgique doit, selon le cadre budgétaire européen, chercher à atteindre un objectif à moyen terme ambitieux – à savoir un excédent structurel de 0,75 % du PIB. Bien qu'il soit encore prématuré de calculer précisément l'incidence de la réforme des pensions sur les coûts budgétaires du vieillissement et, partant, d'en examiner les implications au niveau de l'objectif à moyen terme, il n'en demeure pas moins qu'elle exerce une influence positive sur la soutenabilité des finances publiques. De surcroît, une plus grande clarté sur le contenu exact de la réforme éliminerait un facteur d'incertitude pour les ménages, qui pourraient dès lors réduire leur épargne en prévision des vieux jours.
42. L'emploi et la compétitivité représentent une deuxième faiblesse de l'économie belge. Il s'agit de créer d'urgence davantage d'emplois dans le secteur marchand. En effet, depuis 2000, la création nette d'emplois a été, pour une large part, enregistrée en dehors de ce secteur et a été essentiellement financée par les pouvoirs publics. Dans ce domaine également, de nouvelles mesures allant dans la bonne direction ont été prises, mais le défi est tel qu'aucun levier ne peut rester inexploité.
43. Afin de stimuler la demande de travail, il serait opportun, dans une petite économie ouverte comme la Belgique, de poursuivre la politique de maîtrise salariale. À cette fin, l'indexation des salaires est temporairement suspendue en recourant au saut d'index, et les augmentations salariales en sus de l'indexation continueront d'être modérées au cours de la période 2015-2016, à moins que la compétitivité vis-à-vis des trois pays voisins ne se rétablisse entre-temps. D'après des estimations réalisées sur la base des modèles macroéconomiques de la Banque, qui postulent une répercussion proportionnelle sur les prix, le saut d'index pourra influencer positivement sur l'emploi dans le secteur privé à partir de 2016 et sur la croissance économique à partir de 2017. Cet effet se renforcerait encore les années ultérieures, puisque l'impact négatif initial sur la demande intérieure sera compensé de manière croissante par l'incidence favorable du gain de compétitivité et de la création d'emplois. À cet égard, il est toutefois supposé que la modération salariale résultant du saut d'index ne sera pas contrebalancée par des hausses salariales hors indexation plus élevées. De plus, les réductions de charges prévues par le pacte pour la compétitivité et l'emploi pour 2015 et 2017 respectivement seront mises en œuvre en 2016. Alors que celle planifiée pour 2017 sera anticipée, celle pour 2015 sera repoussée d'un an, le gouvernement ayant choisi de relever dès 2015 la déduction des frais professionnels forfaitaires et de réserver une enveloppe pour atténuer l'impact du saut d'index sur le pouvoir d'achat des revenus les plus faibles. Par ailleurs, une diminution à 25 % des cotisations patronales est annoncée pour la fin de la législature.
44. Selon le Rapport technique du Conseil central de l'économie, l'écart des coûts salariaux horaires constitué depuis 1996 par rapport à la moyenne des trois pays voisins était de 4,2 % en 2013, abstraction faite de l'incidence des subventions salariales et de l'évolution de la productivité.

Cette situation est attribuable à un sérieux handicap salarial vis-à-vis de l'Allemagne, alors que l'évolution des coûts salariaux horaires en Belgique a été plus modérée qu'aux Pays-Bas et qu'en France. Pour la première fois depuis 2010, l'écart s'est resserré en 2014, revenant à 2,9 %. C'est la conséquence de la modération salariale en Belgique et du retour à des hausses salariales plus vives en Allemagne. La problématique des coûts salariaux comme entrave à la création d'emplois n'en est pas pour autant réglée. Le niveau des coûts salariaux en Belgique compte en effet toujours parmi les plus élevés de l'UE, en raison, principalement, mais pas exclusivement, des lourdes charges pesant sur le travail. Indubitablement, les coûts salariaux élevés correspondent en grande partie à la rémunération d'un haut niveau de productivité. Le fait que, depuis 1996, les coûts salariaux horaires progressent plus rapidement en Belgique que dans les trois pays voisins n'est toutefois nullement imputable à une évolution plus dynamique de la productivité. Que du contraire : l'écart salarial par unité produite accumulé depuis 1996 est plus grand et s'établit à 10 % environ, à la suite, ici aussi, d'un gros écart par rapport à l'Allemagne. Des coûts salariaux élevés évincent du marché la main-d'œuvre moins productive, ce qui pénalise surtout les travailleurs peu qualifiés et est l'une des causes du taux d'emploi extrêmement bas de certains groupes à risque.

45. D'ici à la fin du blocage des salaires, il s'agit de chercher comment mieux lier la formation salariale à l'évolution de la productivité, afin qu'elle profite dans toute la mesure du possible à la création d'emplois. La révision, annoncée par le gouvernement, de la loi du 26 juillet 1996 relative à la promotion de l'emploi et à la sauvegarde préventive de la compétitivité offre une opportunité à cet égard. Il faut, de concert avec les partenaires sociaux, trouver un nouvel équilibre entre les avantages de la coordination de la formation salariale au niveau macroéconomique, d'une part, et le besoin d'une différenciation accrue en fonction des développements propres aux différents secteurs et entreprises, d'autre part. En outre, la productivité de l'économie belge peut être renforcée en misant davantage sur la formation et l'innovation.
46. Puisque le niveau des coûts salariaux est également fortement déterminé par les lourdes charges sur le travail, une formation salariale adéquate – aussi importante soit-elle – ne peut résoudre tous les problèmes. Il s'indique donc d'abaisser les charges sur le travail en recourant à d'autres sources de recettes qui brident moins la création d'emplois, c'est-à-dire de mettre en œuvre ce qu'il est convenu d'appeler un tax shift. L'accord de gouvernement prévoit déjà, jusqu'à un certain point, un tel glissement. Les réductions de charges en 2015 et en 2016 sont de fait déjà financées partiellement par une hausse de certaines taxes indirectes et de certains prélèvements sur le capital. Une marge est toutefois encore disponible pour poursuivre sur cette voie. Les accises et les taxes environnementales – surtout celles sur l'énergie – sont de toute évidence moins élevées en Belgique que dans d'autres États européens. Le taux de TVA normal est, de son côté, proche de la moyenne européenne, mais une réflexion s'impose quant au recours aux taux réduits pour une partie significative du panier de consommation. Ces prélèvements peuvent être utilisés non seulement pour alléger les charges sur le travail, mais également pour orienter les habitudes de consommation vers plus de durabilité. Du reste, il faut aussi envisager un glissement des prélèvements vers les revenus du patrimoine, les plus-values ou le patrimoine lui-même, et songer à la possibilité d'uniformiser davantage la taxation des différentes composantes du patrimoine. Le tax shift se justifie du point de vue économique, comme l'attestent également les recommandations d'organismes tant nationaux qu'internationaux.
47. Un déplacement des charges peut également entraîner une hausse du salaire net, stimulant ainsi non seulement la demande mais aussi l'offre de main-d'œuvre. Tel est précisément l'effet recherché par le relèvement de la déduction des frais professionnels forfaitaires. Il est proportionnellement plus grand pour les bas revenus, qui sont justement le plus durement confrontés à la problématique des pièges à l'emploi par rapport à une situation de chômage ou d'inactivité. De plus, en augmentant la dégressivité des allocations de chômage et en encourageant la mobilité, les incitants au travail sont encore renforcés. Par ailleurs, l'activation est aussi favorisée par l'accompagnement efficace des chômeurs dans leur recherche d'emploi.

Le gouvernement a décidé d'élaborer un service à la collectivité pour les chômeurs de longue durée. Il faut s'assurer que les réformes du système de chômage ne conduisent à un accompagnement moins poussé des demandeurs d'emploi.

48. Certains groupes à risque méritent une attention particulière: ils éprouvent en effet manifestement de grandes difficultés à s'insérer sur le marché du travail. Non seulement le sous-emploi de la frange la plus vulnérable de la population engendre des coûts économiques considérables, mais il est également source de pauvreté et d'exclusion sociale. Il y a lieu d'adopter une approche inclusive et de combattre toute forme de discrimination négative. Il convient avant tout de miser sur la formation, l'accompagnement et la simplification du passage de l'école à l'emploi. Une disponibilité accrue de places de stage dans les entreprises peut y contribuer. À cet égard, les réductions ciblées de charges salariales peuvent, elles aussi, être un instrument approprié. La sixième réforme de l'État a transféré une bonne partie des leviers politiques dans ce domaine aux régions, de sorte que ces dernières sont à même de mener une politique cohérente et répondant aux besoins spécifiques de leur territoire. Dans le même temps, ces instances doivent collaborer étroitement pour lever les obstacles à la mobilité interrégionale du travail. En Belgique, la dispersion du chômage est de fait plus marquée entre les trois régions qu'au sein de chacune d'entre elles. La Région de Bruxelles-Capitale, où plus de 19 % de la population active est au chômage, a le plus à y gagner. Enfin, il faut aussi veiller au maintien de l'employabilité des personnes occupées. Grâce à l'apprentissage tout au long de la vie, les travailleurs doivent pouvoir s'adapter aux innovations technologiques rapides et aux ajustements du processus de travail.
49. Le rétablissement de la compétitivité de la Belgique bénéficiera également au potentiel de croissance, dès lors qu'il permettra aux entreprises de s'intégrer aisément dans les chaînes de valeur ajoutée mondiales. Non seulement ces entreprises pourront ainsi explorer des débouchés en expansion rapide, même si elles n'y sont pas directement actives, mais elles accéderont aussi aux techniques de production les plus efficaces et innovantes. Il peut s'agir d'un précieux catalyseur pour accélérer la croissance de la productivité totale des facteurs (PTF). Cette croissance est faible en Belgique et s'est encore essoufflée ces dernières années, et ce alors qu'à long terme, elle est la principale source de création de bien-être. Compte tenu de l'importance de la PTF, la Banque y a dédié un colloque à l'automne de 2014.
50. L'augmentation de la PTF profite en premier lieu de l'innovation, d'où l'intérêt des investissements en R&D, singulièrement pour l'industrie. Ceux-ci demeurent limités en Belgique, surtout de la part des pouvoirs publics, et se concentrent en outre fortement sur un certain nombre de branches d'activité. Cependant, l'innovation est un concept plus large, qui est également lié à l'organisation des entreprises, au management, au marketing et à l'intégration rapide de nouvelles techniques – en matière de TIC principalement – dans des processus existants, de manière à créer des effets multiplicateurs et de débordement. Par ailleurs, la croissance de la PTF tire avantage au niveau macroéconomique d'une réallocation aisée des ressources, des entreprises moins productives vers des firmes plus productives. Cela suppose la création rapide de nouvelles sociétés, mais, dans le même temps, la liquidation facile d'activités moins performantes et sans potentiel d'avenir. Ce processus de réallocation peut être soutenu tant par la suppression des obstacles administratifs, juridiques et fiscaux que par un fonctionnement fluide du marché du travail et une intermédiation financière efficace. Enfin, la qualité des facteurs de production – aussi bien le travail que le capital – est un moteur-clé de la croissance de la PTF. Dès lors, les qualifications de la main-d'œuvre et la formation tout au long de la vie constituent, sur ce plan également, des facteurs cruciaux. Les investissements maintiennent à leur tour la qualité du stock de capital, en ce qu'ils permettent d'intégrer les technologies les plus innovantes. De plus, la Belgique a intérêt à attirer les investissements étrangers, ces derniers étant un puissant vecteur de diffusion des innovations techniques et organisationnelles et pouvant renforcer l'entrepreneuriat.

51. Des structures de marché plus concurrentielles stimulent également la hausse de la PTF, en encourageant les gains d'efficacité. Il s'indique par conséquent de procéder à de nouvelles réformes des marchés de produits, surtout dans les industries de réseau ainsi que dans les secteurs de services qui sont encore protégés. Ces réformes influenceront positivement la compétitivité-coût, non seulement par leur incidence sur la productivité, mais aussi par des baisses de prix. De surcroît, les marchés concurrentiels favorisent la transmission de la modération salariale aux prix de vente et préviennent l'élargissement des marges, ce qui en accentuera l'effet sur la croissance et l'emploi. Par ailleurs, la croissance potentielle et la PTF tirent profit d'une infrastructure efficiente. Tant le risque de black-out apparu en 2014 que l'étendue du problème de la mobilité illustrent l'ampleur des défis dans ce domaine également. La recherche de solutions doit concilier efficacité économique et considérations écologiques. Il convient aussi de se pencher sur la contribution relative des secteurs privé et public. Pour pouvoir mobiliser des investissements privés dans des projets requérant un grand apport de capitaux et couvrant une très longue période, il est essentiel de disposer d'un cadre juridique stable et prévisible.
52. Une consolidation budgétaire propice à la croissance doit parachever la stratégie visant à répondre aux défis auxquels est confrontée l'économie belge. À cette fin, dans son projet de plan budgétaire, le gouvernement fédéral a élaboré une trajectoire menant à l'équilibre structurel en 2018, soit deux ans plus tard que prévu dans celle, certes indicative, définie en avril 2014 par le gouvernement précédent. Comme la Belgique a fortement misé sur les réformes structurelles et sur le rétablissement de la compétitivité, et comme chacun de ces facteurs profite, à son tour, à la soutenabilité des finances publiques à moyen terme, une certaine marge se dégage en principe en faveur d'une approche plus graduelle, qui pourra en outre soutenir le redressement de l'économie. Pour autant, il s'agit de veiller à ce que les efforts structurels soient conformes au cadre européen et à ce qu'ils soient ensuite mis en œuvre sans restrictions. Dans son évaluation du projet de plan budgétaire, la Commission européenne a prévenu que la trajectoire ne correspondait peut-être pas aux exigences du pacte de stabilité et de croissance. Elle réexaminera la situation dès mars 2015, à la lumière de l'exécution concrète du budget et des réformes structurelles annoncées. Des ajustements devront être apportés le cas échéant.
53. L'assainissement budgétaire doit avant tout reposer sur une maîtrise judicieuse des dépenses. De nouveaux impôts doivent en effet être prioritairement utilisés pour permettre un allègement des prélèvements sur le travail. Néanmoins, il convient d'œuvrer à une perception correcte des impôts et de lutter contre l'évasion fiscale et les fraudes fiscale et sociale. Une étroite collaboration internationale et un échange intense de données sont à cet égard recommandés, de même qu'une coordination à l'échelon européen. Le projet de plan budgétaire met l'accent sur une réduction des dépenses, et cela vaut également pour la contribution des communautés et des régions à l'assainissement. Ce cap doit être maintenu. Toutefois, du côté des dépenses, une marge est aussi disponible pour des glissements et une hiérarchisation accrue des priorités, de manière à mieux soutenir la croissance. De ce point de vue, il s'agit en premier lieu de réaliser des investissements dans les infrastructures, dans la formation et dans le développement durable, mais l'atténuation d'inégalités sociales extrêmes peut également concourir à une hausse de la croissance économique. Une enquête menée par l'OCDE montre de fait que l'inégalité prononcée – surtout au bas de la distribution des revenus – pénalise la croissance, parce qu'elle compromet les investissements en formation de la frange la plus vulnérable de la population. 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.



## 5. La stabilité du système financier belge

54. Si l'état des lieux du secteur bancaire européen effectué à l'aide du « comprehensive assessment » (CA) a été considéré comme un préalable indispensable à la réussite du démarrage du MSU, cette évaluation, basée sur un examen de la valorisation des actifs et de la résistance des établissements de crédit à des chocs macroéconomiques, peut aussi servir de balise pour orienter les plans d'action futurs tant des entreprises individuelles que des autorités prudentielles. En Belgique, six banques ont participé directement au CA, à savoir Argenta, AXA Bank Europe, Bank of New York Mellon, Belfius, Dexia et KBC Group, tandis que plusieurs filiales de groupes étrangers, dont en particulier BNP Paribas Fortis et ING Belgique, s'y sont soumises par l'intermédiaire de leur maison mère.
55. L'examen de la qualité des actifs a confirmé que les pratiques comptables des banques belges étaient généralement prudentes et conformes aux normes internationales, se traduisant notamment par un niveau adéquat de provisions pour risques de crédit. Un premier test de résistance a montré que ces banques pouvaient absorber un scénario de base, qui combinait la très faible croissance prévue en Europe pour les années à venir avec l'introduction graduelle des normes de solvabilité plus strictes édictées par le Comité de Bâle, en dépassant largement le seuil de 8% de capital de base (Common Equity Tier 1) fixé par la méthodologie du CA. Le second test, fondé sur un scénario beaucoup plus dur impliquant un retournement de la croissance, une montée du chômage, une hausse généralisée des taux d'intérêt et une chute brutale des prix immobiliers, a livré des résultats plus contrastés. Quatre des banques sont restées bien au-dessus du minimum requis de 5,5% de CET1, mais AXA Bank Europe et Dexia n'ont pas atteint ce seuil. La première a bénéficié d'un apport de fonds propres de sa maison mère qui lui a permis de satisfaire à cette exigence, 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. Ces caractéristiques ont été prises en compte par la BCE, qui a conclu que les résultats de cet établissement ne remettaient pas en cause le plan approuvé par la CE et ne réclamaient donc pas de mesures complémentaires.
56. Pour une analyse prospective, il faut bien sûr aller au-delà de ces données globales et se référer aux résultats plus détaillés du CA, en évitant les pièges de l'agrégation et les raccourcis des comparaisons entre banques, d'autant que, pour ces tests, chaque pays participant a continué d'appliquer les dérogations nationales encore autorisées par les dispositions prudentielles européennes. Dans le cas de la Belgique, l'un des premiers enseignements des tests est que les charges du passé, qu'elles résultent de choix stratégiques risqués ou d'acquisitions d'actifs surévalués, continuent d'obérer la rentabilité des banques et constituent sans doute la principale cause de différenciation entre les résultats individuels. Partant de ces positions divergentes, la plupart des banques belges adoptent toutefois des démarches assez similaires, cherchant à se profiler sur leurs activités traditionnelles et leur marché domestique, qu'elles maîtrisent le mieux, en tirant parti des caractéristiques structurelles de l'économie nationale.
57. L'une de ces particularités est le montant considérable des placements accumulés par les ménages belges. La forte concurrence existant entre intermédiaires financiers pour récolter cette épargne rend le marché très sensible aux moindres écarts de rendement, y compris ceux résultant des distorsions induites par le régime de la fiscalité mobilière. Ce facteur de différenciation est l'un des grands déterminants de l'évolution récente des deux principales catégories d'actifs financiers détenus par les particuliers: les dépôts d'épargne et les produits d'assurance. Outre leur couverture jusqu'à 100 000 euros par le système de garantie des dépôts, les premiers bénéficient, sur leurs revenus, d'une exemption du précompte mobilier libératoire à hauteur d'un plafond dont l'effet contraignant s'est réduit à mesure que les taux d'intérêt baissaient. À l'inverse, même si les primes de contrats d'assurance-vie profitent, sous certaines conditions, d'un régime de déductibilité fiscale, le relèvement à 2% en 2013 de la taxe sur les versements de ces primes constitue un désavantage d'autant plus grand que la faiblesse

actuelle des taux rend ce prélèvement plus pénalisant à l'entrée. Ce coin fiscal interfère avec les modèles d'entreprise des intermédiaires financiers belges. Il amène d'une part les banques à concentrer leurs passifs sur un seul produit, qui peut, de surcroît, être aisément commercialisé par des banques étrangères tirant parti du statut fiscal préférentiel des dépôts d'épargne pour collecter en Belgique des ressources destinées à financer des activités sur d'autres marchés. Il limite d'autre part la croissance de la branche vie des compagnies d'assurances, dont la rentabilité repose dès lors dans une proportion croissante sur le développement de l'activité non-vie. Une harmonisation de la fiscalité mobilière permettrait de neutraliser ces effets sur la structure des marchés.

58. La concurrence entre produits bancaires et d'assurance-vie est en partie internalisée par les intermédiaires financiers belges par la voie de la constitution de groupes de bancassurance qui permettent d'optimiser le recours aux réseaux de distribution. Ce modèle est toutefois peu courant dans le nouveau MSU, et les tests de résistance du CA ont montré que la BCE était très attentive au respect des normes de solvabilité à appliquer à ces conglomérats. Par ailleurs, cette combinaison d'activités n'empêche ni la concurrence des acteurs étrangers, ni celle de l'intermédiation directe par émission de titres, qui, aux conditions actuelles du marché, est utilisée par un nombre croissant d'entreprises belges.
59. Les modalités d'affectation des dépôts des particuliers représentent un enjeu majeur pour les intermédiaires financiers belges, d'autant que ces fonds dépassent les besoins de crédit des entreprises résidentes. Les banques belges ont longtemps consacré ce surplus en priorité à la souscription d'emprunts publics belges, ce qui leur a permis de se constituer un matelas important d'actifs liquides. Durant les années ayant précédé la crise, elles se sont aussi appuyées sur ces ressources pour financer des développements d'activités à l'étranger. Ces expansions ont, à l'époque, fini par engendrer des besoins de financement largement supérieurs aux excédents collectés en Belgique, de sorte que les banques belges étaient devenues très dépendantes des marchés interbancaires internationaux.
60. Si le repli sur le marché intérieur a permis de lever cette contrainte, il pose aussi la question d'un emploi de ces fonds qui soit attractif en termes de rendement et adéquat en matière de risque, dans un contexte où le faible niveau des taux exacerbe la rivalité sur l'ensemble des marchés financiers. La qualité des avoirs des banques a fait l'objet d'un examen approfondi lors du CA, non seulement sur le plan de la valorisation des actifs, mais également dans le cadre des tests de résistance aux risques de crédit et de marché. Ces analyses ont confirmé que les principales vulnérabilités étaient liées aux portefeuilles de prêts et de titres à l'étranger, notamment dans certains pays où la position des débiteurs s'est détériorée, telles l'Irlande ou la Hongrie.
61. En revanche, les crédits plus traditionnels aux entreprises et aux particuliers belges se caractérisent actuellement par des taux de défaut modérés, traduisant la bonne connaissance de ce marché par les banques, associée à la constitution fréquente de solides garanties. Le faible niveau des pertes antérieures n'est toutefois pas une garantie pour le futur, comme l'a montré l'exemple de plusieurs pays de la zone euro touchés ces dernières années par des crises immobilières. Lors de la conduite des tests de résistance, la BCE a voulu prendre en compte une telle éventualité en introduisant l'hypothèse d'une baisse de 25 % cumulée sur trois ans des prix des logements en Belgique, laquelle entraînerait une forte augmentation des taux de défaut. Les banques belges ont bien résisté à ce scénario, parmi les plus durs de ceux appliqués aux divers pays ayant participé aux tests et sans commune mesure avec les développements observés dans le passé, même pendant des périodes les plus tendues sur le marché immobilier. Cette hypothèse extrême n'est pas confirmée par les évolutions les plus récentes, qui font état d'une stabilisation des prix. Néanmoins, la Banque reste attentive aux conséquences d'une éventuelle correction des prix de l'immobilier, ce qui l'a amenée à relever les coefficients de pondération des risques des modèles internes utilisés par les banques pour gérer leurs portefeuilles de crédits hypothécaires.

62. Les nouvelles conditions d'octroi de crédits ont été adaptées par les banques pour tenir compte de ce durcissement des exigences réglementaires, mais elles portent aussi la marque du repli des taux d'intérêt qui a donné lieu, ces derniers mois, à de très nombreuses demandes de refinancement de la part des emprunteurs. Ce dernier facteur va peser sur la rentabilité des prêts hypothécaires, d'autant que la croissance du volume des crédits s'est nettement ralentie, même si une accélération très temporaire s'est produite à la fin de l'année. De nombreux candidats acquéreurs ont en effet cherché à anticiper la décision du gouvernement flamand de réduire, à partir du début de 2015, le maximum déductible fiscalement au titre du bonus logement.
63. Les conséquences négatives du niveau des taux sur les revenus d'intérêts des banques ont, jusqu'ici, pu être corrigées par les effets positifs du mouvement des taux, la poursuite de la diminution ayant généré des plus-values. Cette source de revenus devrait toutefois se tarir, les taux étant tombés à des planchers historiques. Les banques vont désormais subir de plein fouet, sans effet compensatoire, la perte de l'avantage lié à la disponibilité de dépôts à vue non rémunérés. Les compagnies d'assurances seront, elles aussi, mises sous pression, car les taux de marché sont devenus largement inférieurs aux rendements garantis sur nombre des contrats d'assurance-vie conclus durant les années antérieures. Certes, à court terme, les compagnies peuvent échapper à cette contrainte grâce aux plus-values réalisées sur les titres en portefeuille ou aux rendements encore perçus sur les obligations les plus anciennes acquises au cours d'années où les taux étaient beaucoup plus élevés. Mais elles doivent impérativement profiter de ce ballon d'oxygène pour adopter une stratégie préventive, d'une part, en destinant l'essentiel de leurs plus-values à la couverture de leurs obligations contractuelles, de préférence à des versements de dividendes ou de parts bénéficiaires et, d'autre part, en adaptant dès à présent les taux garantis aux nouvelles conditions de marché. Les autorités prudentielles pourraient y contribuer en abaissant les plafonds légaux actuellement en vigueur pour ces taux garantis.
64. Les lourdes contraintes qui pèsent sur l'activité d'intermédiation doivent amener les établissements financiers à explorer de multiples voies pour développer un modèle susceptible de leur assurer une rentabilité durable. La première passe par une réduction des charges d'exploitation, le cas échéant par des consolidations, car la structure des coûts porte encore la marque des organisations mises en place pour assurer les précédentes stratégies d'expansion. Une deuxième consiste à adapter les caractéristiques des produits existants, par le maintien de marges réalistes entre les taux débiteurs et créditeurs, par une tarification plus systématique des services offerts afin de rendre ceux-ci plus conformes au coût réel des activités, ou encore, pour les compagnies d'assurances, par un transfert de certains risques aux assurés par le biais du recours à des contrats dont les rendements sont liés à ceux de fonds de placement. Dans le cas plus spécifique des infrastructures financières de marché, la rémunération des activités gagnerait à être assurée de manière directe, au travers du paiement de commissions, plutôt qu'indirecte, sous la forme de revenus d'intérêts perçus grâce au placement des dépôts constitués par les utilisateurs de ces infrastructures.
65. Les banques dégagent également des revenus hors intérêts qui viennent s'ajouter à la marge d'intermédiation. La part relative de ces revenus dans le produit bancaire s'est récemment contractée, revenant de plus de 50 % en 2006 à environ 30 % en 2014. Ceux-ci comprennent deux composantes très différentes, à savoir les résultats des activités de négoce et les commissions. La crise a montré que les revenus additionnels tirés de transactions de marché pour compte propre étaient extrêmement volatils et qu'ils pouvaient rapidement se muer en lourdes pertes. Ce danger a conduit les autorités belges à introduire une mesure de nature structurelle visant à interdire le principe de la négociation pour compte propre dans les banques, tout en autorisant, sous certaines conditions et moyennant, le cas échéant, des exigences additionnelles en capital, ce type d'activités lorsqu'elles ont pour motivations la couverture des risques ou l'offre de produits, et la prestation de services bénéficiant directement à la clientèle.

66. Les commissions perçues par les banques proviennent d'activités très diverses, qui incluent, outre la gestion d'actifs liée, entre autres, à l'offre de placements alternatifs à la clientèle, les services de paiement ou de liquidation des transactions sur valeurs mobilières. Il s'agit souvent de prestations spécifiques fournies par des établissements spécialisés, les infrastructures de marché, qui occupent une place importante dans le paysage financier belge. Ces organismes de règlement et de compensation jouent un rôle essentiel de courroie de transmission en vue d'assurer la bonne fin des opérations financières, mais ils peuvent aussi, du fait de leur position centrale, accroître les risques de contagion. Ceci a amené les autorités à soumettre ces infrastructures à une réglementation appropriée. C'est ainsi que la « European Market Infrastructure Regulation » (EMIR) prévoit des obligations de compensation centralisées, des techniques d'atténuation des risques et des prescriptions de déclaration des transactions. Le règlement européen sur les dépositaires centraux de titres (règlement DCT), entré en vigueur en septembre 2014, uniformise les règles prudentielles applicables en ce qui concerne l'agrément, la surveillance et l'organisation de ces établissements, ainsi que les délais de règlement pour ce qui est des transactions opérées sur des marchés réglementés. Ces diverses mesures devront s'appuyer sur une surveillance approfondie de ces infrastructures afin d'éviter les risques de concentration en cas de défaillance de cette catégorie d'établissements.
67. Ces dispositions s'inscrivent dans le cadre du projet à long terme d'harmonisation progressive des règles financières européennes, dont la prochaine grande étape sera l'introduction de la directive « Solvabilité II » dans le secteur des assurances, prévue le 1<sup>er</sup> janvier 2016. En vertu de ces nouvelles règles, les exigences en capital devront être calculées en tenant compte de l'ensemble des risques pesant tant sur les actifs que sur les passifs. En outre, il convient de souligner que les provisions techniques devront désormais être valorisées par référence aux taux de marché. Comme cet abandon de l'estimation au prix historique va fortement accroître la sensibilité des fonds propres aux variations de taux et de cours, des mécanismes d'ajustement et de correction, dits mesures « Long-term guarantee », ont été prévus afin de lisser cette volatilité excessive.
68. Les effets potentiels du nouveau régime « Solvabilité II » sur les exigences en capital des entreprises d'assurance ont pu être évalués lors du deuxième exercice de tests de résistance conduit par l'Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles (EIOPA) en 2014. Au total, 19 entreprises belges s'y sont soumises en tout ou en partie. Avant l'application des scénarios de chocs, le taux de couverture du nouveau coefficient de solvabilité réglementaire (ratio SCR), calculé sur la base de la formule standard, s'élevait, en moyenne pour ces compagnies, à 204 %, soit un pourcentage largement supérieur au minimum requis. Les scénarios ont couvert trois grands domaines. D'abord, ils ont testé deux séries de chocs de marché, portant sur les risques de taux, de crédit, de variation des cours boursiers et des prix immobiliers. Ensuite, ils ont vérifié la sensibilité à des risques d'assurance spécifiques, en particulier le risque de mortalité, le risque d'allongement de la durée de vie, le risque de catastrophe, le risque d'inflation pesant sur le montant des provisions pour sinistres et le risque d'annulation de contrats. Enfin, ils ont soumis les entreprises à un scénario de bas niveau des taux, lui-même subdivisé en deux modules, l'un correspondant à une très longue période de taux très faibles, à l'instar de ce qui est observé au Japon, et l'autre se traduisant par une inversion de la courbe des rendements. Alors que toutes les entreprises ont résisté aux risques spécifiques d'assurance, le scénario de risque de marché le plus sévère a en revanche ramené le ratio SCR moyen très légèrement en deçà du seuil de 100 %. Enfin, si le scénario de bas niveau des taux a pu, en moyenne, être absorbé sans trop de difficultés par le secteur, il a fait apparaître une grande disparité entre les compagnies, environ 20 % d'entre elles ne parvenant pas à respecter les futures exigences réglementaires.
69. L'introduction de nouvelles normes, tant pour les infrastructures financières que pour les entreprises d'assurance, va requérir une attention particulière à la fois de ces secteurs mais aussi de la Banque. Cette dernière reste en effet pleinement chargée du contrôle des compagnies

d'assurances, et elle continuera de jouer un rôle prépondérant dans la surveillance des grandes infrastructures financières de marché établies en Belgique, ce qui n'est plus le cas pour les établissements de crédit, dont le contrôle est désormais partiellement centralisé à la BCE. Mais, même dans ce dernier cas, la Banque va conserver des fonctions importantes. Outre la surveillance des plus petits établissements, pour laquelle les autorités nationales resteront en première ligne, elle devra participer activement aux équipes plurinationales mises sur pied par la BCE pour exercer la surveillance des principaux établissements de crédit belges ainsi que des filiales établies en Belgique des grands groupes bancaires de la zone euro.

## 6. Conclusion

70. L'économie mondiale éprouve des difficultés à sortir de la crise, et la zone euro est menacée par le risque de stagnation. Cela dit, un éventail adapté de politiques peut améliorer la situation, davantage même dans la zone euro qu'ailleurs. La demande doit y être stimulée, et cette mission incombe en premier lieu à la politique monétaire, qui doit empêcher qu'une trop longue période de faible inflation n'entrave la reprise. 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 à cette fin, même après que les taux directeurs ont atteint leur niveau plancher. Lors de sa première réunion de politique monétaire de 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 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. En parallèle, il y a 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. 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. En augmentant de la sorte le produit des investissements et en diminuant les coûts de financement, 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.
71. Telles sont également les grandes lignes de l'éventail de politiques dont a besoin l'économie belge. 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 aussi une consolidation budgétaire graduelle, propice à la croissance, mais déterminée. Après que, sous la précédente législature, le déficit budgétaire a été ramené à 2,9 % en 2013, 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.
72. En matière de réformes structurelles, de nouvelles mesures sont adoptées en vue de soutenir le potentiel de croissance. Elles concourront ainsi également à consolider l'assise économique du haut degré de protection sociale et de l'offre étendue de services publics, chacun de ces facteurs faisant partie des choix sociétaux en Belgique. Des efforts se déploient en faveur de l'allongement de la carrière, du rétablissement de la compétitivité 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 réduire les coûts budgétaires du vieillissement et de résorber le handicap salarial. Le travail n'en est pas pour autant 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, afin qu'elle bénéficie à la création d'emplois. Les charges pesant sur le travail doivent aussi être 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, où il est l'un des plus élevés d'Europe, 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, afin d'augmenter la croissance de la productivité, qui est, à long terme, la principale source de création de revenus. Tout retard ne fera qu'alourdir les efforts à consentir ultérieurement. Sur cette voie menant à un avenir meilleur, une mission est dévolue aux différents gouvernements, aux partenaires sociaux et à toutes les autres parties prenantes. Les mesures requièrent indéniablement des efforts à court terme, mais la coopération ne peut qu'en accroître l'efficacité.

Bruxelles, le 28 janvier 2015