#EURO
at 20
20 jaar
in onze handen
FORTUNA

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

Depuis deux ans, la pandémie de COVID-19 rythme la vie économique belge, européenne et mondiale. Cette situation inédite a bouleversé nos habitudes, estompé nos repères et changé notre rapport à l'avenir. L'analyse de la situation économique belge s'inscrit dans ce contexte particulier, où les ruptures de tendance réduisent la lisibilité des indicateurs économiques conventionnels et la pertinence des balises historiques. L'analyse de l'année écoulée ne peut donc se fier autant que par le passé aux régularités empiriques établies ou aux arguments théoriques usuels. Quant aux anticipations, elles émanent davantage de scénarios perçus comme plausibles que de projections solidement ancrées dans le prolongement de tendances passées. Cette incertitude exceptionnelle appelle à la prudence et à la modestie quant aux implications de politique économique que nous pouvons en tirer.

Dans le présent rapport publié au nom du Conseil de régence, le gouverneur évoque la reprise économique extrêmement atypique qui a marqué 2021 ainsi que les incertitudes qu'elle véhicule. Le premier chapitre esquisse brièvement la trame du récit et livre quelques messages clés. Le deuxième chapitre présente la dimension mondiale des évolutions en cours, y compris les déterminants du sursaut d'inflation et les défis de politiques monétaire et budgétaire qui en découlent. La plupart des économies du monde font face aux mêmes défis et leurs gouvernements sont confrontés à des arbitrages très similaires. Le troisième chapitre détaille les développements et questions propres à l'économie belge, qui a affiché une reprise particulièrement robuste compte tenu des différents épisodes de restrictions sanitaires. La croissance belge a rebondi non seulement plus que prévu mais aussi plus vigoureusement que chez nos voisins. Ce chapitre aborde aussi la réponse à apporter aux défis de long terme. Enfin, le quatrième et dernier chapitre se penche sur les développements récents dans le secteur financier et en matière de politique prudentielle.

* Deux régents ne peuvent souscrire aux paragraphes 42 à 45 du rapport.

1. L'économie belge en 2021 : affermir la reprise en période de grande incertitude

Une reprise économique plus forte que prévu en Belgique, mais inégale

1. Après la crise économique sans pareille du printemps de 2020, c'est une reprise tout aussi inédite, à la fois plus vigoureuse que prévu et inégale, qui a ponctué l'année 2021. Malgré les à-coups imposés par les restrictions épisodiques aux contacts individuels et à la mobilité, la trajectoire du PIB belge a, depuis le début de la crise, décrit un « V. » La forte croissance de l'activité économique (6,1 % en volume sur l'année) a effacé dès la fin du troisième trimestre la contraction subie un an auparavant. Mais on ne saurait ignorer que cette performance agrégée masque une grande diversité de situations sectorielles et individuelles.

Un soutien exceptionnel des politiques monétaire et budgétaire à la demande

2. Ce rebond économique reflète naturellement l'ampleur de la chute initiale, mais aussi l'efficacité du filet de sécurité, à savoir les mesures de gestion de la crise et le jeu des stabilisateurs automatiques. Sur le plan sanitaire, la vaccination à grande échelle et la résistance du système de santé ont été déterminantes pour la levée des restrictions à la mobilité et à l'activité de certains secteurs. Sur le plan macroéconomique, les finances publiques ont pleinement joué leur rôle d'amortisseur, au prix d'un lourd déficit (–6,3 % du PIB). La politique monétaire a quant à elle contribué à l'agilité du budget de l'État en garantissant des conditions de financement historiquement favorables. Quoiqu'exceptionnel, le déploiement massif et simultané des moyens d'action budgétaires et monétaires était proportionnel au défi posé par la mise sous cloche de pans entiers de l'économie. Il est aujourd'hui permis de conclure que la protection efficace des revenus des ménages et des relations de travail ainsi qu'un large soutien aux entreprises ont jeté les bases du redressement, tant sur le front de la production que sur celui de l'emploi. Ceci dit, l'arbre du succès agrégé ne doit pas cacher la forêt des situations individuelles. La reprise en V a occulté l'augmentation des inégalités induites par la crise que les mesures de soutien n'ont pu atténuer, tandis que, dans le même temps, des mesures insuffisamment ciblées prises dans l'urgence ont créé des effets d'aubaine.

Des contraintes d'offre et des hausses de prix ont rapidement émergé

3. La reprise de 2021 se démarque aussi par l'émergence rapide de contraintes d'offre, qui ont alimenté une forte poussée d'inflation (3,2 % en moyenne sur l'année en Belgique), et par le défi posé à la politique monétaire. De multiples causes expliquent ce phénomène. Parmi celles-ci figurent la montée brutale des prix de l'énergie, le renchérissement de certains intrants irremplaçables (notamment les semi-conducteurs) et le relèvement substantiel des coûts de transport. Alors que l'effondrement de 2020 traduisait surtout des contraintes soudaines pesant sur la demande, de même que le risque correspondant d'une spirale de baisse des prix, la reprise en cours n'a pas tardé à mettre en exergue des contraintes d'offre synonymes, elles, de hausses de prix qui ont surpris par leur vigueur et leur persistance.

Les pressions inflationnistes devraient se dissiper graduellement

4. Les pressions inflationnistes actuelles devraient se dissiper progressivement dans les mois à venir, bien qu'une incertitude considérable subsiste à cet égard. Certains facteurs d'augmentation des prix reflètent en effet un besoin d'adaptation des chaînes de valeur mondiales au travers d'investissements qui mettront du temps à se matérialiser. Le risque d'auto-alimentation de l'inflation par les coûts de production exige aussi la plus grande vigilance, surtout au vu du dynamisme du marché du travail et, en Belgique, de l'indexation automatique des salaires et de la réapparition rapide de pénuries de travailleurs. Pour les banques centrales, il s'agit d'opérer un arbitrage entre le risque d'un emballement des hausses de prix et celui d'un resserrement monétaire prématuré susceptible de gripper la reprise.

5. Au niveau de la zone euro, la réforme du cadre de politique monétaire adoptée en septembre 2021 donne à l'Eurosystème la souplesse voulue pour naviguer dans ces eaux incertaines. Il faudra à la fois faire preuve de patience et de vigilance face à un épisode inflationniste à la dynamique incertaine tout en se tenant prêt à changer de cap si des signes avérés de décrochage significatif par rapport au nouvel objectif symétrique de 2 % sur le moyen terme devaient se manifester. L'anticipation d'une normalisation à moyen terme de l'inflation autour de son objectif devrait permettre de procéder à un resserrement progressif tout en conservant une politique monétaire accommodante sans effets secondaires, notamment sur la stabilité financière. C'est l'essence de la décision prise en décembre par le Conseil des gouverneurs de la BCE. En somme, les maîtres-mots des mois à venir seront patience, agilité et examen attentif des indicateurs pertinents.

La BCE sera patiente mais vigilante et agile face aux chocs et au risque de dérapage inflationniste

6. La forte reprise, la multiplication des contraintes d'offre et la hausse des prix suggèrent que le soutien massif à la dépense intérieure touche à sa fin, en Belgique comme partout ailleurs. Une sortie graduelle et sans à-coup des politiques de crise est essentielle pour régénérer à temps les marges de manœuvre indispensables à l'atténuation des chocs futurs. Toutefois, les incertitudes sanitaires persistantes compliquent la détermination du rythme de normalisation souhaitable. D'une part, il s'agit de ne pas entraver la reprise. D'autre part, il importe de limiter le risque de réaction désordonnée des marchés financiers par rapport à la fragilité des finances publiques ou à la rapidité du resserrement monétaire.

Le soutien massif à la demande ne se justifie plus

7. Passer de la stabilisation macroéconomique au travers de la demande à l'atténuation des contraintes d'offre ne constitue pas une transition facile. En effet, concevoir et mettre en œuvre des réformes structurelles permettant d'affronter les grandes mutations en cours (démographique, technologique et climatique) et de stimuler la croissance potentielle affecte tout le monde, mais pas de la même manière et parfois de façons opposées. Il faudra investir davantage dans la transition climatique, faciliter les réallocations de ressources en faveur de secteurs à fort potentiel de croissance, encourager l'innovation et l'adoption de nouvelles technologies et, enfin, dynamiser le marché du travail en réduisant les pénuries de compétences tout en augmentant le taux de participation. Il s'agira aussi d'orienter davantage la dépense publique vers l'investissement afin de combler les lacunes persistantes en matière d'infrastructures, notamment sur les plans de la mobilité, de la sécurité énergétique, de l'enseignement, des soins de santé et du numérique. Accompagner ce virage difficile des politiques économiques est l'objectif des plans de relance soutenus par les nouveaux instruments financiers de l'Union européenne. Pour la Belgique, ce soutien reste néanmoins modeste au regard des défis inhérents à la mise en œuvre de réformes structurelles longtemps retardées et à la nécessité de garantir la viabilité de la dette publique dans toutes les entités du pays.

La sortie des politiques de crise marque le retour des choix difficiles alors que les risques restent importants

8. Un dernier fait saillant de l'expérience récente au regard d'autres crises aiguës a été la remarquable résilience du secteur financier belge, laquelle lui a permis de jouer un rôle de premier plan dans l'absorption des chocs et la résolution de la crise. Après la crise financière mondiale de 2008, le cadre réglementaire a été profondément réformé et renforcé afin de remédier aux lacunes constatées et d'accroître la résilience des établissements financiers à l'avenir. En un sens, la pandémie a constitué un premier test – certes partiel – de ce cadre réformé. Pour la première fois, la Banque a eu recours au coussin de fonds propres contracyclique macroprudentiel dans le secteur bancaire, qui est constitué en période de conjoncture favorable et libéré en cas de crise. Ce coussin n'a pas encore été réactivé. Cependant, les prix élevés des actifs sur les marchés financiers et le grand dynamisme du marché belge du logement indiquent une forte tendance à la hausse du cycle financier. La Banque continuera d'analyser de près la nécessité et les conditions

d'une éventuelle activation de ce coussin dans le courant de 2022. En outre, il convient de maintenir les mesures macroprudentielles pour le marché du logement afin de garantir la stabilité du secteur financier belge. Les importants coussins de capital et les bilans bancaires solides dégagent de la marge pour une adaptation contracyclique des outils macroprudentiels qui n'aurait pas d'effet significatif sur les conditions de crédit et, partant, sur le financement de la reprise.

9. Les incertitudes d'aujourd'hui augurent des risques substantiels quant aux perspectives de court et de moyen termes. Si le scénario de base reste favorable, la forte décélération observée au dernier trimestre de 2021 et la prolifération exponentielle du nouveau variant Omicron illustrent les menaces pesant sur la croissance. La maîtrise de la dynamique épidémiologique par le biais des vaccins et des traitements reste très imparfaite et difficile à prévoir. Par ailleurs, les choix de politique monétaire pourraient s'avérer plus compliqués que prévu si la dissipation des contraintes d'offre et la normalisation des prix énergétiques et des matières premières tardaient à se matérialiser. Il en va de même pour les retards accumulés dans le règlement des problèmes structurels de longue date, y compris la soutenabilité des finances publiques.

2. La Belgique au rythme d'une reprise mondiale marquée par une poussée d'inflation

Une hausse de l'activité forte mais inégale

10. Après une contraction inédite de près de 3 % en 2020, l'activité économique mondiale a enregistré une croissance proche de 6 % en 2021. Les flux commerciaux internationaux ont naturellement reflété cette tendance, affichant une hausse en volume de 9,3 %, alors qu'ils s'étaient effondrés de plus de 8 % l'année précédente. Non seulement le déploiement rapide et à grande échelle de vaccins efficaces aux États Unis, en Europe et en Chine a permis la levée des restrictions sanitaires les plus contraignantes, mais il a également accru la résistance des économies aux nouvelles vagues de contaminations. Grâce au soutien sans précédent des politiques macroéconomiques, le niveau d'activité à la fin de 2021 était ainsi supérieur à celui d'avant la crise dans la plupart des régions du monde, y compris dans de nombreux pays de la zone euro, dont la Belgique. La Chine s'est distinguée par une croissance de 8,1 %, nonobstant l'absence de récession en 2020 (+2,3 %). Ailleurs, les économies émergentes et en développement ont connu des fortunes diverses, traduisant, d'une part, la disponibilité et la distribution inégales des vaccins et, d'autre part, l'importance relative de secteurs hautement vulnérables aux restrictions sanitaires, tel le tourisme.

Une reprise en V au niveau mondial …

11. Une spécificité de la reprise de 2021 a été la rapidité avec laquelle le déficit de demande abyssal observé au printemps de 2020 a fait place à des contraintes d'offre. Dans de nombreux pays, des politiques monétaire et budgétaire extrêmement accommodantes ont globalement bien préservé le pouvoir d'achat des consommateurs. Ainsi, dès la levée des principales restrictions sanitaires, la demande a pu répondre instantanément. Par contre, la remise en route de la production a inévitablement été plus lente, surtout là où les chaînes de valeur sous-jacentes étaient complexes, mondialisées et conçues pour opérer en flux tendus (*just-in-time*). C'est la raison pour laquelle les contraintes au commerce international ont été extrêmement dommageables et ont révélé la fragilité des processus de production fragmentés au niveau mondial. En particulier, le blocage de

… où la demande rebondit plus vite que l'offre

certains ports vitaux pour le trafic maritime, conjugué à d'autres perturbations logistiques, a suffi à étrangler en amont de nombreuses chaînes de valeur. Des pénuries d'intrants essentiels (tels les semi-conducteurs) ou de moyens de transport (conteneurs, transport routier) ont freiné la reprise de la production industrielle de nombreux pays, y compris la Belgique.

12. L'année écoulée a donc illustré à quel point la dimension mondiale du choc sanitaire déterminait à la fois ses effets économiques directs et l'incertitude entachant les perspectives de moyen terme. La succession de vagues d'infections au COVID-19 et l'apparition de nouveaux variants au cours de l'année écoulée ont montré que les conséquences économiques de la pandémie pouvaient se propager aussi rapidement que le virus lui-même en perturbant les chaînes de valeur mondiales et les réseaux de transport. Le risque de perpétuation de la pandémie au travers de nouveaux variants potentiellement résistants aux vaccins et traitements disponibles continuera de menacer la reprise de l'économie mondiale tant que des zones à forte contamination subsisteront. Une bonne coordination internationale (allant du partage d'informations médicales à la distribution plus large de vaccins et de traitements) reste importante pour contenir ce risque.

La coordination internationale reste importante pour contenir les risques sanitaires et économiques

13. En toute fin d'année, la propagation extrêmement rapide du nouveau variant Omicron a jeté un froid sur des perspectives économiques mondiales jusque-là encourageantes malgré le net ralentissement observé au dernier trimestre. Là où le taux de vaccination était déjà élevé, les nouvelles mesures sanitaires ont été initialement moins restrictives qu'un an auparavant, laissant présager que cette vague de contaminations ne devait interrompre que temporairement la reprise. Bien que l'administration rapide de doses de rappel vaccinal offre une assurance supplémentaire à cet égard, la contagiosité d'Omicron a remis sous pression les systèmes de santé, même les plus performants. De nombreux gouvernements ont dû à nouveau limiter les contacts en refermant certains secteurs et en maximisant le recours au télétravail. Cette situation a aussi mis à l'épreuve la politique zéro-COVID de certains pays. Si cette approche a pu présenter des avantages épidémiologiques à l'intérieur des frontières, elle bride la reprise mondiale en perpétuant les goulets d'étranglement logistiques (blocage d'infrastructures de transport) et en perturbant les chaînes de valeur (fermeture d'unités de production dans les zones confinées). À court terme, le variant Omicron ne peut qu'alourdir le coût économique de la pandémie.

14. La vigueur et la synchronisation du regain d'activité économique mondiale combinée à des facteurs géopolitiques ont fait exploser les prix de l'énergie et des matières premières durant la seconde moitié de l'année. Deux facteurs principaux expliquent cette évolution. Premièrement, une grande variabilité des prix est typique de marchés où l'offre est rigide à court terme. En effet, rouvrir ou fermer un gisement est plus qu'une simple affaire de robinet ou de pelleteuse. Deuxièmement, dans le cas de l'énergie, et plus particulièrement du gaz, des incertitudes géopolitiques sont venues se greffer sur un débat intense à propos du rôle croissant de cette source d'énergie dans la production d'électricité en Europe, et ce alors que plusieurs pays se détournent du nucléaire ou du charbon. Ce débat influence les anticipations des opérateurs de marché, ce qui a pu avoir un impact sur les mouvements de prix.

Le retour de l'inflation

15. Si l'effondrement de la demande au début de 2020 s'est rapidement traduit par la baisse de certains prix, la reprise a eu l'effet inverse, provoquant un sursaut d'inflation au niveau mondial. Ces évolutions se produisent lorsque l'offre et la demande se dissocient temporairement. D'une part, les prix s'ajustent, contribuant à des pressions

L'inflation rebondit …

inflationnistes ou déflationnistes, selon la direction du choc de demande. D'autre part, des pénuries ou des stocks involontaires apparaissent. Ce regain d'inflation a surpris par son ampleur et par sa persistance, qui reflètent l'envol du coût des matières premières (surtout énergétiques) et l'impact des goulets d'étranglement sur le prix des intrants tout au long des chaînes de valeur.

16. Pour les banques centrales partout sur le globe, il s'avère compliqué d'anticiper la durée de cette poussée d'inflation. D'aucuns brandissent déjà le spectre de la « stagflation, » cette combinaison persistante de chômage et d'inflation élevés qui avait suivi le choc pétrolier de 1979 et le spectaculaire resserrement de la politique monétaire américaine. Une répétition de ce scénario est hautement improbable dès lors que les agents économiques restent confiants dans la normalisation à moyen terme des taux d'inflation autour de leurs cibles officielles (2 % par an pour la zone euro). Cette confiance repose sur la crédibilité des banques centrales qui sont censées poursuivre leurs objectifs sans entrave. En 1979, cette crédibilité était en péril, les autorités monétaires étant perçues comme dépendantes de considérations étrangères à leur mandat principal.

… mais la stagflation n'est pas à nos portes

17. Pour schématiser, le débat d'experts sur l'inflation se résume à deux positions distinctes. Pour certains, le sursaut d'inflation pourrait s'inscrire dans la durée si la politique monétaire ne réagit pas assez vite. Selon eux, la pression de la demande est telle que beaucoup d'entreprises ne craignent plus de majorer leurs prix. Ceci diffère de l'approche antérieure qui consistait à préserver leur compétitivité, leurs parts de marché et leurs marges bénéficiaires par des compressions de coûts. En outre, la demande continuera d'être alimentée par des politiques budgétaires reflétant la volonté de nombreux gouvernements d'investir davantage en infrastructures. Ces pressions budgétaires synchrones pourraient aggraver les tensions déjà présentes sur certaines chaînes d'approvisionnement et se répercuter sur les prix. Enfin, un contexte global de marchés du travail tendus est propice aux augmentations de salaires, rendant de nouvelles hausses de prix plus probables. Pour d'autres, les pressions inflationnistes actuelles sont fondamentalement temporaires car les écarts entre l'offre et la demande ne durent jamais. En particulier, le bond des prix de l'énergie et des matières premières se dissipera avec le rattrapage attendu de l'offre sur ces marchés. Par ailleurs, les goulets d'étranglement logistiques qui ont porté les coûts de transport à des niveaux stratosphériques n'ont pas non plus pour vocation de continuer. Pour les tenants de cette ligne, mettre trop rapidement fin aux politiques monétaires accommodantes anéantirait une reprise encore vulnérable au risque épidémiologique.

Deux visions de l'inflation mondiale : temporaire ou persistante

18. Des analyses aussi contrastées reflètent une réalité difficilement lisible et des perspectives très incertaines. D'une part, même si les goulets d'étranglement et autres désordres logistiques relevaient durablement le *niveau* de certains prix, l'effet sur l'inflation (qui mesure un *taux de croissance* des prix moyens) n'en demeurerait pas moins transitoire. La même logique vaut pour les prix des matières premières, même si ceux-ci devaient se stabiliser sur un plateau plus élevé qu'avant la crise. D'autre part, certains facteurs de pressions inflationnistes pourraient s'avérer plus persistants. Premièrement, des changements permanents dans la composition des dépenses pourraient prolonger les contraintes d'approvisionnement d'intrants intermédiaires ou de matières premières. Qu'il s'agisse de nouvelles habitudes de consommation privée, de numérisation accélérée ou d'accroissement global des investissements verts, certaines contraintes d'offre ne se résoudront que par des adaptations substantielles aux chaînes de valeur, ce qui prend du temps. Deuxièmement, la pandémie a révélé la fragilité des modes de production mondialisés. Des changements plus fondamentaux visant à accroître leur résilience (tels qu'un raccourcissement des chaînes de valeur par relocalisation de production) ne peuvent donc être exclus, surtout si la pandémie devait se poursuivre. Cela dit, ces éventuelles relocalisations pourraient ne pas nuire à l'efficience de la production si elles s'accompagnent

d'une automatisation plus poussée. Troisièmement, les réallocations en cours sur le marché du travail restent parfois difficiles à interpréter. En tout état de cause, le contexte global est plus favorable aux hausses de salaires qu'avant la pandémie et le risque de spirale inflation-coûts ne saurait être ignoré.

Un moment charnière pour les politiques macroéconomiques

19. Alors que l'inflation reste attendue en déclin au cours de cette année, les réformes du cadre de politique monétaire adoptées aux États Unis et dans la zone euro en 2021 ont offert plus de flexibilité aux banques centrales pour aborder cet environnement particulier et très incertain. Plus que jamais, la politique monétaire ne peut se réduire à un lien mécanique entre une projection d'inflation et une orientation de politique monétaire jugée optimale. L'exercice auquel se livrent les banques centrales crédibles partout dans le monde relève de la gestion des risques. La patience face aux soubresauts de l'inflation reste de mise tant que les coûts d'un resserrement prématuré des conditions financières s'expriment en termes d'interruption de la dynamique de reprise économique. La crédibilité des banques centrales patientes exige cependant que celles-ci signalent leur disposition à agir en cas de décrochage avéré des anticipations d'inflation par rapport à leur cible officielle. Trouver le bon équilibre entre patience et agilité passe par une analyse continue, rigoureuse et transparente de toutes les données pertinentes.

Attendue en déclin cette année, l'inflation continuera de faire l'objet d'une grande vigilance de la part des banques centrales

20. Ce triptyque patience-agilité-analyse permet de comprendre les décisions prises en décembre 2021 par la Réserve fédérale et par la Banque centrale européenne (BCE), entre autres. Les deux principales autorités monétaires de la planète ont, à des degrés divers reflétant des différences de situation et de perspectives économiques, signalé leur volonté de rendre la politique monétaire moins accommodante. En diminuant leurs achats de titres sur les marchés secondaires, les autorités monétaires réduisent leur influence sur les taux d'intérêt à plus long terme, y compris le niveau des primes de risque. Ailleurs dans le monde, un certain nombre de banques centrales (Amérique latine, Canada, Royaume-Uni, Russie, République tchèque, Pologne) ont aussi initié un cycle de resserrement monétaire. À moins d'un retour en force des risques sanitaires, ces décisions marquent la fin d'un épisode exceptionnel de soutien de la demande.

Un changement de cap global s'amorce

21. Le resserrement quantitatif (*tapering*) est notablement plus rapide aux États Unis que dans la zone euro. Plusieurs relèvements des taux directeurs (au jour le jour) américains sont d'ailleurs attendus dans le courant de 2022. Cette réaction plus tranchée de la Réserve fédérale s'explique en partie par les signes de tensions aiguës sur le marché du travail (se traduisant notamment par une forte hausse du taux de vacance et un taux de chômage convergeant vers un plancher historique de 3,5 %) et par une politique budgétaire potentiellement très expansionniste au vu des projets de l'Administration Biden. Ces facteurs transparaissent dans les projections d'inflation américaine, qui restent supérieures à la cible de 2 % jusqu'en 2024. Confrontée à un marché du travail plus fragmenté et globalement moins tendu et à des déficits budgétaires mieux maîtrisés dans un certain nombre d'États membres, la BCE projette une convergence de l'inflation vers un niveau légèrement inférieur à 2 % (mais dans la marge d'erreur) en 2023 et en 2024. Elle peut donc en principe se montrer plus patiente que son homologue américaine et conserver plus longtemps une orientation monétaire accommodante.

La Réserve fédérale agit plus vite et plus fort

22. En dehors du débat sur l'inflation, des politiques macroéconomiques plus neutres sont nécessaires pour reconstituer les marges de manœuvre permettant de faire face aux crises à venir. L'héritage du soutien budgétaire massif à l'économie s'exprime par des taux d'endettement public historiquement élevés (plus de 120 % du PIB en moyenne pour les pays avancés de la planète) qui contraignent les marges de manœuvre futures. Dans le scénario central d'une croissance robuste de l'économie en 2022, et sans préjudice de mesures de crise ciblées qui resteraient indispensables, la fenêtre d'opportunité pour entamer l'assainissement budgétaire est ouverte. Premièrement, démarrer tôt donne une grande liberté de choix quant au rythme de résorption des déficits structurels. Le scénario d'une austérité forcée sous la pression des primes de risque est improbable tant que la politique monétaire reste très accommodante. Mais il l'est beaucoup moins si un changement de cap monétaire s'impose. Deuxièmement, la persistance de taux d'intérêt réels très inférieurs au taux de croissance permet un étalement des mesures d'assainissement tout en maximisant la réduction du taux d'endettement. Ces conditions contribuent aux chances de succès, et donc à la crédibilité, de la stratégie de désendettement. Troisièmement, la réduction progressive du soutien budgétaire à la demande facilite une normalisation graduelle de la politique monétaire. Par la même occasion, la crédibilité d'efforts budgétaires modérés mais inscrits dans la durée diminue le risque d'accident sur les marchés obligataires souverains et, dans la zone euro, le risque concomitant de fragmentation des conditions financières dans l'union monétaire. L'assainissement budgétaire imposera de basculer peu à peu le financement des dépenses prioritaires de moyens empruntés (ou de transferts européens) vers des moyens libérés par le recalibrage de programmes moins urgents et des réformes visant à contenir les pressions structurelles sur certaines dépenses courantes, notamment celles liées au vieillissement.

La normalisation des politiques macroéconomiques est nécessaire pour reconstituer les marges de manœuvre

23. L'héritage du soutien monétaire à l'économie se traduit quant à lui par un endettement excessif de nombreux agents économiques et par un net renchérissement de certains actifs. Au premier rang de ceux-ci figure l'immobilier résidentiel. Non seulement des taux d'intérêt bas augmentent la capacité d'emprunt des ménages et des entreprises, mais ils encouragent aussi les agents en surplus financier à acquérir des actifs plus risqués dans l'espoir de rendements positifs. Ainsi, en moins de deux ans de crise, l'immobilier résidentiel a enregistré des hausses de prix importantes en Belgique (près de 15 % depuis la fin de 2019), mais aussi au Canada (plus de 20 %), aux États Unis (20 %), aux Pays-Bas (20 %) et même en Allemagne (15 %), pourtant peu coutumière de ce genre d'évolution. Cet envol des prix de l'immobilier constitue un autre développement très inhabituel au regard des autres récessions de ces 30 dernières années. Comme expliqué au chapitre 4 du présent Rapport, le déploiement de mesures prudentielles peut aider à contrer ces effets secondaires de la politique monétaire. Ces mesures ne sont toutefois pas neutres en termes distributifs et leur efficacité a des limites.

24. La fin des efforts exceptionnels de stabilisation macroéconomique marque aussi le basculement d'une stratégie fondée sur la stimulation de la dépense vers une approche d'assouplissement des contraintes d'offre. Il s'agit dans le même temps d'accompagner les inévitables transitions démographique, technologique et climatique. Aux États Unis, à la suite d'un premier paquet de mesures d'urgence adopté en mars 2021 et totalisant 1 900 milliards de dollars, la relance a pris la forme d'un plan de dépenses publiques de 1 200 milliards de dollars (sur dix ans, dont la moitié en initiatives nouvelles). Ce plan donne la priorité aux infrastructures de transport, de distribution d'eau et d'électricité et d'internet à haut débit. En Europe, sous l'impulsion de la facilité pour la reprise et la résilience, les gouvernements ont conçu des plans à moyen terme (2021-2026) axés sur l'investissement et les réformes structurelles, avec en ligne de mire le financement des transitions climatique et numérique. Cet instrument communautaire temporaire financé par endettement

La stabilisation macroéconomique par la demande laisse la place à l'atténuation des contraintes d'offre et à l'accompagnement des transitions de moyen terme

de l'Union européenne met à la disposition des États plus de 720 milliards d'euros, dont un peu moins de 340 milliards sous la forme de transferts. Bien que ceux-ci ne s'ajouteront pas aux dettes publiques nationales, ils n'en constituent pas moins une obligation financière des contribuables européens.

Le policy mix dans la zone euro : amorce de normalisation et nouveaux cadres institutionnels

Coordination des politiques monétaires et budgétaires …

25. Dans la zone euro, le soutien combiné des politiques budgétaires nationales et de la politique monétaire à la demande est resté maximal en 2021. Les achats massifs de titres publics par la BCE dans le cadre du programme d'achats d'urgence face à la pandémie (PEPP) ont garanti un financement aisé des déficits publics qui s'inscrivent encore à près de 6 % du PIB en moyenne dans la zone. La hausse de l'inflation en cours d'année a même réduit davantage le coût réel de l'endettement. Les gouvernements nationaux ont ainsi pu conserver un large arsenal de mesures de soutien économique (fussent-elles plus ciblées) au gré des vagues successives de resserrement et d'assouplissement des mesures sanitaires. En cela, les mesures monétaires et budgétaires se sont harmonieusement complétées.

… dans le respect des mandats de chacun

26. Certains observateurs ont voulu voir dans cette harmonie le signe d'un assujettissement de la banque centrale aux exigences de financement des déficits publics. Cet argument, dit de dominance budgétaire, présuppose néanmoins une redéfinition fondamentale des missions d'une banque centrale. En réalité, la politique monétaire a continué d'exercer son rôle habituel de pilotage de la demande pour stabiliser l'économie et les prix. Il se trouve que, dans les conditions particulières créées par la pandémie, les budgets publics étaient le canal le plus efficace pour préserver le tissu économique durant son arrêt forcé avant de soutenir la reprise en dépit d'incertitudes persistantes. Le PEPP et, au niveau budgétaire, l'activation de la clause dérogatoire générale aux limites budgétaires européennes pour la période 2020-2022 ont permis cette indispensable complémentarité entre politiques monétaire et budgétaires. La réponse de l'Eurosystème a donc été proportionnelle à l'ampleur du défi et conforme au cadre institutionnel défini par les traités.

Normalisation du policy mix et réformes du cadre institutionnel

27. Les signes d'une normalisation graduelle du policy mix à partir de cette année se sont manifestés dans la seconde moitié de 2021. Sur le plan monétaire, la conclusion, en juin 2021, de la revue stratégique du cadre de politique monétaire de la BCE a débouché principalement sur une interprétation symétrique de l'objectif d'inflation de 2 %, sur une reconnaissance explicite du rôle de la stabilité financière pour la stabilité des prix et sur un poids important accordé à l'évaluation de la proportionnalité des décisions et de leurs effets secondaires potentiels. La décision de décembre 2021 s'inscrit dans cette nouvelle stratégie. La BCE a annoncé la fin des achats de dette publique au titre du PEPP (à la fin de mars 2022) et le ralentissement de ses achats nets d'actifs (APP) dans le courant de 2022. La BCE a aussi décidé de mettre un terme dès la fin de juin 2022 aux conditions d'accès exceptionnellement favorables des banques commerciales au programme de refinancement à plus long terme (TLTRO III). Dans le même temps, la BCE a réaffirmé sa préférence pour une normalisation très graduelle de la politique monétaire, maintenu ses orientations prospectives sur les taux d'intérêt directeurs fixées en juin 2021 (pas de hausse tant que les projections d'inflation sont jugées compatibles avec l'objectif de 2 % sur le moyen terme) et affirmé sa vigilance quant au risque de fragmentation de la transmission de la politique monétaire. Pour ce faire, elle veillera à la stabilité des marchés de la dette souveraine et de l'accès des banques commerciales à la

liquidité. Cette sortie très prudente des politiques de crise minimise le risque d'un resserrement hâtif susceptible d'étrangler la croissance. Il ne faudra cependant pas négliger le risque opposé d'un maintien injustifié de conditions financières extrêmement accommodantes en dépit de prévisions d'inflation de la BCE déjà très proches de la cible. Faire abstraction de ce risque pourrait nourrir des inquiétudes sur la possibilité d'un revirement disruptif de la politique monétaire dès lors que l'inflation rejoindrait sa cible, voire la dépasserait.

28. Sur le plan budgétaire, la Commission européenne a proposé de désactiver la clause dérogatoire générale du pacte de stabilité et de croissance dès 2023. Les budgets nationaux seraient alors de nouveau soumis à l'application des limites quantitatives du pacte sur les déficits (3 % du PIB) et les dettes publiques (60 % du PIB). Par ailleurs, les orientations préventives du pacte, à savoir une baisse suffisamment rapide de la dette, la maîtrise de la croissance des dépenses (à moins qu'elle ne soit couverte par de nouvelles recettes) et une réduction suffisante des déficits structurels, donneraient des indications spécifiques sur la direction à prendre. Toutefois, le pacte de stabilité et de croissance avait déjà montré ses limites avant la crise, et une réforme en profondeur de la gouvernance budgétaire de l'Union européenne était envisagée. Interrompue par la crise sanitaire, cette mise à plat des règles budgétaires a été relancée à l'automne. La Commission européenne a ouvert une large consultation publique sur les améliorations à apporter à ces règles en vue de les simplifier et de renforcer leur mise en application.

Les trajectoires des politiques macroéconomiques à moyen terme restent incertaines

29. En l'absence de spirale prix-salaire incontrôlable, deux scénarios prospectifs retiennent l'attention. Dans le premier, l'inflation converge durablement vers l'objectif de 2 % et la politique monétaire peut être normalisée progressivement, comme envisagé en décembre. Le gradualisme et la prévisibilité conviennent aux opérateurs financiers, ce qui limiterait le risque d'effets secondaires indésirables sur le prix des actifs. Dans le second scénario, l'économie renouerait avec la situation d'avant la crise, à savoir une croissance molle et une inflation campant obstinément sous l'objectif officiel. Dans ce cas, des arbitrages difficiles pourraient se profiler dans les 18 mois à venir. D'une part, l'inflation trop faible appellerait à la poursuite d'une politique monétaire extrêmement accommodante sans véritable perspective de normalisation, alors même que cette politique n'aurait pas permis d'arrimer l'inflation à son objectif en dépit de la forte hausse observée en 2021-2022. D'autre part, la stabilité financière pourrait se précariser au point de mettre en péril la proportionnalité de la politique monétaire. En effet, les conséquences de cette politique sur le bilan des particuliers et des entreprises, voire de l'État, perdureraient (surendettement), tandis que l'exubérance possible du prix des actifs poserait la question d'un risque de retournement soudain (éclatement de bulle financière éventuelle).

Deux scénarios prospectifs pour la politique monétaire

30. S'agissant des finances publiques, les futures trajectoires de déficit et de dette restent floues en dépit de l'application attendue des règles européennes dès 2023. Les conséquences de ce manque de visibilité sont minimes tant que la politique monétaire peut poursuivre son resserrement très graduel des conditions financières. Dans le cas contraire, on ne peut exclure une différenciation plus marquée des primes de risque en fonction de l'état des finances publiques. Le retour de stratégies budgétaires fondées sur des règles claires et orientées vers le moyen terme aurait des avantages certains. En somme, si la complémentarité entre politiques budgétaires et politique monétaire a pleinement joué durant la crise, elle s'applique aussi pendant la phase de normalisation du policy mix. Assurer la visibilité des trajectoires budgétaires de moyen terme réduirait notablement le risque d'écart par rapport au cours annoncé de la politique monétaire.

Flou sur les stratégies de consolidation budgétaire

3. Gros plan sur l'économie belge : une reprise forte mais inégale face à une incertitude persistante et à des transitions difficiles

Profil d'une reprise inédite mais fragile

31. La pandémie a continué d'imprimer son rythme à l'économie belge. Malgré une volatilité inhabituelle des indicateurs cycliques, le PIB en volume a affiché un rebond historique de 6,1 % sur l'année 2021, soit une reprise supérieure à celle enregistrée dans les pays voisins. On peut parler d'une reprise en V offrant un contraste saisissant avec le lent redémarrage observé au lendemain de la crise financière de 2008-2009. Cette performance atteste une résilience croissante de l'économie face aux vagues successives de contaminations et à leur cortège de restrictions sanitaires. D'une part, de nombreux secteurs ont pu s'adapter aux protocoles sanitaires leur permettant de rester opérationnels. D'autre part, les restrictions elles-mêmes sont devenues moins contraignantes grâce au développement rapide de vaccins et de traitements efficaces contre le virus. Après des débuts hésitants, la campagne de vaccination belge a débouché sur une couverture vaccinale très élevée, surtout au sein des catégories de population les plus exposées aux formes graves de la maladie. Ce succès a permis le basculement des contraintes strictes à la mobilité (confinement de la population, fermetures sectorielles) vers la distanciation physique et des règles d'accès ciblées (horeca, spectacles, événementiel, écoles, etc.) par le biais de jauges chiffrées, du Covid Safe Ticket, de l'encouragement du télétravail et de normes d'aération des espaces fermés.

Une reprise en V dans une économie plus résiliente aux assauts du virus …

32. Le risque épidémiologique reste cependant bien présent. Une nette décélération de l'activité s'est confirmée au dernier trimestre de 2021, marqué par un nouveau cycle de contaminations et de tensions hospitalières et par le prévisible crescendo des restrictions sanitaires. La Belgique n'a pas non plus échappé à la propagation exponentielle du nouveau variant Omicron, en dépit de l'accès étendu de la population au rappel vaccinal. Ces mauvaises surprises à répétition pourraient entamer la confiance dans l'existence d'une solution médicale pérenne à la pandémie et en la capacité de l'économie à sortir durablement des contraintes sanitaires. Une perte de confiance jetterait alors le doute sur les perspectives de croissance de la consommation et de l'investissement privés, les deux principaux moteurs de la reprise. Face à ces risques, les mesures phares de protection des revenus et de préservation des relations d'emploi, comme le chômage temporaire pour les salariés et le droit passerelle pour les indépendants, ont été prolongées jusqu'à la fin de mars 2022. Bien que leur utilisation ait fortement diminué en cours d'année, une légère remontée s'est amorcée en novembre, le système restant attractif pour des entreprises forcées de fermer leur porte ou éprouvant des difficultés d'approvisionnement et désireuses de conserver leur main-d'œuvre qualifiée.

… mais toujours vulnérable aux mauvaises surprises …

33. À l'image du choc sanitaire initial, la reprise a diversement bénéficié aux différentes branches d'activité. Le V décrit plus haut ressemblerait en fait plus à un K symbolisant des trajectoires sectorielles divergentes au sein de l'économie. Comparée aux services, l'industrie s'est globalement distinguée par un vif rebond dès la réouverture de l'économie et du commerce international. Cela dit, de grands écarts existent entre les secteurs industriels eux-mêmes. Si les firmes pharmaceutiques et celles de la construction ont logiquement profité d'une très forte demande, celles de la métallurgie ont subi le contrecoup de la perturbation des chaînes d'approvisionnement et des pénuries de personnel. Plus sensible aux cycles de mesures sanitaires, le secteur des

… et très hétérogène entre les secteurs

services a dans l'ensemble affiché une croissance plus modeste sur l'année, bien que celle-ci se soit accélérée au second semestre. Certains sous-secteurs ont aussi eu à souffrir nettement plus que d'autres en fonction de l'intensité des restrictions s'appliquant à leurs activités.

34. L'évolution de l'emploi (+1,8 %) et du chômage (en baisse de près de 30 000 unités) reflète la robustesse de la production. Parallèlement au rappel massif des travailleurs en chômage temporaire et à l'augmentation des heures ouvrées, 88 000 emplois supplémentaires ont été créés en 2021. Au total, le taux de participation au marché du travail (légèrement inférieur à 70 %) n'a pas été significativement affecté par la crise. De même, les pénuries présentes avant la crise sont rapidement réapparues. Comme pour la production, de grandes différences sectorielles ont émergé, avec des pertes sèches confirmées dans l'horeca et dans d'autres branches vulnérables aux mesures sanitaires. De cette hétérogénéité sectorielle, il découle que la crise a accru les inégalités de revenus et creusé les disparités géographiques. Alors que de nombreux travailleurs n'ont pas été lésés par les soubresauts de l'économie, d'autres, comme les jeunes, les étudiants jobistes et les moins qualifiés, souvent financièrement plus précaires et surreprésentés dans les branches lourdement impactées, ont été davantage soumis aux aléas de la situation économique. Ainsi, le nombre de bénéficiaires du revenu d'intégration a sensiblement grimpé durant l'année 2020 (+8 % sur un an à la fin de l'année). Une lente décrue s'est néanmoins amorcée dès le début de 2021 pour arriver en fin d'année à une situation légèrement détériorée par rapport à la situation d'avant crise. Le recul a été plus marqué en Flandre qu'en Wallonie, alors qu'à Bruxelles, où existe une concentration plus forte de secteurs vulnérables, on a seulement observé une stabilisation sur un plateau élevé. Ces évolutions divergentes sont à mettre en rapport avec la reprise plus dynamique sur le marché du travail en Flandre que dans les deux autres régions du pays.

Le marché de l'emploi s'est globalement montré très dynamique

35. L'hétérogénéité des effets de la crise sur le marché du travail a aussi pris la forme de différences notables entre les hommes et les femmes. Surreprésentées dans les activités de services, les femmes ont été relativement plus affectées par la crise sanitaire, et ce de manière très contrastée. Celles occupées dans le secteur de la santé ou dans les services essentiels ont été mises sous pression, tandis que celles actives dans l'horeca ou les métiers de contact ont été contraintes de cesser le travail. En outre, le déséquilibre persistant dans le partage des rôles au sein des ménages a particulièrement pesé sur les femmes qui ont pu ou dû poursuivre leurs activités en télétravail. Cela peut expliquer pourquoi le congé parental corona a majoritairement été utilisé par des femmes, ce qui n'a pas été sans conséquence sur leur revenu et, dans certains cas, sur leurs perspectives de carrière. En 2021, la reprise de l'emploi a bénéficié tant aux femmes qu'aux hommes. On note cependant qu'une plus grande proportion de ces nouvelles travailleuses semblent issues de l'inactivité plutôt que du chômage. Si elle se confirme, la hausse du taux de participation des femmes constitue une évolution positive.

Comme ailleurs, une demande vigoureuse s'est rapidement heurtée à des contraintes d'offre

36. Une fois n'est pas coutume, la demande intérieure a été le moteur de la reprise. La consommation privée (principale composante des dépenses intérieures) s'est ainsi redressée de 6,4 % en volume, marquant la normalisation du taux d'épargne des ménages alors que la progression du pouvoir d'achat était temporairement érodée par le regain d'inflation au second semestre. En dehors d'un effet spécifique au secteur pharmaceutique, le remarquable dynamisme de l'investissement des entreprises a témoigné d'efforts accrus en matière de numérisation. La hausse des ventes et l'élargissement des marges brutes ont été des adjuvants bienvenus à cet élan. Par ailleurs, la politique

Une reprise dopée par la demande intérieure …

budgétaire très accommodante qui s'est poursuivie en 2021 a permis une contribution significative de la consommation et des investissements publics à la croissance. Les échanges avec l'extérieur n'ont eu qu'un effet faiblement positif à la suite du sursaut synchrone des importations et des exportations, ces dernières étant gonflées par les produits pharmaceutiques, y compris les vaccins.

37. D'après une récente enquête de la Banque, les entreprises belges ont été lourdement impactées par des contraintes d'offre, avec à nouveau des différences sectorielles et régionales assez importantes. Ces contraintes sont définies comme des difficultés d'approvisionnement et de recrutement ou comme des hausses substantielles du prix des intrants. Elles reflètent, d'une part, un effet de contagion par les chaînes de valeur mondiales et, d'autre part, des pénuries de compétences et de candidats disponibles propres au marché du travail belge. Parmi les branches d'activité les plus touchées, on retrouve l'agriculture, le transport et la logistique, l'industrie et l'horeca. Dans ce dernier cas, comme pour le secteur des agences de voyages, on peut y voir l'effet de réallocations des branches les plus concernées par les fermetures vers des employeurs perçus comme plus sûrs. Sans surprise au vu de la dynamique du marché du travail, les problèmes de disponibilité de main-d'œuvre se sont surtout rencontrés en Région flamande.

… et vite freinée par des contraintes d'offre

38. Une question légitime qui se pose à la lumière de ces évolutions du côté de l'offre est celle de savoir si la crise laissera des stigmates profonds sur le tissu économique belge. Doit-on craindre une baisse permanente du niveau de production potentielle de l'économie (ou de son taux de croissance) ? À l'heure où la pandémie continue de régulièrement distiller de mauvaises surprises, il est trop tôt pour se prononcer de manière définitive. S'il semble d'ores et déjà acquis que certaines branches d'activité subiront des pertes irrémédiables, les indications préliminaires penchent en faveur de dommages permanents assez limités dans l'ensemble. En outre, la forte hausse des investissements en matière de numérisation serait même favorable à la croissance de la productivité. Par ailleurs, les pénuries actuelles sur le marché du travail (qui ne touchent pas nécessairement des postes à haute qualification) créent une réelle opportunité d'intensifier les réformes visant à faire grimper le taux de participation grâce à un assortiment équilibré de mesures incitatives, d'accompagnement et de formation. Il n'en demeure pas moins que l'évolution à moyen terme des conditions d'offre est particulièrement floue, notamment en ce qui concerne les chaînes de valeur mondiales, qui ont montré leur extrême fragilité. Le recul est cependant insuffisant pour évaluer la probabilité de relocalisations de production visant à privilégier la résilience des chaînes de valeur plutôt que leur efficience.

Il n'y a cependant pas de signes tangibles de dégâts permanents au potentiel productif belge

39. En termes plus microéconomiques, le tsunami de faillites attendu n'a pas eu lieu. Au contraire, la moyenne mensuelle de moins de 600 faillites observée depuis mars 2020 est nettement inférieure aux plus de 800 recensées sur la décennie 2010-2019. Au-delà des effets liés aux périodes de moratoire, les mesures de soutien appliquées par les pouvoirs publics sembleraient avoir globalement bien préservé la situation financière des entreprises. Leur trésorerie a bénéficié du chômage temporaire (en transférant le paiement de la masse salariale à la Sécurité sociale), des mesures fiscales et des diverses primes forfaitaires régionales. La crise ne semble pas non plus avoir eu d'effet notable sur la rentabilité ni sur la solvabilité des entreprises, bien que la pertinence de ces indicateurs, notamment au vu de l'impact des interventions publiques sur les comptes des entreprises, soit moindre qu'en temps normal. Enfin, le soutien public au renforcement des fonds propres (via notamment les sociétés publiques d'investissement et des incitants fiscaux) a utilement complété l'arsenal de mesures favorables à la viabilité financière des entreprises. De nouveau, les indicateurs agrégés masquent des situations sectorielles et individuelles très contrastées qui appellent à ne pas tirer de conclusions définitives. L'ampleur du

soutien public pose en particulier la question du risque de prolonger artificiellement le maintien en activité d'entreprises non viables (zombies). Aucun signe évident de zombification à grande échelle n'a cependant été détecté à ce jour, ce qui pourrait résulter du caractère relativement ciblé des mesures prises. Les créations d'entreprises sont restées élevées et de nombreux entrepreneurs ont recapitalisé leur société et redynamisé leur modèle d'affaires, tandis que le processus de réallocation des ressources des producteurs moins performants vers d'autres, plus productifs, ne semble pas s'être interrompu durant la crise.

Forte poussée inflationniste

40. La Belgique n'a pas échappé à la vague inflationniste mondiale. En janvier 2022, l'inflation s'élevait à 8,5 % par rapport à janvier 2021, un record depuis la création de l'indice des prix à la consommation harmonisé pour la zone euro en 1997. Le taux moyen pour 2021 se hisse à 3,2 %, soit 0,4 point de pourcentage de plus que dans les trois principaux pays voisins. L'incidence des « effets de base », qui font qu'une inflation anormalement basse à un moment donné laisse mécaniquement la place à une inflation plus élevée douze mois plus tard, n'explique pas tout. La principale coupable est l'inflation énergétique, qui a atteint un pic historique de 22,4 % en moyenne sur l'année, soit le double de la moyenne des trois principaux pays voisins. Ce contraste tient aux particularités de la formation des prix de l'énergie en Belgique. Celles-ci concernent essentiellement le poids minime des accises sur le mazout de chauffage (dont le prix a enflé de 36,4 % en moyenne sur l'année), qui renforce le lien entre le prix final et le coût de la matière première, et l'application plus répandue que dans les autres pays de contrats à prix variables pour le gaz (39,6 %) et l'électricité (16,2 %). L'indice-santé de référence pour l'indexation des salaires et de l'ensemble des prestations et allocations sociales s'est donc lui aussi affiché en très forte progression.

L'inflation a été dopée par l'explosion des prix de l'énergie …

41. Hors énergie et autres produits aux prix notoirement volatils (alimentation, alcool et tabac), l'inflation dite sous-jacente a aussi entamé une nette remontée en cours d'année. Il faut y voir l'effet combiné de la réouverture de l'économie sur la demande et des goulets d'étranglement dans les chaînes de valeur sur l'offre. Le net renchérissement des coûts de production a donc commencé à percoler dans les prix des biens de consommation (électroménager, mobilier et ameublement, véhicules d'occasion, en particulier). Pour fixer les ordres de grandeur, les prix à la production et à l'importation dans l'industrie manufacturière ont bondi de 25 % en fin d'année, du jamais vu depuis les années 1980. Sur la base de l'enquête réalisée par la Banque à la fin de novembre, les entreprises déclarent s'attendre à devoir continuer d'augmenter leurs prix au cours des six prochains mois. Cela indique que l'inflation pourrait persister encore quelque temps, avec à la clef un risque plus élevé de spirale prix-salaire. Par contre, les baisses ponctuelles de TVA appliquées à certains secteurs n'ont eu aucun effet sur les prix et se sont donc pleinement reflétées dans les marges brutes, ce qui était d'ailleurs l'objectif.

… et par la hausse des coûts de production, de transport et des intrants importés

Formation des salaires et compétitivité

42. Dans ce contexte particulier, l'indexation automatique des salaires et des allocations sociales telle que pratiquée en Belgique protège les ménages contre la fonte du pouvoir d'achat causée par l'inflation. L'indice-santé qui lui sert de base inclut notamment les énergies domestiques de première nécessité (gaz, électricité et mazout de chauffage). Cette protection intervient néanmoins avec un léger retard, en fonction de facteurs techniques qui peuvent varier d'un secteur à l'autre. Dans la fonction publique, le système de l'indice pivot implique deux dépassements

successifs du pivot à deux mois d'intervalle (en décembre 2021 et en février 2022), l'indexation effective étant quant à elle opérée un mois après chaque dépassement pour les allocations sociales et deux mois après pour les salaires. Dans le secteur privé, le mécanisme d'indexation varie selon la commission paritaire ; il peut se référer aussi à un indice pivot ou bien prendre la forme d'une indexation annuelle ou périodique. Pour les familles à faible revenu, cette protection n'est que partielle car les dépenses énergétiques absorbent une part relativement plus importante des revenus du ménage. Selon les estimations disponibles, un ménage belge sur cinq vivrait en précarité énergétique. Au-delà de l'indexation, une panoplie de mesures plus spécifiques (d'ailleurs acceptées par la Commission européenne) sont susceptibles d'alléger la facture énergétique. Le gouvernement belge a ainsi pris une série de décisions en matière de couverture du tarif social, de la TVA et de transferts ad-hoc afin d'amortir le choc sur le budget des ménages.

L'indexation des salaires protège le pouvoir d'achat contre l'inflation …

43. L'indexation automatique des salaires étant rare ailleurs en Europe et dans le monde, elle affecte inévitablement la compétitivité-coût de l'économie belge à court terme. Il faut donc trouver un équilibre entre la protection du pouvoir d'achat offerte par l'indexation et ses effets potentiellement délétères sur la compétitivité de l'économie. C'est la raison pour laquelle 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 est bâtie sur la notion d'écart de coût salarial par rapport aux trois principaux pays voisins. Elle offre aux partenaires sociaux un cadre clair et contraignant définissant une marge salariale maximale disponible à l'intérieur de laquelle les négociations doivent être menées pour préserver la compétitivité de l'économie.

… mais affecte temporairement la compétitivité de l'économie

44. Cette combinaison de l'indexation automatique et d'une loi de sauvegarde, qui est spécifique à la Belgique, renvoie à différentes considérations. La première est conjoncturelle. Les analyses empiriques suggérant que les baisses durables de salaires réels sont assez peu fréquentes en Europe, il s'agira de voir à quelle vitesse nos voisins observeront eux aussi des hausses salariales pour compenser la perte de pouvoir d'achat. Si cette indexation de fait a bien lieu sans trop de retard et si les prix énergétiques se normalisent comme prévu, l'écart salarial ne devrait déraper ni fortement ni durablement. Toutefois, l'incertitude en la matière reste considérable et la position concurrentielle de l'économie belge pourrait se dégrader plus fortement que prévu. La seconde considération concerne l'inévitable tension entre un pilotage macroéconomique des salaires et l'efficience microéconomique qui exige une flexibilité entre branches, voire entre entreprises. Compte tenu de l'indexation automatique, qui protège les salaires réels à la baisse, les variations relatives ne peuvent se produire que par l'augmentation du coût salarial au sein des segments du marché du travail en pénurie de main-d'œuvre ou des branches (entreprises) affichant des gains de productivité importants. Dans ce cas, la réallocation efficace du travail passe par une hausse moyenne plus conséquente, qui peut vite se heurter aux contraintes de la marge salariale, actuellement fixée à 0,4 %. Cette tension entre les dimensions macro- et micro-économiques de la loi est inhérente au mécanisme en place. En réalité, compte tenu de la forte hausse de l'inflation, c'est la question macroéconomique de la compétitivité de l'économie qui doit plus particulièrement retenir l'attention dans les prochains mois.

45. À court terme, il faut noter que la lisibilité des statistiques usuelles de coûts salariaux, et donc l'interprétation du concept d'écart de coût salarial au cœur de la loi de sauvegarde, est plus compliquée. Alors que les salaires horaires bruts s'affichaient en hausse de 4,8 % en 2020, ils n'ont pratiquement pas évolué au cours de l'année sous revue (+0,1 %). Ces mouvements a priori contrintuitifs reflètent dans une large mesure des effets techniques liés à la nature du chômage temporaire en Belgique, où les bénéficiaires de ce type de chômage sont exclus de la masse salariale. Comme ces derniers appartiennent souvent à des catégories de revenus plus

modestes, la mise au chômage temporaire induit une augmentation des indicateurs de coût salarial, tandis que le rappel de ces mêmes individus produit l'effet inverse. La crise a aussi accéléré la revalorisation salariale prévue dans le secteur des soins de santé et donné lieu au paiement de diverses primes.

Les finances publiques durablement impactées : vers un assainissement graduel pour reconstituer des marges de manœuvre et assurer la viabilité de l'endettement

46. Comme indiqué plus haut, l'heure est désormais à la normalisation graduelle de l'orientation extrêmement accommodante de la politique budgétaire. En raison de leur nature même, les mesures d'urgence sont appelées à disparaître ou à devenir de plus en plus ciblées, là où les recettes fiscales suivent le rythme de la reprise. La correction des déficits est donc largement automatique. Ainsi, le solde net à financer est retombé de 9,1 % du PIB en 2020 à 6,3 % en 2021. Bien qu'on ne dispose pas d'engagements précis sur le moyen terme, les prévisions actuelles tablent sur une stabilisation autour de 4 % du PIB, ce qui reste supérieur aux limites fixées par le cadre européen et à ce qui est nécessaire pour placer durablement le taux d'endettement des pouvoirs publics sur une trajectoire descendante, surtout si la reprise se poursuit comme prévu. Une nouveauté depuis la crise a été la contribution importante des gouvernements régionaux et communautaires (2 points de pourcentage du PIB environ en 2020 et en 2021) au déséquilibre financier de l'État et à l'accroissement de son endettement. Plus que jamais, l'assainissement budgétaire exigera une bonne coordination des efforts entre les différentes entités.

Les déficits publics restent élevés et leur normalisation automatique ne suffira pas à assurer la viabilité des finances publiques

47. La réactivation du cadre budgétaire européen offrira au gouvernement belge des balises utiles. En dépit de réformes annoncées mais encore très floues, il semble acquis que le plafond de 3 % du PIB pour les déficits sera de nouveau en vigueur en 2023. Pour être crédible, tout plan budgétaire devra trouver un équilibre entre le nécessaire gradualisme de l'amélioration des soldes et une reconstitution suffisamment rapide des marges de manœuvre au travers de la réduction du taux d'endettement. Il faudra par ailleurs effectuer un basculement qualitatif des politiques budgétaires vers les défis de moyen terme par une meilleure priorisation des dépenses. Les finances publiques belges étaient fragiles avant la crise, en raison d'une dette publique excessive et de déficits mal maîtrisés reflétant la pression des dépenses courantes. Certes, les conditions d'emprunt sont restées très favorables, permettant à l'État de se financer à bon compte. Mais les premiers signes de normalisation des conditions financières observés en fin d'année indiquent qu'il ne faut plus s'attendre à une baisse significative de la charge annuelle de la dette. S'engager dès que possible sur des objectifs de moyen terme ancrés dans des mesures concrètes éviterait une remontée des primes de risque et reconstituerait les marges de manœuvre indispensables pour faire face à la prochaine crise.

Un assainissement graduel s'impose

48. La soutenabilité des finances publiques régionales et communautaires devra aussi faire l'objet d'une surveillance accrue, au vu notamment de leur rôle prépondérant dans la protection de l'économie et des citoyens contre les chocs exogènes (pandémies, catastrophes naturelles) et dans la politique d'investissements publics. Même en faisant abstraction du coût des inondations de l'été de 2021, la viabilité de la dette régionale wallonne a notamment été épinglée dans un rapport indépendant publié en septembre. Selon ce dernier, un effort s'inscrivant dans la durée pourrait, dans un environnement financier favorable, infléchir la trajectoire d'endettement sans nécessairement remettre en cause la contribution essentielle des entités fédérées à l'exécution

Il faudra veiller à garantir la viabilité des finances des entités fédérées

du plan de relance appuyé par l'Union européenne et à la modernisation des infrastructures (mobilité, enseignement, soins de santé). Pour la Belgique, cette intervention européenne est certes réduite (légèrement supérieure à 1 % du PIB sur cinq ans), mais le relais régional est important compte tenu de la place qu'occupent les projets d'investissement liés à la transition climatique et au numérique dans le plan de relance.

S'assurer que la reprise débouche sur une économie résiliente et durable

49. Les sorties de crise nourrissent invariablement l'espoir que l'impulsion donnée par la reprise peut placer l'économie sur un chemin de croissance plus favorable, en l'occurrence plus inclusive et environnementalement plus soutenable. Pour ce faire, il faut pouvoir exploiter au mieux les forces structurelles de l'économie et affronter ses faiblesses grâce à des réformes ambitieuses. Parmi les points forts de la Belgique figurent sa capacité d'innovation, sa forte intégration aux chaînes de valeur mondiales et son haut niveau de productivité. Ses principales faiblesses incluent la croissance de cette productivité, une participation insuffisante au marché du travail, une faible mobilité du travail, des émissions de gaz à effet de serre relativement importantes et des lacunes en matière d'infrastructures. Rien de tout cela n'est neuf, et la Banque a par le passé formulé des recommandations spécifiques sur la nature et sur la direction des réformes à entreprendre. La reprise en cours et sa litanie de contraintes d'offre constituent un environnement propice à la manifestation plus rapide des bénéfices attendus de ces réformes. Une demande soutenue contribue en effet à atténuer les effets redistributifs indésirables induits par certaines mesures structurelles.

Construire une économie résiliente et durable exige des réformes ambitieuses

50. Un objectif important des réformes structurelles est d'assurer un meilleur fonctionnement des marchés. Contrairement à certaines idées reçues, cela n'est pas synonyme de laisser-faire généralisé. Bien au contraire, il s'agit de calibrer au mieux l'intervention publique proportionnellement à la nature et à l'étendue des imperfections de chaque marché. Ces interventions consistent le plus souvent en une combinaison de mesures fiscales, de réglementations et d'infrastructures efficaces. En Belgique, trois priorités de réforme méritent d'être épinglées : un assouplissement de certaines réglementations favorisant les entreprises déjà établies sur un marché au détriment de nouveaux concurrents, une résolution des tensions sur le marché du travail et une politique budgétaire reflétant mieux les priorités de la transition climatique et de la modernisation des infrastructures. La première vise à éviter la zombification du tissu productif en dynamisant la démographie des entreprises, avec à la clé plus d'innovation et une croissance plus robuste de la productivité. La deuxième a pour objectif de réduire les pénuries de main-d'œuvre sur certains segments du marché (manque de candidats à des postes vacants), d'améliorer l'adéquation entre l'offre et la demande de certaines compétences et d'augmenter le taux de participation. De multiples instruments sont disponibles, qui pourraient être mieux exploités, y compris une offre de formations orientées vers les métiers en pénurie, une aide active à la recherche d'emploi, notamment pour les travailleurs absents de longue durée, un gain financier suffisant en cas de transition de l'inactivité ou du chômage vers l'emploi et, enfin, une offre de formation continue tout au long de la carrière. Les mesures visant à favoriser les transitions vers l'emploi seront d'autant plus efficaces que la qualité des postes disponibles ou créés restera assurée et que des aménagements spécifiques, tels que le travail à temps partiel, pourront accommoder les contraintes propres à certaines catégories d'inactifs. Certaines de ces mesures ne peuvent évidemment déployer tous leurs effets que dans la durée et ne sont pas neutres en termes distributifs. Elles constituent toutefois des instruments pertinents pour atteindre l'objectif officiel d'un taux d'emploi de 80 %.

51. La troisième priorité, la transition climatique, revêt quant à elle une dimension planétaire qui, outre des investissements publics et privés importants, exige aussi des réformes à même de modifier durablement les comportements de consommation et les choix de production. Dans le cadre du « green deal », l'Union européenne s'est ainsi fixé des objectifs ambitieux en termes de réduction des émissions de gaz à effet de serre, d'augmentation de la part des énergies renouvelables dans la consommation et d'amélioration de l'efficacité énergétique, autant d'objectifs qui sont à atteindre d'ici à 2030. Ici aussi, l'intervention publique repose sur une combinaison de réglementation, de taxation, de subsidiation et d'investissement. L'efficacité de ces différents instruments en termes de réduction au moindre coût des émissions de gaz carbonique passe par leur effet sur le prix implicite du carbone. Ce prix est encore relativement bas en Belgique, ce qui retarde les décisions nécessaires au progrès de la transition énergétique et, finalement, en alourdit le coût. A priori, une taxation spécifique du carbone serait le meilleur moyen d'encourager la transition, mais des contraintes politiques et des considérations distributives plaident pour un ensemble équilibré de mesures moins directes. Bien que certains leviers, comme le système d'échange de quotas d'émission de l'Union européenne, échappent aux autorités belges, d'autres sont directement sous leur contrôle et méritent une attention particulière. Outre la réglementation, il s'agit des instruments de politique budgétaire (taxes, subsides et investissements verts).

Encourager la transition climatique exige d'augmenter le prix du carbone …

52. Si l'objectif du verdissement du budget de l'État est d'augmenter le prix implicite du carbone, les mesures à prendre doivent être prévisibles et s'inscrire dans un cadre transparent. Une meilleure prévisibilité des coûts de l'énergie permettra aux agents économiques de mieux planifier les investissements nécessaires au basculement vers l'utilisation d'énergies propres ou de transition. En revanche, des décisions politiques par à-coups risqueraient d'alimenter la volatilité des prix et de compliquer la planification et la mise en œuvre de ces investissements. Une volatilité excessive des prix minerait aussi le soutien politique en faveur de la transition énergétique. À cet égard, on ne soulignera jamais assez que les brusques hausses de prix observées récemment ne correspondent en rien au profil désirable de hausse graduelle et prévisible des prix des combustibles fossiles et que les niveaux attendus en fin de transition sont sans commune mesure avec les pics actuels.

… dans un cadre transparent permettant une hausse graduelle et prévisible des prix des combustibles fossiles

53. La question du verdissement de la politique budgétaire ne se limite pas à savoir combien il faut faire payer le carbone en fin de transition mais implique aussi de décider qui va payer. Une taxe sur la consommation, on le sait, est souvent régressive car elle touche des individus à faibles revenus qui, d'une part, consomment la majorité de ces revenus et qui, d'autre part, ne peuvent pas assumer le coût des dépenses nécessaires à une transition vers des paniers de consommation plus pauvres en carbone. Un verdissement réussi du budget de l'État devra tenir compte de ces considérations afin de déterminer un assortiment de taxes, subsides, transferts compensatoires et investissements verts compatibles avec une transition écologiquement efficace, économiquement efficiente et socialement équitable. Cela exigera des analyses d'incidence aussi fines que possible.

Le verdissement de la politique budgétaire doit cependant tenir compte des effets redistributifs

4. Un secteur financier résilient accélère la reprise économique

54. Dans les situations de crise, les responsables politiques et les agents économiques doivent pouvoir compter sur un secteur financier résilient qui les aide à absorber les chocs et à jeter les bases de la reprise ultérieure. La Banque contribue à cette résilience en préservant la stabilité financière, afin que le secteur financier puisse, même en temps de crise, continuer de remplir ses fonctions essentielles.

55. Au cours des deux dernières années, le secteur belge des banques et des assurances a été confronté aux conséquences d'une crise sanitaire et d'inondations extrêmes. De nombreux clients de banques et d'entreprises d'assurance ont été durement touchés sur le plan financier au même moment, soit par un fort recul de leurs revenus (en raison de la pandémie), soit par des sinistres importants (liés à des catastrophes naturelles). Toutefois, grâce à une position financière solide, les établissements financiers ont été à même de bien absorber ces deux chocs et ont contribué à la conception et à la mise en œuvre de mesures de soutien pour les entreprises et les ménages concernés. Il faudrait qu'à l'avenir aussi, le secteur financier fasse à nouveau partie intégrante de la solution, en collaboration avec les autorités, dans ces moments de crise.

56. Les autorités de contrôle et de réglementation des établissements financiers jouent un rôle clé à cet égard. Elles doivent en effet veiller à ce que les établissements financiers évaluent, mesurent et maîtrisent correctement les risques auxquels ils sont exposés, afin que les vulnérabilités et les pertes en cas de choc grave restent gérables. Par ailleurs, les exigences minimales doivent garantir que, au moment de la crise, les établissements financiers détiennent des réserves de capital suffisantes tant pour couvrir leurs propres pertes que pour permettre le maintien de leurs fonctions clés pour les autres secteurs de l'économie. C'est la raison pour laquelle, à l'issue de la crise financière mondiale de 2008, le cadre réglementaire a été profondément remanié et renforcé pour remédier aux lacunes constatées et pour accroître la résilience des établissements financiers à l'avenir. En un sens, la pandémie a constitué un premier test – certes partiel – pour le secteur financier de ce cadre réformé, qui a notamment permis que les coussins de fonds propres du secteur bancaire belge soient sensiblement plus élevés au début de la pandémie qu'au début de la crise financière mondiale. En effet, le ratio des fonds propres au total bilanciel a plus que doublé en mars 2020 (6,5 %) par rapport à août 2007 (3,2 %).

Les coussins de fonds propres garantissent la résilience du secteur financier en cas de crise

57. Au début de la crise du coronavirus, une série de mesures ont été prises pour faciliter la contribution du secteur financier à la gestion de la crise. Ainsi, les autorités de contrôle micro- et macroprudentiel ont promptement assoupli certaines exigences de fonds propres et de liquidité. Elles ont ainsi permis aux banques d'utiliser les coussins de fonds propres précédemment constitués pour couvrir les pertes et pour continuer de financer l'octroi de crédits ou d'autres formes de soutien aux clients gravement touchés. Le secteur financier a élaboré, en collaboration avec les pouvoirs publics, des mécanismes permettant à la fois de différer les remboursements de prêts et les paiements des primes d'assurance et d'octroyer des prêts bancaires et des assurances-crédit commercial avec une garantie de l'État. Sans ces mesures de soutien général, c'est une vague de défauts de paiement et une perturbation dans l'octroi de crédits aux ménages et aux entreprises durement frappés qui menaçait. Le resserrement du crédit qui en aurait résulté aurait à son tour hypothéqué la reprise économique.

La reprise économique a réduit les risques à court terme pour la stabilité financière

58. La reprise forte et rapide de l'économie, ainsi que les taux de défaut, très bas à ce stade, sur les prêts aux ménages et aux entreprises belges témoignent de l'efficacité de ces mesures temporaires et exceptionnelles. Il ne faut cependant pas perdre de vue que la capacité de remboursement des ménages et entreprises les plus sévèrement touchés reste largement soutenue par différentes mesures de soutien du revenu prises par le pouvoir fédéral ou les régions. Cela étant, la combinaison de toutes ces initiatives a aidé à éviter une vague de défauts de paiement et a, dans une large mesure, sauvegardé le tissu économique. Le risque à court terme pour la stabilité du système financier qu'aurait engendré une forte augmentation des créances douteuses a donc clairement été réduit. En raison principalement de ces pertes de crédit plus limitées qu'initialement prévues, le bénéfice net du secteur bancaire s'est maintenu au cours des neuf premiers mois de 2021 à un niveau nettement supérieur à celui de la période correspondante de 2020 (respectivement 5,3 et 2,7 milliards d'euros). Cela étant, le modèle d'entreprise et la rentabilité du secteur bancaire à moyen terme demeurent des points d'attention importants pour la Banque. Les défis trouvent leur origine dans la longue période de taux d'intérêt très bas et négatifs, la numérisation rapide et poussée des services financiers et la nécessité d'améliorer encore l'efficacité des coûts. C'est particulièrement vrai pour les banques de taille moyenne et petite dont le modèle d'entreprise est axé sur les activités bancaires de détail. Comparées aux grandes banques universelles, elles appliquent souvent un modèle de revenus moins diversifié, centré sur des activités dans lesquelles l'impact de l'environnement de taux bas se fait le plus sentir. En outre, elles bénéficient dans une moindre mesure d'économies d'échelle leur permettant, par exemple, de répartir sur une base d'actifs élargie les coûts des investissements informatiques à consentir dans le cadre de la numérisation.

Quelques mesures de soutien se sont éteintes sans effet abrupt

59. La reprise économique a permis de supprimer progressivement quelques mesures de soutien – qui avaient d'abord été prolongées et, au besoin, ajustées – sans qu'il n'y ait d'effet abrupt (*cliff effect*) significatif sous la forme d'une augmentation des défauts de paiement. La recommandation adressée aux établissements financiers de limiter les distributions de dividendes et autres bénéfices n'a donc pas été prolongée au-delà de sa date d'expiration du 30 septembre 2021, conformément aux décisions de la BCE et du Comité européen du risque systémique (ESRB).

60. Le mécanisme global de report de paiement mis en place pour les crédits existants aux entreprises et aux ménages a expiré à la fin de juin 2021. Cette mesure de soutien avait atteint un pic de 6 % de l'encours des crédits hypothécaires et de 13 % des crédits aux entreprises en septembre 2020. Son utilisation n'a ensuite cessé de diminuer, jusqu'à retomber à un volume très faible au moment où le mécanisme a pris fin. La plupart des ménages et entreprises ont repris le cours normal du remboursement de leurs emprunts. En outre, les banques belges ont proposé des solutions aux entreprises et aux ménages qui avaient encore besoin de reports de paiement ou d'un rééchelonnement de leur dette. Ainsi, le pourcentage de prêts aux entreprises restructurés est passé d'environ 1 % avant la pandémie à 4 % en 2021. Adopter des solutions durables pour les entreprises surendettées viables, à savoir une restructuration ou une annulation partielle de la dette, réduit le nombre de faillites et de défauts dans le chef des entreprises. Ces faillites et défauts de paiement seraient au final préjudiciables au secteur financier même et à la dynamique de la reprise économique. Les autorités de contrôle doivent toutefois continuer de veiller à ce que les banques évaluent

Les banques doivent continuer d'évaluer correctement les créances douteuses et de les provisionner de manière adéquate

correctement les créances douteuses et à ce qu'elles les provisionnent de manière adéquate, de manière à en accélérer la résolution. Les crises financières précédentes ont montré l'importance de reconnaître immédiatement les pertes et de les retirer rapidement du système afin d'écourter la crise et de soutenir la reprise économique.

61. Après l'extinction du premier mécanisme à la fin de 2020, le deuxième mécanisme destiné aux nouveaux prêts aux entreprises assortis d'une garantie de l'État a également atteint son terme à la fin de 2021. Le recours à ce deuxième régime de garantie de l'autorité fédérale était facultatif et réservé aux prêts aux PME d'une durée d'un à cinq ans. À la fin de 2020, l'encours des prêts bancaires avec garantie d'État au titre des deux mécanismes culminait à environ 2 milliards d'euros. En décembre 2021, ce montant avait chuté à moins de 750 millions d'euros. Le recours à ces deux mécanismes est resté globalement plutôt restreint, notamment parce que la demande de nouveaux crédits d'investissement est restée limitée au cours de cette période et que les banques sont restées disposées à maintenir l'octroi de crédits aux entreprises pendant la pandémie même sans cette mesure de soutien.

62. L'octroi de crédits aux sociétés non financières belges a affiché un certain rattrapage dans le courant de 2021, après une période de croissance faible au second semestre de 2020 et au premier semestre de 2021. À la fin du mois de novembre, le taux de croissance annuel des crédits aux sociétés non financières s'établissait à 3,1 %. Toutefois, cette croissance est restée bien en deçà du niveau d'avant la crise, lorsqu'elle atteignait des taux de 5 % et plus.

L'octroi de crédits hypothécaires et les prix des logements ont augmenté à un rythme soutenu

63. En revanche, sous l'impulsion des crédits hypothécaires, les crédits aux ménages ont à nouveau suivi une évolution très dynamique, enregistrant une croissance annuelle supérieure à 5 % au second semestre de 2021. Celle-ci s'est accompagnée d'une accélération significative de la progression des prix des logements, qui a atteint près de 10 % au troisième trimestre. Les logements sont devenus plus chers en dépit d'une nouvelle expansion du parc immobilier, qui, si on rapporte le nombre de logements au nombre de ménages en Belgique, a affiché son niveau le plus élevé depuis au moins trente ans. La hausse rapide des prix des logements et des prêts hypothécaires a donc, ces derniers temps, été alimentée principalement par des facteurs de demande. Toutefois, ce vif renchérissement ne peut s'expliquer uniquement par l'augmentation progressive de la taille moyenne ou de l'efficacité énergétique des logements vendus, par l'évolution du revenu disponible des ménages, des taux hypothécaires et de la démographie ou par des modifications apportées à la fiscalité immobilière. Si cette évolution des prix devait s'avérer insoutenable dans un contexte économique modifié, une forte diminution des prix des logements pourrait constituer une menace pour la stabilité financière. D'autant que le taux d'endettement des ménages belges continue de grimper fortement en raison du dynamisme des crédits. Il s'établit désormais à 63 % du PIB, ce qui est largement supérieur au niveau d'il y a dix ans (55 %) et, désormais aussi, fût-ce dans une moindre mesure, à la moyenne correspondante des pays de la zone euro (61 %).

Des facteurs de demande ont alimenté la croissance rapide des prix des logements et des crédits hypothécaires

Les mesures macroprudentielles pour le marché du logement restent d'actualité

64. L'octroi de crédits hypothécaires a entre-temps largement exposé le secteur bancaire belge et quelques entreprises d'assurance au marché du logement. Ce risque est toutefois atténué par deux mesures macroprudentielles prises par la Banque, mesures dont l'objectif est double : d'une part, empêcher les risques dans le secteur financier de continuer de s'accumuler et, d'autre part, veiller à ce que les banques travaillant avec un modèle interne de risque détiennent suffisamment de fonds propres pour absorber les pertes et les chocs de manière ordonnée.

65. Pour éviter que les risques ne continuent de croître, la Banque a édicté au début de 2020 des attentes prudentielles pour les prêts hypothécaires belges, qui s'appliquent à tous les types de prêteurs. Par conséquent, en 2020 et au premier semestre de 2021, les prêts présentant une quotité de financement élevée ont été beaucoup moins nombreux que les années précédentes. Les recommandations pour les crédits aux primo-acquéreurs étant les plus souples, la part des jeunes emprunteurs est restée inchangée, à environ 35 % des nouveaux prêts. La réduction des quotités d'emprunt protège les nouveaux emprunteurs contre le surendettement et garantit que les risques des portefeuilles de crédit des établissements financiers n'augmentent pas davantage.

La part des jeunes dans les nouveaux prêts hypothécaires est restée inchangée, à 35 %

66. Toutefois, les critères d'emprunt dans la production récente ne se sont pas encore améliorés au point de justifier une adaptation de la deuxième mesure macroprudentielle. Cette mesure consiste en un coussin de fonds propres supplémentaire destiné à couvrir les risques systémiques dans les portefeuilles des banques recourant à un modèle de risques interne pour calculer les exigences minimales de fonds propres. Ce calcul aboutit généralement à des pondérations de risque très faibles, la Belgique n'ayant jamais connu de crise immobilière. Il sous-estime donc les pertes potentielles en cas de choc important sur le marché. Le coussin a été instauré en 2013 et a été prolongé d'un an en 2021. Les adaptations éventuelles à y apporter à la lumière de l'amélioration récente des critères de crédit ne seront envisagées qu'après sa prochaine prolongation. Mais en cas de crise sur le marché immobilier, ce coussin peut être libéré immédiatement afin que les banques puissent utiliser le capital pour couvrir des pertes. Les fonds propres ainsi libérés devront en outre être utilisés pour financer des solutions à apporter aux clients rencontrant des problèmes de remboursement, tout en tenant compte des risques, afin qu'une éventuelle crise de l'immobilier ne soit pas aggravée par une large vague de défauts de paiement, d'expulsions et de ventes forcées de logements.

Une activation du coussin de fonds propres contracycliques pourrait s'avérer nécessaire dans un avenir proche

67. L'utilisation contracyclique des coussins de fonds propres – constitués en période de conjoncture favorable pour être libérés en période de crise – a été appliquée par la Banque pour la première fois au début de la pandémie. Le coussin de fonds propres dit contracyclique de 0,5 % avait alors été libéré, pour un montant d'environ 1 milliard d'euros. Ce coussin n'a pas encore été réactivé. Toutefois, les prix élevés des actifs sur les marchés financiers et l'intensité du dynamisme observé sur le marché belge du logement indiquent que le cycle financier est fortement orienté à la hausse. La Banque continuera d'analyser de près la nécessité et les modalités d'une éventuelle activation de ce coussin dans le courant de 2022.

68. Les mesures macroprudentielles constituent en effet la première ligne de défense pour absorber les éventuelles retombées, sur la stabilité financière, d'une politique monétaire et budgétaire très expansive. Leur activation étend la marge de manœuvre nécessaire pour poursuivre ces politiques expansionnistes. Il convient toutefois de noter que la politique macroprudentielle ne peut pas endiguer tous les risques. En outre, les coussins de fonds propres, tel le coussin de fonds propres contracyclique, ne sont pas en tant que tels de nature à freiner le cycle financier. Ils obligent uniquement les banques à constituer une réserve pour combler les pertes éventuelles en cas de crise.

La politique macroprudentielle constitue la première ligne de défense pour absorber les retombées, sur la stabilité financière, d'une politique monétaire et budgétaire très expansive

La Banque appelle à une transposition conforme de Bâle III pour les banques européennes

69. Les autorités de réglementation étant appelées à tirer les leçons utiles des moments de crise, la crise financière mondiale de 2008 a induit un remaniement en profondeur de la réglementation et du contrôle du système financier. Le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire a achevé ses réformes de la réglementation bancaire à la fin de 2017 par la publication de mesures limitant et complétant, par l'*output floor*, l'utilisation de modèles internes pour la détermination des actifs pondérés par les risques (c.-à-d. le dénominateur du ratio de capital fondé sur les risques). Cette dernière exigence prévoit que le total des actifs pondérés par les risques tel que calculé par les modèles internes ne peut pas être inférieur à 72,5 % du même total des actifs pondérés par les risques tel que calculé par la méthode standard, plutôt conservatrice. La Banque regrette que, dans sa proposition de la fin d'octobre 2021, la Commission européenne ne transpose pas intégralement ces normes de Bâle III dans la réglementation européenne. La période transitoire pour l'adoption de l'*output floor* est plus longue et les mesures de transition vont beaucoup plus loin que les dispositions du Comité de Bâle. Par ailleurs, la proposition maintient les dérogations existantes aux règles de Bâle actuellement en vigueur dans la réglementation européenne, qui allègent les exigences pour les banques européennes. De plus, il est proposé que l'*output floor* ne soit imposé qu'au niveau consolidé des groupes bancaires internationaux, alors que, jusqu'à présent, les normes bancaires s'appliquaient toujours aussi à leurs différentes filiales locales.

70. La Banque, favorable à ce que les normes de Bâle III soient mises en œuvre intégralement et à temps, a adressé, de concert avec plus de 25 autres banques centrales et autorités de contrôle européennes, un courrier en ce sens au commissaire européen chargé des services financiers. En effet, à long terme, l'économie a intérêt à ce que les banques soient suffisamment capitalisées, en ce qu'elles constituent un facteur important, sans doute le plus important, pour la résilience du système financier. De surcroît, la proposition de n'appliquer l'*output floor* qu'au niveau consolidé crée un précédent regrettable pour les États membres, tels que la Belgique, qui accueillent des banques d'autres États membres européens, étant donné que l'union bancaire n'est pas encore achevée. La stabilité financière ne peut être garantie que si les filiales des groupes bancaires étrangers qui jouent un rôle de premier plan dans le secteur bancaire national détiennent elles aussi des capitaux en suffisance pour absorber d'éventuels chocs substantiels et imprévus.

Les filiales locales des groupes bancaires étrangers doivent détenir des capitaux en suffisance pour garantir la stabilité financière du secteur bancaire national

Le cadre réglementaire de l'intermédiation financière non bancaire doit être renforcé

71. Si les fonds d'investissement belges ont bien résisté au choc du COVID-19, la Banque accorde également une haute priorité au renforcement du cadre réglementaire de l'intermédiation financière non bancaire. En effet, la crise du coronavirus et la fuite vers la liquidité (*dash for cash*) qui s'est ensuivi en mars 2020 ont montré que des vulnérabilités subsistaient dans certains sous-segments du marché monétaire, du marché obligataire et du marché des fonds immobiliers. En outre, comme on a pu le constater à la lumière des affaires Greensill et Archegos au premier trimestre de 2021, des développements dans le secteur financier non bancaire peuvent avoir une grande incidence sur le secteur bancaire. Il s'agit de tirer correctement les leçons de ces expériences et de renforcer le cadre réglementaire là où cela s'impose. La Banque soutient pleinement les travaux en cours en la matière aux échelons international et européen. Les autorités de contrôle et de réglementation devront également continuer de surveiller de près les risques liés aux interconnexions entre banques et non-banques. Elles devront également se pencher sur l'éventuelle nécessité de compléter la réglementation existante, notamment quant aux expositions systémiques, par exemple aux contreparties centrales pour les instruments dérivés.

La numérisation et le changement climatique en tête des priorités

72. Si la numérisation du monde financier offre des opportunités aux établissements financiers, elle comporte aussi différents risques. C'est pourquoi, en septembre 2021, la Commission européenne a proposé une stratégie visant à promouvoir cette innovation numérique et à créer un marché numérique unique pour les services financiers. Toutefois, l'ensemble de mesures proposées en matière de finance numérique vise tout autant à mieux maîtriser les risques liés à l'innovation numérique. On y trouve des propositions concernant les marchés de crypto-actifs (MiCA), la résilience opérationnelle numérique (DORA) et la technologie des registres distribués (DLT). Les propositions visent par ailleurs à combler une lacune dans la législation européenne pour éviter que le cadre juridique actuel n'entrave l'utilisation de nouveaux instruments financiers numériques, tout en garantissant que ces nouvelles technologies et ces nouveaux produits soient conformes à la réglementation et à la gestion des risques opérationnels des entreprises au sein de l'Union européenne. L'objectif de ces initiatives est d'encourager l'innovation et les nouvelles technologies financières, tout en assurant une protection suffisante des consommateurs et des investisseurs. En effet, il est de plus en plus crucial de garantir la cybersécurité et la continuité des systèmes informatiques sous-jacents pour assurer la disponibilité et le fonctionnement des prestataires de services financiers essentiels. Il s'agit de continuer de veiller à ce que les organes d'administration des acteurs financiers disposent de l'expertise et des informations nécessaires pour suivre adéquatement ces risques et prendre les mesures qui s'imposent pour les maîtriser. L'émergence des cryptomonnaies et des crypto-actifs requiert l'élaboration d'un cadre solide afin de garder sous contrôle les risques auxquels est exposée la stabilité financière. Enfin, tous les établissements financiers doivent adapter leur modèle d'entreprise à mesure que les préférences des clients en matière de services financiers changent, sans pour autant perdre de vue l'accès aux services bancaires pour les clients moins familiers avec l'utilisation d'outils digitaux. L'offre de services financiers tend à privilégier les canaux numériques et est à même d'exploiter les dernières innovations technologiques. De plus en plus, les établissements financiers doivent à cet égard concurrencer également les prestataires de services non bancaires. À ce propos, l'enquête FinTech de la Banque montre que, si la plupart des banques belges ont certes établi une vision stratégique en matière de FinTech et

L'émergence des cryptomonnaies et des crypto-actifs requiert l'élaboration d'un cadre solide afin de garder sous contrôle les risques auxquels est exposée la stabilité financière

de numérisation, on note des divergences importantes d'un établissement à l'autre sur le plan de la performance numérique et du développement d'applications innovantes ou numériques. Le risque existe que le modèle d'entreprise de certaines banques soit mis sous pression, et pas uniquement en raison de la concurrence de nouveaux acteurs tels que les BigTechs. Il se pourrait aussi que les banques les plus avancées en termes de numérisation et d'intégration de solutions FinTech placent la barre plus haut pour tous les acteurs du secteur en répondant mieux et/ou plus efficacement aux besoins des clients.

73. En publiant son rapport sur l'euro numérique à la fin de 2020, la BCE a entamé un examen approfondi quant à la nécessité de disposer de sa propre monnaie numérique et aux modalités de son émission. Si un euro numérique devait être émis, il viserait à soutenir la numérisation de l'économie européenne et à garantir la souveraineté sur les monnaies numériques étrangères ou les moyens de paiement privés. L'argent liquide ayant tendance à être moins utilisé, du moins dans certains États membres, ce projet pourrait offrir aux citoyens une alternative pour sécuriser leur accès à la monnaie de banque centrale. Il ne s'agit toutefois aucunement de décourager ou d'éliminer progressivement l'utilisation de l'argent liquide, ni de concurrencer le secteur privé. Ce qui est recherché, en revanche, c'est une meilleure coopération entre les banques, les établissements de paiement et les autres établissements financiers. La Banque coopère avec les autres banques centrales de la zone euro sur ce projet dans le cadre de la *High Level Task Force*, qui examine les principaux aspects de la conception et des caractéristiques de l'euro numérique.

74. Le changement climatique et la transition vers une économie plus durable et bas carbone peuvent eux aussi avoir une incidence importante sur l'économie et sur la stabilité du système financier. Les autorités prudentielles étudient comment intégrer les risques climatiques dans la réglementation prudentielle, tandis que les autorités de contrôle veillent à ce que les établissements financiers analysent, surveillent et gèrent ces risques. Le Network for Greening the Financial System (NGFS) reste une grande source d'inspiration pour les autorités de réglementation et de contrôle. Il s'agit d'un partenariat mondial de banques centrales et d'autorités de contrôle visant à échanger des connaissances et des expériences sur les risques climatiques et environnementaux et sur la finance durable. La Banque participe activement à ces travaux européens et internationaux sur les risques climatiques afin d'élaborer une approche de la réglementation et du contrôle qui soit fondée sur le risque. Pour le secteur bancaire, le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire examine par exemple comment ces risques pourraient être intégrés dans l'évaluation des risques propres à l'entreprise (deuxième pilier) et dans les exigences minimales de fonds propres (premier pilier) du cadre de Bâle. Ces exigences de fonds propres doivent toutefois continuer d'être fondées sur les risques. Il ne peut donc être question d'alléger des exigences de fonds propres que s'il peut être démontré que les expositions concernées sont moins risquées, et il faut par ailleurs appliquer des exigences de fonds propres accrues aux expositions qui sont très sensibles aux risques climatiques. Entre-temps, des progrès ont été réalisés dans la définition de normes de mesure (taxonomie) et de reporting des expositions sensibles aux risques climatiques, et les travaux se sont poursuivis sur l'instauration d'un reporting des risques climatiques afin de garantir que les établissements financiers du monde entier rendent compte de manière uniforme de ces risques. La création de l'International Sustainability Standards Board par l'IFRS Foundation devrait permettre un reporting de ces risques qui soit comparable et cohérent au niveau international. En attendant que davantage de données soient disponibles et que la réglementation prudentielle soit adaptée, la Banque recommande aux établissements financiers belges de recenser et de maîtriser au mieux ces risques climatiques. À cet effet, la Banque a notamment publié à la fin de 2020 une circulaire exposant ses attentes en matière de collecte et d'intégration dans la gestion des risques des données relatives à l'efficacité énergétique des expositions immobilières. Ces données doivent également être communiquées

La Banque collabore activement à l'élaboration, dans la réglementation et le contrôle, d'une approche des risques climatiques qui soit fondée sur le risque

à la Banque pour les nouveaux prêts hypothécaires. Le stress test lié au climat qu'effectuera le SSM en 2022 constitue un exercice intéressant qui permettra notamment de montrer l'état d'avancement des banques belges dans l'analyse de leurs risques climatiques.

Une nouvelle autorité européenne pour renforcer la lutte contre le blanchiment de capitaux et le financement du terrorisme

75. La Commission européenne a présenté en juillet un ensemble ambitieux de propositions législatives visant à renforcer les règles de l'UE en matière de lutte contre le blanchiment de capitaux et le financement du terrorisme. Ce paquet législatif contient également une proposition de création d'une nouvelle autorité de l'UE dans le domaine de la lutte contre le blanchiment de capitaux. Il s'inscrit dans le cadre de l'engagement pris par la Commission de protéger les citoyens de l'UE et le système financier de l'UE contre le blanchiment de capitaux et le financement du terrorisme. Son objectif est de permettre de mieux détecter les transactions et activités suspectes et de combler les failles dont profitent les criminels pour blanchir le produit d'activités illicites ou pour financer des activités terroristes par l'intermédiaire du système financier. Les mesures renforcent considérablement le cadre existant de l'UE en tenant compte de l'émergence de nouveaux défis liés à l'innovation technologique. Parmi ces défis figurent les monnaies virtuelles, la plus grande intégration des flux financiers dans le marché unique et le caractère international des organisations terroristes. La Banque soutient ces propositions, en ce qu'elles permettront de créer un cadre beaucoup plus harmonisé afin que les opérateurs soumis aux règles en matière de blanchiment de capitaux et de financement du terrorisme puissent plus facilement s'y conformer, en particulier lorsqu'ils ont des activités transfrontières.

76. Au cours de la période sous revue, la question du « de-risking » est devenue de plus en plus aigüe et problématique. Le de-risking est un phénomène complexe qui consiste essentiellement à ce que les institutions financières appliquent de manière inadéquate la législation anti-blanchiment et cessent de fournir des services financiers à des secteurs entiers ou des catégories entières de clients. Cela a évidemment des conséquences sociales et économiques importantes. Suite à un avis relatif à ce phénomène publié par l'Autorité bancaire européenne (EBA) au début de 2022, la Banque a précisé ses attentes à l'égard du secteur par le biais d'une circulaire. Pour la Banque, il s'agira également d'un élément clé de ses actions de contrôle au cours de la période à venir. La Banque réalise qu'une approche équilibrée est nécessaire qui permette de satisfaire aux obligations en matière de lutte contre le blanchiment d'argent tout en assurant certaines responsabilités sociales spécifiques. La Banque espère que le cadre de politique fourni y contribuera.

Des changements importants au cadre légal régissant la résolution des institutions (susceptibles d'être) défaillantes

77. La Banque exerce également un mandat d'autorité de résolution nationale, dans le cadre de l'Union bancaire, aux côtés du SRB et des autres autorités de résolution nationales des États membres participants. Des changements importants ont été apportés au cadre légal régissant la résolution par la directive BRRD2, transposée en droit belge en 2021. Par exemple, la directive BRRD2 introduit les concepts d'« entité de résolution » et de « groupe de résolution ». Les plans de résolution de groupe doivent désormais identifier, au sein d'un groupe bancaire, d'une part, les entités auxquelles l'autorité de résolution prévoit d'appliquer les instruments de résolution en cas de défaillance et, d'autre part, celles qui continueraient de fonctionner sans entrer en résolution. Cette distinction permet de différencier

La transposition de la directive BRRD2 en droit belge a constitué l'un des développements les plus marquants en matière de résolution

les stratégies de résolution à point d'entrée unique (SPE), dans lesquelles seule l'entreprise mère ferait l'objet d'une résolution, des stratégies de résolution à points d'entrée multiples (MPE). Dans ces dernières, les instruments de résolution seraient appliqués tant à l'entreprise mère qu'à certaines de ses filiales, ce qui entraînerait le démantèlement du groupe. En outre, le cadre réglementaire relatif à l'exigence minimale de fonds propres et d'engagements éligibles (minimum requirement for own funds and eligible liabilities – MREL) a été profondément remanié, et les règles en matière de subordination des instruments MREL ont été durcies. Toutefois, d'autres ajustements sont souhaitables, qui renforceraient plus encore le second pilier de l'Union bancaire. Ceux-ci visent en particulier l'élargissement du test d'intérêt public, qui permettrait de recourir aux instruments de résolution pour un plus large éventail de banques, ou encore l'harmonisation du rang des dépôts afin d'éviter que ceux-ci ne fassent l'objet d'un *bail-in* dans le cadre d'une résolution. De même, le traitement des groupes bancaires en résolution – et en particulier le modèle du point d'entrée unique – doit être solidifié car, aujourd'hui, ce modèle n'établit qu'une présomption qui ne permet pas de garantir une solidarité de groupe en cas de résolution. Ceci soulève en filigrane la question du partage de la charge (*burden sharing*), en cas de crise, entre État d'origine (*home state*) et État d'accueil (*host state*), qui doit trouver une réponse à la hauteur des enjeux.

Pierre Wunsch
Gouverneur

Bruxelles, le 2 février 2022