

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

1. L'incertitude quant à l'évolution des politiques économiques grandit de par le monde, alors qu'il faudrait tout mettre en œuvre pour renforcer la croissance et la rendre plus inclusive

1. La croissance de l'économie mondiale est une nouvelle fois restée modérée en 2016, à 3,1 %. Comme en 2015, l'évolution de l'activité a été grevée par les mutations profondes en cours dans les économies émergentes, catalysées par le rééquilibrage en Chine. Ce pays opère en effet une transition d'une économie axée sur les investissements et les exportations vers un modèle de croissance reposant davantage sur la consommation et les services. C'est pourtant dans les économies avancées qu'à la suite de développements politiques souvent inattendus, l'incertitude s'est faite la plus vive en matière d'options stratégiques pour l'avenir, et ce alors que ces pays sont encore aux prises avec l'héritage de la crise économique et financière. En dépit de l'incertitude accrue et des vagues de volatilité qu'elle a occasionnées sur les marchés financiers, l'activité s'est avérée robuste dans les économies avancées en 2016, et la croissance y a même progressé au second semestre. Toutefois, l'augmentation de l'incertitude renferme des risques pour l'avenir. Si ceux-ci devaient se concrétiser, les économies avancées pourraient se retrouver confrontées à un piège de croissance lente susceptible d'accentuer encore la pression sur la cohésion sociale. Il s'agit dès lors, pour l'avenir, de tout mettre en œuvre pour renforcer la croissance tout en la rendant plus inclusive.
2. La transition en Chine, nécessaire pour parvenir à un modèle de croissance plus durable, doit par ailleurs contribuer à réduire l'excédent du compte courant. Cela étant, elle induit le risque de ralentissement excessif de la croissance et menace d'exacerber les vulnérabilités associées à la forte expansion du crédit et à la hausse des prix de l'immobilier. Elle a en outre renforcé la baisse des cours des matières premières – le cours du baril de brut était tombé en janvier 2016 sous la barre des 30 dollars –, entraînant à son tour de profondes récessions dans les pays fortement tributaires des exportations de matières premières. Au cours de 2016, on a toutefois observé des signes de stabilisation, en particulier au Brésil et en Russie, ces pays ayant bénéficié de la dépréciation de leur monnaie et du rétablissement partiel des prix des produits de base. À la fin de l'année, les prix du pétrole ont continué à être soutenus, cette fois par la limitation de la production dans les pays de l'OPEP, tandis que les cours des matières premières industrielles s'inscrivaient eux aussi en hausse. En Chine même, le délicat processus de rééquilibrage s'est

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

accompagné d'une politique de stimulation budgétaire destinée à prévenir un tassement trop important de la croissance. L'autorité monétaire a maintenu sa politique accommodante et a recouru à ses réserves de change pour soutenir le cours du renminbi. Les préoccupations relatives aux économies émergentes ont encore donné lieu au début de 2016 à un regain de nervosité sur les marchés financiers, mais cette agitation s'est ensuite amenuisée. Il n'en demeure pas moins qu'une série d'adaptations d'envergure s'imposent au sein de l'économie réelle et du secteur financier en Chine, et que les pays tributaires des exportations de matières premières, en manque d'un modèle de croissance plus diversifié, continuent de pâtir d'une capacité excédentaire importante.

3. Les vents contraires soufflant des économies émergentes ont contribué à ralentir d'un demi-point de pourcentage, à 1,6 %, la croissance des économies avancées. Ce ralentissement, particulièrement visible aux États-Unis, a surtout été sensible au premier semestre de l'année. Dans ce contexte, la Réserve fédérale n'a relevé son taux directeur qu'en décembre, un an exactement après l'avoir majoré pour la première fois depuis l'éclatement de la crise. Au Japon et dans la zone euro, où n'a été enregistrée qu'une croissance modérée et où une remontée durable de l'inflation s'est fait attendre, la politique monétaire a une nouvelle fois été assouplie. Cela a également été le cas au Royaume-Uni, où la Banque d'Angleterre a instauré en août une série d'incitants visant à alléger l'incidence économique du choix exprimé par les Britanniques lors du referendum du 23 juin de quitter l'UE, ce qu'il est convenu d'appeler le brexit.
4. Cette issue inattendue du referendum a provoqué sur les marchés financiers un choc puissant, mais de courte durée. Par ailleurs, l'activité économique au Royaume-Uni est restée plus robuste que prévu au second semestre de 2016. Au lendemain du referendum, la livre sterling s'est dépréciée. Une deuxième vague de dépréciations a suivi en octobre, lorsqu'il est notamment apparu que les futures relations commerciales entre le Royaume-Uni et l'UE pourraient s'avérer moins ouvertes qu'initialement escompté. Dans la foulée, les prévisions d'inflation sont parties à la hausse, tandis que les taux d'intérêt réels attendus perdaient du terrain. L'érosion du pouvoir d'achat due à la détérioration des termes de l'échange, l'incertitude quant aux nouvelles relations avec l'UE et le reste du monde, et les adaptations qui en découleront tôt ou tard constituent en effet autant de facteurs susceptibles de peser de façon prolongée sur les perspectives de croissance au Royaume-Uni.
5. Alors que l'incidence du brexit sur l'activité économique est restée étonnamment limitée en 2016, les répercussions économiques à long terme sont potentiellement importantes, y compris en dehors du Royaume-Uni. C'est bien évidemment le cas en premier lieu pour les autres pays de l'UE, et pour la zone euro en particulier, compte tenu de l'intensité des relations commerciales avec le Royaume-Uni, de l'importance de la place financière de Londres au sein de l'UE et des flux migratoires liés aux îles Britanniques. L'exposition de l'économie belge est elle aussi considérable, ne serait-ce que parce que le Royaume-Uni est le quatrième plus gros marché à l'exportation de la Belgique. La Banque maintient dès lors un suivi attentif des risques liés au brexit, sur le plan tant de l'économie réelle que des implications pour le système financier. Fort de cette expertise, le Gouverneur assiste le gouvernement, notamment au sein d'un groupe de haut niveau spécialement constitué à cet effet.
6. En raison du brexit, l'UE est contrainte non seulement de s'atteler à la tâche complexe de clarifier ses relations futures avec le Royaume-Uni, mais également de se mettre en quête d'une dynamique nouvelle. Cela pose des défis tout en créant de nouvelles opportunités. Par rapport à la période qui a immédiatement suivi la crise financière, la poursuite de l'approfondissement de l'Union économique et monétaire fait maintenant l'objet de moins d'attention. Avec la crise des réfugiés, l'évolution des relations géopolitiques et les attaques terroristes, d'autres thèmes ont pris le pas. L'Europe doit apporter une réponse convaincante sur tous les fronts. Une dynamique économique renforcée par une union monétaire plus complète peut permettre de trouver plus aisément des réponses adéquates aux nombreuses autres préoccupations

des citoyens européens. Elle peut offrir en sus une solution au sentiment accru d'insécurité socio-économique qu'alimentent non seulement les retombées de la crise mais aussi les incertitudes liées à la mondialisation, à la numérisation et à l'augmentation de l'inégalité des revenus. Imprimer une nouvelle impulsion à l'intégration européenne n'est pas une fin en soi. Cela n'en est pas moins nécessaire pour soutenir pleinement la dynamique de croissance, tirer le meilleur parti de la monnaie unique, favoriser l'inclusion socio-économique et, à l'échelle mondiale, valoriser au mieux l'influence de l'Europe dans l'intérêt de chaque État membre.

7. L'incertitude quant à la poursuite de la dynamique de l'intégration européenne a toutefois clairement augmenté. Parmi les facteurs qui alimentent cette incertitude figure, plus encore que la tenue d'élections dans de nombreux États membres en 2017, le constat que, sur le continent européen aussi, l'idée fait son chemin que le repli sur soi et la reconquête de la souveraineté nationale peuvent résoudre les problèmes complexes auxquels sont confrontées l'économie et la société en général. Ce sont en grande partie ces mêmes considérations qui ont dominé le débat sur le brexit et la campagne électorale pour la présidence aux États-Unis. Dans les deux cas, les discussions sur les flux migratoires ont largement cristallisé les points de vue. Aux États-Unis, elles ont en outre donné lieu à un plaidoyer en faveur d'une politique commerciale protectionniste.
8. Cette aversion pour l'ouverture, et le penchant au protectionnisme, se manifestent à un moment où la croissance du commerce mondial est déjà particulièrement atone. En 2016, elle n'a été que de 1,9 %, s'établissant ainsi bien en deçà de celle du PIB mondial. Cela tient en partie à des facteurs conjoncturels tels que la faiblesse des investissements – une conséquence de la transition en Chine même et de ses retombées sur les pays exportateurs de matières premières. Mais des facteurs structurels ont également joué un rôle, comme l'évolution vers des chaînes de valeur mondiales à nouveau plus courtes, l'absence d'avancées en matière d'ouverture du commerce international et, dans certains cas, l'adoption de mesures protectionnistes.
9. Ces développements, ainsi que l'éventuel retournement qu'ils peuvent occasionner dans les politiques menées, trouvent leur origine dans le fait que l'ouverture, lorsqu'elle s'est accrue, a entraîné, à côté d'avantages économiques à l'échelle macro, des effets secondaires qui ont lourdement touché de larges pans de la population. Bien que le commerce augmente la productivité, facilite la diffusion des innovations technologiques, crée de nouveaux débouchés, et fasse baisser les prix, la mondialisation s'est accompagnée, au cours des dernières décennies, d'une augmentation des inégalités de revenus dans la plupart des économies avancées. La raison en est une polarisation en faveur des personnes hautement qualifiées, pour lesquelles la spécialisation induite par les évolutions commerciales et technologiques constitue un atout. En outre, l'incidence de la crise économique et financière s'est révélée plus lourde pour les revenus plus faibles. Indépendamment de ses avantages, la migration entraîne elle aussi des coûts. L'incidence économique nette pour les pays d'accueil dépend fortement de la mesure dans laquelle les nouveaux arrivants peuvent s'insérer sur le marché du travail. La migration peut en effet mieux faire correspondre l'offre et la demande de main-d'œuvre. C'est pourquoi la libre circulation des personnes constitue, comme la libre circulation des biens et des capitaux, une composante essentielle de la construction européenne. Dans l'union monétaire, la mobilité de la main-d'œuvre entre les États membres constitue du reste un mécanisme d'ajustement naturel en cas de chocs asymétriques. Toutes les formes de migration ne trouvent toutefois pas leur origine dans des motifs aussi bénéfiques à l'économie, pour légitimes qu'ils soient sur d'autres plans – par exemple pour des raisons humanitaires. Cela est particulièrement vrai pour l'afflux de réfugiés en provenance de zones de conflit en 2015 et en 2016. Des efforts importants sont donc nécessaires pour permettre aux demandeurs d'asile de bien s'insérer sur le marché du travail et réduire ainsi les coûts économiques, voire les transformer en un avantage. La rapidité des procédures de reconnaissance, les connaissances et compétences dont disposent les demandeurs d'asile à leur arrivée, et les efforts que fournissent les pays d'accueil pour favoriser leur intégration sur le marché du travail constituent d'importants déterminants à cet égard.

Dans le cas de la migration également, les conséquences ne sont pas les mêmes pour tous les groupes de la population. Tant le commerce que la migration nécessitent donc des mesures d'accompagnement qui non seulement visent la recherche d'un effet aussi favorable que possible à l'échelle macro, mais soient aussi axées suffisamment sur une répartition équilibrée des coûts et des avantages.

10. La pression que cela exerce sur la cohésion sociale pourrait en effet, par le rejet d'une politique intrinsèquement à même de stimuler la croissance, induire un cercle vicieux qui mènerait à une croissance affaiblie doublée d'une protection sociale amoindrie. La croissance doit absolument se faire plus inclusive. Cela suppose qu'en matière d'enseignement, de formation et d'accompagnement sur le marché de l'emploi, des efforts supplémentaires soient déployés afin de permettre à chacun de faire face aux changements économiques et de trouver sa place sur le marché du travail. Parallèlement, chacun doit avoir la possibilité de récolter les fruits de la mondialisation et du progrès économique. Il faut porter une attention accrue à une croissance inclusive non seulement pour assurer une adhésion suffisante de la société à une politique visant à accroître le potentiel de croissance par des réformes structurelles et l'ouverture aux échanges, mais également parce que cela peut s'avérer plus efficace d'un point de vue purement économique. Comme les groupes à bas revenus dépensent une part plus importante de leur revenu disponible, une politique plus inclusive permettra de mieux stimuler la demande. De plus, le côté offre de l'économie bénéficierait d'un meilleur soutien de tous les participants potentiels au marché du travail, tandis qu'une trop grande inégalité de revenus nuit à la croissance, dans la mesure où les groupes dont les revenus sont plus faibles n'investissent souvent plus dans la formation. Une croissance plus inclusive permet une interaction positive entre une croissance renforcée et une protection sociale plus adéquate, ce qui peut constituer le fondement d'un nouveau contrat social.
11. Les marchés financiers ont traversé en 2016, en raison de l'incertitude croissante, un certain nombre de vagues de volatilité, généralement de courte durée. Ces mouvements ont été aisément digérés par le système financier, ce qui suggère une plus grande résilience. Les résultats électoraux aux États-Unis ont toutefois donné lieu à une correction plus nette sur les marchés financiers. En prévision d'une politique budgétaire expansionniste, les taux à long terme ont grimpé de plus de 50 points de base. Hormis l'éventualité que cette évolution soit de nature plus permanente, elle a également influencé dans une certaine mesure les marchés obligataires en Europe et, plus encore, dans les économies émergentes. Certaines d'entre elles sont en effet particulièrement vulnérables si les États-Unis optaient pour une politique commerciale plus protectionniste, ou dans un scénario où la Réserve fédérale serait contrainte de resserrer plus rapidement sa politique monétaire. Compte tenu du degré élevé d'incertitude, et des vulnérabilités qui subsistent dans les économies émergentes, une nouvelle réévaluation du risque n'est pas exclue. Cela pourrait peser sur la stabilité du système financier et entraîner un durcissement des conditions financières susceptible d'entraver la croissance économique.
12. Il convient donc d'actionner l'ensemble des leviers politiques pour soutenir la croissance, sous peine de voir émerger un piège de croissance lente. En effet, l'actuelle lenteur de la croissance pèse sur le potentiel de croissance de demain, le chômage conjoncturel menaçant de se muer en chômage structurel et la faiblesse des investissements grevant le stock de capital. La perspective d'un faible potentiel de croissance freine à son tour la demande, en exerçant un effet de revenu permanent sur la consommation et en comprimant les investissements. La politique monétaire accommodante, si importante soit-elle, ne peut constituer le seul levier. Il y a donc lieu de confier un rôle important tant à une politique budgétaire propice à la croissance et à la confiance, qu'au type de réformes structurelles qui non seulement soutiennent le potentiel de croissance à plus long terme mais peuvent en outre déjà stimuler la demande à court terme.
13. Cette approche permet également d'éviter que la politique monétaire ne doive assumer une part trop importante de l'ajustement. Elle n'est en effet pas en mesure de fournir une solution

pour nombre de défis qui dépassent le seul cadre monétaire et nécessitent donc un remède structurel. L'incapacité de parvenir à ces solutions pourrait toutefois exacerber la pression exercée sur les banques centrales, voire remettre en question leur indépendance, a fortiori maintenant que l'attention se porte de plus en plus sur les effets distributifs de la politique monétaire et sur leurs implications pour les épargnants. La perte de cette indépendance serait, à terme, préjudiciable au maintien de la stabilité des prix, ce qui, plutôt que d'apporter une réponse, créerait une source d'incertitude supplémentaire.

2. Les taux d'intérêt bas dans la zone euro : symptôme d'une croissance insuffisante

14. La reprise modérée de l'activité économique qui a été observée depuis la mi-2013 dans la zone euro s'est poursuivie en 2016, même si la croissance est retombée à 1,7 %, contre 2 % en 2015. Malgré l'environnement externe peu favorable, l'incertitude accrue et les vagues de volatilité sur les marchés financiers – motivées en partie par des préoccupations relatives aux banques de la zone euro et à leur capacité de financer l'économie –, la reprise est restée intacte. Les raisons en sont les conditions de financement favorables qui ont suivi le nouvel assouplissement de la politique monétaire, ainsi qu'une certaine impulsion budgétaire. En outre, la demande intérieure, et en particulier la consommation privée, a bénéficié non seulement du bas niveau des cours du pétrole, mais également d'une création d'emplois étonnamment soutenue. En raison notamment de réformes du marché du travail précédemment mises en œuvre, la croissance a en effet été très intensive en main-d'œuvre. Le fait que la demande intérieure soit devenue entre-temps le moteur de la croissance, et qu'elle le soit restée dans les conditions difficiles de 2016, contraste avec la première phase de rétablissement qu'a connue la zone euro immédiatement après la grande récession.
15. Il reste que la zone euro demeure confrontée à un déséquilibre important entre épargne et investissement. La part des investissements dans le PIB demeure plus de 2 points de pourcentage en deçà de la moyenne d'avant la crise, et l'excédent du compte courant – c'est-à-dire la différence entre l'épargne et l'investissement – est passé entre-temps à 3,7 % du PIB. Ces différents éléments s'accompagnent d'un déficit de la demande, dans un contexte de sous-emploi. Ainsi, selon la Commission européenne, l'*output gap* était négatif de 1 % en 2016, et le taux de chômage atteignait encore 9,8 % à la fin de 2016. Alors que l'inflation totale augmentait pour atteindre 1,1 % à la fin de l'année en raison du retournement dans l'évolution des prix de l'énergie, la sous-utilisation des capacités de production a continué de peser sur l'évolution des coûts intérieurs. Du coup, l'inflation hors énergie et alimentation n'a, pour la troisième année consécutive, pas dépassé 0,9 %.
16. Du fait de cette faiblesse persistante de l'inflation par rapport à l'objectif de stabilité des prix défini par le Conseil des gouverneurs de la BCE – une inflation inférieure à, mais proche de 2 % à moyen terme – et de l'absence de perspectives suffisantes quant à un comblement durable de cet écart, l'orientation de la politique monétaire déjà très accommodante a par deux fois encore été assouplie en 2016. Il n'a été recouru à cette fin que de façon limitée aux taux directeurs, même si, en mars 2016, le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement a été réduit de 5 points de base à 0 % et celui de la facilité de dépôt de 10 points de base à -0,40 %.
17. Plus les taux directeurs sont négatifs, plus il y a de difficultés à ce que s'opère la transmission des nouveaux assouplissements par le canal bancaire, très important pour le financement de l'économie de la zone euro. La raison fondamentale en est qu'il subsiste encore un actif financier dont le taux d'intérêt est nul : les billets de banque. De ce fait, les banques peuvent difficilement appliquer des taux d'intérêt négatifs sur leurs dépôts de détail. Particulièrement pour les dépôts d'épargnants privés, cela pourrait entraîner un risque de retrait massif de billets. Si le coût de cette source de financement importante ne peut plus diminuer, cela grèvera la rentabilité des

banques et donc leur capacité de répercuter la baisse des taux sur les tarifs des prêts, ou de continuer à octroyer du crédit. Cette situation met en lumière l'existence d'une limite inférieure pour les taux directeurs, et explique pourquoi les banques centrales recourent à d'autres instruments lorsque cette limite menace d'être atteinte. L'utilisation de ces instruments non conventionnels revient en substance à ce que, plutôt que de laisser les taux directeurs continuer à baisser, on les maintienne plus longtemps à leur limite inférieure, et à ce que les primes de risque soient comprimées par des achats d'actifs afin d'aplanir la courbe des rendements. Cela crée, plutôt qu'un environnement de taux négatifs prononcés, un environnement de taux d'intérêt faibles pendant une période généralement prolongée.

18. L'Eurosystème avait déjà précédemment emprunté cette voie, d'abord en indiquant, à partir de juillet 2013, qu'il fallait s'attendre à ce que les taux directeurs restent aux niveaux qu'ils avaient atteints ou à des niveaux plus bas sur une période prolongée, et ensuite en lançant en 2015 un large programme d'achats d'actifs. En vertu de ce programme, il a été procédé à partir de mars 2015 à des achats d'actifs à revenu fixe pour un montant mensuel de 60 milliards d'euros – principalement sous la forme d'obligations d'État, mais également d'obligations bancaires sécurisées et de titres adossés à des actifs –, initialement avec l'intention de procéder aux achats jusqu'en septembre 2016. Le programme avait, dès décembre 2015, été prolongé jusqu'en mars 2017, et en tout état de cause jusqu'à ce que le Conseil des gouverneurs constate une adaptation durable de la trajectoire d'inflation qui réponde à l'objectif de stabilité des prix. La durée du programme était en effet liée dès le départ à l'obtention des résultats escomptés en matière d'inflation.
19. Dans la foulée, le volume mensuel des achats d'actifs est passé en mars 2016 de 60 à 80 milliards d'euros, et il a été annoncé que ces achats seraient étendus aux obligations émises par les sociétés non financières. En outre, les orientations prospectives (*forward guidance*) concernant les taux directeurs ont été renforcées en les liant à celles des achats d'actifs. Il a en effet été précisé que la période au cours de laquelle les taux directeurs resteraient à leur niveau ou à un niveau inférieur se prolongerait bien au-delà de l'horizon des achats nets d'actifs. Le signal envoyé en matière de taux a été renforcé encore par l'application d'un taux d'intérêt fixe à la nouvelle série de quatre opérations de refinancement ciblées d'une durée de quatre ans annoncée au même moment. Ces décisions constituent, conjointement avec la réduction du taux d'intérêt sur la facilité de dépôt à $-0,40\%$, une réponse à la nouvelle baisse des anticipations d'inflation au cours des premiers mois de 2016. Cette baisse résulte à son tour de la détérioration des perspectives de croissance pour l'économie mondiale et de la pression accrue qui en résulte pour les cours du pétrole. Des anticipations d'inflation plus faible se transmettent de fait rapidement à l'inflation réelle car elles influencent la fixation des prix et des salaires. En outre, le taux d'intérêt réel augmente si la baisse des anticipations d'inflation n'est pas compensée par un assouplissement de la politique monétaire, ce qui complique la reprise de l'activité économique – et, partant, de l'inflation. Dans de telles circonstances, le risque d'une spirale déflationniste n'était pas loin.
20. En décembre 2016, le Conseil des gouverneurs de la BCE a décidé de prolonger ses achats d'actifs au-delà de mars 2017, au motif que la perspective d'un ajustement durable de la trajectoire de l'inflation vers l'objectif ne se dessinait pas assez clairement. Il s'agissait dès lors de prolonger le programme, cette fois jusqu'en décembre 2017, ou – conformément aux indications précédemment données – plus tard s'il le fallait. Mais étant donné que, par rapport au début de l'année, la menace d'une déflation s'était nettement amoindrie, le montant mensuel de ces achats supplémentaires a été ramené au chiffre initial de 60 milliards d'euros. Il était en effet apparu entre-temps que la reprise économique avait pu se poursuivre, tandis que les cours des matières premières ainsi que les anticipations d'inflation remontaient. Le Conseil a toutefois indiqué parallèlement que l'ampleur et/ou la durée du programme seraient rehaussées en cas de détérioration des perspectives ou si l'évolution des conditions financières venait à entraver une adaptation durable de la trajectoire d'inflation. À la fin de l'année, les

taux à long terme avaient en effet augmenté dans la zone euro également; cette hausse a par ailleurs été plus prononcée dans les pays les plus vulnérables.

21. L'ensemble de ces mesures ont donné lieu à des conditions financières particulièrement souples. Au troisième trimestre de 2016, le taux d'intérêt des obligations d'État de la plupart des pays de la zone euro a atteint des minimums historiques, et le taux des obligations de sociétés s'est lui aussi replié à la suite des achats effectués par l'Eurosystème. Certes, les taux à long terme sont ensuite remontés. Toutefois, cela reflétait principalement une reprise des anticipations d'inflation, de sorte que l'incidence sur les taux d'intérêt réels est restée limitée. Au cours de cette correction, il s'est avéré en outre que le segment à court terme de la courbe de rendement était plutôt insensible au mouvement haussier aux États-Unis, ce qui indique que les orientations prospectives en matière de taux directeurs sont efficaces. En outre, la croissance de l'octroi de crédit bancaire aux ménages et aux sociétés non financières s'est accélérée, et les taux d'intérêt sur ces prêts ont continué de fléchir. Cette baisse a été plus prononcée dans les pays qui avaient lourdement souffert de la fragmentation financière en 2011-2012, et les conditions de crédit pour les petites entreprises se sont à nouveau rapprochées des critères applicables aux grands emprunteurs. Ce sont autant de facteurs qui, dans un climat d'incertitude, ont soutenu la reprise.
22. Il y a toutefois des indications selon lesquelles le point de saturation de la transmission bancaire approche. La diminution des taux sur les dépôts atteint en effet sa limite, et la pression commence à se faire sentir sur la marge d'intermédiation des banques. L'effet des taux bas sur la rentabilité des banques est toutefois complexe, et il y a également, à tout le moins à court terme, des facteurs compensateurs. Ainsi, la valorisation plus favorable des actifs financiers crée des plus-values sur les portefeuilles de titres des banques, et la reprise économique soutient la demande de nouveaux crédits et prévient les défauts de paiement. Toutefois, à mesure que l'environnement de taux d'intérêt bas se poursuit, certains de ces effets positifs s'estompent, alors que la pression continue de s'exercer sur la marge d'intérêt en raison de la rigidité des taux d'intérêt sur les dépôts de détail.
23. Outre les effets secondaires qu'elle exerce sur la rentabilité des établissements financiers, la politique monétaire accommodante peut aussi comporter d'autres risques pour la stabilité financière. C'est à mettre en rapport avec une éventuelle surévaluation du prix des actifs, une quête exagérée de rendement et une forte croissance du secteur bancaire parallèle (*shadow banking*), une nouvelle surchauffe sur le front des emprunts, ou encore des perturbations dans l'allocation des ressources, avec à la clé une dégradation du potentiel de croissance. Si ces risques se limitent à des segments spécifiques du système financier, il est indiqué de les contenir par la voie de la politique prudentielle – et macroprudentielle en particulier. C'est certainement le cas dans la zone euro, où le degré de vulnérabilité varie généralement de pays à pays et où la politique macroprudentielle dispose d'une composante nationale, là où la politique monétaire agit exclusivement au niveau de l'union monétaire. La politique macroprudentielle peut, en imposant la constitution de réserves, renforcer la résilience systémique et limiter d'éventuels nouveaux excès. La politique monétaire peut donc se concentrer sur sa finalité première, la préservation de la stabilité des prix, qui crée d'ailleurs des retombées positives pour la stabilité financière. En soutenant la croissance nominale, elle exerce un effet bénéfique sur le désendettement et la qualité de l'encours de crédit. En outre, la stabilité des prix prévient l'incertitude quant à la valeur des contrats financiers, souvent conclus en termes nominaux. Une inflation basse non anticipée occasionne en particulier un glissement arbitraire de moyens des débiteurs aux créanciers, et pèse de ce fait sur la capacité de remboursement des emprunteurs. Les interactions entre la politique macroprudentielle et la politique monétaire sont dès lors importantes, mais il s'agit d'une matière relativement neuve, et la connaissance des canaux de transmission est encore assez limitée. C'est pourquoi la Banque a consacré à l'automne de 2016 un colloque à cette thématique.

24. Il y a à ce stade peu d'indications selon lesquelles les actifs financiers sont, de façon générale, surévalués dans la zone euro. Il s'agit toutefois de poursuivre le suivi de ces valorisations. En effet, les déséquilibres se constituent souvent de manière progressive. Il ne semble pas davantage y avoir de signes avant-coureurs d'un nouveau boom du crédit. En dépit de l'amélioration des conditions d'emprunt, la disponibilité du crédit pour les sociétés non financières est un facteur qui continue à compliquer le financement de nouveaux projets, surtout dans les pays où les banques détiennent encore un volume important de crédits à problème dans leur bilan. Le crédit pour l'achat d'une habitation progresse en revanche de manière plus dynamique dans certains pays de la zone euro, ce qui vaut également pour la hausse des prix sur le marché immobilier. Le Conseil européen du risque systémique (CERS) a récemment pointé, à ce propos, les vulnérabilités sur le marché immobilier résidentiel de cinq pays de la zone euro, dont la Belgique. La façon dont la Banque a pris en compte ces éléments ainsi que d'autres facteurs de risque dans la mise en œuvre de la politique macroprudentielle en Belgique est précisée plus loin.
25. La politique monétaire a rarement été aussi débattue dans l'opinion publique qu'en 2016. Deux thèmes se dégagent à cet égard. D'une part se pose la question de savoir si, par son effet haussier sur les prix des actifs, cette politique n'a pas profité principalement aux patrimoines plus importants, causant ainsi plus d'inégalité sociale. D'autre part, certains soutiennent que la politique monétaire a créé un environnement de taux d'intérêt artificiellement bas qui pénalise l'épargnant, un phénomène souvent qualifié de répression financière.
26. L'incidence de la politique monétaire sur la répartition des revenus et du patrimoine est une matière complexe, car elle opère en empruntant deux canaux différents : un canal macroéconomique et un canal financier. Les effets de répartition qui s'expriment via le canal macroéconomique, lequel agit surtout à moyen terme, vont en général dans le sens d'un progrès social. Atténuer la récession et, partant, réduire le chômage, bénéficie en effet surtout aux faibles revenus. La lutte contre le repli de l'inflation peut quant à elle prévenir une redistribution arbitraire de la richesse entre les débiteurs – souvent des ménages plus jeunes – et les créanciers – qui appartiennent plutôt aux catégories d'âge plus élevées. Elle s'avère dès lors équitable du point de vue intergénérationnel. Il se peut en revanche que des effets de répartition régressifs s'opèrent à court terme par la voie du canal financier. Il ressort toutefois d'une analyse de la composition et de la répartition du patrimoine net des ménages belges établie à partir de l'édition 2014 de l'enquête sur le comportement financier des ménages (*Household Finance and Consumption Survey*) que l'effet de répartition global de l'environnement de taux d'intérêt bas par le canal financier est difficile à estimer. Les ménages les mieux nantis bénéficient le plus de plus-values tant sur les actifs financiers que sur leur habitation propre ou d'autres biens immobiliers, mais en revanche, ils subissent un manque à gagner en raison de la faiblesse des taux d'intérêt. Les ménages au centre de la distribution perdent des revenus d'intérêts sur leurs dépôts, mais ils voient par contre la valeur de leur habitation augmenter et sont ceux qui bénéficient le plus des conditions d'emprunt hypothécaire avantageuses. Dans les ménages les moins riches, les dettes, notamment sous la forme de crédit à la consommation, pèsent plus lourd. Dans ce cas, une baisse des taux d'intérêt constitue plutôt un élément positif. Il n'est donc pas aisé de déterminer si la politique monétaire a induit des effets de redistribution importants en faveur des personnes plus riches, et c'est encore moins le cas si on tient compte de l'incidence de la stabilisation macroéconomique sur le chômage.
27. En ce qui concerne à présent les déterminants de l'environnement de taux d'intérêt bas, ce n'est pas tant la politique monétaire proprement dite – et encore moins une quelconque forme de répression financière – qui exerce une pression à la baisse sur les taux d'intérêt, mais bien l'important déséquilibre entre l'épargne et l'investissement. Cette composante conjoncturelle – qui est encore fortement perceptible dans la zone euro en raison de la profonde empreinte laissée par la crise – s'ajoute à une série de facteurs de nature plus structurelle qui ont comprimé les taux d'intérêt réels au cours des dernières décennies, comme la croissance moindre de la productivité, l'augmentation de la propension à l'épargne à l'échelle mondiale,

liée au vieillissement de la population et à l'augmentation de l'inégalité des revenus, ainsi que l'absorption, par les marchés financiers mondiaux, des excédents d'épargne des économies émergentes. En outre, la pression à la baisse sur le taux d'intérêt sans risque a encore été intensifiée, au cours de la crise, par une forte augmentation de l'aversion pour le risque et par la réduction de l'offre d'actifs sûrs. On a observé en particulier que dans la zone euro, la notation de crédit d'une série de gouvernements avait été abaissée. Ces facteurs compriment le taux d'équilibre – c'est-à-dire le taux d'intérêt réel théorique qui, en situation de pleine utilisation des capacités de production et d'inflation stable, met en équilibre l'épargne et les investissements. La politique monétaire doit suivre ce mouvement, de sorte que le taux d'intérêt effectif reflète le taux d'équilibre. Dans le cas contraire, le taux d'intérêt est trop élevé par rapport au retour sur investissements, et dès lors ceux-ci se replient, les capacités de production ne sont plus pleinement utilisées et l'inflation baisse. Aujourd'hui, il n'en va fondamentalement pas autrement, maintenant qu'à l'approche de la limite inférieure des taux directeurs, des instruments non conventionnels sont également utilisés pour influencer la constellation plus large des taux d'intérêt dans l'économie. En s'attaquant à la sous-utilisation des facteurs de production et à la désinflation, on crée les conditions pour, à terme, ramener les taux d'intérêt au niveau résultant de leurs déterminants plus structurels. De plus, en agissant également sur ces déterminants structurels – tâche qui revient aux politiques budgétaires et structurelles –, on peut, par exemple par une augmentation de la productivité, induire une hausse plus permanente du taux d'équilibre. Comme les épargnants détiennent in fine toujours une créance sur l'économie réelle, la santé de cette dernière est le facteur déterminant de leur rendement.

28. Étant donné l'ampleur du déficit de la demande dans la zone euro, il serait en principe souhaitable que la stimulation de la demande opérée par la politique monétaire soit renforcée par une impulsion budgétaire. C'est d'ailleurs ce qui s'est passé dans une certaine mesure en 2016. La réduction du déficit public dans la zone euro de 2,1 % en 2015 à 1,8 % est en effet restée en deçà de la réduction des charges d'intérêts et de l'incidence de l'amélioration conjoncturelle. Dans plusieurs États membres, l'impulsion budgétaire a pris la forme de réductions d'impôts. Il est toutefois essentiel de garantir également la soutenabilité des finances publiques afin de faire face aux coûts budgétaires du vieillissement de la population et de constituer des réserves financières pour l'avenir. En renforçant la confiance dans la durabilité des finances publiques, on favorise par ailleurs la consommation et l'investissement du secteur privé. Il faut dès lors que la nécessité de poursuivre une politique budgétaire de stabilisation dans la zone euro s'accorde avec l'exigence de respect par les États membres des règles du pacte de stabilité et de croissance. Cela implique qu'à l'exception d'une poignée de pays, il n'y a guère de marge pour une orientation plus expansionniste. La plupart des pays – dont la Belgique – sont en effet encore très éloignés de leur objectif à moyen terme dans le volet préventif du pacte. Ils doivent donc s'en tenir à la trajectoire requise pour atteindre cet objectif. Ces trajectoires sont d'ailleurs modulées en fonction de la situation conjoncturelle des pays concernés et de leurs efforts en matière de réformes structurelles ou dans le cadre du Fonds européen pour les investissements stratégiques. En outre, les coûts liés à la crise des réfugiés et aux mesures de sécurité adoptées après les attentats terroristes sont considérés comme des facteurs exceptionnels. Comme le pacte vise le moyen terme, il offre en effet la flexibilité nécessaire à cet égard. Même sans marge budgétaire, les États membres peuvent rendre leur politique budgétaire plus propice à la croissance en adoptant des glissements qualitatifs dans leurs recettes et leurs dépenses et en s'attachant à réaliser des gains d'efficacité. Il est ainsi possible, en plus du stimulus conjoncturel, de soutenir également le potentiel de croissance à long terme. Les investissements publics – principalement dans les infrastructures utiles à l'économie – peuvent jouer un rôle-clé en la matière. À cet égard, les éclaircissements d'Eurostat quant au traitement statistique des partenariats public-privé sont les bienvenus. Il s'indique de déterminer si de tels investissements publics ne peuvent pas être encouragés davantage, en ne tenant compte, dans la partie préventive du pacte, que des amortissements plutôt que de l'ensemble des dépenses d'investissement, à condition que cela ne compromette pas la

soutenabilité de la dette. Cela permettrait une utilisation maximale de l'environnement de taux d'intérêt faibles.

29. L'adoption de réformes structurelles propices à la croissance constitue un autre élément essentiel du *policy mix* dont a besoin la zone euro. Elles peuvent contribuer au processus de convergence dont a tant besoin une union monétaire efficace, et renforcer la résilience des États membres en cas de chocs. De plus, elles sont de nature à rehausser la croissance potentielle. Celle-ci est actuellement retombée à environ 1 % dans la zone euro, alors qu'elle est de 2 % aux États-Unis. Pour accélérer le processus de désendettement et maintenir la soutenabilité financière du modèle social européen, l'augmentation de la croissance potentielle est dès lors indispensable. En 2016, la dynamique réformatrice s'est toutefois arrêtée, après la mise en œuvre de toute une série de réformes, surtout dans les pays les plus touchés par la crise. L'accent avait été mis à cette occasion sur les réformes du marché du travail et sur la restauration de la compétitivité. Pour l'avenir, ce sont toutefois la productivité et l'emploi qui doivent devenir les mots-clés : la productivité parce qu'elle est à long terme la source par excellence de création de revenus, et l'emploi parce que l'insertion dans la vie active est le meilleur moyen de parvenir à une meilleure inclusion sociale. La création de conseils nationaux de productivité recommandée en septembre 2016 par le Conseil ECOFIN pourrait à l'avenir se révéler un important facilitateur de réformes. Des réformes propices à l'augmentation de la productivité et la création d'un environnement favorable à l'entrepreneuriat peuvent contribuer dans une large mesure à l'élimination du déficit d'investissement dans la zone euro. Alors que la politique monétaire réduit les coûts de financement des investissements, l'adoption de réformes en augmenterait le rendement. La complémentarité de ces deux axes politiques constituera un incitant supplémentaire pour les investissements. En outre, les réformes favorisent la confiance, en ce qu'elles atténuent l'incertitude quant au long terme et offrent des perspectives de croissance accrue. Il importe non seulement de disposer de marchés de produits et d'un marché du travail qui fonctionnent efficacement, mais également de garantir une bonne allocation des capitaux. Il s'agit en effet de disposer d'un financement suffisant pour les projets nouveaux et orientés vers l'avenir.
30. Le secteur financier constitue un levier important en vue d'assurer une reprise économique durable dans la zone euro. Les mesures prises ces dernières années pour rétablir la confiance en ce secteur ont été importantes – avec notamment les premières étapes de l'union bancaire et, à l'entame du mécanisme de surveillance unique, une évaluation complète consistant en un examen de la qualité des actifs et un test de résistance menés par la BCE. Elles s'avèrent néanmoins insuffisantes, comme en témoigne la volatilité accrue sur les marchés au cours de l'année 2016. Le secteur financier s'est certes montré plus résilient et solide à la suite des réformes réglementaires mises en œuvre dans le sillage de la crise financière. Afin que la reprise revête un caractère durable, l'assainissement du secteur financier dans la zone euro doit toutefois se poursuivre de manière plus approfondie et décisive en vue de réduire l'incertitude qui pèse sur le secteur, laquelle a été exacerbée par le vote en faveur du brexit au mois de juin.
31. La problématique des créances douteuses dans certains pays de la zone euro – reflet de l'héritage de la récession prolongée dans certains États membres – doit être traitée dans les plus brefs délais. Ces créances atteignent plus de 1 000 milliards d'euros dans l'UE. L'histoire a montré que la présence de crédits non performants dans le bilan des banques pèse sur la situation financière de celles-ci. Ces prêts douteux érodent l'offre de crédit des établissements, qui doivent dégager d'importantes ressources financières – notamment par la constitution de provisions additionnelles – et humaines pour gérer ces portefeuilles. Les banques disposent ainsi de moins de ressources pour accorder de nouveaux crédits. Ces facteurs pèsent considérablement sur la reprise de l'activité économique en Europe et sont susceptibles de perturber la transmission de la politique monétaire.

32. Seule une stratégie cohérente visant à l'assainissement des bilans bancaires et reposant sur différents leviers pourra s'avérer efficace. Le niveau de la croissance économique n'est à l'heure actuelle pas suffisant pour réaliser cet assainissement, et tout retard pris à cet égard serait, de surcroît, de nature à entraver le retour de la croissance économique, déjà fragilisée, et à mettre en péril la crédibilité des institutions européennes mises en place dans le cadre de l'union bancaire. En premier lieu, afin de s'assurer que les créances soient reconnues suffisamment tôt et soient suffisamment provisionnées au regard des risques encourus, la surveillance doit être intrusive. C'est dans ce contexte que la BCE a mis en place un groupe de travail ayant pour but de développer des lignes directrices visant à améliorer la gestion des actifs en souffrance et à définir des objectifs quantitatifs de réduction du volume de ces prêts. Ce dernier objectif se heurte cependant à une faiblesse de la solvabilité des banques dans certains pays. En second lieu, des réformes plus profondes du système judiciaire s'imposent dans certains États membres, notamment en vue d'une plus grande efficacité des procédures de recouvrement et de faillite. Ces réformes sont essentielles pour accroître la valeur des créances douteuses sur le marché secondaire et ainsi favoriser la vente de ces actifs.
33. Au vu de l'ampleur et de la diversité des créances douteuses en Europe, la résolution de cette problématique doit également passer par le développement d'un marché secondaire pour ces actifs. La mise en place de structures de défaillance (bad banks) peut y contribuer, ainsi que des ventes régulières et significatives de ces actifs. Le nouveau cadre légal européen instauré par la directive sur le redressement et la résolution des banques rend néanmoins plus complexe la mise en œuvre de telles mesures. Il prévoit en effet que les aides d'État, généralement nécessaires dans ce cadre, doivent être accompagnées préalablement, d'une part de la mise en résolution des établissements concernés, et d'autre part d'une exigence de renflouement interne (*bail-in*), correspondant à 8 % du passif de l'établissement. Par ailleurs, la directive prévoit, sous certaines conditions, qu'un établissement de crédit puisse bénéficier d'une aide d'État sans devoir être mis en résolution. Il a été recouru à cette possibilité pour permettre au gouvernement italien de procéder, à des fins de maintien de la stabilité financière, à la « recapitalisation préventive » de la banque Monte dei Paschi di Siena, permettant ainsi, sans l'exigence de renflouement interne, que les créanciers subordonnés soient traités comme des actionnaires, à l'exception des créanciers subordonnés particuliers, qui seront indemnisés par la banque elle-même pour les dommages subis. Les moyens qu'a dégagés le gouvernement italien pour assainir le secteur bancaire permettent d'étendre cette approche à d'autres banques qui ne peuvent pas se tourner vers leurs propres actionnaires ou qui ne peuvent lever des capitaux sur le marché. Cette recapitalisation doit toutefois s'accompagner de mesures de restructuration importantes, afin d'assurer la viabilité à terme des établissements concernés.
34. Le secteur bancaire européen souffre de problèmes de rentabilité au sens large. Non seulement le niveau des taux d'intérêt pèse sur le secteur européen, mais la surcapacité et certaines inefficiences dans le secteur y participent aussi. La rigidité des structures existantes de gestion et de coûts empêche souvent le secteur de s'adapter rapidement aux nouvelles réalités et aux nouveaux développements, comme la révolution numérique. Après la crise financière, les bilans des banques se sont certes dégonflés, mais les mesures visant à améliorer les gains d'efficience et à simplifier les structures de gestion et d'organisation n'ont pas toujours été mises en œuvre. Par ailleurs, certains risques liés aux pratiques héritées du passé se matérialisent seulement aujourd'hui par l'imposition de lourdes amendes financières, et mettent potentiellement en péril la situation financière des banques. Les banques qui se sont déjà restructurées sont, de manière générale, plus rentables et peuvent s'adapter plus aisément aux nouvelles évolutions. L'environnement actuel, caractérisé par de nombreuses incertitudes tant sur le plan macroéconomique que sur le plan réglementaire et par une volatilité et une complexité accrues, renforce la nécessité d'une capacité d'adaptation du secteur bancaire.
35. Il serait indiqué dès lors que la réforme dite de Bâle 3.5 puisse aboutir à court terme. Cela clarifierait la situation et permettrait aux banques d'adapter leur modèle d'entreprise à ce

nouveau cadre. La traduction de l'accord de Bâle 3.5 en textes normatifs européens requerra indubitablement encore du temps, mais il est crucial que les autorités européennes transposent fidèlement l'accord, tout en respectant les délais imposés pour sa mise en œuvre au niveau international. Ces nouvelles propositions ont pour objectif principal de trouver des réponses au problème des différences non justifiées dans l'utilisation des modèles internes pour le calcul des exigences en fonds propres. Un tel accord marquerait par ailleurs une pause dans la vague des réformes réglementaires menées dans le sillage de la crise financière et dont l'objectif est de rendre le secteur plus sain et plus résilient. Les prochaines années seront importantes pour analyser avec davantage de recul les implications de l'ensemble de ces réformes sur la diversité des modèles d'entreprise des banques et sur l'économie réelle. Il sera également impératif d'analyser si la complexité du nouveau cadre prudentiel ne donne pas lieu à des conséquences indésirables et à des arbitrages réglementaires.

36. Après plusieurs années caractérisées par diverses avancées dans la gouvernance de l'Union économique et monétaire, 2016 a plutôt été marqué par de nombreux piétinements. Au niveau de l'union bancaire, les propositions soumises par la Commission européenne en 2015 en vue d'établir un dispositif commun de garantie des dépôts – à savoir le troisième pilier de l'union bancaire – n'ont pas encore pu aboutir. Ce système s'appuierait sur un fonds européen de garantie des dépôts alimenté par des contributions des banques en fonction de leur profil de risque et serait géré par le Conseil de résolution unique. En fin de compte, la prise en charge totale de la garantie des dépôts par le système européen ne s'opérerait qu'après une période de transition de huit ans. Ce partage des risques doit toutefois aller de pair avec une meilleure maîtrise des risques du secteur. Il y a lieu par ailleurs d'élaborer également des mécanismes qui achèvent de découpler le système financier des finances publiques nationales. À ce sujet s'est engagée au niveau européen comme à l'échelon international une réflexion sur le traitement prudentiel des risques que les banques détiennent sur les États souverains, mais elle n'a, à ce stade, pas débouché sur des propositions concrètes. Ce sont les divergences de vue quant à l'équilibre entre le partage des risques et les mesures de réduction du risque pour le secteur qui sont à l'origine des piétinements constatés dans la finalisation de l'union bancaire. Cette finalisation et la résolution des problèmes structurels auxquels le secteur fait face sont pourtant indispensables pour assurer la cohérence du projet européen.

3. Défis pour le système financier belge dans un environnement de taux bas

37. En 2016, la persistance de l'environnement de taux très bas, voire négatifs, a commencé à atteindre les fondamentaux de l'intermédiation financière. La situation actuelle en matière de taux comprime structurellement la rentabilité des établissements financiers et est par ailleurs susceptible de mettre en péril la stabilité financière dans son ensemble.
38. Les compagnies d'assurance, en particulier dans le segment des assurances-vie, sont particulièrement touchées par cet environnement dans leurs activités dites de la branche 21. Le secteur de l'assurance-vie doit continuer à assurer des engagements assortis de taux garantis élevés conclus par le passé. Toutefois, au fur et à mesure que la période de taux bas se prolonge, le rendement sur les portefeuilles d'actifs des compagnies d'assurance-vie se réduit, mettant en péril leur situation financière et éventuellement leur capacité d'honorer leurs contrats. Cette tendance a d'ores et déjà incité une série d'établissements à revoir leur modèle d'entreprise. Certains ont procédé à ce sujet à des annonces, le plus souvent dans le sens d'un démantèlement partiel ou d'un arrêt de certaines activités d'assurance-vie. C'est surtout pour les compagnies n'offrant que des produits d'assurance-vie que la nécessité de revoir le modèle d'entreprise est potentiellement la plus forte, les autres activités d'assurance ayant affiché de bien meilleures performances au cours des dernières années. Mais toutes les entreprises devront

procéder à une réflexion afin d'intégrer l'environnement de taux d'intérêt bas dans leur modèle d'entreprise.

39. Ces défis ont également été mis en lumière par les résultats des tests de résistance menés par l'AEAPP en collaboration avec la Banque. Dans l'environnement de taux bas actuel, il importe que les entreprises d'assurance renforcent leur situation financière, en particulier en limitant la réalisation de plus-values et le versement de bénéfices à leurs assurés ou de dividendes à leurs actionnaires, afin de ne pas hypothéquer leurs résultats futurs. Dans ce contexte, la Banque a proposé au ministre de l'Économie un projet d'arrêté royal visant à encadrer la distribution des parts bénéficiaires. Ce projet, approuvé entre-temps par le ministre, prévoit la possibilité pour la Banque – en tant qu'autorité microprudentielle – d'interdire un tel versement aux assurés s'il risque de mettre en péril l'équilibre financier de l'entreprise. La Banque plaide par ailleurs depuis plusieurs années pour que les taux du marché soient pris en compte dans la fixation des taux sur les nouveaux contrats. C'est ainsi que ce principe a été inscrit dans la loi du 13 mars 2016, qui prévoit un mécanisme de calcul de fixation du taux basé sur la moyenne des taux des OLO à 10 ans sur les 24 derniers mois, avec un maximum de 3,75 % et un minimum de 0,75 %. Sur cette base, le taux maximum sur les contrats d'assurance-vie individuels devrait être ramené de 2 à 0,75 %. Le ministre de l'Économie – qui dispose d'un pouvoir de veto – a toutefois décidé de maintenir le taux inchangé à 2 % en 2017 pour des motifs de protection des consommateurs et afin de maintenir le lien avec le taux d'intérêt minimal, actuellement de 1,75 %, prévu par la législation relative aux pensions complémentaires.
40. De manière plus fondamentale, les résultats des tests de résistance et les derniers résultats financiers de certaines entreprises soulèvent la question de la pérennité du métier de l'assurance-vie lié à des contrats à taux garantis. Certaines compagnies ont, dans le cadre de leur réflexion stratégique, déjà fait le choix de quitter certains segments de l'assurance-vie et/ou de proposer massivement à leurs clients le rachat de leurs contrats existants assortis de taux garantis élevés, moyennant le paiement d'une prime de rachat. Dans ce cadre, la Banque a formulé des propositions qu'elle a soumises aux autorités et aux différents acteurs pour redynamiser l'activité d'assurance sur certains plans. Ces mesures visent notamment à assurer le développement de nouvelles opportunités de nature à soutenir la croissance durable de l'économie et plus particulièrement le financement de projets d'infrastructure, pour lesquels un déficit important est observé depuis de nombreuses années en Belgique.
41. Parallèlement à une série d'autres facteurs qui influencent la rentabilité, comme les prélèvements bancaires, l'actuel environnement de taux durablement bas, voire négatifs, pose d'importants défis au secteur bancaire également. Au cours des dernières années, la baisse des taux avait néanmoins amélioré la marge d'intermédiation du secteur. La structure de financement des banques, qui repose très largement sur les dépôts d'épargne, avait permis un ajustement presque immédiat de leur coût de financement aux conditions de marché, alors que l'actif n'était que progressivement ajusté au fur et à mesure de la venue à maturité des prêts. La baisse des taux avait également permis de soutenir la demande de crédit et la réalisation des plus-values éventuelles sur les portefeuilles obligataires des banques. Ce soutien positif de la baisse des taux s'ajoutait à l'effet de nombreuses mesures de restructuration mises en œuvre par le secteur dans le sillage de la crise financière. Ces mesures ont fortement changé l'aspect du secteur bancaire belge. Ainsi, le recentrage des activités des banques sur leurs marchés domestiques et sur leurs métiers de base, à savoir la collecte de fonds auprès du public pour alimenter l'octroi de crédit aux entreprises et aux ménages, a permis aux établissements d'assainir leurs portefeuilles et de réduire le risque de crédit. Contrairement à de nombreux secteurs bancaires, principalement dans le sud de l'Europe, les portefeuilles de crédit en souffrance ne grèvent, en moyenne, que de manière limitée les résultats des banques belges. La simplification de leur structure organisationnelle, la réduction de leurs dépenses opérationnelles, ainsi que l'alignement des marges d'intérêt et des coûts tarifaires sur le nouveau cadre réglementaire et les conditions de marché sont

des facteurs complémentaires qui ont contribué au redressement de la rentabilité et de la solvabilité du secteur bancaire.

42. L'année 2016 marque toutefois la fin de l'effet bénéfique direct de la baisse des taux d'intérêt sur la rentabilité des banques, comme en témoigne la baisse de leur revenu net d'intérêt dès le premier semestre. Alors que les banques n'ont pas la possibilité de réduire davantage les taux sur les comptes à vue et sur les livrets d'épargne des ménages, la révision des actifs à des taux plus faibles en raison de la vague de refinancements des crédits hypothécaires s'est accélérée. Face à ce défi, les banques poursuivent leur restructuration et explorent d'autres pistes pour préserver leur rentabilité.
43. Tout d'abord, les banques tentent d'intensifier la diversification de leurs sources de revenus, notamment en privilégiant les revenus issus de la vente de fonds d'investissement. Les nombreuses périodes de soubresauts qu'ont traversées les marchés en 2016 ont néanmoins limité quelque peu l'appétit pour le risque des ménages et des entreprises, alors que la concurrence s'est intensifiée sur ce segment de marché. Les établissements financiers n'ont, dans ce contexte, pas été en mesure d'atteindre pleinement leurs objectifs en la matière. Plus globalement, cette stratégie s'inscrit dans la mise en œuvre progressive de l'union des marchés des capitaux, dont l'objectif est de développer des sources alternatives de financement de l'économie – en complément du financement bancaire. Ces dernières années, le secteur des fonds d'investissement a fortement progressé en Belgique, parallèlement aux développements observés dans l'UE, reflétant également une quête de rendement de la part des investisseurs. Les effets bénéfiques de ce type d'activités ne doivent toutefois pas occulter les risques éventuels qu'ils peuvent également générer. Il convient donc de s'assurer que soient gérés de manière adéquate ces risques potentiels, liés notamment aux retraits éventuels des clients en périodes de volatilité élevée sur les marchés financiers. L'environnement de taux actuel amène également les gestionnaires de ces fonds à prendre davantage de risques afin de réaliser leurs objectifs de rendement. La corrélation croissante entre les stratégies d'investissement de ces fonds au niveau international peut donner lieu à l'émergence de risques systémiques, tout particulièrement dans un contexte où le cadre réglementaire actuel de ces activités ne revêt pas cette dimension prudentielle. Dans ce contexte, la Banque suit de près ces évolutions, et présentera son analyse sous la forme d'un rapport détaillé au ministre des Finances en 2017.
44. Au-delà de la diversification des sources de revenus, les établissements de crédit pourraient être incités à prendre davantage de risques. Pour l'heure, un tel phénomène n'est pas observé de manière généralisée. Les banques ont probablement retenu les leçons du passé, tandis que le cadre réglementaire est devenu plus contraignant. Certaines évolutions méritent néanmoins une attention toute particulière. C'est principalement le marché immobilier résidentiel belge qui requiert une vigilance accrue. Contrairement à ceux d'autres pays européens, le marché belge n'a jusqu'ici pas subi de crise immobilière. La Banque estime toutefois qu'un suivi rapproché est indispensable. C'est ainsi qu'elle suit et analyse, depuis plusieurs années, les évolutions sur ce marché et la qualité des portefeuilles des établissements financiers. En dépit, d'une part, de la mise en œuvre d'une première mesure macroprudentielle imposant à la fin de 2013 une surcharge de 5 points de pourcentage des coefficients de pondération pour risque appliqués aux crédits hypothécaires belges et, d'autre part, des nombreuses recommandations émises par la Banque en la matière, un certain relâchement des critères d'octroi de crédit est à nouveau constaté en 2016. Ces évolutions s'accompagnent, de surcroît, d'une croissance soutenue du crédit hypothécaire, poussant l'endettement des ménages à la hausse. Ce dernier excède, pour la première fois, le niveau enregistré dans la zone euro. Face à ce constat, la Banque a décidé d'introduire dans le courant de l'année 2017 une nouvelle mesure macroprudentielle. Celle-ci ciblera les prêts plus risqués, en complément de la mesure précédente. Elle répond aussi à la recommandation émise par le CERS, qui appelle les autorités belges à prendre des dispositions supplémentaires pour atténuer la persistance de certaines vulnérabilités sur le marché immobilier résidentiel. Il est également fondamental que les banques imputent des

marges commerciales suffisantes couvrant l'ensemble des coûts auxquels les établissements sont exposés, en ce compris les options incluses dans les contrats et le coût lié aux réformes réglementaires. Il importe donc aujourd'hui – tout particulièrement dans l'environnement de taux d'intérêt bas – de s'assurer que ni l'environnement concurrentiel ni les pressions sur la rentabilité ne se traduisent par la poursuite de la détérioration des critères d'octroi des crédits hypothécaires. Comme les différentes crises immobilières récentes à l'étranger ont pu l'illustrer, de telles évolutions donnent généralement lieu à des pertes de crédit significatives en cas de retournement des conditions sur le marché immobilier. Des conséquences potentiellement très dommageables tant pour l'activité économique que pour la cohésion sociale peuvent en résulter. Il importe de noter que si la mesure précitée devait ne pas produire le résultat souhaité, ou si les banques devaient ne pas adapter leur comportement en 2017, la Banque se verrait contrainte de proposer des mesures plus contraignantes au ministre des Finances.

45. Au-delà des déséquilibres potentiels sur le marché immobilier résidentiel, d'autres formes de prises de risques semblent émerger. Ainsi, le niveau de valorisation sur les marchés boursiers et les faibles primes de risque de certains titres obligataires constituent des premiers signes qu'il convient d'analyser de près afin de s'assurer que le secteur dispose d'un niveau de capital et de liquidité suffisant au regard de son profil de risque. Par ailleurs, dans le cadre de la gestion de leurs actifs et de leurs passifs, les établissements de crédit peuvent être amenés, en raison des pressions grandissantes sur la marge d'intermédiation, à creuser les écarts d'échéances entre les avoirs et les engagements. D'où l'importance d'une gestion des risques de taux adaptée, en particulier à la lumière d'un scénario de brusque hausse des taux. Comme les banques couvrent généralement ce risque au moyen de swaps de taux d'intérêt, un suivi s'impose en raison de la possibilité que cela donne lieu, par interconnexion ou concentration, à de nouveaux risques auprès des contreparties de ces swaps.
46. Ces défis et les risques auxquels le secteur financier est confronté apparaissent à un moment où la révolution numérique s'accélère très rapidement et prend une importance cruciale dans le mode de fonctionnement des établissements financiers, et plus globalement, de la société. Certes, les banques ont déjà introduit le numérique depuis quelques années, notamment dans le cadre de la relation avec leurs clients, alors qu'en revanche certaines compagnies d'assurance semblent accuser un certain retard dans ce domaine. Aujourd'hui, toutefois, la pression sur la rentabilité, la concurrence accrue et l'accélération des changements dans le mode de fonctionnement et le mode de vie des clients forcent les établissements à mener une réflexion sur l'organisation de leurs activités et de leurs canaux de distribution. Les clients souhaitent une continuité des services ainsi qu'une plus grande simplicité d'accès aux services financiers et d'utilisation de ceux-ci. Certains établissements évoluent, par exemple, vers une stratégie « omni-canal » fondée sur le caractère permanent de la relation avec le client, quels que soient le canal utilisé, le lieu ou l'horaire d'utilisation. Les nouvelles technologies constituent une immense opportunité pour le secteur financier, qui dispose notamment de bases de données importantes et de systèmes d'information spécifiques pour répondre aux nouveaux développements et créer de nouveaux services à la clientèle. Les établissements sont toutefois amenés à repenser l'ensemble de leurs activités et transactions, et notamment leur front et back office. Ce dernier élément est délicat, dans la mesure où les établissements financiers s'appuient sur des infrastructures informatiques complexes dont les bases, relativement anciennes, ne sont plus adaptées aux exigences actuelles. Seuls les établissements qui seront à même de mettre en œuvre une stratégie numérique proactive et de flexibiliser leur organisation et leur infrastructure informatique en sortiront gagnants.
47. Ces développements s'accompagnent néanmoins d'importants défis, auxquels le secteur financier devra répondre assez rapidement. Tout d'abord, les établissements vont devoir s'armer contre de futures cyberattaques. Il importe en conséquence que les établissements financiers s'assurent que la sécurité et la résilience de leurs systèmes soient suffisantes pour garantir la confiance de leurs clients, sans quoi des risques majeurs de réputation et in fine

financiers pourraient en découler. Il est impératif, dans ce contexte, que des plans d'action et d'urgence soient mis en œuvre afin de permettre aux établissements financiers de réagir rapidement en cas d'attaque. Par ailleurs, dans la mesure où les incidents sont souvent liés à des erreurs humaines, une gouvernance saine – intégrant notamment une culture du risque informatique à tous les échelons – revêt une grande importance. De leur côté, les autorités de contrôle doivent également s'assurer que le cadre réglementaire soit suffisamment holistique et flexible au vu des avancées technologiques constantes dans ce domaine. Il faudra également réfléchir à l'encadrement des nouveaux acteurs. Dans ce contexte, il s'avère indispensable de définir rapidement un cadre réglementaire visant à déterminer le statut prudentiel adéquat pour ces entreprises FinTech qui fournissent des activités ou des services comparables à ceux des établissements contrôlés. La possibilité d'arbitrages réglementaires et de concurrence déloyale rend indispensable une coopération internationale en la matière. Le développement et l'intégration de l'ensemble de ces nouvelles technologies soulèvent également des questions essentielles d'ordre plus général : comment éviter que ces technologies, qui reposent sur des modèles très complexes, augmentent le risque de modèle et l'interconnexion entre tous les systèmes au sein du secteur financier ? Comment s'assurer que l'automatisation engendrée par cette nouvelle technologie ne donne pas lieu à une perte de contrôle en matière de gestion du risque ? Toutes ces questions devront recevoir des réponses adéquates et nécessitent des actions appropriées au cours des prochaines années, si on souhaite garantir la stabilité financière. Il importe, dès lors, que les autorités et les établissements prêtent l'attention nécessaire et consacrent des moyens supplémentaires à la maîtrise de ces nouveaux types de risques.

48. Même si ces développements s'inscrivent dans l'évolution de l'histoire, ils peuvent faire naître, dans un premier temps, un sentiment d'insécurité dans la société, notamment au vu des conséquences pour l'emploi dans le secteur financier. La numérisation accélère en effet la réflexion sur le mode de fonctionnement des établissements financiers et leur modèle économique. Elle modifie inévitablement le contenu de l'emploi et la manière d'exercer le métier dans le secteur. Le profil des nouveaux employés est donc appelé à évoluer. Certains profils sont malheureusement amenés à disparaître, dans la mesure où les nouvelles technologies se traduiront par l'automatisation de différentes fonctions, alors que la relation vis-à-vis du client modifie fondamentalement le rôle des agences. D'autres profils vont néanmoins apparaître, comme les fonctions spécialisées dans la cybersécurité ou encore dans la mise en œuvre et l'exploitation des *big data*. Le secteur financier est donc aujourd'hui dans une phase de transition. Une partie de l'ajustement pourra certainement être absorbée par la structure démographique dans le secteur. Même si la baisse de l'emploi dans le secteur financier classique – amorcée dès le début des années 2000 en Belgique – semble inévitable, il est crucial que les établissements financiers assurent une gestion adéquate des risques opérationnels liés aux restructurations, au regard notamment des évolutions technologiques et des exigences réglementaires. Au-delà des risques opérationnels, il importe que le secteur accompagne adéquatement les employés dans cette reconversion.
49. Les restructurations en cours dans le secteur ont soulevé nombre de débats quant au caractère adéquat des objectifs internes, parfois ambitieux, que se fixent les établissements financiers en matière de rendement sur fonds propres au regard des exigences fixées par le marché. De toute évidence, l'environnement tant financier que réglementaire est de nature à influencer à la baisse le rendement des fonds propres. Les niveaux de rentabilité observés avant la crise ne sont plus réalisables ni souhaitables. Ils reposaient sur des effets de levier démesurés et sur des prises de risques excessives. Aujourd'hui, le secteur dispose de davantage de capital et de liquidité, ce qui le rend plus sain et plus résilient. Même s'il faut s'assurer que le rendement des fonds propres des établissements ne s'écarte pas structurellement de manière négative du coût du capital, afin de maintenir l'accès au marché des capitaux à un coût raisonnable, il importe surtout que les objectifs élevés de rendement ne traduisent pas des comportements de prise de risques excessive, qui viendraient remplacer les réflexions stratégiques indispensables et plus profondes sur le modèle d'entreprise.

50. C'est dans cet esprit que les autorités ont pris conscience du rôle qu'elles avaient à jouer pour accompagner la mutation du secteur. À la suite du rapport du groupe d'experts publié au début de l'année 2016, le ministre des Finances a instauré un groupe de travail permanent composé d'acteurs du secteur financier et des autorités prudentielles. L'objectif de ce groupe consiste, dans un premier temps, à formuler des propositions concrètes sur la base des recommandations émises par les experts avec pour objectif d'accroître la résilience et la position concurrentielle du secteur financier belge. Trois grands axes ont été identifiés. Tout d'abord, après la vague de réformes réglementaires destinées à renforcer la solidité financière du secteur, le groupe a estimé que la poursuite des réformes en matière de gouvernance était cruciale. Tant la crise financière que les récents incidents dans le secteur illustrent à quel point une gouvernance saine et adéquate – soutenue par l'ensemble des acteurs du secteur – est indispensable à la stabilité financière. Ensuite, l'importance et la portée de la révolution numérique ont amené le groupe d'experts à formuler des propositions concrètes visant à rendre la Belgique plus attractive dans ce domaine. Ils proposent la création, d'une part d'une plate-forme ayant pour objectif de promouvoir le développement des start-up financières innovantes, et d'autre part d'un *National Cyber Security Centre*. La Banque mettra également en place avec la FSMA un point de contact pour les entreprises Fintech qui doit leur offrir un accompagnement approprié pour l'application du cadre réglementaire et de contrôle. Par ailleurs, la volonté de certaines entreprises de déplacer leur centre de décision au sein de l'UE à la suite du brexit pourrait contribuer au développement plus avancé d'un écosystème financier en Belgique. Cela requiert toutefois une approche proactive de la part de l'ensemble des autorités concernées. Enfin, le dernier axe a trait au financement de l'économie. Une adaptation de la fiscalité de l'épargne et des mesures ayant pour but de soutenir le financement des projets d'infrastructure sont ainsi proposées. La mise sur pied d'un centre d'expertise pour le financement de ces projets, ou encore des mesures ciblées pour permettre aux compagnies d'assurance ou aux fonds de pension de prendre part à ce développement, constitueraient clairement des facteurs permettant de combler progressivement le déficit important en matière d'investissements publics que la Belgique enregistre depuis de nombreuses années.

4. L'économie belge sur la voie d'une croissance renforcée

51. L'évolution de l'activité économique en Belgique a été en grande partie déterminée par les mêmes facteurs que ceux qui ont freiné la dynamique de croissance dans la zone euro, à savoir le fort ralentissement du commerce mondial qui a comprimé les exportations, les incertitudes géopolitiques et les vagues de volatilité sur les marchés financiers. Les conditions financières favorables liées à la politique monétaire accommodante ont pour leur part tempéré quelque peu la situation. Cela étant, la croissance a été mise à l'épreuve par les retombées des attentats terroristes en novembre 2015 à Paris et le 22 mars 2016 en Belgique même. Au cours de cette période, le nombre de touristes étrangers a fortement diminué et la consommation des résidents a elle aussi souffert du sentiment d'insécurité accru. À l'automne, une vague d'annonces économiques négatives émanant d'entreprises ont écorné la confiance des consommateurs, même si la situation s'est ensuite rapidement rétablie. Dans ce climat de grande incertitude, la croissance a, dans l'ensemble, fait preuve de résilience. Elle s'est établie à 1,2 %, soit 0,3 point de pourcentage de moins qu'en 2015. C'est surtout en début d'année que l'expansion économique a été assez faible.
52. Exception faite de l'incidence des chocs extérieurs, les évolutions économiques en Belgique portent de plus en plus la marque des réformes entreprises depuis 2011. Ces dernières visent à limiter l'impact de la crise, à remédier aux faiblesses structurelles de l'économie belge et à la préparer ainsi à relever les défis du futur. Ceux-ci ne sont pas négligeables. Dans un environnement économique en rapide évolution de par la mondialisation et le progrès technologique, il convient en effet d'apporter des réponses aux conséquences du vieillissement de la population et d'assurer la transition vers plus de durabilité écologique. Relever ces défis,

c'est poser les fondements pour le niveau de vie et la cohésion sociale de demain. Ces dernières années, de grandes avancées ont été réalisées en matière de réformes du marché du travail, d'allongement de la carrière, de rétablissement de la compétitivité, et d'allègement des charges sur le travail, et des trajectoires budgétaires ont par ailleurs été tracées qui visent à garantir la durabilité des finances publiques. Ces efforts ont été intensifiés encore au cours des deux dernières années, avec la suspension temporaire de l'indexation, le tax shift et la réforme des pensions. La politique de réformes commence déjà à porter des fruits dans certains domaines, en particulier pour l'élimination du handicap salarial, la création d'emplois et l'allongement de la vie active. Cependant, d'autres évolutions, telles que le niveau relativement élevé de l'inflation en Belgique, appellent à la vigilance, et l'assainissement des finances publiques est resté en deçà des objectifs fixés. Pour l'avenir, il y a lieu de tout mettre en œuvre pour consolider la compétitivité retrouvée. Il convient, parallèlement, pour favoriser la croissance potentielle, de rendre le tissu économique plus productif, plus dynamique et plus inclusif. Enfin, il faut progresser dans la consolidation budgétaire. Même si la réforme des pensions réduira à long terme de manière substantielle les coûts budgétaires liés au vieillissement, elle ne suffit pas pour garantir la soutenabilité des finances publiques.

Rétablissement de la compétitivité et forte création d'emplois

53. Le rétablissement de la compétitivité était un objectif important du gouvernement fédéral. Celui-ci a mis en œuvre à cet effet une politique de modération salariale et a réduit les cotisations patronales de sécurité sociale. En 2016, le coût salarial horaire dans le secteur privé, qui s'était déjà stabilisé au cours de l'année précédente, a effectivement légèrement diminué. Les raisons sont à trouver principalement du côté de la réduction des cotisations patronales dans le cadre du tax shift. La suspension temporaire du mécanisme d'indexation, entrée en vigueur en avril 2015, a, compte tenu de l'évolution de l'inflation en Belgique, produit en 2016 l'effet escompté de 2 % sur la moyenne quadrimestrielle de l'indice-santé; elle a donc pris fin. Elle est cependant restée un facteur important de modération salariale. Les partenaires sociaux ont en revanche disposé, pour la première fois depuis le blocage des salaires des dernières années, d'une marge pour les augmentations salariales conventionnelles réelles. Cette marge avait été fixée par la loi à 0,5 % de la masse salariale brute, toutes charges comprises, augmentée de 0,3 % de la masse salariale en termes nets.
54. Selon les calculs du Conseil central de l'économie, l'écart salarial qui s'était creusé depuis 1996 par rapport à la moyenne des trois principaux pays voisins a été entièrement comblé en 2016. Cet écart avait augmenté en 2008 jusqu'à 4,8 %. L'écart salarial par unité produite accumulé depuis 1996 s'est lui aussi considérablement rétréci, jusqu'à 4,6 % en 2015 contre 9,3 % encore en 2013. Le fait que l'écart salarial par unité produite soit encore quelque peu positif, alors que l'écart de coût salarial horaire a été entièrement comblé, indique que la productivité a augmenté moins fortement en Belgique que dans les trois principaux pays voisins. Cela est vrai surtout pour le secteur des services.
55. La modération de l'évolution des coûts salariaux et le rétablissement de la compétitivité ont renforcé la création d'emplois qui a accompagné le redressement conjoncturel. On a en effet enregistré en 2016 une augmentation du nombre de salariés de 45 000 unités, et, si on inclut les indépendants, l'augmentation de l'emploi atteint au total 59 000 unités. C'est non seulement 17 000 emplois de plus qu'en 2015, mais il s'agit par ailleurs, de plus en plus souvent, d'emplois nouveaux dans des secteurs sensibles à la conjoncture ou dans le secteur des services marchands. Auparavant, la croissance économique présentait une intensité en main-d'œuvre moins élevée, et, de plus, la création d'emplois se concentrait fortement dans le secteur public ou dans les branches subventionnées par les pouvoirs publics. Ce sont surtout les grandes entreprises qui ont créé de l'emploi; elles représentent en effet encore toujours la majeure partie de l'emploi dans le secteur des entreprises. Le rétablissement de la compétitivité

par rapport aux trois principaux pays voisins a également contribué à la croissance relativement forte des exportations, même si la dépréciation de l'euro a également joué un rôle important sur ce plan. En 2016, on a à nouveau enregistré un gain de parts de marché, de sorte que l'incidence de l'essoufflement du commerce mondial a été quelque peu tempérée. En outre, l'amélioration de la rentabilité des entreprises a constitué, avec la reprise des perspectives en matière de demande et les conditions de financement particulièrement favorables, l'un des facteurs qui ont dopé les investissements des entreprises, qui, en 2016, ont affiché une tendance fondamentalement orientée à la hausse.

56. La création d'emplois a été à son tour le principal moteur de la progression du revenu disponible des particuliers. Ce revenu a par ailleurs été soutenu par les mesures de renforcement du pouvoir d'achat intégrées au tax shift, qui visent à réduire l'écart entre revenu brut et revenu net afin d'élargir l'offre de main-d'œuvre. L'accélération de l'inflation, partiellement imputable à la hausse des impôts indirects destinée au financement du tax shift, a pour sa part mis un frein à l'augmentation du pouvoir d'achat. Comme le taux d'épargne a progressé dans un environnement d'incertitude accrue, induite notamment par la menace terroriste, la croissance de la consommation privée est restée limitée à 0,7 %, soit 0,4 point de pourcentage de moins qu'en 2015.
57. La création d'emplois a dépassé la croissance de la population active, de sorte que le chômage a reculé de 26 000 unités. Pour la première fois depuis 2000, le chômage des plus de 50 ans a lui aussi reflué. Cela indique que les réformes successives destinées à garder les chômeurs plus âgés en disponibilité pour le marché du travail commencent à produire leurs effets. En outre, le taux d'emploi du groupe d'âge des 55 ans et plus a continué d'augmenter. Il reste que le chômage se maintient à des hauteurs inacceptables : en 2016, on comptait encore en moyenne 553 000 demandeurs d'emploi. Le taux de chômage s'établit ainsi à 8 %.

Consolider la compétitivité retrouvée

58. Dans une petite économie ouverte comme la Belgique, le maintien de la compétitivité revêt une importance cruciale. En outre, il est apparu au cours des dernières années que l'élimination d'un handicap salarial peut s'avérer un processus long et difficile dans un environnement où l'indexation constitue une limite inférieure pour l'évolution des salaires. Il s'agit donc d'éviter que, par rapport aux trois principaux pays voisins, de nouvelles divergences apparaissent dans l'évolution des salaires, et de faire en sorte que la fixation des salaires contribue de manière maximale à la création d'emplois. C'est pourquoi le gouvernement fédéral a élaboré un projet de loi qui vise à modifier la loi du 26 juillet 1996 relative à la promotion de l'emploi et à la sauvegarde préventive de la compétitivité. Selon ce projet, le calcul de la marge disponible pour les augmentations de salaires réelles ne peut pas tenir compte des subventions salariales, ni des réductions de charges octroyées dans le cadre du tax shift qui s'avèreraient plus importantes que celles décidées dans le pacte de compétitivité. La marge dégagée par ces réductions de charges peut ainsi bénéficier de manière maximale à l'emploi. Il faut en outre respecter une marge de sécurité d'au moins 0,5 point de pourcentage par période de négociation. Cette marge vise à absorber les éventuelles évolutions inattendues, telles qu'une progression plus lente des coûts salariaux dans les pays voisins ou une indexation plus rapide en Belgique. L'introduction explicite d'un terme de correction doit en outre permettre un automatisme accru dans l'élimination d'un éventuel handicap par rapport à 1996. L'application des mécanismes d'indexation est garantie en toutes circonstances. Toutefois, si le handicap salarial devenait important au point de ne pas pouvoir être corrigé au cours d'un seul cycle de négociations, le gouvernement serait habilité à prendre des mesures après concertation avec les partenaires sociaux. C'est sur la base de ces principes que le Conseil central de l'économie a chiffré la marge d'augmentation des salaires réels pour la période 2017-2018. En janvier 2017, les partenaires sociaux ont conclu un projet d'accord interprofessionnel qui s'y conforme. Les parties ont convenu que la marge maximale

d'augmentation des salaires réels en sus de l'indexation est, pour l'ensemble des années 2017 et 2018, de 1,1 %. Il est à espérer que ce nouveau cadre contribuera à inscrire la formation des salaires dans une perspective d'avenir, afin de pouvoir éviter ultérieurement des corrections douloureuses.

59. Quelle que soit l'importance d'une formation adéquate des salaires pour préserver la compétitivité, cela ne suffit pas. La fixation des prix et l'évolution des autres revenus jouent également un rôle important. Il est frappant de constater à cet égard qu'en dépit de la modération des coûts salariaux, l'inflation s'est accélérée, passant de 0,6 à 1,8 %. C'est en partie imputable à l'augmentation des impôts indirects dans le cadre du tax shift, ainsi qu'aux hausses de prix résultant des efforts de consolidation budgétaire déployés par les différentes administrations publiques. Ensemble, ces facteurs ont imprimé à l'inflation une hausse d'environ 1 point de pourcentage. En outre, l'inflation des services s'est établie chaque fois aux alentours de 2 % au cours des cinq dernières années, et il s'est avéré qu'elle n'était guère sensible aux fluctuations de l'environnement économique et qu'elle ne reflétait pas davantage la modération salariale. Elle a en outre, depuis 2008, systématiquement dépassé l'inflation des services dans les trois principaux pays voisins. Cela peut être la conséquence d'une croissance insuffisante de la productivité dans le secteur des services, mais cela peut également être le signe d'une pratique de formation des prix insuffisamment concurrentielle occasionnant un élargissement des marges lorsque les coûts diminuent. L'indexation des prix – assez fréquente en Belgique – en est un exemple. Bien que ces augmentations de prix s'opèrent dans des secteurs protégés de la concurrence, elles peuvent nuire à la compétitivité. Les prestations de services sont non seulement des intrants intermédiaires pour les autres secteurs, mais l'évolution de leur prix a également une incidence sur la formation des salaires. La vive inflation des services est l'une des raisons pour lesquelles la suspension temporaire de l'indexation s'est terminée plus tôt qu'initialement prévu. Les préoccupations en la matière ont donné lieu à la constitution, à la mi-2016, par le ministre de l'Économie, d'un groupe de travail chargé de déterminer les causes du degré élevé d'inflation des services en Belgique; le groupe doit faire rapport en 2017. Surtout maintenant que le cours du pétrole repart à la hausse, les coûts de l'énergie devraient aussi faire l'objet d'une surveillance étroite. Une concurrence suffisante sur les marchés de produits peut influencer favorablement la compétitivité-coût, non seulement par ses répercussions sur la productivité, mais également par des diminutions de prix. La fixation concurrentielle des prix favorise par ailleurs la transmission d'une formation des salaires plus adéquate aux prix de vente, de sorte que l'effet sur la croissance et l'emploi est amplifié. La formation des salaires et la fixation des prix ont donc non seulement chacune en tant que telle un rôle à jouer dans la sauvegarde de la compétitivité, mais en outre, elles sont très complémentaires.

Augmenter le potentiel de croissance : vers une économie plus productive, plus dynamique et plus inclusive

60. La sauvegarde de la compétitivité apportera une contribution importante à la préservation du potentiel de croissance de l'économie belge. Celui-ci étant retombé depuis la crise à un niveau proche de 1 %, il y a lieu toutefois d'activer d'autres leviers. C'est essentiel, à la lumière du vieillissement de la population, qui pèse sur la part de la population en âge de travailler dans l'ensemble de la population et risque de comprimer ainsi le revenu par habitant. Pour y faire contrepoids, il faut avant tout renforcer la croissance de la productivité. Cela requiert non seulement davantage d'innovation, mais également une amélioration de sa diffusion, et une allocation plus fluide de la main-d'œuvre et du capital. La dynamique qui amène les entreprises les plus performantes à prendre le pas sur celles qui le sont moins, constitue en effet à l'échelle macroéconomique une source importante de gains de productivité, a fortiori dans un environnement caractérisé par la mondialisation et les changements technologiques. Il est donc primordial que chacun dispose d'une suffisance des compétences nécessaires pour prendre part avec succès à ce processus de mutation permanente. Une offre de main-d'œuvre adéquate et une

plus grande inclusion en seront le résultat. L'allongement de la carrière et la réussite de sa mise en œuvre doivent aussi contribuer à absorber la pression du vieillissement sur l'évolution du revenu par habitant. Le soutien de ce revenu par un renforcement de la croissance potentielle bénéficiera à son tour aux finances publiques et, le cas échéant, rendra les pouvoirs publics plus aptes à intervenir de manière redistributive.

61. Dans le domaine de l'innovation, les investissements en R&D en Belgique se concentrent fortement dans un nombre limité de branches d'activité, et la contribution des pouvoirs publics est restreinte. Outre qu'il convient de renforcer ces investissements, il importe par ailleurs que notre pays reste attractif pour les investissements étrangers, ceux-ci constituant souvent des vecteurs puissants de diffusion des innovations techniques et organisationnelles. Le processus de réaffectation des ressources peut lui aussi stimuler la croissance de la productivité en Belgique. Compte tenu des écarts importants de productivité entre entreprises – phénomène qui n'est par ailleurs pas propre à la Belgique –, le potentiel de rattrapage est considérable. Par rapport à d'autres pays européens, la Belgique connaît toutefois un taux faible de création de nouvelles entreprises comme de disparition d'entreprises existantes, et la réallocation des ressources y a été une moindre source de gains de productivité au cours des dernières années. Le faible niveau de l'esprit d'entreprise constitue à cet égard un facteur pénalisant. Un revirement a cependant été constaté récemment. La création de nouvelles entreprises est en hausse, et davantage de travailleurs adoptent le statut d'indépendant. La fluidité du processus de réallocation bénéficierait de la suppression des obstacles administratifs, juridiques et fiscaux superflus, d'un cadre réglementaire efficace et transparent et du bon fonctionnement de l'administration publique. La croissance potentielle et la productivité peuvent bénéficier en outre d'une infrastructure efficace. La mobilité et l'approvisionnement énergétique sont deux domaines cruciaux où les besoins sont les plus élevés. Ce sont également des domaines où il est éminemment important que l'efficacité économique et la durabilité écologique soient mises en concordance. Il faut, outre des investissements mûrement réfléchis dans les infrastructures, des incitants pour réduire la demande de mobilité et d'énergie, puis la canaliser vers les options les moins polluantes.
62. En dépit des 550 000 emplois créés depuis le début du siècle, le taux d'emploi n'a guère progressé. Au cours de cette période, la population en âge de travailler a en effet continué d'augmenter. Ainsi, 67,4 % des personnes âgées de 20 à 64 ans exerçaient une activité professionnelle rémunérée en 2016; en 2000, cette proportion était de 65,8 %. Seuls les groupes des femmes et des personnes âgées de 55 à 64 ans ont enregistré une progression sensible de leur taux d'emploi. Ces améliorations découlent principalement du recul de l'âge légal de la pension des femmes et des réformes liées aux fins de carrière, notamment des dispositifs de sortie anticipée du marché du travail. Certains, notamment les moins qualifiés, les jeunes ainsi que les résidents issus de pays non membres de l'UE, rencontrent davantage de difficultés à s'insérer ou à se maintenir sur le marché du travail. Le sous-emploi dans ce dernier groupe est particulièrement persistant, bien que le nombre de travailleurs peu qualifiés et d'élèves quittant prématurément l'école ait diminué par rapport à l'an 2000. Il convient de faire reculer encore la proportion de jeunes qui sont sans emploi et qui ne suivent ni un enseignement ni une formation. Les réformes de l'enseignement, qui visent entre autres à augmenter la fréquentation du préscolaire par certains groupes précarisés, à renforcer la mixité sociale et culturelle tout au long du parcours scolaire et à mettre mieux en valeur l'enseignement technique et professionnel, peuvent y contribuer. Avec le développement de l'apprentissage et de l'alternance en général, ces réformes devraient permettre de mieux préparer tous les jeunes au monde du travail et de l'entreprise.
63. Dans un monde en mutation, où chacun pourrait être amené durant sa carrière à changer d'emploi, et où la numérisation modifie fondamentalement le contenu du travail, les pouvoirs publics et les partenaires sociaux doivent concrétiser la transition vers un nouveau paradigme sur le marché du travail, qui marquera le passage de la sécurité d'emploi à la garantie d'un travail.

Il convient à cette fin de s'appuyer sur une politique d'*empowerment* qui donne à chacun la possibilité de s'adapter aux changements rapides. Ce faisant, la polarisation sur le marché du travail peut être évitée. Il convient par ailleurs de continuer à améliorer l'intermédiation entre offre et demande de travail, notamment grâce à la bonne transmission des informations sur les postes vacants et les compétences des demandeurs d'emploi et à l'accompagnement de ceux-ci. Une collaboration adéquate entre les différents services de l'emploi est particulièrement importante dans le contexte de la sixième réforme de l'État, qui a transféré une bonne partie des leviers politiques dans ce domaine aux régions. Les modifications apportées au système de l'assurance-chômage ces dernières années vont dans le sens d'une responsabilisation accrue des demandeurs d'emploi. Même si on stimule de cette manière l'activation, il convient néanmoins de limiter les risques de précarité pour les plus vulnérables. Dans un contexte de prolongement de la carrière, il est crucial de maintenir en emploi les travailleurs de 50 ans et plus, ainsi que de mieux réinsérer les chômeurs de cette même tranche d'âge sur le marché du travail. Un effort d'investissement dans la formation continue est incontournable. En mobilisant autant que faire se peut toute la diversité des talents sur le marché du travail, non seulement la croissance potentielle sera stimulée, mais en outre elle deviendra plus inclusive.

Après la détérioration de 2016, assurer la soutenabilité des finances publiques

64. En dépit de la nécessité de progresser dans l'assainissement des finances publiques belges, la situation de celles-ci s'est dégradée en 2016. Le déficit budgétaire est passé de 2,5 % du PIB en 2015 à 2,8 %, et le déficit structurel a par ailleurs augmenté quelque peu. Les finances publiques ont pourtant bénéficié d'une nouvelle baisse des charges d'intérêts. Rapportées au PIB, les dépenses primaires sont restées quasiment inchangées, de sorte que la tendance baissière de ces dernières années s'est arrêtée. La poursuite de la maîtrise des dépenses s'est en effet heurtée à une série de facteurs temporaires ainsi qu'aux efforts exceptionnels qui ont été fournis en matières de lutte contre le terrorisme et d'accueil des demandeurs d'asile. Ces deux derniers facteurs ont représenté ensemble 0,2 % du PIB. Les recettes ont quant à elles baissé en raison des réductions des charges sur le travail, qui n'ont été que partiellement compensées par une augmentation des autres impôts, et parce qu'elles sont en outre restées en deçà de l'évolution de la base imposable. Ces développements du côté des recettes requièrent un suivi attentif. Du coup, le solde primaire est redevenu négatif. Le ratio d'endettement a augmenté pour atteindre 106,6 % du PIB.
65. Pour parvenir à une situation budgétaire saine et la maintenir, il est crucial d'atteindre l'objectif à moyen terme. Le gouvernement a défini cet objectif comme étant la réalisation de l'équilibre structurel. C'est la seule façon de réduire suffisamment vite la dette publique et de dégager des réserves ainsi que les marges de manœuvre nécessaires pour faire face aux défis futurs, notamment en vue d'absorber les coûts du vieillissement et d'assurer la pérennité de la protection sociale. L'effort d'assainissement qui demeure nécessaire pour ce faire s'élève à un peu plus de 2 % du PIB. Il importe dès lors de réduire résolument le déficit budgétaire, et de suivre rigoureusement la trajectoire d'ajustement vers l'objectif à moyen terme requise par le pacte de stabilité et de croissance. La soutenabilité des finances publiques relève de la responsabilité de toutes les entités des pouvoirs publics en Belgique. Une bonne coordination de la politique budgétaire est nécessaire, et il est dès lors important que le gouvernement fédéral et les gouvernements des communautés et des régions concluent un accord comportant des objectifs budgétaires contraignants, comme le prévoit l'accord de coopération du 13 décembre 2013. La mise en œuvre d'une trajectoire ambitieuse et en même temps réaliste et crédible ôtera une source importante d'incertitude.
66. L'assainissement des finances publiques doit en premier lieu s'appuyer sur une recherche intensive d'efficacité accrue dans les dépenses publiques. En effet, celles-ci sont actuellement encore

élevées, non seulement par rapport à la situation d'avant la crise, mais aussi en comparaison avec les économies les plus avancées, sans pour autant qu'il y ait toujours en contrepartie de meilleures prestations. Garantir que l'action des pouvoirs publics soit de meilleure qualité et plus efficace est donc une tâche importante qui nécessite des efforts continus en matière de maîtrise des coûts et d'amélioration des prestations. Dans les choix à opérer, on peut se laisser guider par la contribution effective des différents types de dépenses pour promouvoir le potentiel de croissance, le développement durable de l'économie et de la société et la réalisation d'une meilleure inclusion sociale. Une priorisation des domaines cruciaux ne peut toutefois impliquer que l'efficacité et la maîtrise des coûts cessent de constituer des points d'attention.

67. Dans le cadre du tax shift, des mesures propres à abaisser les charges sur le travail – qui sont en Belgique parmi les plus élevées d'Europe – ont déjà été mises en œuvre. Cet allègement des charges est absolument nécessaire. Il s'agit de poursuivre l'exécution de ces mesures dans des conditions qui, parallèlement, garantissent la nécessaire réduction du déficit. Outre la maîtrise déjà évoquée des dépenses, il faut également contribuer à réduire le déficit budgétaire en prévoyant un financement suffisant et une perception correcte des recettes. S'agissant des réformes dans d'autres domaines, tels que l'impôt sur les sociétés ou le régime fiscal des investissements ou des placements, les objectifs légitimes de simplification par la voie d'une structure adéquate des barèmes, d'encouragement des investissements propices à la croissance et de création de plus de neutralité réciproque entre leurs différentes formes, doivent être mis en concordance avec l'exigence d'assainissement des finances publiques.

5. Conclusion

68. Étant donné le caractère hésitant de la reprise économique dans la zone euro, le déficit encore important de la demande et l'inflation trop faible, la politique monétaire a été rendue plus accommodante encore dans la zone euro en 2016. Il en a résulté un environnement marqué de taux d'intérêt bas, qui, tout à la fois, reflète le climat économique morose et vise à favoriser le redressement de l'économie. Ce redressement peut par ailleurs être accéléré en mettant en œuvre des réformes structurelles favorables à la croissance et en achevant l'assainissement du secteur bancaire dans la zone euro. Il doit en outre s'accompagner d'une politique budgétaire qui inspire la confiance. Tandis que la stimulation monétaire est indispensable du point de vue macroéconomique, et qu'elle crée, par le soutien de la croissance nominale, des effets d'entraînement positifs sur la stabilité financière, l'environnement de taux d'intérêt bas induit par ailleurs des risques pour le secteur financier. Il n'en va pas autrement en Belgique. Ainsi, les banques ont vu leur marge d'intermédiation subir en 2016 l'incidence négative de l'environnement de taux d'intérêt durablement bas, après avoir bénéficié pendant plusieurs années de la baisse des taux. Cet environnement place les banques face à des défis considérables pour les années à venir, en particulier parce qu'il s'accompagne d'une numérisation croissante de l'activité financière et d'une concurrence en hausse, de la part également d'acteurs financiers non traditionnels proposant des services financiers (les entreprises dites FinTech). Le secteur bancaire doit transformer ces défis en autant d'opportunités d'adapter les modèles d'entreprise, y compris au nouvel environnement réglementaire, qui vise une gestion efficiente sur le plan des coûts mais également un exercice sain et prudent des activités. Dans le secteur de l'assurance, où l'activité d'assurance-vie a été touchée davantage encore par l'incidence de l'environnement de taux d'intérêt durablement bas, la tendance à recentrer le modèle d'entreprise a déjà été lancée en 2016 par un certain nombre d'acteurs. Il serait souhaitable que l'ensemble des acteurs du marché de l'assurance-vie intègrent l'environnement de taux d'intérêt bas dans leur modèle d'entreprise.
69. 2016 a par ailleurs été l'année au cours de laquelle l'incertitude quant aux options politiques pour l'avenir a fortement augmenté de par le monde. Pour une petite économie ouverte comme la Belgique, qui se situe au cœur de l'union monétaire, tant l'éventualité d'une évolution plus

protectionniste de l'économie mondiale que les difficultés auxquelles fait face aujourd'hui le projet européen présentent un risque à ne pas sous-estimer. Les décideurs politiques belges n'ont toutefois guère pris sur ces développements, si ce n'est par leur participation à la prise de décision internationale. Dans un environnement caractérisé par une incertitude accrue émanant de l'extérieur, il est d'une importance capitale pour la politique économique en Belgique d'adopter une trajectoire claire et qui inspire la confiance en vue d'apporter des solutions aux défis de l'avenir.

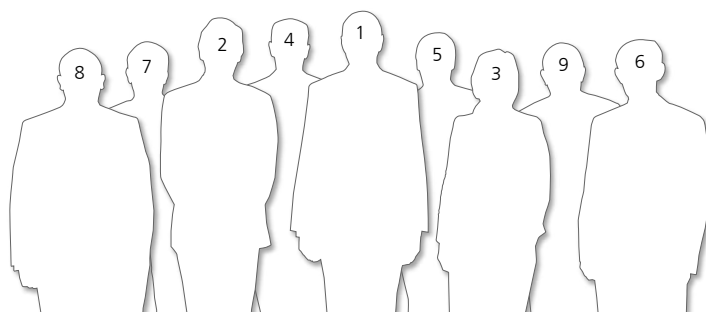
70. Au cours des dernières années, on a travaillé à des réformes du marché du travail, à la réduction des charges sur le travail, à l'amélioration de la compétitivité et à la maîtrise des dépenses publiques. Ces efforts commencent déjà à porter leurs fruits, en particulier en matière de création d'emplois. À la lumière de la problématique du vieillissement, de nouvelles réformes sont cependant nécessaires afin de créer, grâce à l'augmentation du potentiel de croissance et à la consolidation des finances publiques, les conditions permettant à la fois un niveau de vie élevé et la sauvegarde du modèle social belge. Cela exige une approche cohérente dans différents domaines politiques. Une formation des salaires adéquate et une fixation des prix respectant davantage les principes de la concurrence doivent permettre de consolider la compétitivité retrouvée. La croissance de la productivité doit être stimulée par la promotion de la recherche, de l'innovation et de l'esprit d'entreprise, en installant un climat favorable aux investissements et en créant les conditions d'une réaffectation fluide des ressources des entreprises moins productives vers celles qui le sont plus. En concrétisant l'allongement de la carrière et en luttant avec tous les moyens disponibles contre le sous-emploi de certains groupes – en particulier les jeunes, les travailleurs peu qualifiés et les résidents issus de pays non membres de l'UE –, la pression du vieillissement sur l'offre de main-d'œuvre peut être absorbée. En permettant à tout un chacun d'acquérir les capacités nécessaires pour parvenir, dans un écosystème en évolution rapide sous l'effet de la mondialisation et des changements technologiques, à trouver sa place sur le marché du travail et à la conserver, on crée non seulement des bénéfices économiques, mais également davantage d'inclusion sociale. Par ailleurs, une croissance potentielle plus forte facilitera l'assainissement des finances publiques. Cet assainissement doit être soutenu avant tout par une maîtrise bien réfléchie des dépenses et la recherche de gains d'efficacité, tandis que l'ensemble des réformes du côté des recettes doivent se faire dans le respect de la neutralité budgétaire. Il convient ainsi de tracer une trajectoire d'ajustement crédible vers l'objectif d'équilibre structurel à moyen terme. Cette trajectoire doit en outre être conforme aux exigences du pacte de stabilité et de croissance. En activant tous les leviers de politique économique et en opérant de telle manière qu'ils se renforcent mutuellement, on permet une symbiose entre plus de croissance et plus de cohésion sociale, de sorte que l'incertitude devra faire place à une perspective stable et inspirant la confiance.

Bruxelles, le 25 janvier 2017

Comité de direction



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



Conseil de régence



- 1 **Jan Smets**, GOUVERNEUR
- 2 **Pierre Wunsch**, VICE-GOUVERNEUR
- 3 **Marcia De Wachter**, DIRECTEUR
- 4 **Jean Hilgers**, DIRECTEUR – TRÉSORIER
- 5 **Mathias Dewatripont**, DIRECTEUR
- 6 **Vincent Magnée**, DIRECTEUR
- 7 **Tom Dechaene**, DIRECTEUR
- 8 **Tim Hermans**, DIRECTEUR
- 9 **Luc Dufresne**, SECRÉTAIRE
- 10 **Gérald Frère**, RÉGENT
- 11 **Didier Matray**, RÉGENT
- 12 **Rudy De Leeuw**, RÉGENT
- 13 **Karel Van Eetvelt**, RÉGENT
- 14 **Michèle Detaille**, RÉGENT
- 15 **Jean-François Cats**, RÉGENT
- 16 **Marc Leemans**, RÉGENT
- 17 **Pieter Timmermans**, RÉGENT
- 18 **Pieter Verhelst**, RÉGENT
- 19 **Jean-François Robe**, RÉGENT
- 20 **Hans D'Hondt**, REPRÉSENTANT DU MINISTRE DES FINANCES

