

Eurosystem



Banque **Nationale** Bank
DE BELGIQUE VAN BELGIË

Table des matières

Rapport présenté par le Gouverneur au nom du Conseil de régence	11
I. Développements économiques et financiers	43
1. Économie internationale	45
1.1 Moins de perturbations dans les chaînes d’approvisionnement mais des prix de l’énergie et des matières premières plus élevés et volatils	47
<i>ENCADRÉ 1 – Les tensions géopolitiques augurent-elles une ère de démondialisation ?</i>	49
1.2 Une recrudescence mondiale de l’inflation plus forte et plus persistante que prévu	55
1.3 L’économie mondiale a commencé l’année dans l’euphorie, mais celle-ci est retombée	58
1.4 Les banques centrales sont intervenues de manière drastique presque partout, induisant un resserrement des conditions financières	63
1.5 Les pouvoirs publics font face à un exercice d’équilibrage délicat	70
2. Politique monétaire de la zone euro	75
2.1 Accélération de la normalisation de la politique monétaire	77
2.2 Les mesures de politique monétaire	82
2.3 La transmission des mesures de politique monétaire aux conditions de financement	85
2.4 La politique monétaire dans l’incertitude	89
3. Inflation, indexation et coûts salariaux	93
3.1 L’inflation a atteint son niveau le plus haut depuis les années 1970	95
<i>ENCADRÉ 2 – L’importance de la mesure de l’inflation. L’inflation en Belgique a-t-elle été surestimée dans le contexte de la hausse des prix de l’énergie ?</i>	98
3.2 L’indexation automatique vise à préserver le pouvoir d’achat des ménages	104
3.3 L’indexation n’offre pas la même protection à tous les ménages	108

3.4 L'indexation fait s'envoler les coûts salariaux et creuse l'écart avec nos principaux partenaires commerciaux	111
4. Activité économique et marché du travail en Belgique	117
4.1 La flambée des prix de l'énergie a appauvri l'économie belge	119
<i>ENCADRÉ 3 – Choc énergétique: évaluation des effets sur le pouvoir d'achat et sur la compétitivité belges à l'aide d'un modèle macroéconomique dynamique</i>	123
4.2 L'activité économique s'est montrée résiliente	128
4.3 Un marché du travail particulièrement dynamique qui a montré quelques signes de ralentissement au second semestre	133
4.4 Les ménages ont continué de consommer, au détriment de leur épargne	138
4.5 La rentabilité des entreprises a été mise sous pression par la flambée des coûts	142
5. Évolutions financières	149
5.1 Les bilans des entreprises demeurent solides	151
5.2 La situation financière des ménages a été marquée par l'inflation et la hausse des taux d'intérêt	157
<i>ENCADRÉ 4 – L'écart de prix fondé sur l'efficacité énergétique des logements se creuse</i>	163
5.3 Le secteur bancaire belge est resté résilient dans un contexte économique difficile, mais il n'est pas exclu que des risques de crédit se matérialisent	169
5.4 Le secteur de l'assurance a bénéficié de la remontée des taux d'intérêt mais est exposé à des risques croissants	175
6. Finances publiques	181
6.1 Aperçu de la situation budgétaire et cadre budgétaire européen	183
6.2 La forte inflation a exercé une incidence considérable sur les finances publiques	187
<i>ENCADRÉ 5 – Faut-il taxer les surprofits des entreprises énergétiques?</i>	193
6.3 Les défis structurels qui se posent aux finances publiques belges restent très importants	201
7. L'économie belge doit créer une prospérité durable	211
7.1 Une utilisation efficace des ressources au service de la création de richesse	213
<i>ENCADRÉ 6 – L'attractivité de l'économie belge</i>	215
7.2 Augmenter durablement et significativement le facteur travail	218
7.3 Adapter le système énergétique à la neutralité carbone	226
<i>ENCADRÉ 7 – Indicateurs de développement durable</i>	235

II. Réglementation et contrôle prudentiels 241

A. Introduction	243
B. Politique macroprudentielle	245
1. Coussin de fonds propres contracyclique	245
2. Marché immobilier résidentiel	246
3. Établissements d'importance systémique	247
C. Cadre réglementaire et légal	249
1. Banques	249
1.1 Activités du Comité de Bâle sur le contrôle bancaire	249
1.2 Développements au niveau européen	250
1.3 Développements au niveau national	251

2.	Entreprises d'assurances	257
2.1	Développements politiques au niveau international	257
2.2	Développements politiques au niveau européen	258
2.3	Développements politiques au niveau national	259
3.	Aspects applicables à l'ensemble des secteurs	262
3.1	Prévention du blanchiment de capitaux et du financement du terrorisme	262
3.2	Évolutions des politiques réglementaire et prudentielle concernant les risques liés au changement climatique	265
	<i>ENCADRE 8 – Test de résistance climatique de la BCE</i>	270
3.3	Fonctions extérieures et actualisation du manuel <i>Fit & Proper</i>	271
	<i>ENCADRE 9 – Analyse du secteur financier belge et du contrôle de ce secteur par le FMI (FSAP)</i>	272
D.	Contrôle opérationnel	275
1.	Banques	275
1.1	Cartographie du secteur des banques et des entreprises d'investissement	275
1.2	Priorités du contrôle	276
	<i>ENCADRE 10 – Inspections</i>	278
2.	Entreprises d'assurance	280
2.1	Cartographie du secteur	281
2.2	Priorités du contrôle	282
	<i>ENCADRE 11 – Tests de résistance 2022 pour le secteur de l'assurance</i>	284
3.	Infrastructures de marchés financiers et services de paiement	285
3.1	Cartographie du secteur	285
3.2	Priorités du contrôle	287
E.	Numérisation	289
1.	L'euro numérique	289
2.	FinTech	290
2.1	Traitement prudentiel des expositions aux crypto-actifs et projet de règlement européen	290
2.2	Réglementation relative au recours à l'intelligence artificielle	294
2.3	Enquête et analyse fintech pour les établissements de crédit	295
2.4	Enquête et analyse InsurTech auprès des entreprises d'assurance	296
3.	Résilience opérationnelle numérique	297
3.1	Cyber-risques et risques informatiques	297
3.2	Orientations et développements législatifs	298
3.3	Activités opérationnelles	299
F.	Résolution	301
1.	Cadre législatif et réglementaire	302
1.1	Établissements de crédit et sociétés de bourse	302
1.2	Entreprises d'assurance et de réassurance	304
	<i>ENCADRE 12 – Résolution du groupe Sberbank Europe AG</i>	305
2.	Résolvabilité des établissements de crédit et des sociétés de bourse	306
2.1	Établissements relevant directement des compétences de la Banque	306
2.2	Établissements relevant des compétences du SRB	307
3.	Constitution des dispositifs de financement de la résolution	308

Annexes	311
Annexe statistique	313
Notice méthodologique	329
Signes conventionnels	331
Abréviations	333





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

En 2022, l'inflation extrêmement élevée a eu des conséquences douloureuses. La forte reprise après la pandémie de coronavirus a été suivie d'une nouvelle période de turbulences économiques, qui a propulsé l'inflation au-delà des prévisions et l'a maintenue plus longtemps à un niveau élevé. L'invasion de l'Ukraine par la Russie a entraîné d'indicibles souffrances humaines, mais elle a aussi exacerbé les tensions préexistantes sur les marchés de l'énergie, principalement par le biais des sanctions économiques mutuelles, tant formelles qu'informelles, entre les pays occidentaux et la Russie. L'augmentation considérable des prix du gaz naturel en particulier, et de l'électricité qui lui est liée, a été le principal moteur de la hausse rapide de l'inflation en Europe. Progressivement, la vague d'inflation s'est ensuite élargie, à mesure qu'un nombre croissant de producteurs répercutaient, en partie du moins, l'accroissement de leurs coûts sur les prix de vente.

L'inflation érode le pouvoir d'achat, tandis que les budgets des pouvoirs publics et les résultats des entreprises se retrouvent aussi touchés par les coûts liés au choc énergétique. En effet, les pouvoirs publics ont progressivement pris davantage de mesures pour soutenir le pouvoir d'achat ou pour freiner l'inflation. Les entreprises sont confrontées non seulement à l'escalade des coûts énergétiques, mais aussi, inévitablement, à des revendications salariales de plus en plus pressantes en réaction à la perte de pouvoir d'achat. En Belgique, ce processus est automatique, puisque les salaires sont presque intégralement indexés sur la base de la hausse des prix, mais pas dans tous les secteurs au même rythme.

La hausse rapide de l'inflation a contraint de nombreuses banques centrales à resserrer leur politique monétaire. Ce revirement à l'échelle mondiale ne s'est pas opéré de manière synchrone. Il s'agit en effet d'un exercice difficile, qui doit tenir compte des spécificités locales et évaluer correctement les évolutions économiques à venir. En outre, les relèvements de taux engendrent de la volatilité sur les marchés financiers et sont susceptibles de freiner la croissance économique, au risque d'un atterrissage trop brutal. De plus, l'effet modérateur de l'ajustement de la politique monétaire sur l'inflation ne se fait sentir qu'avec un certain retard. Le fait que l'inflation ait commencé à diminuer vers la fin de l'année dans la zone euro est d'ailleurs lié uniquement à la baisse de l'inflation énergétique; l'inflation sous-jacente a d'ailleurs continué à croître jusqu'à un niveau très élevé.

La présente introduction au rapport de la BNB, établie au nom du Conseil de Régence, expose les principales évolutions économiques de l'année écoulée, avec une attention particulière pour la zone euro et la Belgique. Y sont examinés également les défis politiques

* Deux régents ne peuvent souscrire aux paragraphes 39, 42, 50, 51 et 57 du rapport.

auxquels est confrontée la Belgique. Certains sont liés au manque d'agilité de notre économie face à des chocs économiques majeurs, comme cela a été le cas l'année dernière. D'autres concernent davantage les ajustements à plus long terme qui s'imposent pour préserver et améliorer le potentiel de croissance. Ce texte de synthèse est suivi d'une analyse plus détaillée dans les chapitres thématiques du présent rapport de la BNB.

1. Les principales économies ont connu un fort ralentissement de la croissance et une inflation souvent vertigineuse

1. **L'année écoulée a été principalement marquée par une inflation extrêmement élevée dans une grande partie de l'économie mondiale.** Même si les hausses de prix n'ont pas été causées partout par les mêmes facteurs, la dépréciation monétaire particulièrement rapide a fini par toucher les principaux pays occidentaux avancés.
2. **La forte poussée de l'inflation résulte de la combinaison de plusieurs facteurs.** L'on pouvait s'attendre à une certaine pression sur les prix dans la phase de reprise, faisant suite à la crise profonde causée par la pandémie et aux mesures sanitaires mondiales, mais dans la plupart des cas, l'inflation a atteint des niveaux sans précédent dans l'histoire récente. Si la vague d'inflation a bien été d'ampleur mondiale, il faut toutefois distinguer ici et là des facteurs locaux spécifiques. Citons par exemple les mesures de relance budgétaire de grande envergure aux Etats-Unis, qui se sont heurtées à un marché du travail déjà tendu, ainsi qu'à d'autres contraintes d'offre. Le choc des prix de l'énergie et les nouvelles perturbations des chaînes d'approvisionnement, facteurs tous deux à tout le moins attisés par l'invasion de l'Ukraine par la Russie, ont fait augmenter les coûts de production supportés par les entreprises, surtout européennes. Si la pandémie s'est peu à peu apaisée dans le monde occidental, la politique du zéro Covid des autorités chinoises a continué à perturber certains approvisionnements en raison des fermetures régulières de centres industriels.
3. **Au cours de l'année, la flambée de l'inflation a par ailleurs provoqué, via différents canaux, un net recul de la croissance économique mondiale.** Cette situation a temporairement été compensée par la forte reprise d'après la pandémie, laquelle reprise s'est poursuivie jusque tard en 2022, surtout pour les secteurs des services. Cette « dynamique de réouverture » a contribué au maintien de taux de croissance réels en glissement annuel encore élevés en 2022 dans de nombreux pays. Progressivement, cependant, une inflation inhabituellement élevée a fait dévier l'économie de sa trajectoire dans de nombreux pays avancés. D'une part, l'inflation prononcée et l'incertitude qui en résulte ont pesé dans une mesure importante sur la demande, notamment au niveau de la consommation des ménages et de l'investissement privé. D'autre part, l'explosion des coûts a fait chuter la rentabilité de certaines entreprises à forte intensité énergétique en dessous d'un seuil critique. En conséquence, la production s'en est parfois trouvée réduite ou temporairement suspendue.
4. **L'exposition aux divers chocs communs est à la base des différentiels de croissance entre les différents pays et régions en 2022, mais des éléments qui leur sont propres ont également joué un rôle.** Il s'agit, par exemple, du timing précis de la réduction des mesures sanitaires, de la dépendance à l'égard de chaînes d'approvisionnement, de matières premières ou de denrées alimentaires spécifiques, ainsi que de différences en matière de politique budgétaire.
5. **Au sein des pays avancés, les États-Unis et le Royaume-Uni ont enregistré une croissance annuelle relativement faible en 2022.** Les États-Unis ne dépendent pas des importations de gaz et sont dès lors moins touchés par le choc des prix de l'énergie.

Pourtant, leur situation économique s'est légèrement détériorée au cours du premier semestre. La demande intérieure est restée robuste, mais cela a entraîné en partie une réduction des stocks et une hausse des importations. En outre, les mesures sanitaires y ont été levées plus tôt; la reprise post-pandémique dans le secteur des services pourrait donc avoir moins soutenu la croissance en 2022. Au Royaume-Uni, c'est au cours du second semestre que l'économie s'est contractée. L'incidence négative du choc des prix de l'énergie y a été aggravée par la forte progression des taux du marché. Ce dernier facteur est apparu lorsque la confiance dans la soutenabilité des finances publiques a été fortement ébranlée en septembre, à l'annonce de plans budgétaires de nature à gonfler fortement la dette publique. Ces plans ont été rapidement ajustés, puis il y a eu un changement de gouvernement.

6. **Pour les marchés émergents, les évolutions les plus notables ont été le fort ralentissement de la croissance en Chine et la contraction de l'économie russe.** L'affaiblissement significatif en Chine a été causé en majeure partie par les mesures sanitaires draconiennes. Celles-ci ont pesé sur la production dans les grands centres industriels, mais ont également sapé la confiance, ce qui a freiné la consommation et les investissements. En outre, la crise de l'immobilier en Chine s'est encore amplifiée avec l'aggravation des problèmes de liquidités des principaux promoteurs. Ceci a entraîné un net repli du secteur de la construction privée, qui n'a été que partiellement compensé par l'accroissement des investissements publics. L'économie russe a été touchée par les sanctions économiques et financières et le retrait de nombreuses entreprises occidentales après l'invasion de l'Ukraine par la Russie. Toutefois, l'incidence négative finale sur la croissance a été atténuée par un détournement des flux commerciaux vers ou via d'autres pays qui n'avaient pas imposé de sanctions, et par une série de mécanismes d'ajustement souvent informels. Les turbulences financières initiales ont été de courte durée en raison de la forte intervention de la banque centrale russe, tandis que les prix élevés des combustibles fossiles exportés ont continué à soutenir l'économie russe et le budget de l'État. Dans l'ensemble, l'économie russe a été, à ce stade, moins touchée que ce qu'annonçaient initialement certaines prévisions.
7. **Selon les analyses actuelles, le ralentissement mondial resterait limité tant dans sa durée que dans son ampleur, ce qui s'explique aussi par la résilience des marchés du travail.** Les indicateurs de confiance ont lourdement chuté au cours de l'année, souvent jusqu'à des niveaux compatibles avec une crise économique grave. Les ménages en particulier, mais aussi les entreprises de certains pays ou secteurs, se montrent très préoccupés par la situation économique. Pour l'instant, toutefois, le ralentissement mondial dans les pays avancés ne s'est pas transformé en une profonde récession. Dans certaines économies, il y a même des signes indiquant que le point d'inflexion a été atteint et que l'on entre dans une phase d'accélération du cycle économique. Entre-temps, les marchés du travail continuent d'afficher de belles performances. La croissance de l'emploi pourrait perdre de son élan, mais les tensions existantes sur le marché du travail limitent les licenciements. Par conséquent, la crise liée à l'augmentation des coûts ne semble pas, à ce stade, entraîner immédiatement un grand nombre de chômeurs supplémentaires. La probabilité d'une baisse importante de la consommation des ménages et d'une crise plus profonde est donc sensiblement réduite. Il convient de rappeler ici la forte incertitude qui entoure les projections économiques actuelles.
8. **Les banques centrales des pays avancés ont été confrontées à la mission délicate de réduire vigoureusement l'inflation sans pour autant freiner trop brutalement la demande.** Cette recherche d'un atterrissage en douceur a été compliquée par les décalages habituels des effets de la politique monétaire et par la forte volatilité des perspectives d'inflation, mais aussi par le fait que l'inflation a été dans une large mesure alimentée par des facteurs d'offre.

9. **L'ajustement de l'orientation de la politique monétaire à l'échelle mondiale a provoqué des remous sur les marchés financiers, mais l'incidence sur l'économie réelle est restée limitée.** Ainsi, le dollar américain s'est fortement apprécié et ce n'est qu'au cours du dernier trimestre qu'il s'est quelque peu replié. Cela s'explique par la hausse de la demande et du prix du gaz américain, mais aussi par le fait que la banque centrale américaine a procédé plus tôt que les autres à un net resserrement de sa politique monétaire. La hausse de l'aversion pour le risque et la fuite vers les valeurs refuges qui l'accompagne ont également joué un rôle. En outre, les rendements des titres à revenu fixe sont eux aussi remontés, ce qui a déclenché des réorientations de portefeuille. Les marchés boursiers ont plongé, tandis que la hausse des taux d'intérêt sans risque s'est répercutée assez rapidement sur les crédits aux entreprises et aux ménages. La forte poussée des taux hypothécaires constitue un facteur de risque pour le marché immobilier et entraîne d'ores et déjà une baisse des prix des logements sur certains marchés. La progression des taux d'intérêt et les remaniements de portefeuille, ainsi que quelques scandales, ont par ailleurs fait imploser les marchés hautement spéculatifs des crypto-monnaies. Dans l'ensemble, cependant, la volatilité des marchés financiers semble pour l'instant n'avoir pesé sur la croissance économique que dans une mesure limitée.

2. Dans la zone euro, l'inflation a atteint des sommets et la politique monétaire se normalise progressivement

10. **Dans la zone euro, l'inflation a finalement atteint en moyenne 8,4% en 2022, un niveau bien supérieur à l'objectif de la BCE.** Au cours de l'année, l'inflation a poursuivi son ascension presque continue. Elle a même atteint un rythme de 10,6% sur une base annuelle en octobre, ce qui est de loin le niveau le plus élevé jamais enregistré. Il faut toutefois noter qu'il y a eu de grandes différences d'inflation entre les pays, notamment en raison des différentes mesures prises par les pouvoirs publics en réponse à la forte hausse des prix de l'énergie. Ces mesures ont eu, en effet, une incidence directe à la baisse sur le niveau des prix dans certains cas. Ce n'est qu'au cours des deux derniers mois de l'année que l'inflation a quelque peu diminué dans la zone euro, principalement sous l'influence de la baisse des prix sur les marchés internationaux du gaz.
11. **La vague d'inflation, certainement en Europe, trouve son origine dans l'envolée inédite des prix du gaz.** Cette situation est due en grande partie à des facteurs géopolitiques. La montée des tensions à la frontière ukrainienne en début d'année a finalement débouché sur l'invasion russe en février 2022. Les sanctions économiques prises par et contre les pays occidentaux, couplées à des doutes sur l'approvisionnement, ont propulsé les prix du gaz. À la fin de l'été, ces derniers ont atteint des sommets sans précédent. En toile de fond, l'abandon progressif de la capacité nucléaire décidé dans certains pays joue également un rôle. Durant la phase de transition vers un approvisionnement en énergie sans carbone, cela est associé à une demande accrue de gaz naturel dans l'attente d'investissements dans les énergies renouvelables.
12. **L'incidence directe des prix de l'énergie explique à elle seule près de 45% de l'inflation totale dans la zone euro: sans aucune autre hausse de prix, l'inflation aurait déjà atteint une moyenne de 3,8% en 2022.** En effet, le mécanisme européen de fixation des prix, axé sur les coûts marginaux de la source d'énergie la plus chère, a provoqué également une forte montée des prix de l'électricité. Évidemment, la hausse des prix de l'énergie a aussi des effets indirects dérivés. En effet, le relèvement de la facture énergétique a été répercuté, à des degrés divers, sur les prix d'autres biens et services. Le prix de certains biens a également été poussé vers le haut par l'enchérissement des matières premières, des produits intermédiaires et du transport. Les produits alimentaires ont eux aussi vu leurs prix grimper sans cesse au cours

de l'année dernière. Ceci s'explique notamment par une forte intensité énergétique de leur production, mais aussi par des problèmes spécifiques, comme l'approvisionnement en engrais, rendu difficile par la guerre.

13. **Finalement, l'inflation s'est propagée à un très large éventail de biens et de services.** Contrairement à l'inflation globale, l'inflation sous-jacente a continué à grimper jusqu'au début de 2023 pour atteindre un rythme annuel supérieur à 5 %, malgré la récente modération, voire la baisse, des prix énergétiques et des coûts des autres intrants. La pression sous-jacente sur les prix persiste plus longtemps, parce que la hausse initiale des coûts n'est répercutée sur les prix de vente qu'avec un certain décalage.
14. **Bien que les origines de l'inflation se situent principalement en dehors de la zone euro, quelques facteurs ont entraîné une propagation rapide de la hausse des prix.** Le soutien politique ferme, par la voie des politiques tant budgétaire que monétaire, a permis d'éviter que les mesures sanitaires draconiennes n'entraînent un effondrement complet de l'économie en 2020 et que le tissu économique ne subisse des dommages persistants de grande ampleur. Cela étant, la reprise économique soutenue implique que le soutien de la demande, qui n'a été retiré que progressivement, a, dans une certaine mesure, favorisé des hausses de prix plus conséquentes. Cela a été a fortiori le cas lorsque diverses perturbations des chaînes d'approvisionnement ont bouleversé l'acheminement de biens. Dans ces conditions, la reprise de la demande a accéléré l'envolée des prix.
15. **La politique monétaire encore très accommodante a elle aussi contribué à créer un environnement propice à l'inflation dans la phase de reprise post-pandémique.** Avant la pandémie et pendant celle-ci, l'inflation dans la zone euro est restée bien en deçà de l'objectif fixé et la politique monétaire s'est concentrée sur la lutte contre les risques déflationnistes. À cette fin, le taux d'intérêt de la facilité de dépôt a même longtemps été maintenu en terrain négatif par la BCE. En outre, un large éventail d'autres instruments, tels que les opérations ciblées de refinancement à plus long terme et les différents programmes d'achat de titres de créance, ont été mis en œuvre pour soutenir l'octroi de crédit et la demande. L'objectif était aussi d'éviter que la faiblesse de la hausse des prix ne s'ancre durablement dans les anticipations d'inflation. Pendant la pandémie, ces instruments ont été encore élargis.
16. **La réponse de la BCE à l'inflation accrue dans la zone euro a initialement été lente.** La raison en est entre autres que l'inflation résultait d'un choc d'offre, qui pousse les prix vers le haut mais pèse en principe aussi sur la croissance réelle. Dans ce cas, la banque centrale doit clairement évaluer dans quelle mesure la demande doit être ralentie pour contenir l'inflation. En outre, la durée de ce choc et celle de cette vague d'inflation étaient difficile à estimer à l'avance; les attentes du marché, sur lesquelles reposaient les estimations des prix de l'énergie, se sont avérées trop optimistes. Cette situation s'explique également par de nouveaux chocs externes – tels que, bien évidemment, l'invasion de l'Ukraine par la Russie et les sanctions économiques prises dans la foulée –, qui ont poussé encore plus haut les prix de l'énergie. Or l'estimation de la durée du choc est essentielle puisque la politique monétaire est en effet axée sur le moyen terme et ne doit donc pas nécessairement réagir fortement à une poussée temporaire de l'inflation. Cela vaut a fortiori lorsque l'économie ne montre pas de signes de surchauffe. En ce sens, la situation dans la zone euro était différente de celle des États-Unis, où, comme il a été noté plus haut, il était manifeste que l'inflation était davantage attisée par des facteurs de demande classiques. En conséquence, la banque centrale américaine a commencé plus tôt à resserrer vigoureusement sa politique monétaire.
17. **La montée rapide et plus persistante de l'inflation dans la zone euro a contraint la BCE à se rattraper en modifiant radicalement le cours de la politique monétaire au cours**

de l'année écoulée. Cela s'est fait selon un calendrier précis et conformément à la stratégie prédéterminée. Tout d'abord, les programmes d'achat ont été complètement supprimés. À ce stade, néanmoins, les titres de créance arrivant à échéance continuent d'être réinvestis. Ensuite, les taux directeurs ont été relevés de 250 points de base en plusieurs étapes depuis le mois de juillet, amenant le taux de dépôt à 2 % à la fin de 2022.

18. **Le resserrement de la politique monétaire a entraîné une hausse des taux du marché pour le segment long également.** Cela a par ailleurs renforcé la volatilité sur les marchés financiers au cours de l'année, notamment sur les marchés des devises. Le dollar américain s'est fortement apprécié par rapport à l'euro en raison de la différence de rythme dans le resserrement monétaire. En outre, pour éviter une fragmentation excessive de la transmission de la politique monétaire au sein de la zone euro, un nouvel instrument d'accompagnement a été créé en juillet 2022: un instrument dit de protection de la transmission (*Transmission Protection Instrument – TPI*). Sur la base de ce dernier, la BCE peut acheter des obligations d'État de pays de la zone euro confrontés à de fortes variations de taux d'intérêt qui ne sont pas justifiées par des facteurs économiques fondamentaux. À ce stade, il ne s'est pas avéré nécessaire d'utiliser effectivement cet instrument. Sa simple existence accroît la marge de manœuvre de la BCE pour contrer les mouvements spéculatifs sur les taux d'intérêt qui pourraient compromettre la cohérence de la politique monétaire. Globalement, la fragmentation des conditions de financement est restée jusqu'à présent limitée: la transmission de la politique monétaire n'a pas été entravée par une divergence d'une ampleur injustifiée des spreads sur les titres d'État.
19. **Quoi qu'il en soit, rendre la politique monétaire moins accommodante dans la zone euro est un exercice délicat dans une économie en ralentissement.** Le sentiment régnait, notamment sur fond de détérioration prononcée des indicateurs de confiance, que l'économie était au bord d'une crise profonde. Le défi était dès lors de juguler l'inflation galopante dans un contexte où l'économie était déjà considérée comme très fragile. C'est le genre de situation dans laquelle il convient d'évaluer correctement les coûts économiques de la persistance d'une inflation élevée et les pressions baissières exercées par le resserrement monétaire sur la demande.
20. **Cet exercice est, tout comme pour les autres autorités monétaires, compliqué par le fait que l'incidence de ces politiques n'apparaît pas immédiatement.** Les taux d'inflation mensuels sont davantage influencés par les évolutions des marchés de l'énergie. À l'inverse, la politique monétaire vise principalement à éviter un ancrage du taux d'inflation élevé à plus long terme. Différents indicateurs suggèrent que les anticipations d'inflation avaient clairement augmenté en cours d'année, et certainement pour celles de court terme. Cela suggère qu'un ajustement monétaire était nécessaire pour éviter que l'inflation ne reste trop longtemps supérieure à l'objectif.
21. **La persistance de l'inflation dépend également de l'incidence sur l'évolution des salaires.** Les salaires réels dans la zone euro se sont fortement tassés. Avec des prévisions d'inflation en hausse, la probabilité s'accroît que les salaires partent aussi plus fortement à la hausse pour contrer une perte excessive de pouvoir d'achat. La vitesse à laquelle cela se produirait dépend de la fréquence des négociations salariales. Cela pourrait déclencher une spirale salaires-prix de plus longue durée, ces augmentations salariales entraînant à leur tour des répercussions sur les prix de vente. Dans un tel contexte, il est primordial que les anticipations d'inflation restent bien ancrées à un niveau proche de l'objectif de la BCE.
22. **Une difficulté supplémentaire pour la politique monétaire réside dans son interaction avec la politique budgétaire.** Dans la plupart des pays de la zone euro, un large éventail de

mesures de soutien ont été prises pour protéger le pouvoir d'achat des ménages. Cela soutient indubitablement la consommation des ménages à faible revenu, mais ces mesures ont souvent été utilisées en ratisant trop large. En dépit de tout effet négatif à court terme sur les prix, un large soutien de la demande exacerbe la persistance de l'inflation élevée qui est actuellement observée, ce qui signifie que la politique monétaire doit être ajustée avec encore plus de vigueur. Cela menace la cohérence générale de l'orientation politique menée, ce qui avait été un facteur de succès pendant la pandémie. En outre, des mesures de soutien de large ampleur augmentent les charges sur le budget et empêchent parfois, dans la mesure où elles font baisser les prix des combustibles fossiles, de poursuivre la réduction souhaitée de leur utilisation.

23. **En outre, le resserrement monétaire n'est pas terminé.** Avec l'inflation actuelle, les taux d'intérêt réels restent clairement en territoire négatif. En décembre, le conseil des gouverneurs de la BCE a explicitement indiqué que les taux d'intérêt devaient encore augmenter de manière significative pour retrouver l'objectif d'inflation à moyen terme de 2 %. Cela se fera étape par étape, en tenant compte des données entrantes. En outre, le bilan de la BCE n'est plus en forte expansion, mais il n'a pas encore commencé à se réduire rapidement, les titres de créance achetés étant intégralement réinvestis à leur échéance. La normalisation monétaire implique également qu'à l'avenir, l'on procède à une réduction prévisible et progressive du bilan. À cet égard, la réduction du bilan commencera à partir de mars 2023 en ne réinvestissant plus intégralement les titres de créance arrivant à échéance. Jusqu'à la fin du deuxième trimestre, le bilan de la BCE s'en trouverait déjà amoindri de 15 milliards d'euros par mois en moyenne.
24. **L'économie de la zone euro s'est finalement avérée assez résiliente, notamment grâce aux bonnes performances du marché du travail.** Au cours du premier semestre, les taux de croissance étaient même bien supérieurs au potentiel, ce qui était, dans une certaine mesure, lié à des facteurs temporaires. Ainsi, la croissance a encore été soutenue par de forts effets de réouverture après la pandémie, ce qui a dopé la consommation des ménages. Malgré l'envolée des coûts, l'activité industrielle a elle aussi bien résisté dans un premier temps. En effet, la normalisation des chaînes d'approvisionnement, qui n'a été que temporairement interrompue par l'invasion de l'Ukraine par la Russie, a permis de résorber à un rythme accéléré les arriérés de commandes existants. À partir de l'été, cependant, l'économie européenne a commencé à nettement ralentir, à mesure que s'estompait l'effet de ces facteurs temporaires et que l'inflation élevée continuait à éroder le pouvoir d'achat. En fin de compte, la crise liée à l'augmentation des coûts ne devrait pas déboucher sur une récession profonde, mais seulement sur un ralentissement cyclique limité, et un rétablissement progressif dans le courant de 2023. La robustesse du marché du travail contribue également à la résilience de l'économie européenne. De nombreux pays connaissent une pénurie de main-d'œuvre, comme en témoigne le volume sans précédent des offres d'emploi. Compte tenu des difficultés à trouver du personnel, les entreprises s'abstiennent pour l'instant de licencier. A fortiori si le ralentissement économique est considéré comme étant temporaire, les travailleurs seront davantage maintenus que s'il était perçu comme permanent. Cela limite la durée et l'ampleur de la récession et contribue à la reprise.

3. La crise liée à l'augmentation des coûts a touché également l'économie belge mais elle n'y a pas débouché sur une récession

25. **Tout comme les autres économies de la zone euro, l'économie belge a perdu son dynamisme en cours d'année, mais, à ce stade, elle n'est pas tombée dans une récession.** Comme dans d'autres pays, la levée progressive des mesures sanitaires a permis une très forte reprise. Ces effets de réouverture se sont poursuivis jusque loin en 2022, et le fort

rebond des services marchands, qui avaient été le plus directement touchés par les restrictions sanitaires, a été le principal moteur de la croissance au cours de l'année écoulée. L'industrie a bien commencé l'année grâce à une résorption des problèmes de chaînes d'approvisionnement à l'automne de 2021. Cette embellie a toutefois été interrompue par l'invasion de l'Ukraine par la Russie et les sanctions économiques et financières prises dans la foulée. En outre, l'augmentation du coût de l'énergie et d'autres intrants a de plus en plus rongé la rentabilité de nombreuses entreprises. Cela a conduit toute une série d'entreprises de certains secteurs à forte consommation d'énergie à réduire, voire à arrêter temporairement, leur production au cours du second semestre. En conséquence, l'activité industrielle s'est contractée à partir de l'été, même si le net fléchissement des prix du gaz par rapport aux niveaux record de la fin du mois d'août a amené un certain répit. Cela étant, le prix du gaz est resté tout de même nettement plus élevé qu'avant la pandémie.

26. **L'incidence des effets de réouverture sur la croissance du secteur des services s'étant progressivement estompée pour revenir à des niveaux plus normaux, l'économie belge a fortement ralenti au second semestre.** Pourtant, là aussi, le ralentissement n'a clairement pas été proportionnel aux signes alarmants de certains indicateurs, comme la confiance des consommateurs. Cette dernière, comme la confiance des consommateurs européens, était retombée en septembre à des niveaux comparables à ceux du début de la pandémie, même s'il y a clairement eu un redressement vers la fin de l'année. Finalement, l'économie a encore connu une légère progression au cours du dernier trimestre de l'année. Pour l'ensemble de l'année 2022, la croissance annuelle a même dépassé les 3 %, bien que cela soit également dû à l'effet de niveau de la forte reprise de 2021. De plus, compte tenu de l'amélioration des indicateurs conjoncturels en fin d'année, le ralentissement devrait être de courte durée, faisant place à une reprise progressive dès le début de 2023. Les risques qui entourent les perspectives restent toutefois élevés et concernent, entre autres, l'évolution des prix internationaux du gaz et, plus généralement, l'approvisionnement en énergie, mais également l'évolution de la compétitivité.
27. **Malgré les inquiétudes en matière de pouvoir d'achat des ménages, la consommation des ménages a, selon les premières statistiques, continué de progresser fortement en 2022.** C'est notable, car le pouvoir d'achat des ménages aurait légèrement diminué selon les estimations actuelles, et ce malgré les mécanismes d'indexation automatique et un large éventail de mesures de soutien au pouvoir d'achat, pour la plupart temporaires, prises par les pouvoirs publics. Les mécanismes d'indexation fonctionnent en effet avec un décalage dans le temps, et les revenus réels ont diminué en 2022. Une partie de la compensation de la hausse des prix ne suit qu'en 2023. Le choc sur le pouvoir d'achat est considéré comme étant temporaire et ceci a certainement aussi eu pour conséquence de soutenir la consommation. Les ménages ont effectivement puisé dans leur épargne mais, comme prévu, le taux d'épargne est retombé à peu près au niveau d'avant la pandémie, et non plus bas. Le taux d'épargne n'a donc fait que se normaliser, et l'épargne accumulée en 2020 pendant la pandémie de coronavirus n'a pas vraiment été utilisée pour donner un élan supplémentaire à la consommation.
28. **Le repli de la confiance se reflète en revanche bien dans le fort ralentissement de l'investissement privé.** Les projets d'investissement des entreprises ont souvent été reportés ou réduits en raison des perspectives incertaines et de la forte augmentation des coûts. Si la croissance annuelle de l'investissement résidentiel est restée positive, elle a commencé à se contracter nettement à partir du printemps, tout comme l'investissement des entreprises. Cela est sans aucun doute dû à une incertitude persistante, notamment géopolitique, mais la hausse des taux pèse elle aussi sur l'investissement dans l'immobilier. D'une part, les prêts hypothécaires se font plus chers. D'autre part, l'offre a été stimulée dans un passé récent par des transferts de portefeuille, la recherche de rendement amenant davantage d'investisseurs sur

le marché immobilier. Depuis la hausse relativement importante des taux d'intérêt du marché à long terme, cela pourrait désormais être beaucoup moins le cas. L'augmentation significative des prix des matériaux de construction – qui a clairement été supérieure à l'inflation globale – a également influencé négativement l'investissement dans le logement.

29. **Une fois de plus, le marché du travail a été très résilient, ce qui a également soutenu le pouvoir d'achat.** Malgré la crise liée à l'augmentation des coûts, la croissance de l'emploi s'est renforcée pour atteindre un niveau record d'environ 100 000 nouveaux emplois, répartis dans presque tous les secteurs et statuts. Il n'y a que dans les services financiers que l'emploi est systématiquement réduit, ce qui est dû en partie à la numérisation et à la réduction du réseau d'agences bancaires. La croissance du nombre d'indépendants s'est toutefois quelque peu essoufflée, tout en restant nettement positive. La création d'emplois s'est concentrée principalement sur les personnes hautement qualifiées. La participation au marché du travail des personnes peu et moyennement qualifiées a moins progressé que celle des personnes hautement qualifiées, et ces deux premiers groupes subissent en moyenne un taux de chômage encore plus élevé qu'à la fin de 2019, avant la pandémie. Les jeunes travailleurs ont eux aussi insuffisamment profité de la reprise : leur taux d'emploi est encore légèrement inférieur à celui d'avant la pandémie, alors que celui des groupes plus âgés s'est amélioré, même s'il reste relativement faible. La forte création nette d'emplois vient aussi de l'absence, à ce stade, de grosse vague de faillites. Le taux de chômage a fortement fléchi au cours de l'année, mais la baisse du nombre de chômeurs a perdu de son élan au cours des derniers mois de l'année. Le revers de la médaille de la forte croissance de l'emploi est le resserrement sans précédent du marché du travail : l'impossibilité de trouver des travailleurs, a fortiori avec le bon profil, freine la croissance de la production dans bon nombre d'entreprises et de secteurs d'activité.
30. **L'inflation s'est avérée bien plus persistante qu'on ne l'avait initialement pensé, principalement en raison d'une nouvelle envolée des prix du gaz.** Les prévisions d'inflation antérieures étaient fondées sur des estimations trop optimistes de l'évolution future des prix du gaz : ceux-ci, en partie du fait de leur lien avec les prix de l'électricité, ont une incidence directe importante et difficile à prévoir sur l'inflation globale. Finalement, l'inflation a poursuivi sa progression jusqu'en octobre ; ce n'est qu'en novembre que la chute significative des prix du gaz sur les marchés internationaux qui avait débuté à la fin de l'été a entraîné, en Belgique également, un net recul de l'inflation énergétique. Ce recul s'est avéré suffisamment important pour faire baisser également l'inflation globale, mais la pression sous-jacente sur les prix a continué à se renforcer. L'inflation sous-jacente a, selon la mesure IPCH couramment utilisée dans le contexte européen, dépassé les 5 % à la fin de 2022 et n'avait, dans tous les cas, pas encore clairement diminué au début de 2023. Selon l'indice national des prix, l'inflation sous-jacente s'est avérée encore plus élevée (7,3 % en décembre 2022), mais cela est dû principalement à une définition différente qui inclut les aliments transformés
31. **Propulsée par la flambée des prix du gaz, l'inflation a atteint en moyenne en 2022 son plus haut niveau depuis les années 1970, selon l'indice national des prix à la consommation.** Selon l'indicateur IPCH, l'inflation a atteint en moyenne 10,3 % l'année dernière. Comme lors des précédents épisodes de très forte hausse des prix, la poussée de l'inflation a trouvé son origine dans un choc énergétique, et en particulier dans l'envolée sans précédent des prix du gaz. L'inflation énergétique a d'ailleurs été plus élevée en Belgique que la moyenne de ses trois plus grands voisins. Cela est dû en partie à des facteurs méthodologiques et plus précisément à la mesure de l'inflation en Allemagne, mais cela reflète également les différentes mesures prises par les pouvoirs publics. En Belgique, ces mesures, telles que la réduction de la TVA sur l'électricité et le gaz, le paquet énergétique de base et diverses primes, ont freiné l'inflation. Dans d'autres pays, comme la France, cela a toutefois été encore plus

prononcé, en raison du plafonnement direct des prix du gaz et de l'électricité (où la différence par rapport au prix du marché est couverte par le budget de l'État).

32. **Bien que l'inflation ait été déclenchée par un choc énergétique externe, elle s'est étendue à un nombre croissant de biens et de services au cours de l'année.** Ainsi, les prix des denrées alimentaires ont, comme ailleurs, augmenté eux aussi à un rythme accéléré. En atteignant 4 % en 2022, l'inflation sous-jacente, qui mesure l'évolution moyenne des prix des biens et services non énergétiques, a aussi dépassé sa moyenne à long terme qui avoisine 1,5 %. C'est lié aux effets dits de second tour, par lesquels les augmentations de prix non seulement de l'énergie mais aussi des autres intrants incitent les vendeurs à revoir leurs prix à la hausse. L'inflation des produits à faible teneur en importations augmente également, par exemple parce que la progression des coûts salariaux par la voie de l'indexation est partiellement répercutée sur les prix de vente.
33. **Cependant, il se peut que l'inflation mesurée surestime l'augmentation réelle moyenne du coût de la vie.** Ainsi, pour déterminer les prix de l'énergie en Belgique, les mesures de l'inflation ne prennent en compte que les nouveaux contrats pour le gaz et l'électricité. Cette méthode est tout à fait conforme aux directives existantes d'Eurostat, mais elle n'est pas appliquée de la même manière dans tous les pays. Elle implique qu'une accélération des prix internationaux entraîne relativement vite une hausse de l'inflation énergétique. Cependant, les ménages qui ont encore un contrat à taux fixe avec leur fournisseur d'énergie à ce moment-là, ou ceux dont le taux variable n'a pas encore été ajusté ce mois-là, ne ressentent pas immédiatement cette hausse de prix. Il se peut dès lors que le pouvoir d'achat effectif des ménages soit quelque peu sous-estimé dans les indicateurs standard (qui corrigent les revenus nominaux en fonction de l'inflation mesurée). L'année dernière, cela a donné lieu à un débat, entre autres, aux Pays-Bas sur le bien-fondé de cette mesure de l'inflation. Le biais potentiel est évidemment d'autant plus grand que l'inflation est principalement alimentée par des hausses de prix du gaz et de l'électricité, comme ce fût le cas en 2022. En Belgique, il y a un aspect supplémentaire: l'indexation des salaires et autres revenus s'y fait en effet sur la base de l'indice santé, qui tient donc compte des hausses des mesures officielles des prix du gaz et de l'électricité. Si ces hausses surestiment l'augmentation du coût de la vie, l'indexation accroît donc les salaires et autres revenus concernés d'un montant supérieur à l'augmentation du coût de la vie. La sous-estimation éventuelle du pouvoir d'achat peut partiellement expliquer la résilience de la consommation des ménages.
34. **Le choc externe qui a frappé l'économie belge ressort clairement de la forte détérioration de la balance courante.** Cette dernière afficherait en 2022 un déficit important de plus de 4 % du PIB. Cela reflète bien sûr principalement la hausse de la facture des importations d'énergie, en dépit d'une consommation énergétique affaiblie, mais d'autres facteurs, tels que l'augmentation des prix d'autres matières premières et matériaux et la dépréciation de l'euro, jouent également un rôle. La hausse du prix de l'énergie importée représente à elle seule un appauvrissement estimé à environ 3 % du PIB. Au total, un déficit courant aussi important représente une perte de revenus significative vis-à-vis du reste du monde. En raison de la détérioration de la compétitivité-coût des entreprises belges décrite ci-dessus, le compte courant devrait rester sous pression au cours des années à venir. Cela signifie que, compte tenu de l'important déficit du budget de l'État, les investissements devront de plus en plus être couverts par l'épargne étrangère. À terme, cela pourrait accroître la vulnérabilité de l'économie.
35. **Comme pour la crise sanitaire, l'incidence de la crise liée à l'augmentation des coûts est hétérogène: pour les entreprises, les facteurs déterminants sont surtout la dépendance au gaz, l'intensité en main-d'œuvre et le pouvoir de marché.**

À l'évidence, l'incidence du choc gazier s'est fait sentir avant tout dans les secteurs qui dépendent fortement de cette source d'énergie pour leur production et qui peuvent difficilement trouver des alternatives à court terme. Il s'agit principalement de certaines branches spécifiques de l'industrie manufacturière, mais également de la vente au détail. Par ailleurs, l'indexation accroît fortement les coûts de main-d'œuvre des entreprises, ce qui touche de manière disproportionnée les entreprises et les branches d'activité où la main-d'œuvre est relativement importante. Enfin, les entreprises n'ont pas toutes la même capacité à répercuter la forte hausse des coûts sur les prix de vente. Les grandes entreprises et les sociétés industrielles ont traditionnellement un plus grand pouvoir de marché à cet égard et sont donc plus à même de protéger leurs marges bénéficiaires en répercutant davantage l'envolée des coûts sur leurs clients. Les petites entreprises et les indépendants sont plus durement touchés au niveau de leurs marges bénéficiaires.

36. **Pour les ménages, l'incidence hétérogène de la crise liée à l'augmentation des coûts est déterminée par des situations et des habitudes de consommation spécifiques, mais la classe moyenne au sens large semble, généralement, plus touchée.** L'indexation des revenus se fait sur la base du panier de consommation d'un ménage moyen. Dans ce cas, la part des dépenses de gaz et d'électricité dans le budget du ménage joue un rôle important. Cette part tend à être plus importante pour les revenus les plus faibles et plus limitée pour les revenus les plus élevés. Comme tous les revenus sont indexés sur la base des pondérations moyennes de l'indice santé, certains revenus inférieurs sont donc en principe sous-compensés de la hausse des prix de ces sources d'énergie, et les revenus supérieurs surcompensés. Toutefois, les mesures de protection du pouvoir d'achat prises par le gouvernement jouent également un rôle. Certaines mesures bénéficient principalement aux revenus (les) plus faibles. C'est clairement le cas, par exemple, du tarif social, un tarif avantageux pour la consommation de gaz et d'électricité, dont le champ d'application a été étendu mais qui reste tout de même réservé aux groupes à revenus plus faibles. Comme ce tarif social est inclus dans l'indice santé, tout élargissement de ce régime réduit l'indexation pour tous et réduit donc le pouvoir d'achat de tous les ménages qui ne peuvent pas bénéficier de ce tarif préférentiel. Il est donc important que tous les effets dérivés des mesures du pouvoir d'achat soient correctement identifiés. Globalement, il s'avère que ce sont surtout les revenus les plus faibles, précisément grâce à ce tarif social, et les revenus les plus élevés, grâce à l'indexation des salaires, qui sont bien protégés du choc des prix, voire même, en moyenne, quelque peu surcompensés. Pour le groupe plus large des revenus moyens, en revanche, le pouvoir d'achat baisse un peu. Il s'agit toutefois, dans ces analyses, de valeurs moyennes : ainsi, des ménages relativement vulnérables peuvent tout de même être durement touchés, par exemple s'ils ne sollicitent pas à temps les mesures de protection du pouvoir d'achat.
37. **Sur le marché du logement, la croissance nominale des prix a ralenti, mais elle ne s'est pas arrêtée, et la vigoureuse progression des prix observée depuis 2020, associée à une forte augmentation des taux hypothécaires, a rendu l'achat d'un logement plus difficile.** La charge de remboursement d'un nouvel emprunt hypothécaire moyen a fortement grimpé sur peu de temps. Cette charge a retrouvé son niveau record d'avant la crise financière mondiale de 2008. Par ailleurs, l'apport personnel moyen à l'achat a nettement augmenté en peu de temps, même si l'on tient compte de la forte inflation qui pousse également les revenus vers le haut. Cela peut constituer un obstacle croissant à l'acquisition d'un logement, en particulier pour les jeunes ménages dont les revenus sont plus faibles ou qui reçoivent moins de soutien financier de leurs parents ou grands-parents. De plus, ces constats s'appliquent à un logement moyen. La charge de remboursement est beaucoup plus élevée pour certaines régions plus coûteuses, notamment Bruxelles et villes flamandes ayant le statut de « centre urbain » (kernstad). Cela signifie que l'accession à la propriété dans ces régions est devenue très difficile pour les ménages à faibles revenus et aux ressources financières limitées. Plus généralement,

depuis 2000, elle a diminué pour les groupes à faible revenu (alors que ce n'est pas le cas pour l'ensemble de la population), même s'il y a eu une certaine stabilisation au cours de la période la plus récente.

38. **Le pendant des obstacles financiers accrus pour les nouveaux propriétaires est le gain pour les propriétaires qui ont un prêt hypothécaire.** La plupart des dettes hypothécaires sont à taux d'intérêt fixe, ce qui réduit la charge des intérêts par rapport aux revenus indexés.

4. La crise liée à l'augmentation des coûts met clairement en évidence les vulnérabilités structurelles du tissu économique belge

39. **La formation des salaires est fortement réglementée en Belgique: l'indexation automatique et les négociations salariales encadrées s'équilibrent dans des circonstances normales.** D'une part, les différents systèmes d'indexation automatique des revenus visent à prévenir la perte de pouvoir d'achat due à l'inflation et donc à soutenir la consommation des ménages à court terme. Pour les entreprises, les salaires constituent un poste de coût qu'elles peuvent difficilement contrôler et dont l'évolution est en outre indépendante des performances de l'entreprise ou de la branche d'activité. Cette indexation automatique généralisée était autrefois courante dans toute une série de pays, mais elle a été supprimée presque partout au fil des ans, sauf en Belgique et dans un très petit nombre d'autres pays. L'on peut noter également que certains pays maintiennent des règles d'indexation spécifiques, par exemple dans des secteurs déterminés ou pour le salaire minimum. D'autre part, la formation des salaires en Belgique est régie par la loi relative à la promotion de l'emploi et à la sauvegarde préventive de la compétitivité. Cette loi, établie autour du concept de différentiel de coûts salariaux avec les trois principaux pays voisins, vise à éviter que les coûts salariaux belges n'augmentent plus rapidement que chez les principaux partenaires commerciaux, ce qui détériorerait la compétitivité-coût des entreprises. La loi fournit aux partenaires sociaux un cadre clair et contraignant qui prévoit une marge salariale maximale au sein de laquelle ils peuvent négocier la croissance des salaires conventionnels.

40. **La combinaison de l'indexation automatique et de la loi sur la compétitivité est unique au monde et crée une certaine rigidité macro- et microéconomique.** Au niveau macroéconomique, les hausses de prix en Belgique mènent automatiquement – et donc plus rapidement que dans d'autres pays – à des coûts salariaux plus élevés pour les entreprises. Comme les salaires conventionnels ne baissent en principe pas, la compétitivité-coût ne peut donc être sauvegardée que si les salaires nominaux dans les autres pays suivent au moins l'inflation et si les différentiels d'inflation entre les pays sont limités. S'il se produit une forte poussée inflationniste, comme celle provoquée au cours de l'année écoulée par le choc des termes de l'échange, il en résulte à tout le moins une perte temporaire de compétitivité-coût, même en l'absence d'augmentations salariales autres que l'indexation. Cette perte n'est éliminée que si la croissance des salaires dans les autres pays rebondit dans la même mesure au cours des années suivantes. Or cela est très incertain, et la perte de compétitivité-coût peut devenir persistante si le choc des termes de l'échange dans d'autres pays est partiellement absorbé par une baisse des salaires réels. Au niveau microéconomique, ce cadre réglementaire complique l'alignement de la croissance des salaires sur la productivité. Il limite en effet l'écart salarial qui peut exister entre les plus performants et les moins performants, que ce soit au niveau des secteurs ou des entreprises. Cela empêche ou retarde les transitions nécessaires et, a fortiori dans un marché du travail très tendu, cela réduit la productivité totale de l'économie. Très concrètement, il devient plus difficile pour les entreprises de garder leur personnel et d'attirer de la main d'œuvre en

proposant de meilleures conditions salariales. Parallèlement, les entreprises en difficulté ne peuvent pas réduire les salaires réels pour aider à absorber un choc négatif.

41. **La mesure dans laquelle le pouvoir d'achat est protégé par l'indexation automatique n'est, comme indiqué plus haut, pas non plus la même pour tous les ménages.** Ainsi, il existe différents systèmes d'indexation pour les salaires (mais généralement pas pour les revenus des indépendants) et les revenus de remplacement. L'indexation s'opère toujours avec un certain retard mais, pour les salariés, sa fréquence dépend de la commission paritaire dont relève l'employeur. En outre, l'interaction entre l'indexation automatique et les mesures de conservation du pouvoir d'achat entraîne souvent des effets de redistribution entre les ménages. Indépendamment de l'incidence des profils de consommation spécifiques et de l'origine précise du choc des prix, la classe de revenu joue un rôle. Il apparaît que dans cette crise liée à l'augmentation des coûts, c'est à la large tranche de la classe moyenne que va la protection la plus faible contre la perte de pouvoir d'achat. De plus, avec l'introduction de l'indice santé, une série de biens ont été retirés de l'indice des prix utilisé pour l'indexation, ce qui a entraîné une certaine asymétrie. Cela signifie par exemple qu'un choc du prix du pétrole est absorbé par les ménages dans une plus grande mesure qu'un choc du prix du gaz, dans la mesure où les carburants (hormis le LPG) ne sont pas inclus dans l'indice de santé.
42. **Actuellement, la compétitivité-coût des entreprises belges se détériore fortement et les politiques doivent veiller au risque de déraillement à long terme.** Du fait de l'indexation automatique, l'ascension des prix de l'énergie qui touche l'ensemble de l'économie est supportée, en premier lieu, principalement par les entreprises et les indépendants. La forte augmentation des coûts de l'énergie et des autres intrants de la production pèse sur la rentabilité des entreprises, qui doivent en outre supporter la hausse des coûts salariaux. Dans d'autres pays, la protection du pouvoir d'achat des ménages passe davantage par des mesures budgétaires spécifiques, qui ne sont pas directement à charge des entreprises, même si, en bout de course, ce sont les (futurs) contribuables qui en paient la facture. À court terme, les coûts des entreprises belges augmentent dès lors beaucoup plus rapidement que ceux de leurs concurrents étrangers. Les calculs les plus récents du CCE remontent à septembre, mais il ne fait aucun doute que l'écart de coût de la main-d'œuvre par rapport aux trois principaux pays voisins se creusera considérablement au cours de la période allant de 2022 à 2023. Selon les informations statistiques disponibles, les taux de marge des entreprises étaient très élevés au début de 2022. Elles peuvent donc absorber partiellement l'augmentation des coûts en réduisant leurs marges bénéficiaires, tout comme cela s'est produit par le passé, certes dans un environnement où les augmentations de coûts et l'inflation étaient beaucoup plus faibles. Il convient toutefois de noter que les chiffres macroéconomiques représentent des moyennes et que l'hétérogénéité est forte: pour certains secteurs ou entreprises, la capacité à absorber partiellement ce choc dans les marges bénéficiaires est beaucoup plus limitée. De récentes analyses démontrent que les marges de l'entreprise médiane ont effectivement diminué en 2022.
43. **Il n'est pas certain que l'on voie la perte de compétitivité-coût être rattrapée au cours des années qui suivront.** Selon les projections actuelles ce ne sera de toute façon que partiellement le cas. En outre, la perte de compétitivité pourrait être plus importante si l'inflation diminue plus lentement qu'elle n'est prévue à l'heure actuelle. Cela pourrait résulter, par exemple, de prix de l'énergie plus élevés que les attentes actuelles du marché, mais également d'une répercussion en moyenne plus rapide, par les entreprises, de la hausse des coûts sur les prix de vente.
44. **En ce sens, il existe, au moins au niveau macroéconomique, un trade-off entre la protection de la rentabilité des entreprises à court terme et la sauvegarde de**

la compétitivité-coût à moyen terme. Si les entreprises répercutent l'augmentation des coûts sur les prix de vente dans une bien plus grande mesure, le taux de marge va moins diminuer. L'inflation resterait alors plus longtemps élevée, ce qui augmenterait le risque d'une spirale salaires-prix prolongée. Cela ferait grimper les coûts de la main-d'œuvre encore bien plus que dans les perspectives actuelles, ce qui perturberait la compétitivité des coûts et rendrait plus nécessaires des interventions politiques en urgence.

45. **La compétitivité-coût dépend non seulement du coût de la main-d'œuvre, mais aussi, bien évidemment, des coûts d'un approvisionnement énergétique fiable.** Des différences dans d'autres catégories de coûts peuvent aussi influencer la compétitivité-coût. Le prix et la disponibilité garantie de l'énergie sont extrêmement importants, très certainement pour les entreprises industrielles à forte consommation d'énergie. À cet égard, malgré la récente baisse des prix, le gaz naturel reste actuellement plusieurs fois plus cher en Europe que sur d'autres marchés. Cela constitue pour les entreprises européennes un désavantage concurrentiel majeur et peut nuire à l'attractivité du marché européen pour les gros investissements des groupes multinationaux. Cela a d'ailleurs déjà été illustré par la communication de certains grands groupes industriels, qui ont annoncé qu'à l'avenir, ils étendraient leurs activités principalement en dehors de l'Europe. Entre États membres de l'UE, il s'agit aussi de coordonner autant que possible, les mesures de soutien aux entreprises, telles que les subventions énergétiques, pour éviter de créer des conditions de concurrence inégales pour les entreprises des différents pays.
46. **Une perturbation persistante de la compétitivité ou de la santé financière des entreprises pourrait menacer la prospérité à plus long terme.** Des entreprises saines et résilientes sont cruciales pour le tissu économique. En effet, les entreprises n'embaucheront et n'investiront que si leurs attentes en matière de demande et de bénéfices sont favorables. Cela implique qu'elles restent compétitives face aux concurrents étrangers. Un bon suivi de cette compétitivité est donc, a fortiori dans les circonstances actuelles, absolument nécessaire. Plus généralement, l'économie belge doit rester un terrain fertile pour les investissements et les entreprises.
47. **La situation budgétaire des pouvoirs publics belges est inquiétante et il faut d'urgence se pencher sur la croissance insoutenable des dépenses.** Le déficit budgétaire des pouvoirs publics belges a continué à se réduire mais garde un niveau élevé de presque 4% du PIB. Cette amélioration n'est d'ailleurs pas le résultat d'un assainissement budgétaire mais découle directement de la forte reprise économique d'après la pandémie (qui a stimulé le taux de croissance annuel en 2022) et d'une réduction en termes nets des mesures de soutien exceptionnelles qui avaient temporairement aggravé le déficit. Les dépenses supplémentaires liées au coronavirus ont progressivement fondu à mesure que la pandémie passait à l'arrière-plan, mais ceci a été partiellement compensé par une série de nouvelles mesures de nature à accroître le déficit. Outre les dépenses liées à l'accueil des réfugiés de guerre en provenance d'Ukraine, il s'agissait principalement de mesures destinées à soutenir le pouvoir d'achat, comme la réduction de la TVA sur l'électricité et le gaz naturel, la baisse des accises sur l'essence et le diesel, et l'application du tarif social sur l'énergie à un groupe cible plus large. L'un dans l'autre, l'incidence défavorable des mesures temporaires sur le déficit a diminué par rapport à l'année dernière. De plus, l'inflation élevée exerce elle aussi temporairement une influence positive sur les recettes. Ainsi, de par l'indexation, les revenus se retrouvent relativement plus souvent dans les tranches supérieures de l'impôt sur le revenu des personnes physiques. Cela étant, l'incidence favorable de ce phénomène sur les finances publiques n'est que temporaire, puisque ces barèmes sont, un an plus tard, à leur tour adaptés sur la base des prix plus élevés.
48. **Les mesures gouvernementales ont, de concert avec l'indexation, relativement bien soutenu le pouvoir d'achat, mais ont généralement été trop peu ciblées et**

n'ont parfois pas eu les effets souhaités. Les mesures de soutien doivent en principe concerner les groupes qui en ont le plus besoin. Le tarif social pour la consommation de gaz et d'électricité est un exemple de mesure spécifiquement destinée aux plus bas revenus. D'autres mesures, comme la réduction de la TVA sur la consommation d'électricité et de gaz naturel des ménages, ainsi que les ristournes – baptisées de noms divers – sur cette consommation, ne sont par contre pas du tout ciblées. Pour le « forfait énergétique de base », il a certes été prévu un remboursement ultérieur partiel dans les impôts pour les revenus les plus élevés. Le caractère peu ciblé des aides énergétiques alourdit évidemment la charge budgétaire. En outre, une part importante des ressources budgétaires déployées négligent l'objectif premier, qui est de soutenir la consommation des ménages. Ainsi, de récentes recherches suggèrent notamment que les ménages financièrement solides, c'est-à-dire ceux qui ont des revenus élevés et des réserves d'épargne importantes, épargnent simplement la plus grande partie de l'aide énergétique, peut-être aussi par mesure de précaution dans l'attente de factures en hausse pour la consommation d'énergie. La consommation des ménages financièrement vulnérables est par contre relativement bien soutenue par le tarif social. Enfin, les réductions de prix pour la consommation de gaz ou d'électricité n'incitent évidemment pas à une consommation plus frugale de l'énergie fossile. À cet égard, la baisse de la consommation en 2022 a démontré que les signaux de prix fonctionnaient.

49. **Toutes les analyses et estimations, en ce compris celles de la Banque, mettent clairement en évidence la faiblesse sous-jacente de la situation budgétaire belge.** Selon les prévisions, le déficit budgétaire va rester élevé au cours des prochaines années et s'élever à environ 5 % du PIB, alors que la dette publique, déjà très élevée, continuera de croître. Les finances de l'État belge sont clairement parmi les pires dans la zone euro sur ces deux points.
50. **Cette faiblesse sous-jacente n'est pas due uniquement à des crises antérieures ou actuelles, comme la pandémie ou la crise liée à l'augmentation des coûts, mais à la croissance insoutenable des dépenses courantes à moyen terme.** Depuis le début du siècle, les dépenses courantes (hors charges d'intérêts) étaient déjà passées de moins de 40 % à près de 47 % du PIB avant la pandémie. Depuis, cette proportion a encore augmenté jusqu'à presque 49 % en 2022, et, au cours des années à venir, les pouvoirs publics devraient dépenser sur base annuelle plus de la moitié du PIB pour les seules dépenses primaires courantes. Cette croissance est principalement due à une forte augmentation des dépenses sociales, mais également à une hausse des subventions aux entreprises (y compris celles du secteur non-marchand) et de la masse salariale et des pensions des employés de la fonction publique. Dans le même temps, la charge fiscale reste parmi les plus élevées des pays avancés, ce qui augmente fortement les coûts du travail. L'écart entre le coût total du travail pour l'employeur et le salaire net en Belgique est par exemple parmi les plus élevés de tous les pays de l'OCDE. Les efforts budgétaires spécifiques devront donc se concentrer principalement sur un ajustement ferme de la croissance des dépenses publiques.
51. **Le vieillissement de la population exercera une pression encore plus forte sur les finances publiques au cours des années et des décennies à venir.** Si ce problème touche tous les pays avancés, il y a lieu toutefois de constater qu'en Belgique, le coût des pensions augmente davantage que dans la plupart des autres pays de l'UE et, surtout, que dans les autres États membres qui ont une dette publique plus élevée. Fait remarquable, cela n'est pas dû à des facteurs purement démographiques tels que la progression de la pyramide des âges, mais plutôt à une adaptation plus lente des systèmes de pension à ces évolutions démographiques. En effet, dans d'autres pays, le coût du vieillissement de la population est déjà bien plus contenu par des mesures politiques, comme le relèvement de l'âge effectif

de la retraite ou l'ajustement des paramètres techniques des systèmes de retraite (taux de remplacement, périodes assimilées, exceptions qui abaissent l'âge effectif de la retraite, etc.).

52. **La soutenabilité des finances publiques est une responsabilité partagée par l'ensemble des niveaux de pouvoir.** Cela implique que les efforts nécessaires pour assurer cette soutenabilité doivent être partagés efficacement entre les différents niveaux de pouvoir. Différentes clés de répartition peuvent être utilisées à cette fin. En tout état de cause, ce n'est pas uniquement le gouvernement fédéral et la sécurité sociale qui doivent contribuer à ces efforts d'assainissement, mais aussi les gouvernements régionaux. En effet, les Régions wallonne et de Bruxelles-Capitale et la Communauté française, tout comme l'ensemble du gouvernement fédéral et de la sécurité sociale, suivent des trajectoires budgétaires insoutenables. Exprimé en proportion des recettes, le taux d'endettement continuerait à augmenter au cours de la prochaine décennie. C'est moins le cas pour la Communauté flamande, bien que cette entité doive elle aussi fournir des efforts pour veiller à la soutenabilité du budget au cours des années à venir.
53. **Le cadre budgétaire européen est actuellement toujours suspendu, pour la troisième année consécutive déjà, en attendant une vaste réforme.** La Commission européenne a déjà fait quelques propositions utiles à cet égard pour rendre la réglementation plus simple et plus opérationnelle. Il est encore difficile d'évaluer si les propositions présentées y parviendraient, et si elles seraient acceptées. La soutenabilité des finances publiques est un point d'ancrage important de ce paquet. Ce faisant, la Commission européenne prévoit à tout le moins d'imposer des règles plus strictes aux pays présentant des risques élevés en matière de soutenabilité. Toutefois, le défi reste de concilier les exigences de réduction de la dette publique avec la flexibilité nécessaire de la politique budgétaire. En outre, un rôle plus important serait dévolu aux conseils budgétaires nationaux indépendants, en particulier dans la préparation et le suivi des plans nationaux décrivant les orientations à moyen terme pour les politiques budgétaires, d'investissement et de réforme. L'accent mis sur le moyen terme et l'appropriation nationale renforcée du cadre budgétaire européen constituent en principe des évolutions favorables. Elles doivent toutefois s'accompagner de règles claires sur lesquelles les conseils budgétaires nationaux puissent fonder leurs évaluations quant aux politiques à mettre en œuvre. L'insistance accrue sur le moyen terme dans les propositions actuelles ne peut détourner l'attention des normes annuelles exécutoires. En outre, l'applicabilité des normes fiscales est particulièrement difficile dans les pays qui ne disposent pas d'une hiérarchie claire entre les niveaux de pouvoir.

5. L'urgence des défis à plus long terme axés sur une création durable de richesse s'accroît

54. **Au-delà de la gestion de la crise, les efforts déployés dans les politiques mises en œuvre doivent continuer à se concentrer sur une croissance structurelle plus résiliente qui assure une création durable de richesse.** La Belgique dispose d'atouts importants pour ce faire, comme sa grande capacité d'innovation, sa solide intégration dans les chaînes de valeur mondiales et son haut niveau de productivité. Il faut cependant veiller à préserver ces atouts. Ainsi, la croissance de la productivité totale des facteurs est en constant déclin. Bien qu'il s'agisse d'un phénomène qui touche toutes les économies avancées, le repli est plus prononcé en Belgique que dans les autres pays de l'UE. Cette productivité macroéconomique reflète l'efficacité avec laquelle les moyens de production sont convertis en prospérité économique. L'avance de la Belgique en ce domaine est donc en train de se réduire. De plus, le pays est relativement peu performant en ce qui concerne l'utilisation des moyens de production. Tant le stock de capital que le taux d'emploi sont inférieurs à ceux des pays voisins et, certainement,

des États membres de l'UE les plus performants. De plus, l'économie belge est relativement énergivore, ce qui signifie qu'il faut plus d'énergie qu'ailleurs pour produire la même valeur. À cet égard, elle dépend toujours fortement des combustibles fossiles. En outre, cette énergie est, dans une large mesure, importée. Comme l'année précédente l'a montré, cela accroît la vulnérabilité aux chocs extérieurs. Pour que l'économie belge soit plus à même de créer une prospérité durable, il faut des interventions politiques qui agissent sur tous ces facteurs par différents canaux. Cela implique de mettre en œuvre un large éventail de réformes structurelles, sur lesquelles la Banque a régulièrement attiré l'attention par le passé. Trois aspects spécifiques sont examinés plus en détail ci-dessous : le taux d'emploi, la productivité et l'ajustement de l'infrastructure énergétique.

55. **Le premier objectif est encore et toujours de continuer à faire progresser le taux d'emploi.** L'on a observé un certain rebond du taux d'emploi à l'issue de la pandémie, grâce à une création d'emplois dynamique, mais ce dernier reste trop faible par rapport aux autres pays. À cet égard, l'objectif de porter le taux d'emploi à 80 % d'ici 2030 a été inscrit dans l'accord de coalition fédéral. Toutefois, il faut un complément de réformes ambitieuses pour atteindre cet objectif : sur la base des chiffres actuels, quelque 530 000 personnes doivent encore trouver un travail rémunéré pour que le taux d'emploi soit porté à 80 %. Or ce nombre dépasse celui des chômeurs à temps plein. Cela signifie qu'il faut se concentrer non seulement sur la réduction du chômage mais également sur l'accroissement de la participation au marché du travail. Pour ce faire, il faut surtout se pencher sur les taux d'inactivité excessifs. Les groupes spécifiques pour lesquels existe un haut potentiel à cet égard sont bien connus : le taux d'emploi reste, en raison d'un chômage plus élevé ou d'une participation plus modeste en moyenne, relativement faible dans les Régions wallonne et de Bruxelles-Capitale, et pour les personnes peu qualifiées, les personnes plus âgées en âge de travailler, ainsi que les citoyens de pays non-membres de l'UE.
56. **L'augmentation de la participation des femmes au marché du travail est aussi un levier et constitue une mission spécifique figurant dans le plan d'action pour le pilier européen des droits sociaux.** Le taux d'emploi plus faible des femmes est surtout dû à ce qu'elles assument, aujourd'hui encore, une part disproportionnée des tâches domestiques. Cela se reflète également dans le fait que l'écart par rapport à la participation des hommes au marché du travail est plus important dans les couples avec enfants par comparaison avec les couples sans enfants. Faciliter la participation des deux parents au marché du travail, avec une attention particulière pour les parents isolés, nécessite des réponses spécifiques, comme la large disponibilité de services fiables, flexibles et abordables pour la garde d'enfants, le congé parental partagé, des régimes de temps de travail flexibles et des formules de travail à domicile.
57. **De vastes réformes sont nécessaires pour rendre l'emploi plus attrayant.** Plusieurs facteurs peuvent compliquer le passage du chômage ou de l'inactivité à l'emploi. Cela va des conditions de travail à l'adéquation entre les compétences demandées et les compétences disponibles, voire à la disponibilité des options de transport en commun avant et après les heures de travail. Cependant en tout état de cause, un facteur important des pièges du chômage ou de l'inactivité est que la différence entre un emploi et une allocation ne procure qu'un gain financier trop faible, a fortiori pour les travailleurs dont les salaires sont les plus bas. En Belgique, le niveau des allocations sociales exprimé en proportion du salaire est plus élevé que dans la plupart des autres pays de l'OCDE, et ceci reste d'application à long terme. En plus de cela, les allocataires ont souvent droit à des avantages complémentaires tels que les tarifs sociaux, que l'on perd parfois lorsqu'on accède à un emploi, tandis que les personnes en emploi doivent précisément supporter des coûts supplémentaires pour, par exemple, le transport ou la garde des enfants. Depuis 2012, des mesures ont été prises

pour rendre les allocations de chômage plus dégressives dans le temps, mais leur incidence effective est restée limitée. Il vaut mieux prendre des réformes profondes du marché du travail lorsque le marché du travail est tendu, c'est à dire lorsque, comme actuellement, il s'y trouve suffisamment d'emplois disponibles.

58. **Pour stimuler la productivité, il faut une mobilité suffisante de la main-d'œuvre et une offre de travail de qualité, mais également des innovations et des investissements.**

Un taux élevé de main-d'œuvre disponible n'est que l'une des conditions de la croissance durable. La productivité est au moins aussi importante. À cette fin, l'allocation de la main-d'œuvre et des autres facteurs de production doit soutenir pleinement la croissance des secteurs les plus productifs. La mobilité de la main-d'œuvre est relativement limitée en Belgique et, comme indiqué plus haut, la formation rigide des salaires peut compliquer les transitions entre secteurs. De plus, les mesures de protection activées lors des récentes crises ont aidé aussi des entreprises non viables, retardant ainsi des transitions nécessaires. En outre, la qualité de l'offre de main-d'œuvre constitue également un élément déterminant. Il faut en tout état de cause offrir des formations axées sur les professions en pénurie (y compris dans les soins de santé et l'enseignement). À cet égard, le nombre de diplômés dans les orientations STEM (sciences exactes, technologie, ingénierie et mathématiques) reste encore largement insuffisant pour répondre à la demande des entreprises. Sur ce plan, la Belgique ne figure pas dans le haut des classements internationaux, alors que des recherches suggèrent qu'il y a un lien positif entre la productivité d'une entreprise et le nombre de profils STEM au sein de son personnel. Plus généralement, si la qualité de l'enseignement en Belgique reste bonne à l'aune des indicateurs PISA de l'OCDE, l'on constate d'importantes différences entre les régions, et le recul tendanciel de la qualité de l'enseignement a de quoi inquiéter. Les compétences des jeunes en lecture, en mathématiques et en sciences se détériorent, même par rapport à d'autres pays, et cela pourrait peser sur la productivité future. En effet, le progrès technologique est également déterminant pour maintenir la croissance de la productivité. La Belgique réalise de bonnes performances sur le plan de l'innovation, mais la diffusion des nouvelles technologies pourrait être meilleure, y compris au niveau des exportations. En revanche, l'infrastructure, qui contribue également à la productivité de l'économie, est moins bien notée en Belgique, sur une série de domaines, que dans d'autres pays.

59. **Enfin, la création durable de richesse doit aller de pair avec la poursuite des efforts pour la neutralité carbone.**

Bien que les émissions en proportion de la production aient diminué sur une base tendancielle, le processus est trop lent, et ces émissions restent trop élevées, compte tenu de l'objectif d'une économie sans carbone d'ici 2050. Dans ce domaine, la Belgique a fait le choix d'une électrification croissante de la consommation d'énergie, par exemple pour les transports et le chauffage. Cela signifie que la production d'électricité doit être considérablement augmentée pour répondre à une consommation qui va croître fortement. En outre, l'infrastructure énergétique doit être adaptée en conséquence, ce qui nécessite des investissements importants dans le réseau. Il est par ailleurs important à cet égard aussi que la lourdeur administrative ne retarde pas excessivement les projets qui s'imposent.

60. **Les pouvoirs publics ont un rôle important à jouer dans l'accélération de la transition énergétique et disposent à cet effet d'une série d'instruments, mais ils doivent procéder avec prudence.**

La crise énergétique actuelle illustre le fait que les incitations par les prix peuvent influencer les choix de consommation : la consommation de gaz a fortement chuté sous l'influence des prix élevés. A priori, un instrument permettant de parvenir à un prix du carbone correct constituerait le meilleur outil pour encourager le changement de consommation. Toutefois, les contraintes politiques et les considérations en matière de redistribution appellent un ensemble équilibré de mesures, dont des taxes et des subventions, mais aussi une réglementation et des investissements verts. Il importe aussi que l'orientation

insufflée par les pouvoirs publics soit progressive : s'affranchir des combustibles fossiles ne peut se faire que si suffisamment d'alternatives ont été développées. La position concurrentielle des entreprises doit également être prise en compte : il faut prévoir des instruments compensatoires si des entreprises d'autres régions du monde peuvent produire à moindre coût en raison d'un prix implicite du carbone plus avantageux. De plus, les mesures climatiques ont tendance à avoir des effets redistributifs entre les ménages. Des mesures d'accompagnement seront donc nécessaires pour compenser une redistribution indésirable.

6. Les marchés financiers et le secteur financier ont dû s'adapter à la nouvelle situation macrofinancière

61. **Une longue période de conditions financières très généreuses et de prix élevés des actifs a pris fin en 2022.** L'inflation élevée et son corollaire, la forte hausse inattendue des taux d'intérêt sans risque, ont pesé sur la valorisation des marchés d'actions et d'obligations et ont entraîné d'importantes moins-values pour les investisseurs. L'avantage de la diversification des investissements entre actions et obligations n'a guère fait de différences. C'est pourquoi, dans de nombreux cas, le montant total des moins-values dans les portefeuilles d'investissement des investisseurs institutionnels et particuliers a probablement été plus important que lors de corrections boursières précédentes.
62. **Les corrections de prix sur les marchés financiers traditionnels se sont néanmoins déroulées de manière globalement ordonnée.** La forte incertitude à laquelle ont été confrontés les acteurs du marché a poussé les primes de risque à la hausse et déprimé la liquidité dans certains sous-segments du marché des capitaux. Les marchés financiers n'ont toutefois pas été touchés par des turbulences généralisées, comme celles qui avaient sévi en mars 2020, au début de la pandémie.
63. **Au Royaume-Uni, la banque centrale a dû intervenir pour stabiliser le marché des obligations d'État britanniques.** Ce marché a navigué en eaux troubles du fait de l'interaction néfaste entre les investissements à effet de levier des fonds de pension britanniques et la forte hausse des rendements des obligations d'État britanniques, déclenchée au départ par l'annonce d'une politique budgétaire expansionniste inattendue. Bien que les problèmes aient été plus ou moins confinés au marché britannique, l'épisode a constitué une nouvelle illustration des risques qui peuvent apparaître dans le secteur financier non bancaire lorsque des entités utilisent un effet de levier financier pour augmenter leurs rendements ou ne maintiennent pas des réserves suffisantes pour faire face à des chocs de liquidité. Ainsi, lorsque la pandémie a commencé en mars 2020, elle a mené bon nombre d'investisseurs à se réorienter vers des actifs liquides. Cela a contraint des fonds d'investissement à capital variable exigible à vendre des actifs en masse sur les marchés financiers pour pouvoir rembourser leur apport aux investisseurs. Ces événements avaient déjà amené les banques centrales à intervenir pour stabiliser les marchés financiers. Un an plus tard, la faillite des véhicules d'investissement Greensill et Archegos a montré comment des entités très peu réglementées et présentant un profil de risque élevé pouvaient tout de même être en étroite interconnexion avec les banques et leur infliger des pertes importantes. Le défi consiste maintenant à traduire dans le cadre réglementaire et de surveillance au niveau international les réformes préconisées, établies sous l'égide du *Financial Stability Board* (FSB), dans le secteur financier non bancaire mondial.
64. **En Belgique, l'intermédiation financière non bancaire a comparativement bien résisté en 2022, après la bonne performance financière déjà affichée en mars 2020.** Cette résilience aux chocs de marché témoigne d'une gestion des risques globalement

prudente. Le dernier rapport préparé par la Banque en collaboration avec la FSMA estime dès lors que le marché de la gestion d'actifs et de l'intermédiation financière non bancaire en Belgique peut être considéré comme fondamentalement sain. Sur la base de la définition utilisée par le FSB, le total des actifs financiers de ce secteur – concentrés principalement dans des fonds d'investissement belges qui ne sont pas considérés comme des fonds d'actions – atteignait le montant de 161 milliards d'euros à la mi-2022. L'analyse de l'interdépendance des différents secteurs belges (ménages, entreprises, banques, non-banques, pouvoirs publics) avec le secteur financier non bancaire mondial aboutit par ailleurs à des conclusions plutôt rassurantes. Mais la vigilance reste de mise, étant donné les développements rapides de ce secteur et les vulnérabilités du secteur financier non bancaire mondial.

65. **Les marchés des crypto-actifs, qui ne font pas partie du système financier réglementé, ont été dans la tourmente en 2022.** Parallèlement à la perte de valeur marquée des crypto-actifs, le secteur a connu quelques échecs retentissants, comme l'effondrement du troisième plus grand stablecoin (TerraUSD) et la faillite d'une plateforme de négociation de premier plan (FTX et sociétés liées). Dans ce contexte, les grandes similitudes avec les bulles financières du passé démontrent que la valorisation de ces actifs reflète des comportements hautement spéculatifs. Comme par le passé, ces turbulences ont été le théâtre de cas de fraude et de lacunes en matière de due diligence, rendus possibles notamment par des déficiences dans la gestion opérationnelle et la bonne gouvernance des opérateurs de ces marchés. Cela étant, en raison des faibles interconnexions des établissements financiers réglementés avec le monde des crypto-actifs, l'incidence de ces turbulences sur le système financier traditionnel est restée très limitée.
66. **L'environnement opérationnel des banques et des entreprises d'assurance belges a radicalement changé en 2022 en raison de la situation géopolitique, de la forte hausse des prix de l'énergie, de l'inflation élevée, de la hausse des taux d'intérêt et des perspectives de croissance moins favorables.** Ce nouveau contexte macrofinancier présente à la fois des opportunités et des défis.
67. **D'un point de vue opérationnel, les établissements financiers belges ont tout d'abord dû appliquer méticuleusement les sanctions financières prises en Europe et dans le reste du monde en réponse à l'invasion russe de l'Ukraine.** Le contrôle du respect de ces sanctions relève en Belgique de la Trésorerie. Le contrôle de la gestion prudente de ces « risques de conformité » dans les établissements financiers incombe à l'autorité de supervision. Dans le sillage des événements de 2022, la Banque a dès lors jugé opportun de rappeler aux établissements contrôlés les lignes directrices et bonnes pratiques en la matière.
68. **Les autres effets directs de l'invasion russe de l'Ukraine ont été plutôt limités, étant donné les montants modestes des créances sur les contreparties situées dans la région des hostilités et la faible exposition aux produits dérivés basés sur les prix de l'énergie ou d'autres matières premières.** Le marché de ces dérivés d'énergie et de matières premières est utilisé par les entreprises non financières pour, entre autres, se couvrir contre les fluctuations de prix de facteurs de production importants pendant une certaine période. La contrepartie de ces contrats est généralement un établissement financier, et les entreprises doivent s'acquitter d'une garantie initiale (*initial margin*) lors de la conclusion du contrat afin de couvrir le risque de crédit. Les variations de la valeur de marché du produit dérivé entre la conclusion du contrat et son échéance doivent être couvertes par une autre garantie (*variation margin*). Dans le secteur financier européen, ce marché est principalement concentré dans quelques banques d'investissement (non belges) et contreparties centrales (CCP) spécialisées auprès desquelles s'opère le règlement. Mais la forte hausse des prix de l'énergie a amené

certaines entreprises non financières à connaître des difficultés pour satisfaire aux appels de marge (*margin calls*) complémentaires parce qu'elles n'arrivaient plus à rassembler les liquidités nécessaires pour servir de garantie dans le cadre de ces contrats. Certains pays, mais pas la Belgique, ont été contraints de mettre en place un système de garanties d'État pour répondre aux besoins de liquidités dans le cadre de ces contrats et atténuer ainsi les risques pour le secteur financier.

69. **Le secteur financier belge a toutefois dû s'adapter à un environnement macrofinancier métamorphosé, de nature à entamer la qualité de crédit des créances détenues sur les entreprises et les ménages.** Certains des changements observés dans l'environnement opérationnel du secteur financier peuvent être qualifiés de plutôt positifs. Cela est particulièrement vrai pour la hausse des taux d'intérêt, qui a mis fin à une longue période de rendements très bas (voire négatifs). En effet, la rentabilité et la viabilité de parties importantes du modèle d'affaires des banques et des assureurs-vie belges – comme la conversion des dépôts en prêts (intermédiation financière) et l'offre d'assurances-vie assortie d'un rendement minimum garanti – ont durement souffert de la rémunération très faible, voire négative, sur les investissements sans risque. Cela a incité les banques à compenser la pression à la baisse sur les marges d'intérêt par une augmentation des volumes de prêts (en particulier sur le marché hypothécaire). Chez les assureurs-vie, cette recherche de rendement a principalement pris la forme d'un rééquilibrage de la composition des portefeuilles de placement, au détriment des obligations d'État. Ces assureurs ont investi dans une plus large mesure en actifs plus risqués et moins liquides, comme les obligations d'entreprises, les prêts hypothécaires et l'immobilier commercial, ou les actifs financiers qui y sont liés. L'on est en droit d'espérer que la normalisation de l'environnement des taux d'intérêt réduira la recherche de ces rendements supplémentaires dans le secteur financier, ce qui profitera également à la stabilité financière à long terme.
70. **La plupart des actifs acquis par les banques et les assureurs pendant la période de taux d'intérêt bas figurent toutefois toujours dans les bilans de ces établissements financiers.** Ils pourraient dès lors constituer une source de pertes, maintenant que l'environnement de taux d'intérêt se normalise. En effet, la flambée des prix de l'énergie et de l'inflation, la détérioration des perspectives de croissance et le durcissement des conditions financières affaiblissent la capacité d'emprunt des ménages et entreprises vulnérables et la qualité des crédits leur ayant été octroyés. Ces facteurs peuvent également entraîner un refroidissement du marché immobilier. La nouvelle situation macrofinancière et la normalisation de l'environnement des taux d'intérêt présentent donc également des risques pour le secteur financier. Ces risques pourraient entraîner des pertes plus importantes que prévu, par exemple en cas de forte récession économique et de hausse du chômage. Les pertes de crédit résultant de problèmes de remboursement de la part des emprunteurs pourraient, le cas échéant, être amplifiées par d'éventuelles corrections à la baisse sur le marché de l'immobilier commercial ou résidentiel.
71. **Dans une période de hausse des taux d'intérêt, les banques doivent par ailleurs gérer prudemment leurs risques de taux d'intérêt et de liquidité.** Un environnement de taux d'intérêt en hausse entraîne pour les établissements de crédit une augmentation des coûts de financement. Dans le cas des émissions de dette et des dépôts d'autres banques et d'investisseurs institutionnels, ces coûts de financement suivent de près l'évolution des conditions du marché. Les taux d'intérêt sur ces sources de financement ont donc été négatifs pendant la période de taux d'intérêt bas. Toutefois, une grande partie du financement des banques provient des dépôts à vue et d'épargne des ménages et des entreprises. Une très grande partie des dépôts à vue ne génèrent traditionnellement pas d'intérêts, et les intérêts sur les comptes d'épargne suivent généralement l'évolution des conditions du marché avec

un certain retard et seulement de manière partielle. De plus, pour les comptes d'épargne réglementés, le législateur a prévu des dispositions que ces comptes doivent respecter pour pouvoir donner lieu à l'exonération fiscale de la première tranche des paiements d'intérêts. Ainsi, pendant la période d'intérêts négatifs, une limite inférieure légale et effective de 0,01 % pour le taux d'intérêt de base et de 0,10 % pour la prime de fidélité était d'application. Maintenant que les taux d'intérêt de marché sont plus élevés, les banques ont de la marge pour augmenter la rémunération de ces dépôts. À cet égard, les banques doivent toutefois tenir compte de l'évolution de leurs revenus d'intérêts, dont une partie est générée par des actifs pour lesquels le taux d'intérêt a été fixé pour une longue période dans un environnement de taux d'intérêt bas, par exemple des prêts hypothécaires. Pour préserver la stabilité des dépôts comme source de financement pour le secteur bancaire belge, leur rémunération devra cependant rester plus ou moins conforme à l'évolution des conditions du marché. Dans le cas contraire, les banques courent le risque qu'une partie de ce financement stable pour les banques, et en fin de compte également pour les prêts aux ménages et entreprises belges, s'oriente vers d'autres investissements.

72. **Pour les assureurs-vie, ces préoccupations quant à l'augmentation des coûts de financement jouent un rôle moins important, dans la mesure où les engagements sont généralement basés sur des contrats à long terme, avec dès lors une durée moyenne des passifs généralement plus élevée que du côté des actifs.** Une hausse des taux d'intérêt a alors un effet positif sur la position de risque de taux et la solvabilité des assureurs. Mais une hausse des taux d'intérêt peut également entraîner des besoins de liquidités supplémentaires pour les assureurs. D'une part, les assureurs utilisent des dérivés de taux d'intérêt pour couvrir l'écart de durée moyenne entre les actifs et les passifs, et ces positions peuvent générer des besoins de liquidités supplémentaires dans le cadre de la collatéralisation de ces contrats. D'autre part, lorsque les taux d'intérêt partent à la hausse, le risque s'accroît que certains assurés résilient leur contrat d'assurance-vie de manière anticipée. Dans ce cas, l'assureur doit être en mesure de liquider les placements sous-jacents pour rembourser le client. Compte tenu toutefois de la durée contractuelle généralement longue ainsi que du traitement fiscal de la plupart de ces contrats dans les deuxième et troisième piliers de pension, respectivement, ce risque semble relativement gérable.
73. **Au cours des trois dernières années, les clients du secteur belge des banques et des assurances ont dû faire face aux conséquences d'une crise sanitaire, d'inondations exceptionnelles, d'une guerre et de prix de l'énergie historiquement élevés.** Les établissements financiers ont toutefois bien absorbé ces chocs et ont pu aider les entreprises et familles touchées par le biais de mesures appropriées. Comme observé pendant la période de pandémie, un secteur financier résilient permet d'amortir les chocs et de poser les bases de la reprise ultérieure. La Banque favorise cette résilience en préservant la stabilité financière, afin que, même en temps de crise, le secteur financier puisse continuer à remplir ses fonctions essentielles.
74. **Le secteur financier belge a maintenu une position financière solide en 2022 et est bien armé pour soutenir l'économie réelle.** Avec respectivement un ratio de fonds propres de base de 17,1 % et un ratio de solvabilité de 227 %, les secteurs bancaire et des assurances disposent de nettement plus de fonds propres que ce qui est imposé par les exigences minimales en la matière. Cela leur permet de faire face à d'éventuelles pertes inattendues en ne compromettant ni leur fonction principale dans l'économie belge ni la stabilité financière.
75. **Pour préserver cette position financière robuste, un cadre réglementaire solide est nécessaire.** Un tel cadre réglementaire garantit que les coussins détenus restent en adéquation

avec les pertes potentielles en période de crise. Le cadre réglementaire doit donc également être adapté aux changements survenus au sein du secteur financier, comme la numérisation, ou dans la nature des risques financiers auxquels les établissements financiers sont exposés, comme les risques liés au changement climatique.

76. **Pour le secteur bancaire, la Banque, tout comme la BCE et l'Autorité bancaire européenne, continue donc de plaider pour une mise en œuvre conforme et ponctuelle des normes de Bâle III.** Les dispositions bancaires proposées par la Commission européenne s'écartent dans une large mesure de ces normes internationales, ce qui rendrait les règles moins strictes pour les banques européennes.
77. **L'un des domaines sur lesquels la Banque a renforcé son attention ces dernières années est la lutte préventive contre le blanchiment de capitaux et le financement du terrorisme.** Le respect de ces dispositions requiert des efforts importants de la part du secteur pour gérer le risque de compliance et le risque de réputation qui y est associé. Dans ce contexte, le phénomène de *derisking* a reçu beaucoup d'attention. Il s'agit de la pratique par laquelle les établissements financiers excluent des clients ou des secteurs entiers des services bancaires sans que cela soit basé sur une évaluation individuelle des risques mais essentiellement en raison de l'appartenance à un secteur particulier ou à l'exercice d'une activité particulière. À la suite des recommandations européennes, la Banque a non seulement publié une circulaire exposant ses attentes dans ce domaine, mais cela a été combiné avec un plan d'action exhaustif, comprenant des inspections auprès d'une série d'établissements. L'exigence primordiale à cet égard est que les risques plus élevés de blanchiment de capitaux qui se présentent dans certains secteurs s'accompagnent d'une vigilance accrue, sans pour autant que cela conduise a priori à exclure des services bancaires essentiels une série de clients et de secteurs.
78. **Pour le secteur des assurances, les travaux de révision de la directive Solvabilité II se sont poursuivis, et, à l'échelon national, l'élaboration d'un cadre juridique clair sur le partage des coûts des sinistres liés aux futures catastrophes naturelles est d'une importance capitale.** Les inondations de juillet 2021 ont causé d'importants dégâts. Bien que tous les sinistres n'aient pas été assurés, une partie importante a été indemnisée par le secteur de l'assurance, principalement sur la base de la couverture prévue par l'assurance incendie. Pour garantir l'assurabilité des catastrophes naturelles, le législateur a élaboré par le passé des mécanismes spécifiques dans le cadre d'un partenariat public-privé, comme le plafonnement des dommages à une limite d'intervention par assureur et par catastrophe naturelle, assorti d'une intervention des fonds régionaux pour les catastrophes lorsque le plafond est dépassé. Toutefois, après les inondations de juillet 2021, la limite d'intervention légale a été doublée d'un commun accord entre les régions et le secteur des assurances. Cela a augmenté la part des entreprises d'assurance et de réassurance dans la charge des sinistres. Or, plus d'un an après les inondations, force est de constater qu'il n'existe toujours pas de nouveau cadre juridique stable déterminant sans ambiguïté la manière dont les coûts des dommages liés aux futures catastrophes naturelles seront répartis. Cette situation et l'incertitude juridique qui en résulte entraînent déjà des conséquences importantes pour les assureurs belges, notamment de par l'incertitude quant à la possibilité et au niveau de réassurance et aux coûts associés à la réassurance du risque de catastrophe. Sur le plan réglementaire, cette incertitude pourrait entraîner une révision approfondie des modèles qui déterminent le niveau des fonds propres que doivent détenir les entreprises d'assurance, ce qui pourrait à son tour avoir une incidence négative sur leur solvabilité. Ces difficultés et incertitudes menacent aussi à terme d'augmenter les primes des assurés. Pour offrir plus de certitude à toutes les parties concernées, les autorités fédérales et régionales compétentes doivent s'attacher dès que possible à mettre en place un cadre juridique clair. Celui-ci doit tendre à clarifier la répartition des coûts des catastrophes naturelles futures en Belgique, le financement des fonds des calamités régionaux,

le traitement des sinistres, tant assurés que non assurés, et la robustesse du cadre à la lumière du changement climatique. Comme toutes les régions sont susceptibles d'être touchées par de nouvelles catastrophes naturelles et que la plupart des assureurs incendie belges opèrent dans l'ensemble du pays, une certaine homogénéité entre les approches des régions est de mise.

79. **Dans le secteur bancaire, au début de 2022, les conditions semblaient réunies pour une réactivation du coussin de fonds propres contracyclique macroprudentiel.**

Il s'agit d'un coussin temporaire constitué, à la suite d'une décision de la Banque, dans la phase ascendante du cycle de crédit pour s'assurer que dans la phase descendante dudit cycle, les banques disposent de la marge de manœuvre nécessaire pour absorber les pertes de crédit, soutenir l'octroi de crédit et financer des solutions pour les clients présentant un risque élevé de défaut. Ce coussin de fonds propres a été activé pour la première fois en Belgique à l'été de 2019 en réponse au dynamisme, alors observé, de l'octroi de prêts aux ménages et aux entreprises. Conformément à son utilisation prévue, ce coussin a été immédiatement libéré en mars 2020, au début de la pandémie, pour aider les banques à absorber les pertes inattendues et financer des mesures de soutien à l'économie. La reprise de l'économie et la croissance à nouveau dynamique des prêts aux ménages et aux entreprises au début de 2022 ont laissé penser qu'une réactivation de ce coussin pourrait alors être opportune. Toutefois, compte tenu de la forte incertitude créée par l'invasion russe de l'Ukraine, de l'inflation élevée et de la flambée des taux d'intérêt, la Banque avait choisi d'adopter une approche prudente et de continuer à évaluer la nécessité d'une réactivation du coussin de fonds propres contracyclique.

80. **En septembre 2022, la Banque a décidé qu'une réactivation du coussin de fonds propres contracyclique n'était plus justifiée, compte tenu de la détérioration des perspectives de croissance et des indications de retournement du cycle financier et du crédit.**

Par conséquent, afin d'éviter de mener une politique macroprudentielle procyclique et afin de faire en sorte que les banques belges puissent utiliser leurs amples réserves de fonds propres disponibles avec une flexibilité totale pour soutenir l'économie réelle, le coussin a été maintenu à 0%. La Banque a en revanche demandé aux banques d'utiliser les ressources de fonds propres ainsi laissées disponibles pour aider les ménages et les entreprises non financières belges à relever, si nécessaire, les défis posés par les prix historiquement élevés de l'énergie et les conditions macroéconomiques difficiles. En effet, en plus de la préoccupation d'assurer un flux de crédit adéquat à l'économie réelle, l'accent devrait être mis sur l'offre proactive de moratoires et autres options de rééchelonnement de la dette aux emprunteurs. En octobre, les banques belges ont commencé à offrir ce type d'aide au remboursement à leurs clients, à la suite de leur engagement unilatéral pris en septembre d'offrir des moratoires aux emprunteurs hypothécaires éligibles et des solutions individuelles à d'autres ménages et entreprises non financières confrontés à des problèmes financiers en ces temps difficiles. La Banque compte sur les banques belges pour continuer à aider ainsi les emprunteurs de manière proactive en 2023.

81. **Compte tenu des conditions macrofinancières difficiles et des vulnérabilités qui se sont accumulées pendant la longue période de taux d'intérêt bas, les banques doivent également veiller à constituer des provisions suffisantes pour absorber d'éventuelles pertes de crédit plus importantes.**

Certes, les indicateurs de qualité des actifs, essentiellement rétrospectifs, n'indiquent pas (encore) une augmentation des problèmes de remboursement de prêts. Les banques devraient toutefois, de manière prospective, fonder leurs provisions pour risques de crédit sur des évaluations suffisamment prudentes de scénarios économiques potentiellement difficiles, et utiliser leur solide position de solvabilité actuelle pour, si nécessaire, rehausser de manière proactive leurs provisions pour risques de crédit. Il faut éviter d'extrapoler l'absence de défauts de paiement observée pendant la pandémie – à mettre principalement au crédit des mesures de soutien monétaires, budgétaires ainsi qu'en partie prudentielles – pour tirer des conclusions sur la situation actuelle. Les réserves de fonds propres encore disponibles

en raison de la décision de ne pas réactiver le coussin de fonds propres contracyclique laissent une marge de manœuvre suffisante pour constituer des provisions supplémentaires, et doivent également être utilisées à cette fin. Dans ce contexte, la Banque recommande par ailleurs aux établissements financiers de rester prudents dans leurs décisions en matière de dividendes et autres types de distributions de bénéfices.

82. **Comme il n'est pas exclu que des vulnérabilités sur le marché immobilier résidentiel entraînent des pertes plus importantes que prévu, la Banque a conservé des mesures macroprudentielles pour les prêts hypothécaires.** Le coussin de fonds propres macroprudentiel pour les prêts hypothécaires pour lesquels les exigences de fonds propres minimales sont calculées au moyen de modèles internes prend la forme d'un *sectoral systemic risk buffer* de 9 % depuis mai 2022. Cela correspond à 2 milliards d'euros de fonds propres dans le secteur bancaire qui peuvent être utilisés en cas de crise pour absorber les pertes et financer des solutions pour les clients rencontrant des problèmes de remboursement. Cela peut éviter, dans le cas d'une éventuelle crise de l'immobilier résidentiel, une forte augmentation des évictions et des ventes forcées d'habitations. Bien que les attentes macroprudentielles concernant les prêts hypothécaires aient entraîné une forte baisse des prêts les plus risqués dans la nouvelle production hypothécaire, il semble prématuré de réduire ce coussin de fonds propres, étant donné la perspective d'un éventuel refroidissement du marché immobilier. Ces attentes prudentielles ont continué à porter leurs fruits en 2022 sans réduire l'accès des jeunes au marché hypothécaire.
83. **La numérisation du monde financier offre aux établissements financiers des opportunités, mais présente également son lot de risques.** La numérisation est donc aussi de plus en plus présente dans les travaux de la Banque et des autres autorités compétentes pour ce qui concerne la réglementation et la surveillance des établissements financiers. Les innovations technologiques exercent une influence grandissante sur les modèles d'entreprise des établissements financiers et créent des opportunités pour les nouveaux acteurs du marché, comme les entreprises Fintech. Cependant, ces nouvelles tendances peuvent aussi générer ou amplifier certains risques. Ainsi, comme la numérisation renforce l'interconnectivité, il est de plus en plus crucial d'assurer la (cyber)sécurité et la continuité des systèmes et infrastructures sous-jacents. La Banque collabore à une solution visant à limiter ces risques en prenant des initiatives nationales ciblées et en prenant part aux travaux européens et internationaux. Ainsi, en 2022, la Banque a notamment procédé à un test de résistance visant à évaluer la sensibilité des entreprises d'assurance belges aux cyberrisques dans le cadre des contrats d'assurance.
84. **Par ailleurs, les travaux de l'Eurosystème visant à préparer l'introduction éventuelle d'un euro numérique se sont poursuivis.** À la fin de 2020, la BCE a lancé une enquête approfondie de 24 mois sur l'opportunité de mettre au point sa propre monnaie numérique et sur les modalités de son émission. Au cours de l'année sous revue, de nouveaux progrès ont été réalisés sur cet important projet. Des choix ont ainsi été opérés quant à la conception et à la mise en circulation de la monnaie numérique, tout en travaillant à l'élaboration d'un prototype. L'on a également procédé à l'analyse des outils susceptibles d'être utilisés pour éviter une circulation excessive de la monnaie numérique et les effets néfastes que cela pourrait engendrer pour la stabilité du système financier. La Banque coopère avec les autres banques centrales de la zone euro dans ce projet par l'intermédiaire de la *High-Level Task Force*, qui débat des principaux aspects de la conception et des caractéristiques de l'euro numérique.
85. **Le changement climatique et la transition vers une économie plus durable et bas carbone pourraient avoir une incidence importante sur l'économie et sur la stabilité du système financier.** C'est pourquoi les autorités prudentielles examinent la façon d'inclure les risques liés au changement climatique dans la réglementation prudentielle, et les superviseurs

vérifient que les établissements financiers s'acquittent correctement de l'analyse, du suivi et de la gestion de ces risques.

86. **L'un des principaux risques pour le secteur financier que la Banque a recensés en la matière en Belgique est le risque de transition associé aux bâtiments à faible efficacité énergétique.** Ce risque peut entraîner des conséquences néfastes tant pour la valeur des garanties des prêts hypothécaires que pour la capacité de remboursement des emprunteurs. La Banque a dès lors publié à la fin de 2020 une circulaire exposant ses attentes concernant la collecte de données sur l'efficacité énergétique de l'immobilier et leur intégration dans la gestion des risques liés aux expositions immobilières. Bien qu'il présente de grandes imperfections, le certificat PEB constitue, à ce jour, la source principale pour mesurer cette efficacité. Pour les nouveaux prêts hypothécaires, ces données doivent en outre être communiquées à la Banque. Les banques parviennent de mieux en mieux à collecter ces données pour les nouveaux prêts hypothécaires, mais pour les prêts existants, il semble plus difficile de les obtenir. C'est pourquoi, depuis plusieurs années, la Banque soutient activement les efforts du secteur bancaire pour obtenir l'accès aux bases de données PEB régionales. Entre-temps, les établissements financiers sont tenus de continuer à demander les certificats PEB à leurs clients lorsqu'ils sont disponibles.
87. **Au niveau européen et international, la Banque a participé activement à différentes initiatives des autorités compétentes pour intégrer les risques climatiques et environnementaux dans la réglementation du secteur financier.** Ces travaux se sont notamment concentrés sur les exigences en matière de reporting (pilier 3), l'évaluation des risques spécifiques à l'entreprise (pilier 2) et les exigences de fonds propres minimales (pilier 1). Concernant le pilier 3, le nouveau règlement européen CSRD (*Corporate Sustainability Reporting Directive*) a été adopté en 2022. Il entrera en vigueur à partir de 2024 et garantira que tant les banques que les grandes entreprises établissent un reporting en matière de durabilité conforme aux normes européennes. S'agissant de l'évaluation des risques propres à l'entreprise (pilier 2), le Comité de Bâle a approuvé pour le secteur bancaire une série de principes pour la gestion et la surveillance efficaces des risques liés au climat. Pour le secteur européen des assurances, l'EIOPA a publié une orientation. Enfin, concernant les exigences minimales en matière de fonds propres (pilier 1), le Comité de Bâle a publié à la fin de 2022 des clarifications sur la manière dont les banques doivent traiter les risques liés au climat dans le cadre des exigences actuelles.
88. **Les risques liés au climat sont par ailleurs de plus en plus présents dans la surveillance des établissements financiers.** Ainsi, le mécanisme de surveillance unique (SSM) a réalisé un examen thématique complet sur la mesure dans laquelle les établissements importants (SI) répondent à ses attentes telles que formulées dans le Guide SSM pour la gestion et la déclaration des risques liés au climat et à l'environnement, dans le sillage de l'auto-analyse de 2021. De plus, le SSM a effectué pour la première fois un test de résistance climatique. Les résultats en ont été publiés en juillet 2022, et, à la fin de décembre 2022, le SSM a publié un ensemble de bonnes pratiques pour les tests de résistance climatique afin de s'assurer que les banques améliorent leurs pratiques à cet égard. Les banques belges ont affiché des résultats relativement bons par rapport aux autres banques lors de cet exercice, mais elles ont-elles aussi encore un long chemin à parcourir pour répondre pleinement aux attentes.
89. **La place importante qu'occupe l'approvisionnement en combustibles fossiles dans la situation géopolitique actuelle présente tant des opportunités que des défis pour aborder les risques liés au climat.** D'une part, les prix élevés de l'énergie peuvent contribuer à la réduction durable de la demande de combustibles fossiles. D'autre part, la crise énergétique rappelle les grands défis posés par une transition énergétique, a fortiori lorsqu'il faut en outre tenir compte de facteurs géopolitiques. L'expérience récente montre les risques qui seraient associés à une stratégie dans laquelle la réduction de l'offre de combustibles

fossiles serait trop rapide et ambitieuse par rapport à la diminution de la demande de ces combustibles. Cela entraîne d'importantes augmentations de prix et, dans les situations d'urgence, des mesures incompatibles avec l'objectif à long terme, comme un retour au charbon comme source d'énergie. Dans ce contexte, une transparence accrue sur les expositions liées au climat et une meilleure gestion des risques y afférents semblent constituer des éléments importants pour faciliter la résolution de ces deux défis. À cet égard, il convient que la manière d'aborder les risques liés au climat dans le secteur financier reste une approche fondée sur les risques (*risk-based*) dans le cadre d'une politique plus globale qui poursuive à long terme la réduction de la dépendance aux énergies fossiles et veille à ce que cet effort soit à court terme aussi conciliable que possible avec la garantie de l'approvisionnement à la lumière de la situation géopolitique.

Pierre Wunsch
Gouverneur

Bruxelles, 8 février 2023



Comité de direction



Pierre Wunsch
Gouverneur



Steven Vanackere
Vice-gouverneur



Jean Hilgers
Directeur
Trésorier



Vincent Magnée
Directeur



Tom Dechaene
Directeur



Tim Hermans
Directeur
Secrétaire

Conseil de régence



Claire Tillekaerts
Régent
Présidente



Marc Leemans
Régent



Pieter Timmermans
Régent



Eric Mathay
Régent



Danny Van Assche
Régent



Mia De Schampelaere
Régent



Géraldine Van der Stichele
Régent



Estelle Cantillon
Régent



Thierry Bodson
Régent



Géraldine Thiry
Régent



Louise Fromont
Régent



Helga Coppen
Régent



Christine Mahy
Régent



Lode Ceyskens
Régent



Pierre Wunsch
Gouverneur



Steven Vanackere
Vice-gouverneur



Jean Hilgers
Directeur
Trésorier



Vincent Magnée
Directeur



Tom Dechaene
Directeur



Tim Hermans
Directeur
Secrétaire



Hans D'Hondt
Représentant du
Ministre des Finances