

Développements
économiques
et financiers





1. Économie internationale

- 1.1 L'inflation totale a continué de ralentir en 2023, tandis que l'inflation sous-jacente a atteint son pic seulement cette année et toutes deux sont restées élevées d'un point de vue historique 49
- 1.2 Les banques centrales ont mis un terme à la hausse des taux d'intérêt 54
- 1.3 Les déficits publics sont restés à des niveaux élevés dans les principales économies 60
- 1.4 Les gouvernements cherchent à soutenir des secteurs stratégiques par le biais de la politique industrielle et du protectionnisme 64
Encadré 1 – Résurgence de la politique industrielle axée sur une plus grande autonomie stratégique, une position plus compétitive et une transition verte plus rapide
- 1.5 Bien que l'économie mondiale ne se soit pas complètement remise des chocs successifs, la croissance a mieux résisté que prévu en 2023 72

1.1 L'inflation totale a continué de ralentir en 2023, tandis que l'inflation sous-jacente a atteint son pic seulement cette année et que toutes deux sont restées élevées d'un point de vue historique

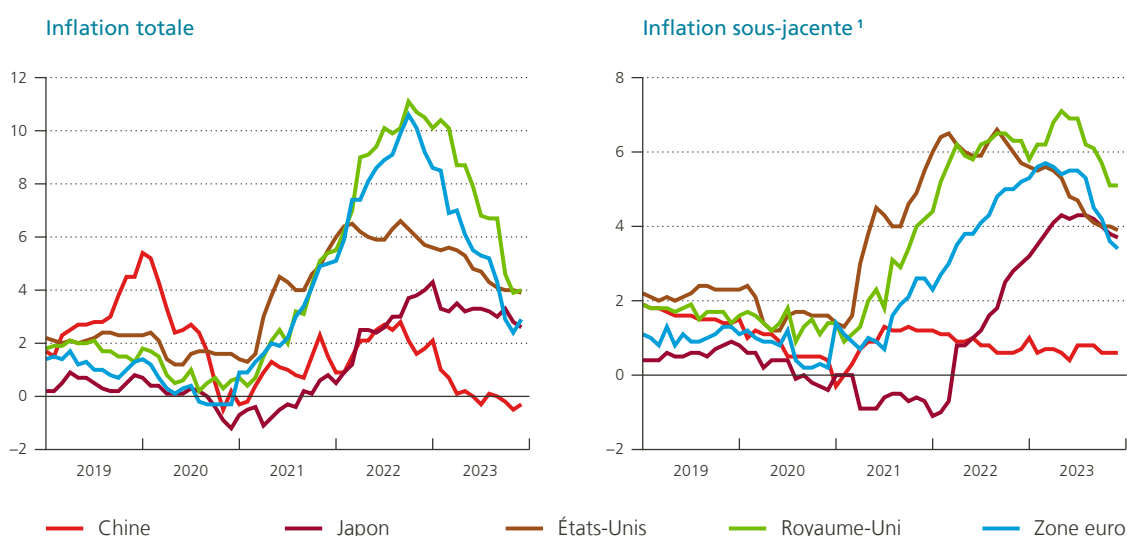
Après trois années très mouvementées, jalonnées de chocs majeurs auxquels les gouvernements ont réagi de diverses manières, les principales économies sont entrées dans des eaux plus calmes en 2023. Si la pandémie de COVID-19 n'est bien entendu pas entièrement résolue, le coronavirus est désormais une maladie

endémique qui n'a plus guère d'incidence sur l'activité économique. L'invasion de l'Ukraine par la Russie et la guerre à Gaza ont certes causé des pertes tragiques mais, sur le plan économique, le monde n'a pas subi de choc majeur en 2023. L'incertitude n'en demeure pas moins grande et trouve en partie son origine dans les choix politiques qui s'imposent.

Graphique 1.1

L'inflation totale n'a cessé de refluer cette année, là où l'inflation sous-jacente n'a atteint son apogée qu'en cours d'année

(pourcentages, croissance annuelle)



Sources : Eurostat, LSEG.

¹ L'inflation sous-jacente se définit comme suit : Japon : toutes les composantes à l'exclusion des produits alimentaires frais et de l'énergie ; États-Unis et Chine : toutes les composantes hormis l'alimentation et l'énergie ; Royaume-Uni et zone euro (EA) : toutes les composantes exception faite de l'alimentation, de l'énergie, de l'alcool et du tabac.



Comment les autorités feront-elles face aux défis structurels tels que la numérisation (et l'intelligence artificielle), la politique climatique et la transition énergétique, et quels bouleversements ces gageures pourraient-elles engendrer dans l'équilibre des pouvoirs économiques ?

Dans toutes les grandes économies avancées, l'inflation totale a considérablement ralenti cette année tout en demeurant élevée dans une perspective historique. Hormis au Japon, où le taux d'inflation total n'a atteint son pic qu'en janvier 2023, les taux d'inflation dans les grandes économies ont poursuivi la tendance baissière qu'ils avaient amorcée à la fin de 2022. Dans la zone euro, le taux annualisé s'est établi à 5,4 % en 2023, tandis qu'il est ressorti à 4,1 % aux États-Unis. Au Japon, les taux d'inflation sont demeurés beaucoup plus faibles que dans les autres économies avancées, avec une inflation totale de 3,2 % en glissement annuel en 2023. La hausse des prix y a pourtant aussi enregistré au début de cette année son niveau le plus élevé en 32 ans, voire depuis le début des années 1980 si l'on fait abstraction des périodes de relèvement des taux de TVA. Historiquement parlant, l'inflation est aussi demeurée forte dans les autres grandes économies. Les taux annuels sont restés bien supérieurs aux objectifs fixés par les banques centrales des États-Unis, de la zone euro et du Royaume-Uni, malgré le resserrement inédit de leurs politiques monétaires (cf. section 1.2). La Chine, en proie à une crise immobilière et à d'autres problèmes économiques structurels qui ont érodé la confiance des consommateurs après la réouverture de l'économie à la fin de 2022 (cf. section 1.5), a fait figure d'exception. L'inflation y a dégringolé avec un taux moyen de seulement 0,2 % en base annuelle pour 2023, restant ainsi nettement en deçà de l'objectif d'environ 3 % fixé par le Conseil des Affaires de l'État de la Chine.

Les taux d'inflation dans les pays de la zone euro ont continué de présenter des évolutions hétéroclites, bien que moins marquées que l'année précédente, et sont demeurés beaucoup plus élevés qu'avant la pandémie. Plusieurs raisons expliquent ces écarts d'inflation : des motifs d'ordre administratif (divergences quant à l'ampleur et au calendrier du retrait progressif des mesures de soutien adoptées en réponse à la crise énergétique de 2022), des effets de débordement et de base, des compositions différentes du panier de consommation (de sorte que l'inflation alimentaire, par exemple, a un poids plus important dans certains pays), des structures

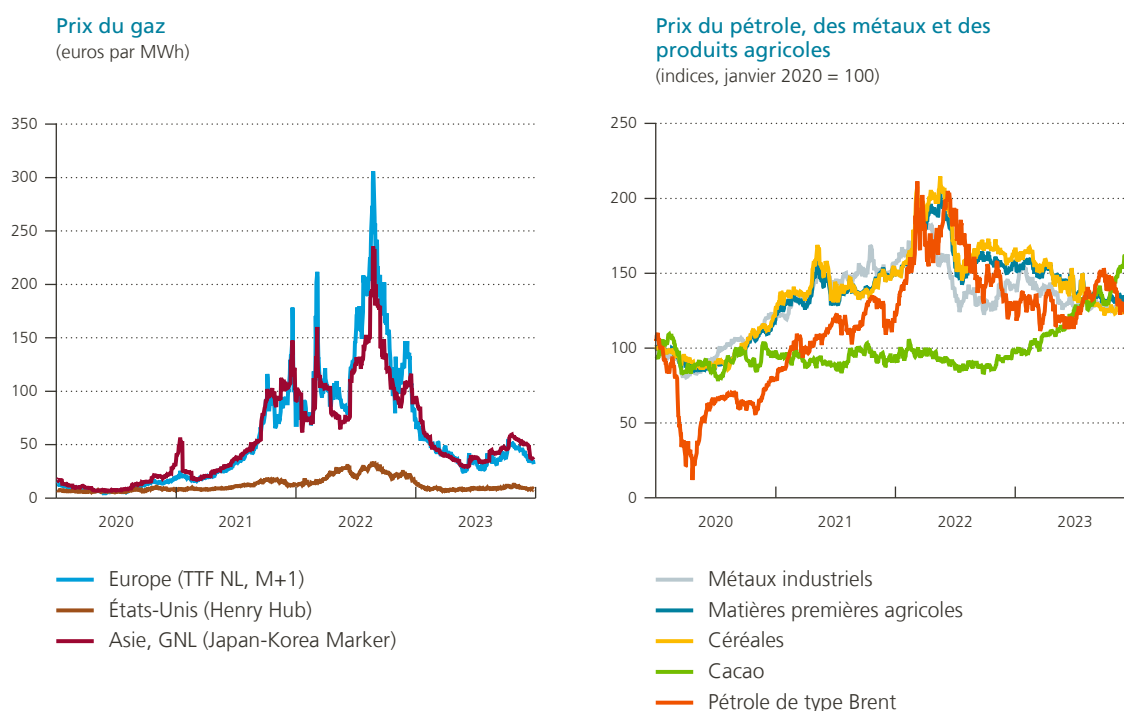
économiques différentes et des évolutions diverses du cycle conjoncturel et de la croissance des revenus.

En 2023, tandis que des facteurs internes et l'inflation alimentaire ont soutenu la croissance des prix, l'inflation totale a été freinée par le recul des prix de l'énergie, par le resserrement de la politique monétaire et par la perte de robustesse de la demande. L'invasion de l'Ukraine par la Russie a provoqué une crise aiguë sur les marchés de l'énergie et sur ceux des matières premières dès février 2022. Outre la réduction concrète des livraisons de gaz en provenance de Russie, la course qui s'est engagée afin d'approvisionner les stocks de gaz européens suffisamment avant l'hiver a également joué un rôle important dans l'augmentation massive des prix du gaz et, dans la foulée, de ceux de l'électricité. Cependant, les réponses politiques vigoureuses de l'UE et de plusieurs pays fortement touchés, associées à un léger déclin de la consommation d'énergie, ont considérablement comprimé les prix élevés de l'énergie vers le début de 2023 (cf. graphique 1.2). Toutefois, les cours du pétrole et

du gaz sont restés nettement plus hauts qu'avant la pandémie. Les prix structurellement supérieurs du gaz en Europe, surtout par rapport aux États-Unis, risquent de nuire à la compétitivité-coût de l'Europe, en particulier dans l'industrie énergivore (cf. chapitre 6). La chute vertigineuse des prix de l'énergie après le pic atteint à la mi-2022 a entraîné une croissance annuelle très négative des prix de l'énergie, apportant une contribution baissière aux taux d'inflation totaux pendant une grande partie de l'année. À la suite des attaques perpétrées par le Hamas le 7 octobre et de la riposte israélienne qui s'est ensuivie dans la bande de Gaza, la nervosité s'est brièvement intensifiée sur les marchés pétroliers. De manière générale, l'incidence est restée limitée en 2023 et les cours du pétrole se sont rapidement normalisés. Ils ont clôturé l'année à un niveau à peu près équivalent à celui qu'ils affichaient au début de 2023. Les dérèglements des chaînes de valeur mondiales causés par la pandémie, qui ont influé sur l'offre et donc sur les prix jusqu'en 2022, se sont en grande partie dissipés en 2023. Ce constat explique pourquoi les États-Unis, qui avaient beaucoup souffert de ces

Graphique 1.2

Les prix de l'énergie et des matières premières baissent, mais des facteurs structurels les maintiennent à des niveaux plus élevés qu'avant la pandémie



Sources: BCE, Bloomberg, LSEG.

problèmes logistiques mais avaient été moins touchés par les renchérissements de l'énergie, ont été la première grande économie à voir l'inflation totale atteindre un point d'inflexion lorsque ces perturbations d'approvisionnement s'étaient résorbées et que la demande de rattrapage après la pandémie avait également culminé. Vers la fin de l'année, le conflit au Moyen-Orient a eu des retombées sur la navigation et sur les échanges commerciaux: depuis la mi-décembre, la plupart des grandes sociétés d'armateurs ont décidé de ne plus transiter par la mer Rouge après plusieurs attaques des rebelles houthis. Or, dans la mesure où 12 % du commerce de marchandises outre-mer (et environ 30 % du volume mondial de conteneurs) sont normalement acheminés par cette route et où les coûts d'expédition augmentent fortement en raison de primes d'assurance accrues et/ou d'un contournement du cap sud de l'Afrique (sans compter sur des retards de livraison), une incidence sur les prix de consommation est à craindre.

La montée continue des prix des denrées alimentaires, bien que nettement moins prononcée que l'année précédente, tient à plusieurs facteurs: principalement des conditions météorologiques extrêmes et inhabituelles, qui ont eu de fortes répercussions sur les récoltes en plusieurs endroits, mais aussi la croissance des salaires et

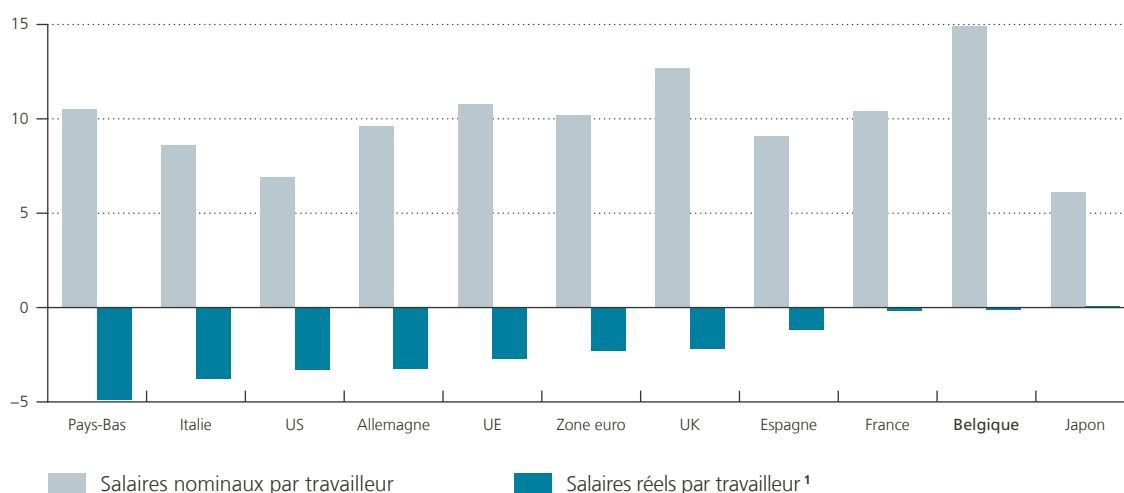
les retombées de l'invasion de l'Ukraine par la Russie. L'exemple le plus cité cette année a été le prix mondial de l'huile d'olive, qui a atteint un sommet sans précédent en décembre. La principale raison de cette flambée des prix réside dans l'extrême sécheresse causée par des vagues de chaleur en Espagne, premier producteur mondial d'huile d'olive, tandis qu'une bactérie a touché des millions d'arbres déjà affaiblis par la chaleur en Italie. En 2023, le cours du cacao a également atteint un pic mondial en raison des conditions météorologiques exceptionnellement humides qui ont endommagé les récoltes en Afrique de l'Ouest. Les prix d'autres matières premières agricoles et de plusieurs céréales ont en revanche baissé au cours de l'année. Le tassement de la demande, la disparition des problèmes d'approvisionnement et le ralentissement de l'industrie et de la construction (cf. section 1.4) ont également rendu les métaux industriels légèrement moins onéreux. Cependant, les prix restent structurellement plus élevés qu'avant la pandémie, en partie du fait de la demande accrue de métaux découlant de politiques climatiques et industrielles plus ambitieuses (cf. encadré 1).

La croissance des salaires nominaux par travailleur réagit avec un certain décalage à l'augmentation du coût de la vie. Pour autant, la croissance

Graphique 1.3

Les salaires réels ont baissé dans la plupart des pays entre 2021 et 2023

(croissance cumulée, pourcentages, 2021-2023)



Source: CE.

1 Les salaires réels par travailleur ont été déflatés par le déflateur de la consommation privée.

vigoureuse enregistrée jusqu'ici ne semble pas avoir déclenché de spirale salaires-prix. Un tel phénomène se produit lorsque les coûts salariaux s'accroissent sous l'effet d'une poussée inflationniste, qu'ils se répercutent ensuite sur les prix et que ce renchérissement entraîne à son tour une hausse des revendications salariales, et ainsi de suite. Sur la base des chiffres actuels, tel ne semble pas être le cas à ce stade: dans la plupart des pays, les salaires réels ont diminué ou se sont stabilisés depuis le début de 2021. Les salaires nominaux ont certes rattrapé leur retard cette année, mais ils restent en retrait par rapport à l'inflation. Ce rattrapage s'est produit sur fond de marchés du travail très résilients, tant dans la zone euro qu'en dehors. En Belgique, la croissance des salaires réels en 2023 a presque entièrement compensé la baisse de 2022, principalement par le mécanisme d'indexation automatique, en vertu duquel la croissance des salaires nominaux reflète rapidement et presque intégralement l'alourdissement du coût de la vie. L'élévation des salaires nominaux ne s'est pas traduite par une inflation soutenue ou par des anticipations d'inflation plus élevées. Au contraire, comme indiqué précédemment, les taux de croissance de l'inflation totale et de l'inflation sous-jacente se sont repliés en cours d'année.

L'inflation sous-jacente, qui ne tient pas compte des prix des produits alimentaires ni de ceux de l'énergie, généralement volatils,

a également commencé à marquer le pas cette année, suivant en cela l'inflation totale, fût-ce plus lentement et de manière moins prononcée. Aux États-Unis, l'inflation totale et l'inflation sous-jacente ont culminé simultanément. Les producteurs américains ont subi nettement moins de pression sur les prix sous l'effet de l'augmentation des coûts de production s'exerçant par le canal des prix de l'énergie. Les tensions sur le marché du travail ont diminué aux États-Unis en 2023, même si la demande de main-d'œuvre est restée élevée. Au Royaume-Uni, dans la zone euro et au Japon, la transmission du renchérissement des denrées alimentaires et de l'énergie à d'autres prix dans l'économie, d'une part, et les pénuries continues sur les marchés du travail, d'autre part, sont les principales raisons expliquant la persistance de l'inflation de base élevée. L'inflation dans le secteur des services, en particulier, est restée relativement tenace et a apporté une contribution positive à l'inflation de base. Pourtant, même s'agissant de l'inflation sous-jacente, le point de basculement semble avoir été atteint dans tous les grands blocs économiques. Le resserrement sensible de la politique monétaire (cf. section 1.2 et chapitre 2), la répercussion du recul des cours de l'énergie sur les prix à la consommation, le relâchement des contraintes d'approvisionnement et le tassement général de la demande de biens et de services sont autant de facteurs qui expliquent ce constat.

1.2 Les banques centrales ont mis un terme à la hausse des taux d'intérêt

L'inflation étant restée nettement supérieure aux objectifs dans les économies avancées, les banques centrales de la plupart de ces pays ont poursuivi le durcissement de leur politique monétaire en 2023. Après plus de dix ans de politiques monétaires accommodantes, ces banques centrales ont maintenu la dynamique du processus accéléré de normalisation entamé en 2022. La reprise économique post-COVID et l'invasion de l'Ukraine par la Russie ont engendré des taux d'inflation élevés et persistants. Confrontées à cette réalité, les banques centrales ont intensifié le resserrement de leur politique monétaire pour prévenir des effets de second tour et éviter un désancrage des attentes d'inflation susceptible de déclencher une dynamique autoréalisatrice.

Bien que les banques centrales des économies avancées n'aient pas toutes commencé à durcir leur politique monétaire simultanément, la plupart d'entre elles ont mis fin au cycle d'augmentation des taux directeurs à partir de la mi-2023. Les disparités dans l'origine, la sévérité et la persistance de l'inflation entre les pays ont entraîné des variations dans le déclenchement et le rythme de ce processus. Depuis le milieu de l'année 2023, en raison de la diminution en cours de l'inflation et de l'alignement graduel des prévisions d'inflation sur les objectifs fixés, la fin du cycle de resserrement monétaire a été entamée et un assouplissement monétaire est envisagé durant l'année 2024.

Parmi toutes les banques centrales, la Banque d'Angleterre a adopté une approche particulièrement proactive dans le domaine de la vente des obligations acquises en vue de soutenir l'économie pendant l'ère de l'assouplissement quantitatif. Lors de sa réunion de septembre 2022, la Banque d'Angleterre a approuvé la réduction du

stock d'obligations « gilts » de 80 milliards de livres sterling au cours des douze mois suivants. Cette diminution avait été postposée d'un mois à la suite de la publication du « mini-budget » et de la forte volatilité sur les marchés qui s'est ensuivie. Elle s'est poursuivie en 2023, avec l'annonce, en septembre, d'une nouvelle série de ventes d'obligations visant à alléger le bilan de 100 milliards de livres sterling sur la période allant d'octobre 2023 à septembre 2024, le but étant d'afficher un total bilanciel de 658 milliards de livres sterling. Parallèlement, la Banque d'Angleterre a relevé son taux directeur à cinq reprises au cours de l'année, le portant de 3,5 % à 5,25 % en août 2023. Le taux a depuis lors été maintenu à ce niveau.

La Réserve fédérale a maintenu sa politique de resserrement monétaire. Les actifs du bilan de la Réserve fédérale ont atteint un pic historique de 8,96 billions de dollars au printemps 2022, soit l'équivalent de 36 % du PIB. En juin 2022, la banque centrale américaine a commencé à comprimer la taille de son bilan en cessant le réinvestissement intégral des titres du Trésor et des titres adossés à des créances hypothécaires d'agences arrivés à échéance. À la fin de décembre 2023, le bilan de la Réserve fédérale s'est établi à environ 7,7 billions de dollars (29 % du PIB). Plusieurs gouverneurs de la Réserve fédérale ont laissé entendre que la fin du processus de réduction du bilan n'était vraisemblablement pas imminente. Pendant l'année 2023, la Réserve fédérale a relevé son taux directeur de 25 points de base à quatre reprises, portant la fourchette du taux cible des fonds fédéraux à 5,25-5,5 % depuis juillet 2023. Vu que les États-Unis font face à un contexte de pressions sur les prix en déclin continu, la banque centrale est probablement parvenue au terme de son cycle de hausses des taux d'intérêt.

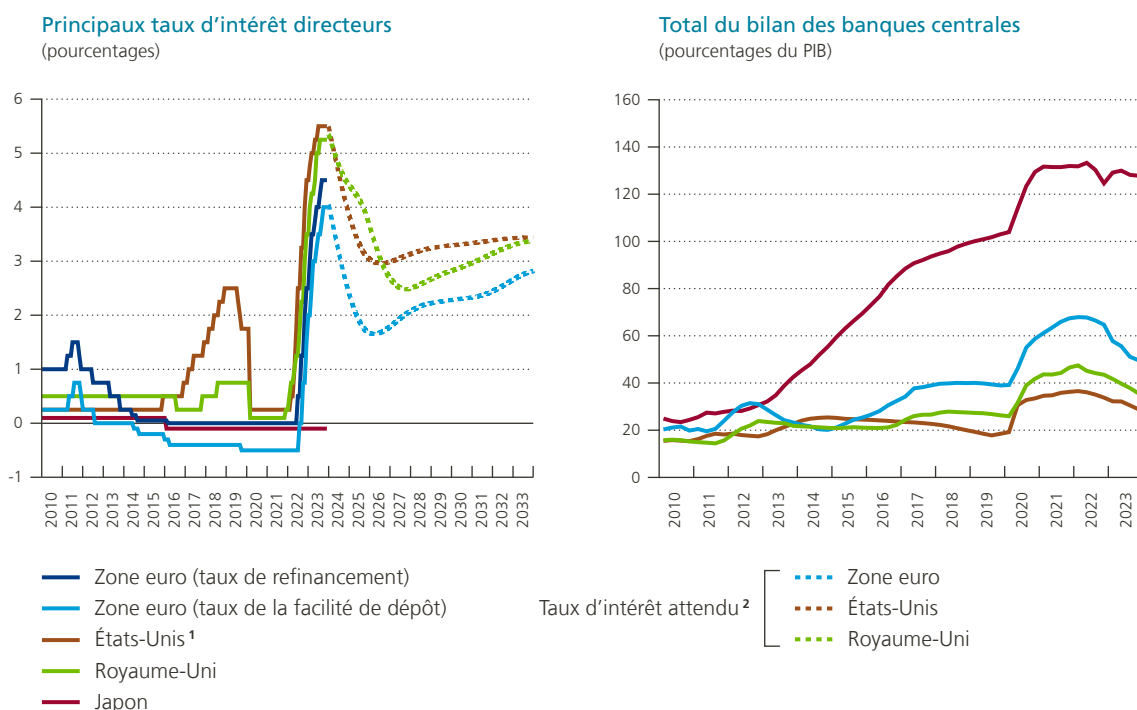
Bien que le processus de resserrement de la politique monétaire par la BCE se soit poursuivi, la diminution graduelle du bilan se déroule de manière plus passive. En décembre 2022, la BCE avait annoncé que, à partir de mars 2023, le portefeuille du programme d'achats d'actifs (Asset Purchase Programme, APP) serait réduit à un rythme mesuré et prévisible, en ne réinvestissant pas la totalité des remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance. À partir de juillet 2023, elle a mis un terme à ces réinvestissements. En ce qui concerne le programme d'achats d'urgence face à la pandémie (Pandemic Emergency Purchase Programme, PEPP), l'approche de la banque centrale n'a pas changé fondamentalement en 2023, les remboursements devant être au moins partiellement réinvestis jusqu'à la fin de 2024 au moins. Comme elle a entamé le relèvement des taux directeurs un peu plus tard que les autres banques centrales, la BCE a augmenté ses taux directeurs de manière plus marquée en 2023, portant

le taux de la facilité de dépôt de 1,5 à 4 % (pour plus de détails, cf. chapitre 2).

La Banque du Japon s'efforce de conserver une politique aussi accommodante que possible tout en permettant des ajustements face aux pressions du marché. Vu les pressions inflationnistes qui y sont plus modérées, la Banque du Japon a maintenu son taux directeur négatif à -0,1 %. Après avoir surpris les marchés une première fois en décembre 2022 en autorisant une fluctuation des rendements des obligations publiques japonaises à dix ans, la banque centrale a une nouvelle fois introduit un changement notable en octobre 2023. Elle a en effet modifié sa limite de 1 % sur ces rendements, abandonnant un plafond strict au profit d'une « référence » autour de laquelle elle effectuera des achats d'actifs à long terme de manière plus souple et plus réactive. La banque centrale a déclaré suivre une approche lente et prudente de normalisation de sa politique monétaire ultra-accommodante.

Graphique 1.4

Les banques centrales de la plupart des économies avancées ont poursuivi le resserrement de leur politique monétaire pour contrer une inflation forte et persistante



Sources : Eurostat, LSEG, OCDE.

1 Borne supérieure de la fourchette cible.

2 Anticipations de taux à la fin de décembre.

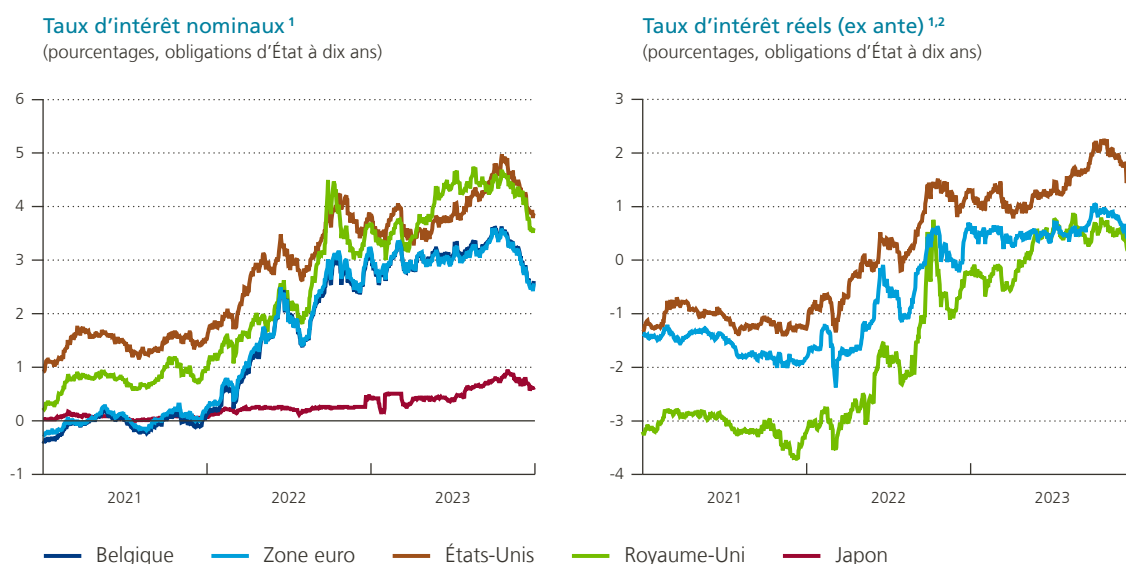
La majorité des pays émergents ont achevé leur période de resserrement de la politique monétaire, à l'exception de la Chine, de la Turquie et de la Russie. La Banque centrale du Brésil et la Banque centrale du Mexique ont été parmi les premières à engager ce processus dès mars 2021, le clôturant respectivement en mai 2023 pour le Mexique et en septembre 2022 pour le Brésil. En août 2023, la Banque centrale du Brésil a amorcé un processus de desserrement monétaire, une décision motivée par les avancées en matière d'inflation et de réformes monétaires. Afin de stimuler la reprise économique et compte tenu de son taux d'inflation moyen largement inférieur à l'objectif, la Banque centrale de Chine a diminué ses taux directeurs en juin et en août 2023. Cependant, face à des indicateurs économiques témoignant d'une stabilisation, la Chine a décidé de maintenir ses taux directeurs inchangés depuis lors. Après avoir conservé sa position face à un resserrement de la politique monétaire en 2022 malgré une inflation à deux chiffres, la Banque centrale de Turquie a finalement entamé un cycle de resserrement « agressif » en juillet 2023, portant le taux directeur à 42,5 % en décembre. En Russie, la Banque

centrale a procédé à plusieurs augmentations de son taux dans le but de lutter contre l'inflation et le déclin du rouble.

La poursuite du resserrement de la politique monétaire dans les économies avancées a fait grimper les rendements des obligations souveraines durant les trois premiers trimestres de l'année; cependant, le ralentissement de l'inflation ainsi que de ses anticipations ont inversé l'orientation des rendements vers la fin de l'année. La continuation de l'augmentation des taux directeurs par les banques centrales des économies avancées s'est traduite par une hausse des rendements des obligations d'État. Durant les deux premiers trimestres de 2023, le relèvement des taux d'intérêt à long terme a stagné. Toutefois, à partir de mai, une montée s'est manifestée, qui s'est accélérée durant l'été, notamment aux États-Unis et au Royaume-Uni. Cette évolution résulte de l'anticipation par le marché obligataire qu'aucun assouplissement monétaire imminent n'était à prévoir de la part de la Réserve fédérale américaine ni de la Banque d'Angleterre. Cependant, cette progression s'est

Graphique 1.5

Le resserrement de la politique monétaire a entraîné une hausse des rendements des obligations souveraines



Sources: Eurostat, LSEG.

1 L'agrégat pour la zone euro est la moyenne pondérée par le PIB.

2 Taux d'intérêt nominaux à dix ans diminués de l'inflation attendue dérivée des contrats de swap couvrant le risque d'inflation pendant une période de dix ans.

inversée au quatrième trimestre, grâce à une convergence des anticipations d'inflation vers les objectifs. La volatilité des rendements des obligations souveraines, est, quant à elle, restée élevée cette année. Ce constat reflète l'incertitude qui entoure l'évolution de l'inflation, même si cette dernière a diminué vers la fin de l'année, les prévisions de croissance et les implications de la politique monétaire. Dans la zone euro, les écarts de taux entre les États méridionaux et l'Allemagne sont restés limités en 2023, malgré les tensions survenues au niveau du secteur bancaire. La présence de l'instrument de protection de la transmission (IPT), de même que la flexibilité offerte par le programme d'achats d'urgence face à la pandémie (PEPP), pourraient expliquer cette limitation de la fragmentation. L'ancrage des anticipations d'inflation à long terme a entraîné une hausse des taux d'intérêt réels ex ante aux États-Unis, dans la zone euro et au Royaume-Uni. Cependant, au sein des économies avancées, à l'exception des États-Unis où le taux d'intérêt réel avoisinait les 1,5 % à la fin de l'année, les taux d'intérêt réels ex ante ne se maintiennent que légèrement au-dessus de zéro.

Les rendements obligataires ont reflué sur plusieurs marchés émergents, tandis que, dans le même temps, un resserrement des écarts de rendement des obligations d'entreprise a été observé à l'échelle mondiale. Sous l'effet des anticipations de baisse des taux dans les pays émergents, notamment au Brésil, les rendements des obligations souveraines dans ces pays ont diminué. Les divergences en matière de politique monétaire entre les États-Unis et la Chine, de même que la vive appréciation du dollar, ont continué d'entraîner une importante fuite de capitaux des non-résidents du marché obligataire chinois. Concernant les obligations d'entreprise, une hausse des rendements, en ligne avec les taux sans risque, a été constatée à l'échelle mondiale à partir d'avril 2023. Cependant, les écarts se sont réduits, surtout dans des segments à haut rendement tels que les secteurs technologiques et cycliques de la consommation.

À la suite de l'augmentation des taux hypothécaires, les emprunteurs ont fait face à des charges de remboursement plus lourdes, entraînant un ralentissement de l'activité immobilière et des baisses des prix des logements. Les taux hypothécaires dans les pays avancés ont continué de grimper dans le sillage du durcissement de la politique monétaire, passant de 2,9 à 4,1 % entre décembre 2022

et novembre 2023 dans la zone euro et atteignant environ 6,8 % aux États-Unis en décembre 2023, ce qui a conduit à une décroissance des prix nominaux des logements dans certaines régions. Ainsi, durant le troisième trimestre de 2023, les prix immobiliers dans la zone euro ont affiché une diminution de 2,1 % par rapport à l'année précédente. La situation est néanmoins mitigée entre les régions et au sein de celles-ci, reflétant des degrés variables de durcissement de la politique monétaire et une sensibilité différente des marchés du logement aux hausses des taux d'intérêt. Il convient également de noter que, bien que des taux hypothécaires plus élevés et une accessibilité réduite aient entravé la demande, des contraintes du côté de l'offre ont contribué à maintenir les prix immobiliers au-dessus des niveaux d'avant la pandémie dans plusieurs pays. À l'issue de la pandémie de COVID-19 et de la généralisation du télétravail qui en a découlé, le secteur de l'immobilier commercial demeure confronté à des défis considérables. Les fragilités dans le secteur de l'immobilier commercial constituent une source majeure de risque de crédit pour le secteur financier. Au début de 2023, les volumes de transactions dans l'immobilier commercial ont chuté de 55 % par rapport à la période correspondante de l'année précédente à travers le monde.

Les marchés des changes ont été caractérisés par la force persistante du dollar et par une moindre volatilité par rapport à l'année 2022. Le dollar des États-Unis est demeuré significativement fort par rapport à la quasi-totalité des autres monnaies tout au long de l'année. Certains pays ont enregistré une remontée relative de leur monnaie à la suite du resserrement de leur politique monétaire et de la réduction des écarts de taux d'intérêt qui en a résulté. Ainsi, l'euro et la livre sterling ont affiché un léger rebond. Toutefois, le dollar est resté robuste, grâce à la politique monétaire mais aussi à sa position refuge face à l'escalade des tensions géopolitiques et des conflits armés. De son côté, le yen japonais a poursuivi sa baisse par rapport au dollar.

Dans la zone euro, au Japon et aux États-Unis, les marchés d'actions ont maintenu la trajectoire ascendante qu'ils avaient entamée à la fin de l'année 2022. Cette tendance est attribuable à l'anticipation que les banques centrales pourraient prochainement assouplir leur politique monétaire. Les valorisations des actions ont retrouvé leurs niveaux d'avant la pandémie de COVID-19. La progression des actions technologiques (« Magnificent Seven »), alimentée par

l'essor de l'intelligence artificielle, a continué d'entraîner une hausse soutenue des marchés boursiers, en particulier aux États-Unis. Au Japon, les performances des actions ont été supérieures à celles des autres économies avancées. Les marchés émergents tels que le Chili, l'Inde et le Mexique ont également enregistré des hausses notables des prix des actions. L'optimisme des investisseurs quant aux perspectives économiques a contribué à comprimer la volatilité du marché, particulièrement sur les marchés boursiers américains.

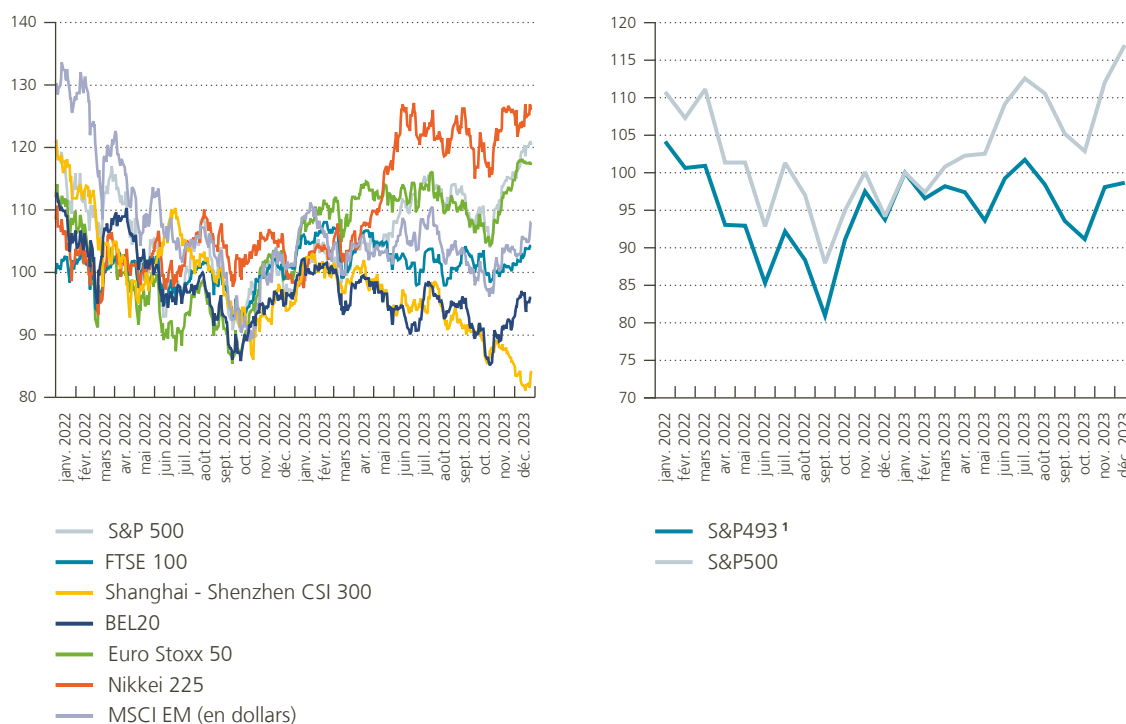
Malgré les turbulences survenues en mars à la suite de défaillances bancaires aux États-Unis et en Suisse, les valorisations boursières des banques se sont montrées résilientes. En mars 2023, les valorisations boursières des banques aux États-Unis et en Europe ont été mises sous pression après des défaillances bancaires aux États-Unis (Silicon Valley Bank, Silvergate Bank et Signature Bank) et en Suisse (Credit Suisse), ainsi qu'en raison de

préoccupations plus générales concernant la situation financière des banques régionales américaines. Plus particulièrement, les problèmes de la Silicon Valley Bank ont mis en lumière les risques liés à la gestion des taux d'intérêt et à la concentration des actifs. Pendant la période de la pandémie de COVID-19, cette banque a enregistré une augmentation significative des dépôts, principalement de la part d'entreprises technologiques et de start-ups. Ces fonds ont été investis dans des obligations à long terme. Toutefois, avec la hausse des taux d'intérêt, la valeur de ces obligations a chuté, entraînant des pertes financières considérables pour la banque. Les difficultés économiques qu'ont rencontrées ses clients technologiques ont conduit à des retraits massifs de fonds, lesquels l'ont contrainte à vendre ses obligations à perte, ce qui a suscité des inquiétudes concernant sa santé financière. Face à l'aggravation de la situation financière de cette banque et à la crainte d'une crise bancaire systémique, les régulateurs américains sont

Graphique 1.6

Dans la zone euro, au Japon et aux États-Unis, les marchés d'actions ont maintenu une trajectoire ascendante

(indices des prix, janvier 2023 = 100)



Sources: Bloomberg, LSEG.

1 S&P493: S&P500 sans les « Magnificent Seven » (Alphabet, Amazon, Apple, Meta, Microsoft, Nvidia et Tesla).

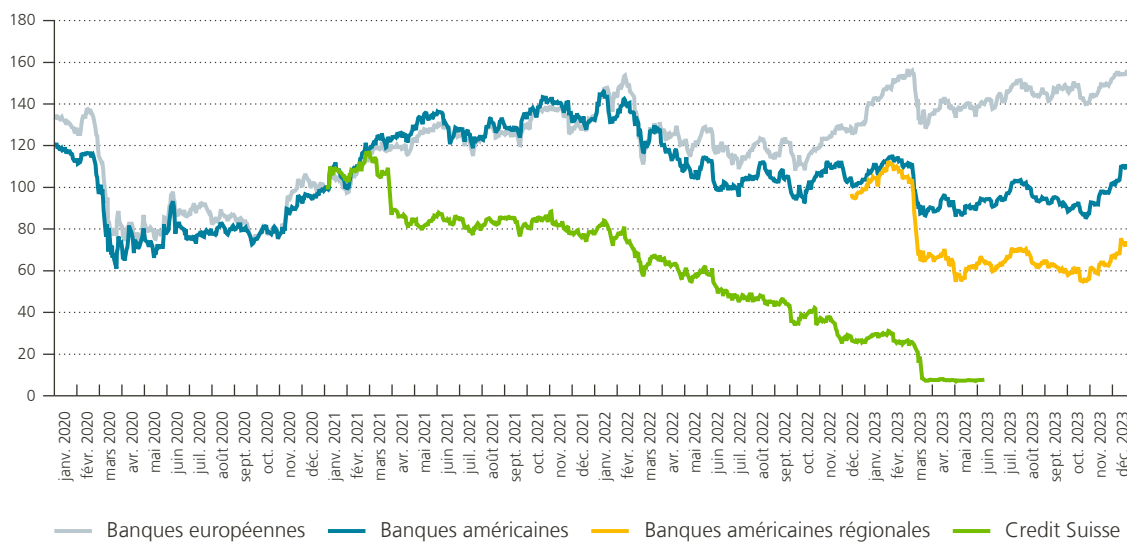
entrés en piste et ont pris le contrôle de la banque en mars 2023. De plus, afin d'atténuer le risque de contagion aux États-Unis, une intervention des autorités a été nécessaire pour assurer la couverture de l'ensemble des dépôts de la Silicon Valley Bank et de la Signature Bank, une autre banque qui a fait faillite peu après, et introduire un nouveau programme de liquidité, notamment pour les banques régionales telles que la First Republic Bank. Malgré cette intervention, la fragilité du sentiment du marché s'est maintenue, ce qui a conduit le régulateur à prendre en charge la First Republic Bank à la fin d'avril, qui a ensuite été vendue à JP Morgan. En Europe, à la suite d'une perte de confiance consécutive à plusieurs scandales et à une gestion du risque défaillante, le Credit Suisse a d'abord tenté de renforcer sa liquidité par des emprunts importants auprès de la banque centrale suisse. Cependant, ces mesures n'ont pas été suffisantes, conduisant à son acquisition ultérieure par son rival UBS pour éviter la banqueroute.

Plusieurs facteurs ont atténué le retentissement de ces tensions sur les banques de la zone euro et des États-Unis. Tout d'abord, les investisseurs ont reconnu que des vulnérabilités spécifiques aux institutions plutôt que des vulnérabilités généralisées expliquaient la fragilité de ces banques américaines et suisses. Ensuite, des différences significatives dans certains aspects des cadres réglementaires et de supervision respectifs des juridictions concernées ont également été mises en évidence. Dans l'ensemble, le secteur bancaire a démontré sa résilience face aux défis depuis la pandémie, affrontant des conditions difficiles marquées par une incertitude économique, une inflation élevée, une augmentation des taux d'intérêt et une crise de confiance pendant le printemps de 2023.

Graphique 1.7

Malgré les turbulences survenues en mars aux États-Unis et en Suisse, les valorisations boursières des banques se sont montrées résilientes

(indices des prix, 1^{er} janvier 2021 = 100)



Source : LSEG.

1.3 Les déficits publics sont restés à des niveaux élevés dans les principales économies

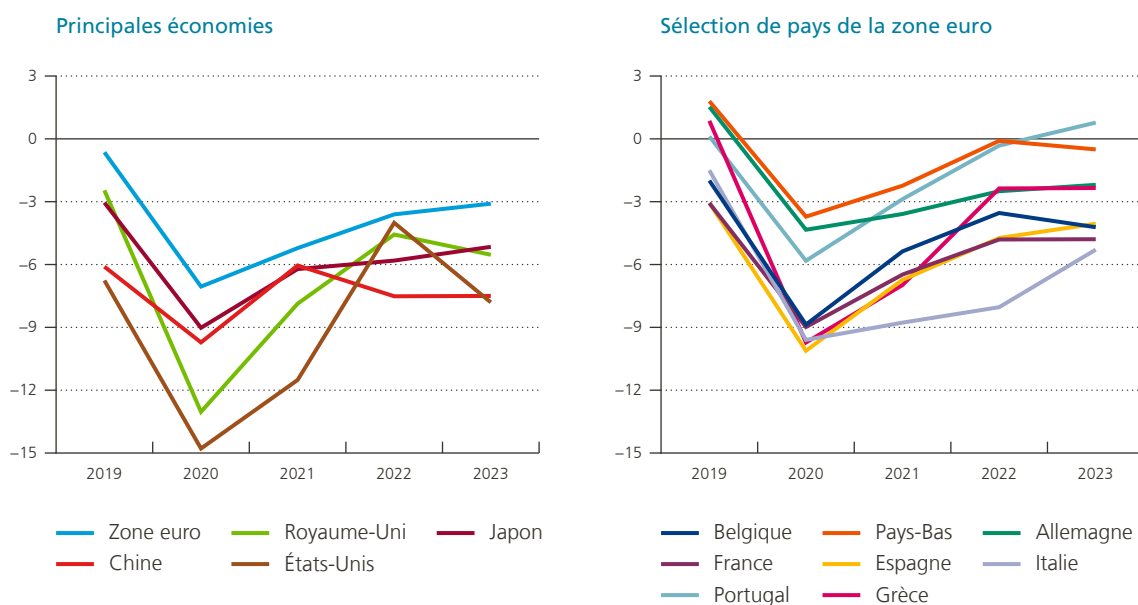
La politique budgétaire a évolué en sens divers dans les grandes économies mais n'a pas aidé à freiner l'inflation dans la plupart des pays. Après avoir enflé considérablement en 2020 sous l'effet de la pandémie de COVID-19, les déficits publics ont, dans certains pays avancés, poursuivi en 2023 la décrue amorcée dès 2021. En 2021, l'amélioration avait résulté de l'effet mécanique du redémarrage de l'économie. En outre, les mesures de soutien induites

par la pandémie avaient déjà pu être relâchées partiellement ou totalement, selon les branches. En 2022, dans la plupart des économies, le PIB avait continué de croître et les mesures COVID-19 subsistantes avaient pu être levées. Dans les pays importateurs nets d'énergie tels que ceux de l'UE et le Japon, la réduction des déficits avait toutefois été limitée par les mesures adoptées pour contenir les effets de l'inflation sur les ménages et sur les entreprises. En 2023, la moindre

Graphique 1.8

Le déficit américain est le seul à avoir augmenté de manière considérable en 2023

(pourcentages du PIB)



Sources : CE (automne) pour les pays de la zone euro, Eurosystem (décembre) pour l'ensemble de la zone euro, FMI (2023 Article IV) pour la Chine, ICN-BNB pour la Belgique, OCDE (décembre) pour les autres pays avancés.

ampleur de ces mesures a contribué à résorber davantage les déficits des administrations publiques dans ces économies. Le plus souvent, ceci a amplement compensé l'alourdissement de leurs charges d'intérêts ainsi que, dans l'UE, une conjoncture moins porteuse qui a grevé leurs recettes. Dans d'autres pays avancés tels les États-Unis, la politique budgétaire a été expansionniste et les déficits publics s'y sont à nouveau détériorés. Dans les principales économies, le niveau du déficit était toujours plus élevé qu'en 2019.

De manière générale, et en particulier dans la zone euro, les déficits publics ont évolué en 2023 dans une mesure plus limitée que durant les années écoulées depuis 2019. Les soldes de financement des administrations publiques se sont améliorés dans moins de la moitié des vingt pays que compte la zone euro depuis l'entrée de la Croatie le 1^{er} janvier 2023. Parmi les principaux pays, les besoins de financement ont diminué en Allemagne, en Italie et en Espagne, tandis qu'il a stagné en France. Le déficit en Italie a été moins plombé par les primes octroyées aux ménages pour rénover leur maison. Dans les autres économies de la zone euro, dont la

Belgique, une hausse des dépenses primaires courantes et un alourdissement des charges d'intérêts ont contribué à creuser les déficits, comme indiqué dans le chapitre 8. Dans l'ensemble, les investissements publics ont augmenté vu qu'ils ont bénéficié de la facilité pour la reprise et la résilience ou des fonds de la politique de cohésion.

En 2023, huit pays de l'Union européenne, parmi lesquels l'Italie, la France, la Belgique et l'Espagne, n'avaient pas encore ramené leur solde de financement en deçà de la valeur de référence de 3 % du PIB inscrite dans le protocole du Traité de Maastricht. En 2019, la plupart des pays affichaient un déficit inférieur à cette valeur. Au printemps de 2023, les autorités européennes ont décidé que la clause dérogatoire générale appliquée depuis le début de la première vague de la pandémie de COVID-19 ne serait plus en vigueur en 2024, de sorte que les règles du Pacte de stabilité et de croissance prévaudront dès 2024. En décembre 2023, le Conseil Ecofin a trouvé un accord pour modifier substantiellement ces règles. La révision du cadre de gouvernance européen fait l'objet d'un encadré dans le chapitre 8.



Au Japon comme en Chine, le déficit a été quelque peu réduit grâce à une expansion de l'activité économique. Au Japon, pour aider les ménages à faire face à la crise de l'énergie, des subside pour l'électricité, le gaz et le pétrole ont été reconduits en cette année électorale, tandis que des aides financières ont été octroyées aux familles avec enfants. À l'automne, la prolongation des mesures de soutien est allée de pair avec des aides aux PME. En novembre, un nouveau paquet de mesures a entre autres comporté une baisse des impôts sur le revenu et sur l'immobilier qui n'entrera en vigueur qu'en 2024. En Chine, l'orientation plus expansionniste de la politique monétaire a été quelque peu renforcée par la politique budgétaire. En octobre, le gouvernement central de la Chine a adopté une révision budgétaire intra-annuelle. Les mesures consistaient principalement en aides financières pour la reconstruction après les inondations de l'été dans le nord du pays et en investissements afin d'améliorer la résilience au changement climatique. Les finances des autorités locales sont demeurées précaires.

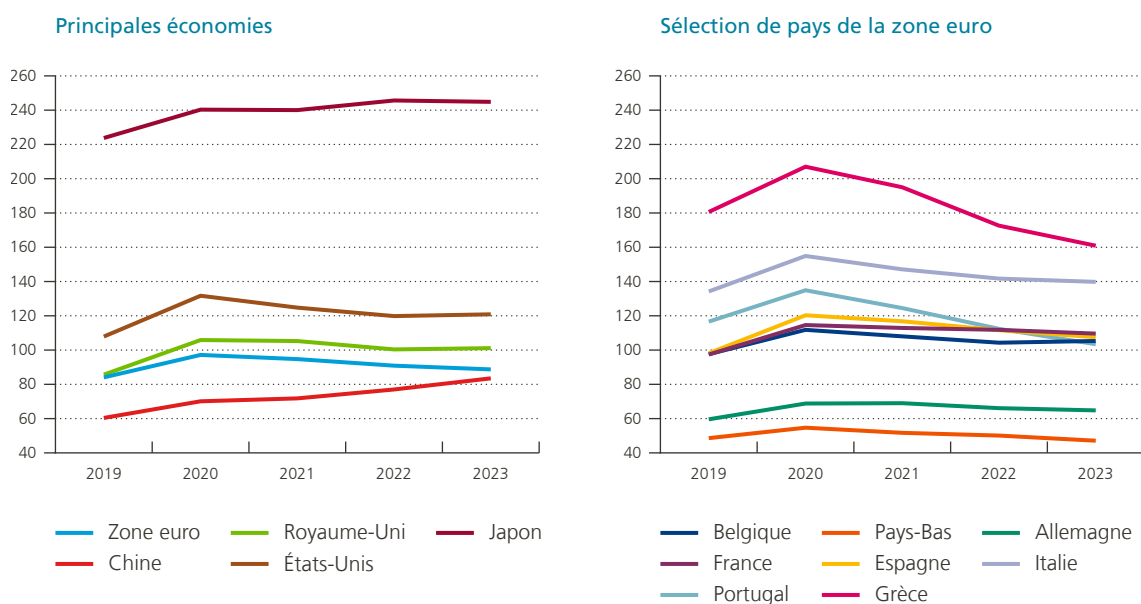
Aux États-Unis, la politique monétaire restrictive s'est accompagnée d'une forte impulsion de la politique budgétaire. Plusieurs facteurs ont contribué au substantiel élargissement du déficit public américain : moindres recettes fiscales, notamment sur les plus-values, dépenses accrues dans des programmes sociaux obligatoires, renchérissement des charges d'intérêts, augmentation des dépenses militaires et coûts des politiques industrielles (Infrastructure Investment and Jobs Act, Inflation Reduction Act).

Au Royaume-Uni, la politique budgétaire a été quelque peu expansionniste et le déficit public s'est à nouveau creusé. Le gouvernement a certes gelé les barèmes de l'impôt sur le revenu et relevé le taux d'imposition des sociétés. Aussi, le plafond sur les prix de l'énergie n'est plus contraignant et les autres mesures de soutien sont en voie d'extinction ou ont été éliminées. Mais les dépenses militaires se sont alourdies, les cotisations à l'assurance nationale ont été réduites et les entreprises ont bénéficié de déductions accrues pour leurs investissements. En outre,

Graphique 1.9

À de rares exceptions près, la dette publique a reculé depuis 2020, tout en restant à un niveau supérieur à celui d'avant la pandémie

(pourcentages du PIB)



Sources : CE (automne) pour les pays de la zone euro, Eurosystem (décembre) pour l'ensemble de la zone euro, FMI (2023 Article IV) pour la Chine, ICN-BNB pour la Belgique, OCDE (décembre) pour les autres pays avancés.

le net ralentissement de l'activité a pesé sur le solde de financement des administrations publiques.

À l'instar de celle des déficits, l'évolution des dettes publiques a été moins prononcée dans les principales économies qu'au cours des années précédentes. De manière globale, le PIB nominal avait baissé en 2020 et avait mécaniquement tiré les taux d'endettement vers le haut. En 2021 et en 2022, l'effet dénominateur avait, dans une large mesure, joué en sens inverse. En 2023, les évolutions plus modestes du PIB nominal ont limité l'incidence de cet effet. Le rebond des taux d'intérêt a également contribué à un effet boule de neige moins favorable sur la variation endogène de la dette. En 2023, la vigueur de l'activité a permis de limiter le creusement du ratio de la dette aux États-Unis, malgré l'ampleur du déficit qui a amené l'agence Fitch à dégrader la notation de ce pays en mai et en août. La Chine est la seule principale économie à avoir vu son endettement augmenter de manière substantielle cette année.

Au sein de la zone euro, les dettes publiques ont reculé dans la plupart des pays en 2023, à l'exception notable de la Belgique, mais elles restent en général supérieures à leur niveau d'avant la pandémie et élevées au regard du passé. Les baisses ont été les plus remarquables dans des pays méditerranéens dont la dette particulièrement substantielle avait déjà diminué significativement depuis 2021. Au Portugal et en Grèce, la dette est maintenant inférieure à son niveau d'avant la pandémie, et les obligations souveraines ont bénéficié de réévaluations de leur notation au cours de l'année sous revue.

1.4 Les gouvernements cherchent à soutenir des secteurs stratégiques par le biais de la politique industrielle et du protectionnisme

Au-delà de la politique budgétaire au sens strict, d'autres politiques économiques ont été actionnées. Il s'agit de politiques énergétiques, environnementales ou industrielles, ou encore de réformes structurelles dans certains pays, notamment celles menées dans l'UE au travers de la facilité pour la reprise et la résilience. L'encadré 1 donne un aperçu du rôle accru joué par la politique industrielle. De manière plus spécifique, les politiques climatiques et énergétiques sont devenues des enjeux plus importants que dans le passé, vu les manifestations plus tangibles du réchauffement de la planète (sécheresses, inondations, épisodes de chaleur extrême, etc.) et la concentration des combustibles fossiles et de certaines matières premières critiques pour la transition énergétique dans des pays avec lesquels les relations se sont tendues ou à l'égard desquels une

dépendance excessive peut s'avérer dangereuse. Les principales économies, qui sont aussi les plus gros pollueurs de la planète, avancent à des rythmes différents vers les objectifs de réduction des gaz à effet de serre et de décarbonation de l'économie¹. L'UE a fait montre d'une grande ambition dans ce domaine en adoptant en 2021 la loi européenne sur le climat, en vertu de laquelle elle devrait atteindre une émission nette nulle d'ici 2050. L'élaboration et la réalisation de cet objectif ambitieux sont examinées plus en détail au chapitre 6.

¹ Cf. De Sloover F., D. Essers et T. Stoerk (2023), « Tous les chemins mènent à Paris ? Politiques d'atténuation du changement climatique dans les plus grands émetteurs de gaz à effet de serre du monde », BNB, *Revue Economique*.



Résurgence de la politique industrielle axée sur une plus grande autonomie stratégique, une position plus compétitive et une transition verte plus rapide

Ces dernières années ont été marquées par une intensification des tensions géopolitiques et par des remaniements entre les différents blocs économiques en matière de compétitivité.

Le conflit technologique et commercial permanent qui oppose les États-Unis et la Chine, la pandémie de COVID-19, l'invasion de l'Ukraine par la Russie et, plus récemment, l'explosion du conflit au Moyen-Orient ont mis les relations politiques et économiques internationales à rude épreuve. La rapide montée des prix de l'énergie a affecté la compétitivité-coût des entreprises européennes, notamment dans les secteurs à forte intensité énergétique. Bien que les prix du gaz et de l'électricité en Europe soient sensiblement retombés par rapport à leurs pics de l'été de 2022, ils restent largement supérieurs à ceux en vigueur aux États-Unis (cf. chapitre 6). Les rapports de compétitivité entre les blocs économiques sont en outre influencés par les différentiels en matière de productivité et de capacité d'innovation. Même si la croissance de la productivité s'essouffle depuis un certain temps dans la plupart des économies avancées, elle semble décliner davantage en Europe. Cette situation résulterait de la combinaison d'une modération des investissements et d'un ralentissement relatif du développement technologique, en particulier dans les secteurs de la fabrication électronique et des services TIC. Si l'Europe enregistre de bons résultats dans des secteurs tels que la construction de machines, la biotechnologie, les produits pharmaceutiques et les nouveaux matériaux, elle est à la traîne par rapport aux États-Unis et au Japon sur le plan de l'innovation dans quelques domaines stratégiquement critiques, parmi lesquels l'intelligence artificielle, la robotique et la micro-électronique. Sur ces fronts, la Chine commence, elle aussi, à gagner de plus en plus de terrain.

La nécessaire transition vers une économie à «zéro émission nette» éprouvera également la compétitivité européenne. À l'échelle internationale, des différences majeures subsistent en matière de politique climatique. L'UE est actuellement le quatrième plus gros émetteur de gaz à effet de serre au monde (responsable d'un peu moins de 7 % du total mondial) et affiche les objectifs les plus ambitieux au niveau de l'atténuation du changement climatique. L'approche politique européenne repose principalement sur la tarification du carbone, au travers du système d'échange de quotas d'émission de l'UE, de même que sur des réglementations et des normes pour les secteurs qui ne relèvent pas de ce système. La loi européenne sur le climat confère un ancrage juridique aux objectifs européens sur le plan climatique, qui ont par ailleurs récemment été confirmés ou renforcés dans la jurisprudence de plusieurs pays (notamment en Belgique et en Allemagne). A contrario, en Chine et en Inde – respectivement numéros un et trois (29 et 7 %) des émissions mondiales de gaz à effet de serre –, les ambitions climatiques actuelles sont incompatibles avec l'objectif de l'Accord de Paris qui consiste à limiter l'élévation de la température moyenne mondiale bien en dessous de 2°C. Toutefois, l'hégémonie de la Chine dans les chaînes de valeur vertes, allant des panneaux solaires aux batteries et aux voitures électriques, et son impressionnant déploiement d'énergies renouvelables devraient permettre une réduction plus rapide des émissions chinoises. Les États-Unis restent le deuxième plus grand émetteur de gaz à effet de serre (11 %) et ont récemment effectué un rattrapage bienvenu en matière d'ambitions et de politiques climatiques. Le pays renonce cependant à fixer un prix fédéral du carbone et mise principalement sur des subventions pour stimuler les investissements dans les énergies propres et leur chaîne d'approvisionnement, si bien qu'il ne respecte pas encore à l'heure actuelle



ses objectifs climatiques dans le cadre de l'Accord de Paris. De tels écarts d'ambitions et de politiques risquent de placer l'Europe dans une situation de handicap concurrentiel. Le mécanisme européen d'ajustement carbone aux frontières (MACF), qui sera introduit par étapes, protège les producteurs européens d'éléments à forte intensité d'émissions (ciment, fer et acier, aluminium, engrais, électricité et hydrogène) contre les importations concurrentes en provenance de régions où les règles visant les émissions sont moins strictes. Toutefois, contrairement à l'allocation de quotas gratuits, qui est progressivement supprimée, le MACF n'implique pas de soutien aux exportations européennes de produits à forte intensité d'émissions, un choix qui a été opéré dans le souci d'assurer la compatibilité de ce mécanisme avec les règles de l'Organisation mondiale du commerce (OMC).

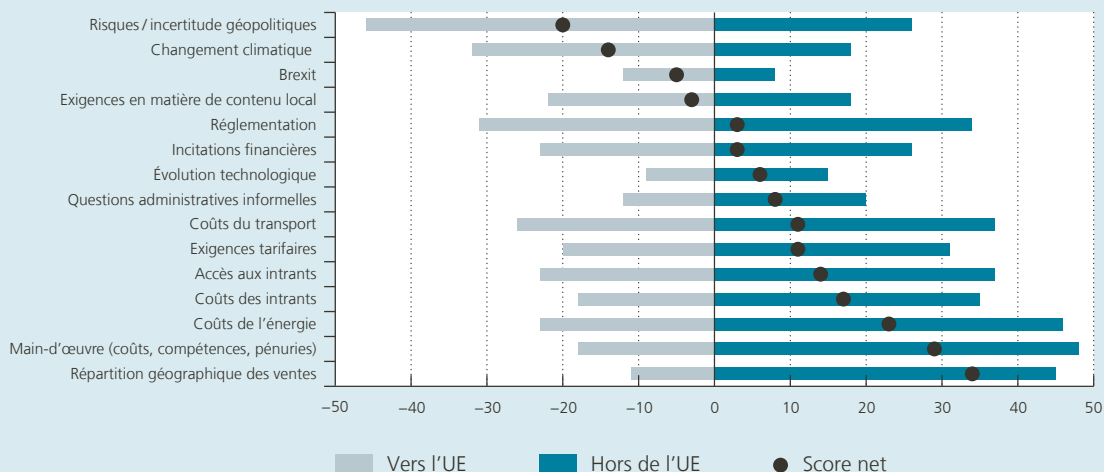
L'endroit où les entreprises décident de produire et les stratégies d'approvisionnement qu'elles adoptent sont déterminés par la disponibilité et les coûts des intrants, de même que par les risques géopolitiques. À ce jour, les statistiques commerciales agrégées au niveau de l'UE n'ont pas encore révélé de tendances claires de fragmentation selon des lignes géopolitiques. Influencée par des mesures tarifaires bilatérales, la part de la Chine dans les importations américaines s'est toutefois significativement réduite depuis 2018. Cependant, les pays qui ont pris la place de la Chine, en particulier le Mexique et le Viêtnam, sont largement intégrés dans les chaînes d'approvisionnement chinoises, si bien qu'un véritable découplage entre les États-Unis et la Chine ne semble pas encore se dessiner. Procéder à des ajustements significatifs dans les chaînes d'approvisionnement des entreprises prend néanmoins du temps, et il est possible que ces ajustements ne deviennent visibles qu'après une longue période. Plusieurs enquêtes récentes menées auprès d'entreprises européennes font état d'une plus grande volonté de délocaliser des activités de production dans un avenir proche. Dans le groupe des grandes entreprises interrogées par la BCE, celles qui prévoient de délocaliser leur production hors de l'UE sont plus nombreuses que celles qui envisagent le mouvement inverse. Les entreprises multinationales qui délocalisent leur production en dehors de l'UE, ou qui envisagent de le faire, sont principalement influencées par les coûts de l'énergie, le coût et la disponibilité de certains profils de main-d'œuvre et d'autres intrants, de même que par les glissements dans la répartition géographique des ventes. Par ailleurs, les risques géopolitiques sont cités comme un déterminant important dans la décision des entreprises de (re)localiser plus de production vers l'UE. S'agissant de leurs stratégies d'approvisionnement, les entreprises elles-mêmes prévoient de diversifier plus largement leur réseau de fournisseurs et/ou de procéder davantage à de la délocalisation à proximité (« nearshoring ») ou à de la délocalisation amicale (« friendshoring ») dans les années à venir.



Les différences de coûts de l'énergie et d'autres intrants contribuent à déterminer l'attractivité relative des régions économiques

Importance de différents facteurs pris en compte pour déplacer les activités économiques vers l'UE ou hors de l'UE¹

(en pourcentage des réponses)



Source : BCE.

¹ Réponses de 62 entreprises de premier plan opérant dans la zone euro à la question : « Parmi les facteurs suivants, quels sont ceux que vous considérez comme particulièrement importants en relation avec les déplacements récents ou prévus de la production/ des opérations vers l'UE ou hors de l'UE? ». Cf. Attinasi M.G., D. Ioannu, L. Lebastard et R. Morris (2023), « Production mondiale et risques liés aux chaînes d'approvisionnement : indications tirées d'une enquête réalisée auprès de grandes entreprises », BCE, *Bulletin économique*, 7/2023, 33-41.

Les pays avancés, en particulier les États-Unis, se tournent de plus en plus vers la « politique industrielle », c'est-à-dire des soutiens publics ciblés visant à stimuler des secteurs stratégiques.

Les différents blocs tentent chacun de renforcer la compétitivité et la résilience de leur économie. La politique industrielle, dans le cadre de laquelle les administrations publiques soutiennent des secteurs bien définis – notamment par le biais de subventions, d'avantages fiscaux, de prêts à taux réduits, de garanties et de participations de l'État –, n'est plus un tabou à cet égard. À l'heure actuelle, l'accent est mis principalement sur les secteurs jugés stratégiques en raison de leur importance pour la sécurité nationale, la sécurité d'approvisionnement et/ou la transition climatique. Aux États-Unis, la politique industrielle est considérée comme nécessaire pour parvenir à une plus grande autonomie vis-à-vis de la Chine et pour protéger les emplois existants ou en créer de nouveaux dans le secteur manufacturier. Les deux principaux trains de mesures américains sont le CHIPS and Science Act, qui vise à soutenir l'industrie des semi-conducteurs, et l'Inflation Reduction Act (IRA), pièce maîtresse de la politique climatique américaine, tous deux entrés en vigueur en août 2022. L'IRA prévoit notamment des crédits d'impôts pour les investissements dans les énergies propres et pour la production de ces énergies (et les technologies y afférentes), ainsi que pour l'achat de voitures électriques et hybrides. Différentes mesures de soutien figurant dans l'IRA sont liées à des exigences en termes de valeur ajoutée produite localement.

L'Europe a, elle aussi, désormais entamé le déploiement de sa politique industrielle, largement inspirée de celle des États-Unis. La réponse européenne au CHIPS and Science Act et à l'IRA englobe,

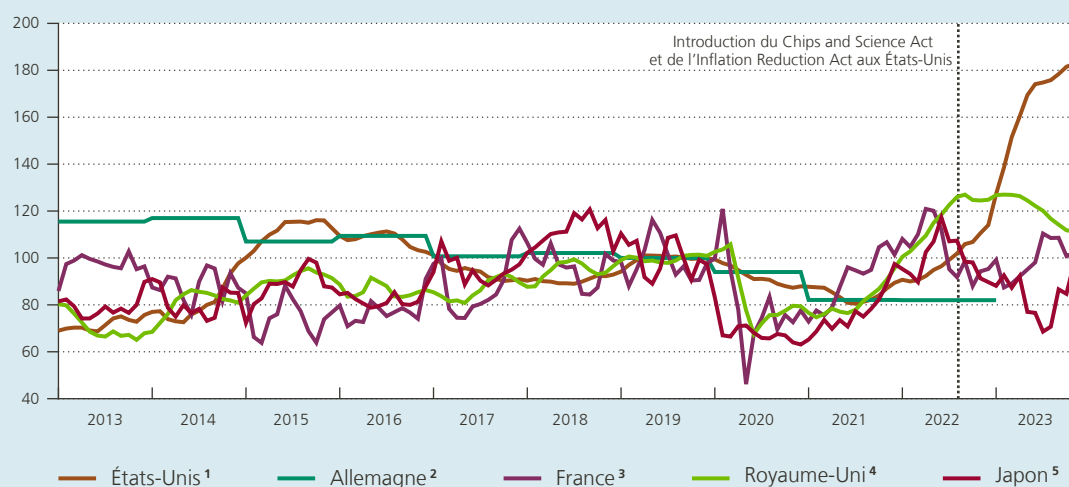


respectivement, la loi européenne sur les puces, en vigueur depuis septembre 2023, et le plan industriel du pacte vert (Green Deal Industrial Plan), dont certains pans doivent encore être formellement adoptés. À l’instar des États-Unis, l’Europe vise une plus grande autosuffisance. Ainsi, la loi européenne sur les puces précise l’objectif de doubler la part de l’UE dans la production mondiale de semi-conducteurs pour la porter à 20 % d’ici 2030. Le règlement sur l’industrie à zéro émission nette et le règlement sur les matières premières critiques, qui font, tous deux, partie du plan industriel du pacte vert, contiennent des objectifs similaires pour la production locale de technologies vertes telles que les énergies solaire et éolienne, les batteries, la capture et le stockage du carbone, de même que pour l’extraction, la transformation et le recyclage des matières premières critiques nécessaires. Pour ce faire, ces initiatives s’appuient sur des incitations à la recherche et au développement, sur la rationalisation des procédures bureaucratiques, sur la mise en commun de fonds privés et publics entre les différents États membres et sur l’assouplissement des règles en matière d’aides d’État¹. Un certain nombre de grands pays européens, dont l’Allemagne, la France et l’Italie, ont élaboré leurs propres plans de politique industrielle pour les transitions numérique et verte. Pour l’heure, les ressources financières au titre du budget de l’UE

1 Cf. Essers D. (2023), « The US Inflation Reduction Act and Europe’s response », Forum financier belge, *Revue bancaire et financière*.

Les politiques industrielles de soutien ont contribué à une augmentation exceptionnelle de la construction d’installations de production aux États-Unis

(construction d’usines, indices 2019 = 100, moyenne mobile sur trois mois)



Sources : BLS, Destatis, INSEE, Ministère japonais de l’aménagement du territoire, des infrastructures, des transports et du tourisme, ONS, Trésor américain, US Census Bureau.

1 Valeur des travaux de construction privés pour l’industrie manufacturière ; chiffres mensuels corrigés des variations saisonnières, déflatés par l’indice des prix à la production des matériaux et éléments de construction.

2 Nombre d’usines et d’ateliers récemment achevés, chiffres annuels.

3 Surface au sol des constructions récemment commencées de bâtiments industriels ; chiffres mensuels corrigés des variations saisonnières.

4 Production de nouvelles constructions industrielles privées ; chiffres mensuels corrigés des variations saisonnières, déflatés par l’indice des prix à la production pour la construction.

5 Surface au sol des constructions récemment commencées dans l’industrie manufacturière ; chiffres mensuels corrigés des variations saisonnières.





disponibles pour poursuivre les politiques industrielles sont limitées. Les projets de la Commission visant à collecter davantage de ressources communes se heurtent à la résistance de plusieurs États membres.

Si la politique industrielle peut contribuer à remédier à certaines formes de défaillance du marché, elle ne constitue pas pour autant une solution miracle. Le débat sur l'efficacité de la politique industrielle est loin d'être clos. Il reste très difficile d'établir des liens de causalité, et les résultats semblent largement tributaires du contexte spécifique dans lequel la politique est menée. La politique industrielle est généralement justifiée par des externalités positives et/ou négatives et par des défaillances de coordination. Il n'est pas exclu que les entreprises privées individuelles sous-investissent dans des innovations et des technologies qui rendraient l'ensemble du secteur ou de l'économie plus compétitif et moins dépendant d'un point de vue stratégique. Lorsqu'il est politiquement impossible de fixer un prix correct pour les émissions de gaz à effet de serre, les subventions publiques ou d'autres incitants à la production et à la consommation d'énergie propre peuvent faire la différence. Il existe également une certaine complémentarité entre les deux approches. La disponibilité et l'accessibilité financière accrues des alternatives énergétiques vertes rendent plus acceptables des prix du carbone plus élevés ou une réglementation plus stricte, de même qu'ils renforcent la réaction des émissions. Le soutien apporté par le CHIPS and Science Act et par l'IRA semble déjà avoir donné un sérieux coup de pouce à la construction de nouvelles installations de production aux États-Unis. L'IRA devrait réduire considérablement le coût des énergies solaire et éolienne, entre autres, de même qu'il devrait faire baisser les émissions américaines d'environ 10 points de pourcentage supplémentaires par rapport à un scénario sans l'IRA. En revanche, les subventions de l'IRA, notamment parce qu'elles ne sont pas plafonnées, pourraient absorber une grande partie de la marge de manœuvre budgétaire des États-Unis, tandis qu'elles n'ont entraîné jusqu'à présent qu'une création d'emplois limitée. Les dispositions protectionnistes telles que les exigences de fabrication locale associées aux subventions américaines à l'achat de voitures électriques sont contraires aux règles de l'OMC et risquent de susciter des mesures de rétorsion de la part d'autres blocs et pays, ce qui affecterait la vitesse et le coût de la transition climatique mondiale. Une surenchère internationale de subventions, alimentée par les lobbies des entreprises et aux frais du contribuable, est un autre risque réel. Au sein de l'UE, un assouplissement à long terme des règles en matière d'aides d'État pour la politique industrielle est susceptible d'attiser la fragmentation économique entre les États membres et d'affaiblir le marché unique.

Les tensions géopolitiques et les préoccupations quant à la sécurité d'approvisionnement sont également à l'origine de politiques commerciales plus protectionnistes. Après la crise financière mondiale, l'ère de libéralisation des échanges et d'élargissement de l'OMC a pris fin. Les crispations entre la Chine et ses partenaires commerciaux, qui lui reprochent des pratiques commerciales déloyales, ont culminé dans la guerre commerciale sino-américaine sous la présidence de Donald Trump. L'éclatement de la pandémie de COVID-19, qui s'est accompagnée de nombreuses restrictions (temporaires) à l'exportation de produits médicaux et pharmaceutiques, puis l'invasion russe en Ukraine, à laquelle les pays occidentaux ont réagi en infligeant des sanctions commerciales, ont à leur tour fait grimper à des niveaux inédits le nombre de nouvelles barrières aux échanges observées chaque année. Parallèlement, les tensions croissantes entre les grandes puissances que sont la Chine et les États-Unis se répercutent de plus en plus souvent sur des secteurs stratégiques. Ainsi, les États-Unis n'ont cessé de renforcer les contrôles sur les exportations vers la Chine de puces électroniques de haute technologie utilisées dans les applications

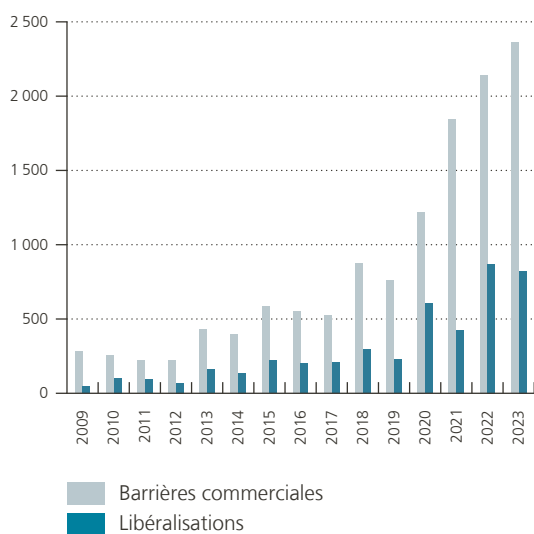
de l'intelligence artificielle ainsi que sur les machines permettant de les fabriquer. La Chine a rétorqué en limitant les exportations de matières premières essentielles à la production, entre autres, de puces et de batteries destinées aux véhicules électriques.

L'accentuation du protectionnisme commercial ne se fait pas encore clairement ressentir au niveau des flux commerciaux totaux. La guerre commerciale entre les États-Unis et la Chine a surtout entraîné une réorientation des échanges, tandis que de nombreuses entraves au commerce imposées durant la pandémie ont été de nature temporaire. En revanche, les interventions commerciales motivées par les tensions géopolitiques et par les rivalités entre les grandes puissances, qui visent le plus souvent les biens de haute technologie et les matières premières critiques, sont un phénomène nouveau. Leur incidence sur le commerce n'est donc pas encore évidente. Le degré d'ouverture élevé de l'UE rend cependant celle-ci vulnérable à ces mesures protectionnistes, et plus particulièrement aux quotas d'exportations de biens pour lesquels il n'existe pas d'autres fournisseurs et qui sont essentiels aux transitions verte et numérique.

Graphique 1.10

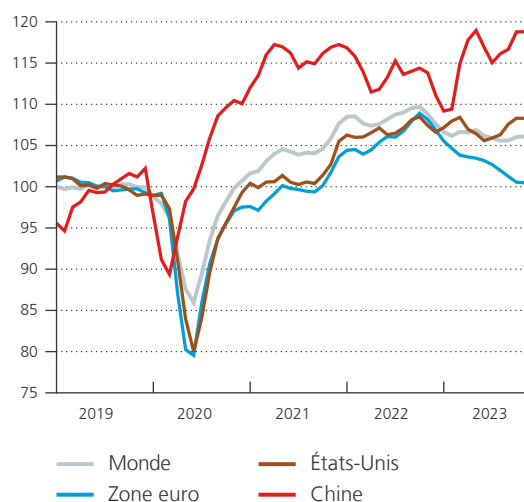
L'augmentation des barrières commerciales ne conduit (pour le moment) pas à la démondialisation

Mesures commerciales¹ adoptées par les pays du G20 (commerce de biens)



Le commerce a stagné en 2023

(moyenne des importations et des exportations, volumes, indices, 2019 = 100, moyenne mobile sur trois mois)



Sources : Centraal Planbureau (Pays-Bas), Global Trade Alert, LSEG.

1 Nouvelles barrières commerciales adoptées au cours d'une année et communiquées avant la fin de cette même année.

L'effritement du commerce en 2023, patent principalement dans la zone euro, reflète surtout le ralentissement de l'activité industrielle dans le monde. Au moment de la réouverture partielle des économies en 2021, le commerce a été soutenu de manière inattendue par une forte augmentation de la demande de biens de consommation durables, notamment aux États-Unis. En 2023, un glissement inverse s'est produit au profit de la consommation de services, tandis que les achats de biens de consommation durables sont restés à la traîne. Face à la faible demande de biens, les entreprises ont réduit leurs stocks. La remontée des taux d'intérêt a en outre pesé sur les secteurs plus sensibles à ces derniers, tels ceux des biens d'investissement et de la construction, qui présentent également une haute intensité commerciale. Le renchérissement du crédit commercial a lui aussi contribué à l'érosion des échanges. Toutefois, il n'est pas exclu qu'à terme, la multiplication de nouvelles barrières commerciales, évoquée ci-avant, comprime encore la progression tendancielle des échanges.

1.5 Bien que l'économie mondiale ne se soit pas complètement remise des chocs successifs, la croissance a mieux résisté que prévu en 2023

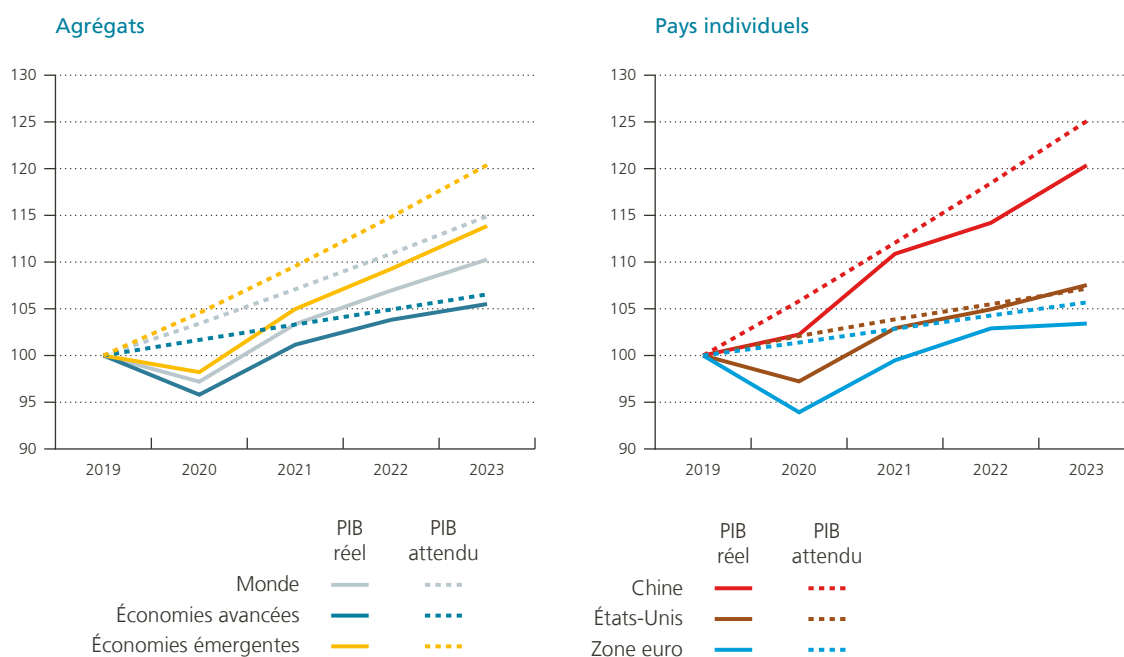
La reprise qui a fait suite à la pandémie de COVID-19 et à l'invasion russe en Ukraine est presque partout incomplète. Si les projections établies à l'automne de 2019 s'étaient réalisées, le PIB mondial serait actuellement plus élevé de 5%. La perte est plus importante pour le groupe des économies émergentes et des pays en développement que pour celui des pays avancés. Les premiers disposaient

d'une marge de manœuvre plus étroite pour soutenir leur économie durant la pandémie, alors même que leur tissu économique était vulnérable aux assauts du virus. Ils ont également rouvert leurs économies plus tard que les pays avancés. Ces facteurs ont freiné le rétablissement de la consommation dans ces pays. Le redressement a aussi été contrarié par les chocs ultérieurs, parmi lesquels le renchérissement

Graphique 1.11

L'évolution du PIB a été moins favorable qu'on ne le prévoyait avant l'apparition de la pandémie

(indices, 2019 = 100)



Source: FMI.

des denrées alimentaires et de l'énergie dans le sillage de l'invasion russe en Ukraine, ces postes représentant une part plus grande de la consommation dans les pays émergents et en développement, ainsi que par l'alourdissement des coûts de financement dû au resserrement de la politique monétaire américaine à partir de 2022. Enfin, la nette décélération de la croissance chinoise en 2022 a également nui à l'expansion des autres économies émergentes. En conséquence, le rythme de convergence du PIB par habitant entre les pays émergents et les pays avancés a diminué.

Les États-Unis ont été la seule grande économie à s'être remise complètement des deux chocs. L'économie américaine a bénéficié, entre autres, d'une forte impulsion politique pendant la pandémie et d'un choc positif des termes de l'échange après l'invasion russe en Ukraine. Dans la zone euro, la dépendance élevée vis-à-vis des importations d'énergie (russe) a par contre provoqué un choc négatif des termes de l'échange en 2022. Dans un premier

temps, la Chine semblait également bien placée pour combler les pertes causées par la pandémie et, tout comme les États-Unis, elle n'était pas très exposée aux retombées de la guerre menée par la Russie en Ukraine. Cependant, sa politique stricte de tolérance zéro à l'égard des contaminations au COVID-19 et de récents problèmes sur son marché de l'immobilier ont plombé le redémarrage de son activité.

Après un rebond plus robuste que prévu au premier semestre, l'économie mondiale a graduellement perdu de sa vigueur en fin d'année. La réouverture de l'économie chinoise, la normalisation des chaînes d'approvisionnement et une consommation assez résiliente, caractérisée par une nouvelle embellie de la demande de services, ont soutenu l'activité internationale durant les premiers mois de l'année. Les problèmes rencontrés par les banques suisses et américaines ont été rapidement maîtrisés sans qu'ils n'aient d'incidence significative sur l'économie réelle. Toutefois, l'économie mondiale a également

Tableau 1.1

PIB des principales économies

(pourcentages de variation en volume par rapport à l'année précédente)

	2021	2022	2023	p.m. Croissance moyenne 2000-2019	p.m. Contribution à la croissance mondiale 2023	p.m. Part du PIB mondial ¹ 2022
Économies avancées	5,6	2,6	1,6	1,9	0,7	41,7
dont:						
États-Unis	5,8	1,9	2,5	2,1	0,4	15,4
Japon	2,2	1,0	1,9	0,8	0,1	3,7
Zone euro	5,9	3,4	0,6	1,4	0,1	12,0
Royaume-Uni	8,7	4,3	0,5	1,8	0,0	2,2
Économies émergentes et pays en développement	6,9	4,1	4,1	5,5	2,4	58,3
dont:						
Chine	8,4	3,0	5,2	9,0	1,0	18,8
Inde ²	9,1	7,2	6,7	6,9	0,5	7,5
Russie	5,6	-1,2	3,0	3,7	0,1	2,3
Brésil	5,3	3,0	3,1	2,4	0,1	2,9
Monde	6,3	3,5	3,1	3,8	3,1	100,0
<i>p.m. Commerce mondial</i>	10,9	5,2	0,4	4,9		

Sources: BCE, FMI.

1 Selon la définition du FMI et calculée sur la base des parités de pouvoir d'achat (version 2017).

2 Pour l'Inde, les chiffres de croissance couvrent l'année budgétaire, qui débute au deuxième trimestre de l'année en cours.

dû faire face à de puissants vents contraires, comme le resserrement des conditions financières, qui a bridé les investissements, l'apathie du commerce international et un regain d'incertitude géopolitique induit par le conflit au Moyen-Orient au dernier trimestre de l'année. Globalement, l'économie mondiale a progressé de 3,1 % en 2023, dépassant ainsi les prévisions établies en début d'année. Il s'agit néanmoins d'un ralentissement substantiel par rapport aux 3,5 % enregistrés en 2022 et, surtout, comparativement au taux de croissance moyen de 3,8 % observé sur la période 2000-2019.

Les économies émergentes et les pays en développement ont affiché une expansion stable par rapport à l'année précédente. Ils ont été les moteurs de l'économie mondiale, contribuant à hauteur d'un peu plus de 75 % à la croissance mondiale. Les pays asiatiques émergents, en particulier, ont enregistré une solide progression de leur activité. Les mesures de confinement ayant été maintenues plus longtemps dans cette région, la reprise post-pandémique de l'économie y a débuté plus tard qu'ailleurs. Du fait de ce décalage dans le cycle économique, la demande a moins stimulé l'inflation dans ces pays, de

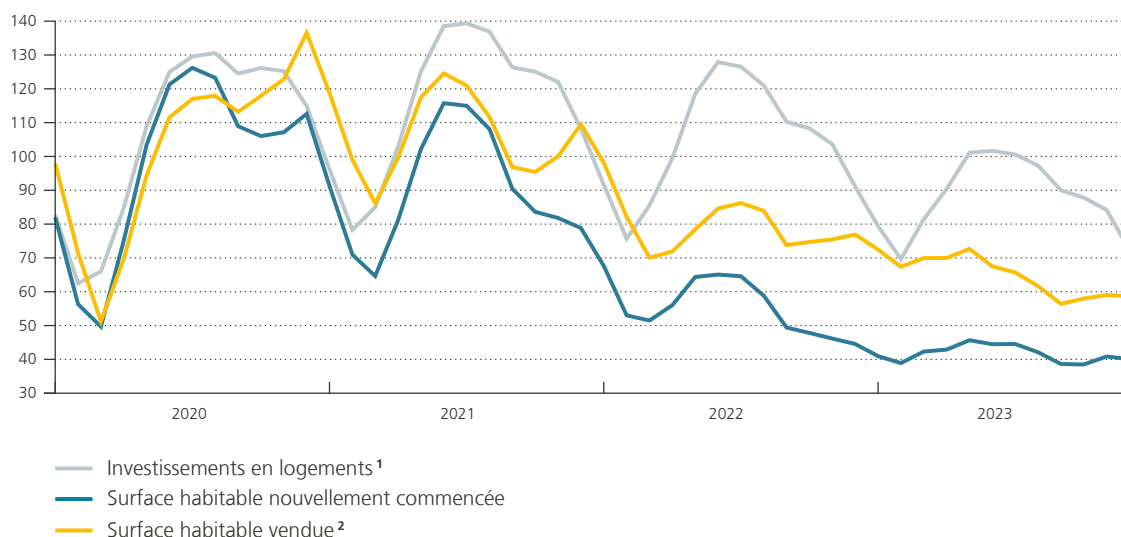
sorte qu'un resserrement monétaire plus léger a suffi à y préserver la stabilité des prix. La poursuite de la normalisation du tourisme international en Asie et la forte demande de services en général ont également soutenu un certain nombre de pays, dont l'Inde. À l'inverse, beaucoup d'économies d'Amérique du Sud, du Moyen-Orient et d'Afrique du Nord se sont essouffées sous l'effet d'une politique monétaire nettement plus restrictive et de la baisse des prix des matières premières causée par l'effondrement de la production industrielle à l'échelle mondiale. Enfin, des phénomènes météorologiques extrêmes ont causé des dommages économiques considérables dans certaines parties de l'Inde et de la Chine, entre autres.

Le rebond économique de la Chine a été moins vigoureux qu'escompté. À la fin de 2022, la Chine a annoncé mettre un terme à sa politique de tolérance zéro à l'égard du virus, suscitant des attentes ambitieuses. L'euphorie n'a cependant duré que quelques mois, avant que les faiblesses structurelles bien connues, notamment la forte dépendance à l'égard des investissements financés par la dette dans l'immobilier et dans les infrastructures, ne reprennent le dessus. À l'été de 2023, *Country Garden*, une société

Graphique 1.12

Le secteur chinois de la construction de logements s'est encore affaibli

(indices, 2019 = 100, moyennes mobiles sur trois mois)



Source: CEIC.

1 Investissements exprimés en valeur (renminbis).

2 90 % des ventes sur le marché de l'immobilier concernent l'acquisition d'un logement neuf sur plan.

immobilière privée jouissant d'une bonne réputation, a été confrontée à des difficultés financières. La confiance dans le secteur s'est à nouveau détériorée, tirant les ventes vers le bas et accentuant encore la réticence des entreprises à lancer de nouveaux projets de construction de logements. En dépit de nouvelles mesures gouvernementales, le marché de l'immobilier n'a pas tout à fait retrouvé sa stabilité. À cela s'ajoute une confiance des consommateurs toujours en berne, si bien que les ménages ont privilégié l'épargne de précaution au détriment de la consommation. Cette dernière a certes progressé de 5 à 6 % mais, compte tenu du modeste poids de la consommation privée dans l'économie chinoise, cela n'a pas permis de compenser le repli des investissements en logements. Étant spécialisée dans la production de biens électroniques et d'autres biens de consommation durables destinés à l'exportation, la Chine s'est également heurtée à l'atonie de la demande extérieure et du commerce de ces biens.

La résilience de l'économie américaine a surpris, tandis que la plupart des économies avancées ont effectué un atterrissage en douceur. Aux États-Unis, la consommation et les investissements ont mieux résisté que prévu. Un marché du travail tendu, où l'emploi s'est inscrit en hausse, la situation financière plus saine des ménages, la grande proportion de prêts (hypothécaires) assortis d'un (faible) taux d'intérêt fixe, les prix élevés des logements et la solidité des marchés d'actions ont compensé le resserrement de la politique monétaire et soutenu la consommation. Les nouveaux investissements industriels, entre autres dans les énergies propres et dans les semi-conducteurs, se sont fortement intensifiés, encouragés par le CHIPS and Science Act et par l'Inflation Reduction Act (cf. encadré 1). La politique budgétaire est aussi restée globalement très accommodante. En revanche, ces facteurs ont exercé une influence plus discrète, voire nulle, dans la zone euro et au Royaume-Uni.

L'économie japonaise, après avoir bien commencé l'année, s'est essoufflée au second semestre, tandis que l'économie britannique est demeurée languissante tout au long de l'année. Au premier trimestre, la demande intérieure a soutenu la croissance nipponne, mais l'accélération de l'inflation et la montée des incertitudes ont ensuite fait refluer la consommation privée et les investissements. Le ralentissement de la demande intérieure a pesé sur les importations, et les exportations de voitures ont,



pour leur part, augmenté, permettant aux exportations nettes de présenter un solde positif. Bien que le Royaume-Uni ait évité une récession, son économie est restée atone, ce qui tient à une inflation plus persistante, à des coûts de financement élevés et à un ralentissement progressif du marché du travail, qui ont pesé sur la demande intérieure, ainsi qu'à une position commerciale toujours déficitaire.

En 2023, à l'échelle de l'ensemble de la zone euro, la plupart des moteurs de la demande se sont éteints, surtout la consommation, qu'elle soit privée ou publique, mais aussi les exportations. En effet, les recherches de la BCE¹ ont montré que les ménages de la zone euro ont largement conservé l'épargne additionnelle qu'ils avaient accumulée pendant la pandémie (achats rendus impossibles par les fermetures partielles ou généralisées ou par la peur des contaminations, épargne de précaution). Les indicateurs de confiance des entreprises et des consommateurs montrent que leur comportement a été influencé par le climat de grande incertitude. Le frein à la consommation provient également

du resserrement des conditions de financement et de la baisse des salaires réels. La hausse des taux d'intérêt et la nécessité pour les gouvernements de réduire les déficits dans un contexte d'endettement élevé ont pesé sur la consommation publique dans la zone euro. La consommation a constitué la principale différence entre les États-Unis et la zone euro en 2023. Les investissements ont été quelque peu plus résilients, notamment grâce à la mise en œuvre des plans de relance. Les investissements en logements et, partant, l'activité de construction ont toutefois été affectés par le renchérissement abrupt du crédit et par les pénuries de main d'œuvre. La croissance dans la zone euro a aussi été modestement soutenue par les exportations nettes en 2023, mais cela s'explique principalement par un repli des importations. Les exportations ont quasiment stagné, sur fond de demande extérieure apathique. L'incidence négative du choc des prix de l'énergie sur les coûts de production a également affecté la compétitivité de l'industrie européenne, entraînant une perte de parts de marché extérieures en 2023. D'après des enquêtes récentes menées par la Commission européenne auprès des chefs d'entreprise, ceux-ci estiment que la compétitivité de leurs firmes sur les marchés étrangers se dégrade. La CE a chargé Mario Draghi de conduire une étude plus

¹ Cf. notamment Battistini N. et J. Gareis (2023), *Excess savings: To spend or not to spend*, ECB Blog, 2 November.



approfondie sur la compétitivité de l'UE, en particulier par rapport aux États-Unis et à la Chine, mais les résultats ne sont pas encore disponibles.

L'essoufflement de la croissance économique dans la zone euro en 2023 retarde ainsi la perspective de rejoindre la tendance dessinée avant le COVID-19. Grâce aux effets mécaniques de la réouverture des activités qui avaient été fermées ou interrompues pendant les vagues de la pandémie et aux politiques fortement expansionnistes adoptées en réaction à celles-ci, le PIB de la zone euro avait rebondi en 2021 et en 2022. En 2022, il avait effacé le recul de 2020 et semblait être en mesure de rejoindre cette tendance. Mais la hausse des prix de l'énergie, sa diffusion à travers les économies et l'effet amplificateur joué par l'invasion de l'Ukraine par la Russie ont freiné l'activité dans la zone euro. C'est d'abord l'industrie, et spécialement les branches intensives en énergie, qui a trinqué. Les services ont été plus résilients mais ont également fini par voir leur activité se tasser. En 2023, le ralentissement a touché tous les

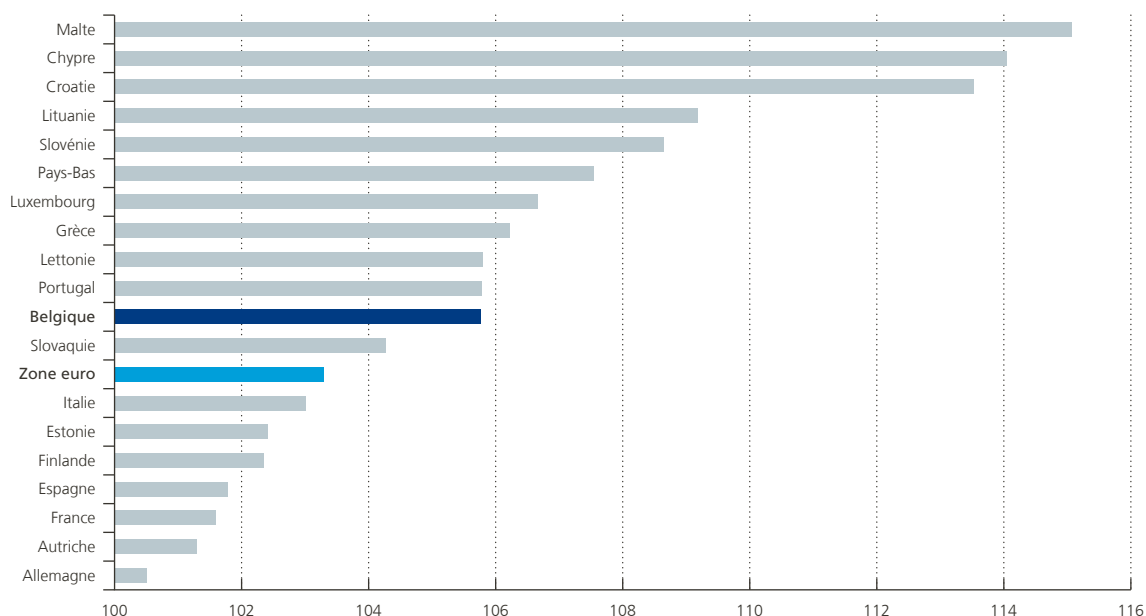
pays de l'union monétaire européenne, le PIB reculant même en Allemagne, en Autriche, au Luxembourg, en Irlande, en Finlande et dans les trois pays baltes.

L'Allemagne affiche la progression du PIB la plus basse de la zone euro depuis 2019. Cette grande économie très ouverte et axée sur les exportations a d'abord largement pâti des blocages logistiques et des problèmes d'approvisionnement recensés en 2020 et en 2021. Ensuite, l'industrie à haute intensité énergétique, qui joue un rôle important dans l'économie de ce pays, a souffert de la flambée des prix de l'énergie en 2022. Enfin, l'économie allemande a également été plus exposée au ralentissement de la croissance en Chine, qui est un partenaire commercial très important, et à l'affaiblissement généralisé du commerce mondial en 2023. Enfin, l'industrie automobile allemande a tardé à passer aux véhicules électriques et reste actuellement très dépendante des intrants provenant de Chine, en particulier des batteries. Enfin, l'Allemagne est également à la traîne en termes d'investissements dans les infrastructures et dans la numérisation.

Graphique 1.13

Depuis 2019, le PIB en volume a quasi stagné en Allemagne, alors qu'il a crû plus franchement dans de nombreux petits États membres de la zone euro¹

(variation cumulée entre 2019 et 2023, indices 2019 = 100)



Source : BCE.

¹ L'Irlande n'est pas illustrée ici pour des raisons de lisibilité. Son PIB en volume s'est en effet accru de plus de 30 % entre 2019 et 2023 en raison d'opérations au niveau de certaines multinationales d'ampleur mondiale.

L'économie française n'a pas non plus brillé au cours de cette période. Le plongeon des exportations en 2020, le plus important de la zone euro après ceux observés dans les touristiques Espagne et Grèce, n'a pas été pleinement récupéré depuis. Au-delà de l'effondrement temporaire des marchés à l'exportation, la France a perdu des parts de marché. En 2022, la mise à l'arrêt de plusieurs réacteurs nucléaires a réduit la production d'énergie et contraint la France à devenir importateur net d'électricité, détériorant plus avant sa balance commerciale. Comme évoqué à l'encadré 4 (chapitre 4), la consommation publique et les investissements en logements ont également concouru au fait que la France n'a pas retrouvé sa trajectoire de croissance d'avant la crise.

D'autres pays, comme l'Italie et l'Espagne, qui avaient davantage été impactés par la pandémie, ont pu bénéficier des fonds européens pour financer leur reprise. À cette fin, ils ont dû mettre en œuvre des jalons de réformes structurelles de nature à stimuler leur croissance potentielle à long terme. En 2022 et en 2023, les touristes sont aussi revenus en masse dans ces deux pays. Mais, au total, leur PIB a évolué moins vite que celui de

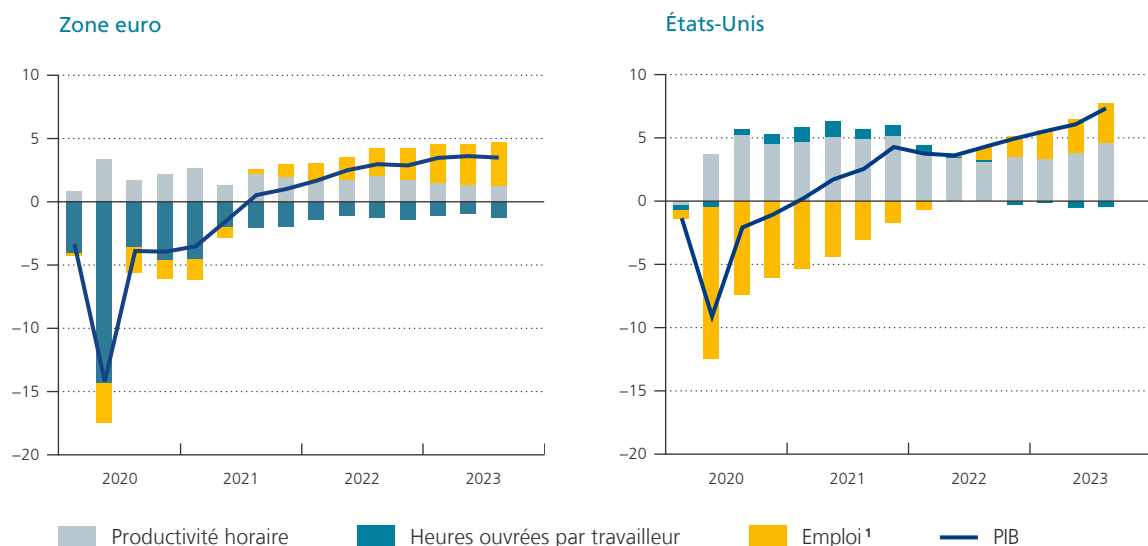
l'ensemble de la zone euro. En revanche, les plus petits pays, dont la Belgique, ont mieux tiré leur épingle du jeu.

De manière générale, la croissance dans la zone euro s'est avérée riche en emplois depuis la pandémie, et la résilience de l'emploi a également été un facteur important pour expliquer la croissance plus élevée en 2023 qu'attendu au début de l'année. En effet, au plus fort de la pandémie, les programmes de chômage temporaire ont permis aux entreprises de licencier peu de personnel. Avec la vigoureuse reprise post-COVID-19, les pénuries de main-d'œuvre se sont intensifiées dans un nombre croissant de branches. Cela a aussi incité les entreprises à garder leur personnel existant en dépit du récent ralentissement de l'activité. Aux États-Unis, les employeurs ont procédé à des licenciements plus massifs lors des vagues de COVID-19, et ce n'est que plus récemment qu'ils ont embauché de manière substantielle. Les marchés du travail aux États-Unis et dans la zone euro sont restés tendus tout au long de l'année mais, selon les derniers chiffres, le point d'inflexion pourrait avoir été atteint dans les deux économies.

Graphique 1.14

La reprise est soutenue par une hausse de l'emploi

(variations cumulées depuis le quatrième trimestre de 2019, pourcentages)



Sources : BCE, BEA, BLS, LSEG.

¹ Emploi en personnes.

Le rebond économique s'est par contre caractérisé, en particulier dans la zone euro, par de faibles gains de productivité du travail, mesurée par la production par heure ouvrée. Celle-ci y a même diminué au cours des derniers trimestres. Comme indiqué dans l'encadré 1, plusieurs facteurs structurels peuvent justifier la médiocre progression tendancielle de la productivité dans la zone euro. Une explication supplémentaire réside dans le phénomène de rétention de main-d'œuvre, qui a été plus prononcé dans la zone euro. L'industrie, dont le poids économique est plus important dans la zone euro qu'aux États-Unis, a vu sa production se réduire ces dernières années, en raison de perturbations dans les chaînes d'approvisionnement internationales en 2021 et en 2022, de la crise énergétique en 2022 (qui a principalement touché les secteurs énergivores en Europe) et du tassement de la production industrielle à l'échelle mondiale, faute de demande, en 2023. Pourtant, les entreprises industrielles se sont montrées réticentes à licencier des travailleurs, par crainte d'être confrontées ultérieurement à des problèmes de recrutement amplifiés par le vieillissement de la population. La productivité du travail mesurée dans l'industrie s'est par conséquent repliée. Les nouveaux emplois ont quant à eux principalement été créés dans les secteurs des services, généralement moins productifs.





2. Politique monétaire de la zone euro

- | | | |
|-----|---|----|
| 2.1 | Le resserrement de la politique monétaire s'est poursuivi | 83 |
| 2.2 | Le durcissement de la politique monétaire s'est rapidement transmis aux conditions de financement | 87 |
| 2.3 | La politique monétaire face aux risques qui entourent la stabilité des prix | 92 |

2.1 Le resserrement de la politique monétaire s'est poursuivi

Les taux d'intérêt ont été le principal instrument du resserrement de la politique monétaire

En 2023, l'inflation s'est établie à 5,4 % dans la zone euro, soit un niveau largement supérieur à l'objectif de moyen terme de 2 % de la BCE. Comme l'inflation avait atteint 8,4 % en 2022, il s'agit d'un recul, qui s'explique principalement par la baisse des prix de l'énergie. Dans le même temps, la croissance économique s'est encore nettement essoufflée en 2023, tombant de 3,4 à 0,6 %. Outre la disparition des effets de la réouverture économique depuis la crise sanitaire, la politique monétaire restrictive a contribué à freiner la croissance de la demande agrégée. Ce ralentissement n'a pas pour autant plongé la zone euro dans une récession.

Les taux d'intérêt directeurs de la BCE ont effectivement continué d'être rehaussés, de 450 points de base au total depuis juillet 2022. Le Conseil des gouverneurs de la BCE a toutefois décidé de laisser les taux directeurs inchangés aux mois d'octobre et de décembre 2023, considérant qu'ils « se situent à des niveaux qui, maintenus pendant une durée suffisamment longue, contribueront fortement à atteindre cet objectif [d'une inflation de 2 % à moyen terme] ». Le taux d'intérêt sur la facilité de dépôt est ainsi ressorti à 4 % en fin d'année, le taux des opérations principales de refinancement à 4,5 % et le taux de la facilité de prêt marginal à 4,75 %.

Le taux du marché monétaire à court terme (euro short-term rate, ou €STR) – soit l'objectif implicite de la politique de taux d'intérêt de la BCE – est resté proche du taux de la facilité de dépôt. Les liquidités restant abondantes dans le système bancaire, il n'a quasiment pas été recouru aux opérations principales de refinancement ni à la

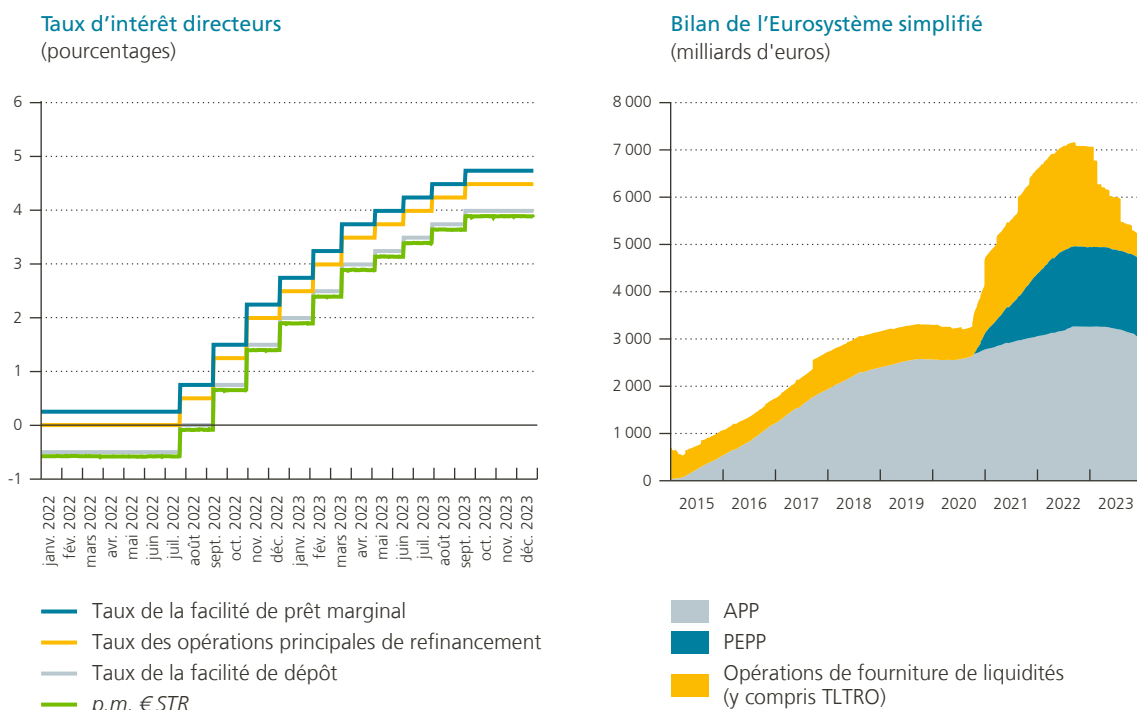
facilité de prêt marginal, et le taux de la facilité de dépôt a été de facto le principal taux directeur de la BCE. Pour rappel, la facilité de dépôt fixe le seuil en dessous duquel il n'est pas intéressant pour les banques de la zone euro de prêter des fonds au jour le jour. Cela étant, l'€STR a été légèrement inférieur au taux de la facilité de dépôt car il correspond au taux moyen auquel les banques peuvent se financer sans garantie sur le marché monétaire au jour le jour, y compris auprès d'institutions financières qui n'ont pas accès à la facilité de dépôt (et qui acceptent donc des taux inférieurs).

La réduction progressive des portefeuilles d'actifs de l'Eurosystème (comprenant les banques centrales nationales de la zone euro et la BCE) s'effectue de manière relativement passive, tout en faisant partie intégrante du processus de resserrement de la politique monétaire. En décembre 2022, le Conseil des gouverneurs avait décidé que, à partir de mars 2023, le portefeuille du programme d'achats d'actifs (Asset Purchase Programme, APP) serait réduit à un rythme mesuré et prévisible en réinvestissant partiellement les remboursements des titres arrivant à échéance. À partir de juillet 2023, il a mis un terme à ces réinvestissements partiels. Quant au programme d'achats d'urgence face à la pandémie (Pandemic Emergency Purchase Programme, PEPP), le Conseil des gouverneurs a décidé en décembre 2023 de ne plus réinvestir la totalité des remboursements à partir de juillet 2024 mais de réduire ce portefeuille de 7,5 milliards d'euros par mois en moyenne au second semestre de l'année et de mettre un terme aux réinvestissements à la fin de 2024.

La taille du bilan total de l'Eurosystème a significativement diminué, principalement du fait de remboursements d'opérations ciblées de refinancement à plus long terme (targeted

Graphique 2.1

Les taux d'intérêt directeurs ont encore été relevés et le bilan de l'Eurosystème a continué de décroître



Sources : BCE, LSEG.

longer-term refinancing operations, TLTRO).

L'une des plus importantes échéances de remboursement de TLTRO est arrivée en juin 2023, soit trois ans après l'opération de juin 2020 octroyée au cœur de la crise du COVID-19 pour un montant total de crédits d'environ 1 300 milliards d'euros. Plusieurs remboursements anticipés ont été effectués avant l'arrivée à échéance, notamment à la suite du resserrement des conditions régissant les TLTRO à la fin de 2022. Le remboursement de juin 2023 s'est élevé à 477 milliards. La dernière échéance de remboursement de TLTRO tombera en décembre 2024.

La BCE a également procédé à des changements dans la mise en œuvre de sa politique monétaire

En juillet 2023, la BCE a décidé de ne plus rémunérer les réserves obligatoires que les banques détiennent auprès des banques centrales nationales. Les établissements de crédit sont tenus de

détenir un montant minimal équivalent à 1 % de certains passifs, essentiellement des dépôts à court terme de la clientèle. Dans les conditions actuelles d'abondance de la liquidité, les banques détiennent par ailleurs d'importantes réserves « excédentaires », soit des réserves détenues en sus des réserves obligatoires.

Néanmoins, les intérêts payés aux banques par les banques centrales nationales de l'Eurosystème pour les montants placés au titre de la facilité de dépôt ont augmenté en 2023, renforçant les attentes de pertes des banques centrales nationales. Les réserves excédentaires, qui sont restées substantielles cette année, ont continué d'être placées sur la facilité de dépôt, et donc d'être rémunérées au taux de celle-ci, lequel a été fortement relevé. En parallèle, le produit des actifs que les banques centrales détiennent n'a pas bénéficié de la même hausse. Nombre de ces actifs (et plus particulièrement les obligations souveraines) ne rapportent pas beaucoup d'intérêts puisqu'ils

ont été achetés en grande majorité lorsque les taux d'intérêt étaient bas (faire davantage baisser les taux à long terme était alors pour la BCE un moyen de raviver l'inflation). Ainsi, la Banque nationale de Belgique (ci-après, la Banque) a annoncé une perte de 580 millions d'euros lors de la clôture des comptes annuels de 2022.

Le montant des réserves détenues au niveau national détermine le montant des intérêts versés par les banques centrales nationales aux banques, mais ces dépenses d'intérêts sont intégralement mises en commun au niveau de l'Eurosystème. En Belgique, le cas d'Euroclear a attiré l'attention dans le contexte des sanctions financières prises à l'encontre de la Russie dans la foulée de l'invasion de l'Ukraine, à la suite desquelles Euroclear s'est retrouvée avec des actifs russes gelés. Elle a commencé à placer des fonds issus de ces actifs (perçus lors de l'encaissement de coupons ou de remboursements à l'échéance des titres) sur la facilité de dépôt de la Banque. La Banque rémunère ces réserves au taux de la facilité de dépôt mais, in fine, elle n'assume qu'une petite partie de cette rémunération car cette dernière est partagée au niveau de l'Eurosystème¹. Plus spécifiquement, chaque banque

¹ Cf. Willequet J. (2023), « [Risque partagé est à moitié plus léger : comment la BNB partage-t-elle les risques avec l'Eurosystème ?](#) », blog de la BNB, 22 septembre.

centrale supporte une part des charges agrégées de l'Eurosystème proportionnellement à sa part dans la clé de répartition du capital (soit 3,61 % dans le cas de la Banque).

Les administrations publiques peuvent également effectuer des dépôts auprès de l'Eurosystème: le plafond de leur rémunération a été revu à la baisse. Jusqu'en avril 2023, le plafond était fixé au taux le plus bas entre le taux de la facilité de dépôt et l'€STR. Depuis lors, il a été fixé à l'€STR minoré de 20 points de base. Cette décision reflète le souhait d'encourager une réduction de ces avoirs détenus auprès de l'Eurosystème de manière progressive et ordonnée, minimisant ainsi le risque d'effets négatifs sur le fonctionnement du marché monétaire et assurant la transmission harmonieuse de la politique monétaire.

En outre, une décision liée au cadre opérationnel futur de la politique monétaire se profile à l'horizon pour 2024, ce qui fournira des informations quant à la fin du processus de normalisation du bilan. Le cadre opérationnel concerne principalement la méthode employée pour piloter les taux d'intérêt à court terme du marché monétaire, l'€STR en particulier. Un système dit « de corridor » prévalait avant 2008 dans la zone euro, selon lequel l'€STR (ou son équivalent de l'époque, le euro overnight index average ou EONIA) s'établissait entre le



taux de la facilité de dépôt et le taux de la facilité de prêt marginal. Ce taux à court terme fluctuait ainsi aux alentours du taux des opérations principales de refinancement. De nos jours, la BCE opère de facto dans un système dit « plancher ». La transition d'un système à l'autre s'est faite il y a quelques années à mesure que la BCE injectait des liquidités dans le système bancaire au travers de ses programmes d'achats et de ses opérations de crédit. Aujourd'hui, alors que la BCE a amorcé la réduction de la taille de son bilan, le cadre opérationnel redeviendrait un système de corridor si toutes les liquidités excédentaires disparaissaient du système bancaire. Cela étant, un retour à un système de corridor avec un bilan plus petit peut aussi aller de pair avec un retour de la volatilité de l'€STR à l'intérieur du corridor. Alternativement, la BCE pourrait décider de conserver un certain montant de liquidités excédentaires dans le système bancaire afin de pérenniser le cadre opérationnel plancher et de conserver un haut degré de contrôle des taux à court terme du marché monétaire. Un

système plancher peut essentiellement être mis en œuvre de deux manières. Dans un système plancher axé sur l'offre, la banque centrale assure un certain niveau de réserves excédentaires grâce à un portefeuille structurel d'actifs. C'est le système qui prévaut actuellement dans la zone euro et le choix qui a été fait pour l'avenir aux États-Unis par la Réserve fédérale. Dans un système plancher axé sur la demande, soit le système désormais privilégié par la Banque d'Angleterre, la banque centrale détient un portefeuille structurel d'actifs plus petit que dans l'option axée sur l'offre mais fournit un volume plus important d'opérations de crédit aux banques. Un inconvénient des systèmes plancher est qu'ils impliquent des risques allant de pair avec un bilan plus important de la banque centrale et une empreinte plus marquée sur les marchés financiers. Ces aspects, de même que de nombreux autres paramètres tels que la largeur du corridor, font l'objet de travaux et de discussions au sein des comités de l'Eurosystème et du Conseil des gouverneurs.



2.2 Le durcissement de la politique monétaire s'est rapidement transmis aux conditions de financement

L'évolution des taux sur les marchés financiers a reflété le resserrement de la politique monétaire

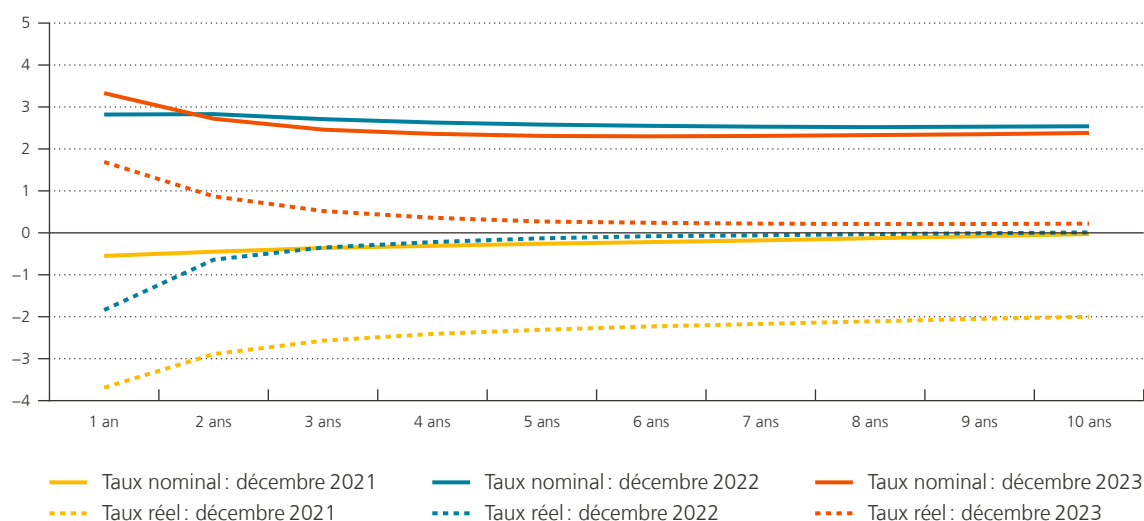
La courbe des taux sans risque est restée élevée pour toutes les maturités en 2023. La BCE contrôle les taux à court terme du marché monétaire et influence indirectement les taux à plus long terme au travers des attentes que forment les intervenants de marché quant aux futures décisions de

taux. La courbe de référence dans la zone euro, dite des « taux sans risque », reflète ces anticipations de marché. Cette courbe s'est inversée, c'est-à-dire que les taux à court terme sont devenus supérieurs à ceux à long terme, du fait de la progression soutenue des taux à court terme (directement liée à la hausse du taux de la facilité de dépôt), alors que les taux à plus long terme sont restés relativement stables. Ces derniers avaient déjà augmenté significativement avant le début de 2023, par

Graphique 2.2

Les évolutions des taux sans risque nominaux et réels ont reflété le durcissement de la politique monétaire¹

(pourcentages)



Sources: Bloomberg, LSEG.

¹ Les taux sans risque sont approximés par les taux des swaps indexés sur l'€STR (overnight indexed swaps). Les compensations pour l'inflation sont mesurées par les taux sur les swaps indexés sur l'inflation (inflation-linked swaps). Les taux réels sont obtenus en soustrayant les compensations pour l'inflation des taux sans risque. Moyenne des observations des mois de décembre.

effet d'anticipation du resserrement de la politique monétaire.

En termes réels, les taux sans risque s'affichent à un niveau relativement bas, ce qui met en perspective le degré de restriction de la politique monétaire. Les taux réels sont approximés en soustrayant la composante d'inflation des taux nominaux. Bien que l'augmentation des taux nominaux initiée à la mi-2022 paraisse assez agressive dans une perspective historique, celle-ci n'a qu'en partie reflété la hausse de l'inflation. De leur côté, les taux sans risque réels ont néanmoins grimpé (grâce à la stabilité des attentes d'inflation). À la fin de 2023, alors que les taux nominaux se situaient à un niveau relativement élevé suggérant une orientation assez restrictive de la politique monétaire, les taux réels étaient à peine supérieurs à zéro.

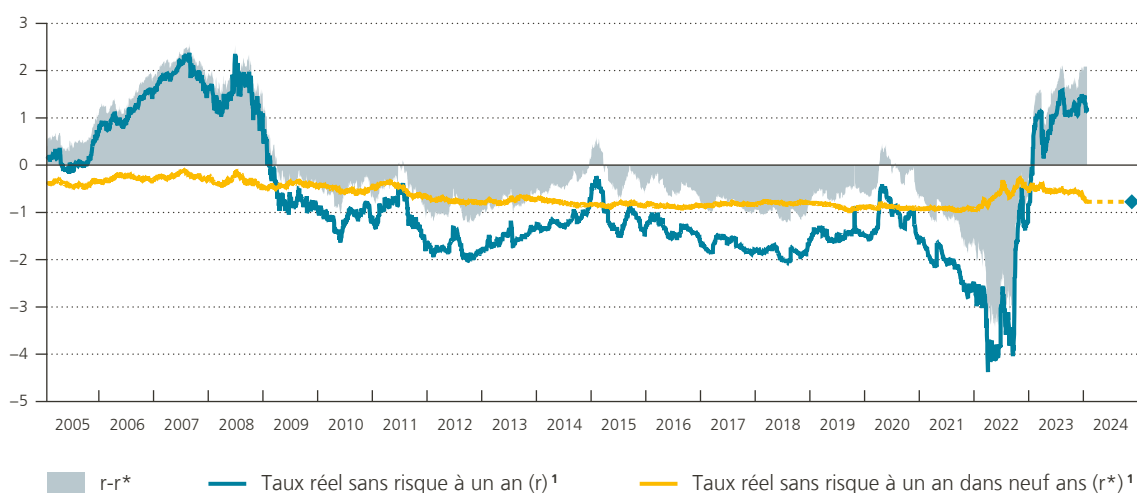
Il ressort de plusieurs mesures que l'orientation de la politique monétaire n'est restrictive que depuis peu et que cette orientation n'est pas particulièrement marquée. La différence entre le taux réel observé de la politique monétaire, r , et le taux réel d'équilibre, r^* (« r -star»), détermine en

principe l'orientation de la politique monétaire. Le taux r^* représente le niveau du taux de la politique monétaire qui, maintenu sur le long terme, implique un retour de l'économie à son niveau d'équilibre, c'est-à-dire une activité économique conforme à son potentiel et une inflation stable à 2%. Ce taux n'est pas directement observable et est donc souvent estimé au travers de modèles économiques, avec un degré d'incertitude significatif. Une approche consiste à approximer r^* par un taux forward réel à très long terme, comme le taux à un an dans neuf ans (soit le taux qui prévaut pour une période d'un an commençant dans neuf ans). Ce taux peut être comparé au taux à un an – qui incorpore l'augmentation récente du taux de la facilité de dépôt et les attentes à court terme – après l'ajustement de ces deux taux pour diverses primes de risque qu'ils contiennent. Cette mesure suggère que la politique monétaire n'est devenue restrictive (r supérieur à r^*) qu'à partir de la fin de 2022 et que le degré de restriction est moins prononcé qu'en 2005-2008. En outre, les taux forward indiquent que les marchés financiers s'attendent à ce que l'orientation de la politique monétaire redevienne plus ou moins neutre (r proche de r^*) d'ici la fin de 2024.

Graphique 2.3

La politique monétaire est, depuis peu, légèrement restrictive

(pourcentages)

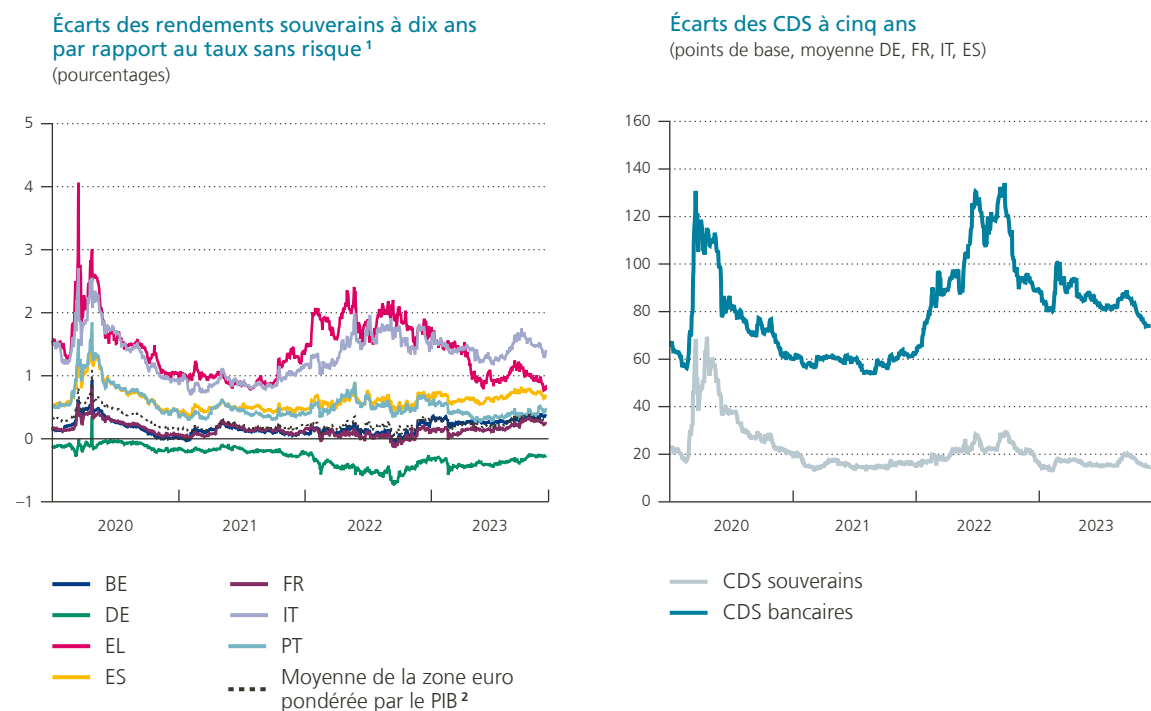


Sources : Bloomberg, LSEG, calculs propres.

1 Les taux sans risque réel à un an et à un an dans neuf ans sont approximés par les taux des swaps indexés sur l'€STR (overnight indexed swaps) ajustés des compensations pour l'inflation et des primes de terme réelles estimées à l'aide d'un modèle de courbe des taux. Avant octobre 2019, les taux des swaps indexés sur l'EONIA (euro overnight index average) sont utilisés, mais ils ont été diminués de 8,5 points de base. Le diamant bleu représente le taux à un an dans un an ajusté de la même manière. La ligne jaune pointillée garde constant le taux ajusté à un an dans neuf ans.

Graphique 2.4

La fragmentation est restée limitée malgré les tensions survenues dans le secteur bancaire



Sources : LSEG, calculs propres.

1 Le taux sans risque est approximé par le taux à dix ans des swaps indexés sur l'€STR (overnight indexed swaps).

2 La moyenne pondérée par le PIB prend en compte les pays suivants : Allemagne, Autriche, Belgique, Espagne, Finlande, France, Grèce, Irlande, Italie, Pays-Bas et Portugal.

Concernant les rendements souverains, ceux-ci ont bien suivi les mouvements des taux sans risque et la fragmentation entre pays est restée limitée, même lors des tensions survenues dans le secteur bancaire au début de l'année.

La transmission des taux sans risque aux rendements souverains a été presque parfaite puisque les écarts (spreads) de rendements souverains sont restés globalement stables, même s'ils ont suivi des dynamiques divergentes dans certains pays. À partir de 2020 et jusqu'au début de 2023, les spreads italien et grec étaient globalement similaires, tout comme les spreads portugais et espagnol. Ces deux couples se sont depuis séparés dans un contexte de perspectives budgétaires plus contrastées. Selon les prévisions de la Commission européenne, le Portugal, contrairement à l'Espagne, devrait afficher un important excédent budgétaire primaire en 2023 et en 2024. De manière similaire, la Grèce est parvenue à réduire son ratio d'endettement public, ce qui a induit une amélioration de la notation

de sa dette souveraine. En revanche, le chemin vers des finances publiques plus saines semble plus incertain pour l'Italie, en raison d'une révision à la hausse des projections du déficit budgétaire en septembre 2023. Cela étant, les spreads souverains n'ont pas affiché de volatilité exacerbée lors des remous de mars 2023 dans le secteur bancaire, durant lesquels les banques américaines Silicon Valley Bank et Signature Bank, notamment, ont fait faillite, alors qu'un peu plus tard en Europe la banque Credit Suisse vacillait mais était finalement rachetée par la banque UBS. Dans la zone euro plus précisément, aucune banque n'a fait faillite lors de cet épisode, mais les spreads des credit default swaps (CDS) bancaires ont rapidement augmenté, tandis que ceux des CDS souverains sont restés relativement stables. La présence de l'instrument de protection de la transmission de la politique monétaire dans la zone euro (IPT) adopté en 2022 pourrait expliquer l'absence de propagation des tensions au marché des obligations souveraines.

Le durcissement de la politique monétaire s'est largement transmis aux taux des prêts bancaires

Les taux des prêts bancaires ont continué d'augmenter de manière significative. Les taux des nouveaux crédits aux entreprises et aux ménages ont atteint des niveaux inégalés depuis la crise financière mondiale de 2008, passant d'environ 3% à la fin de 2022 à respectivement 5,2 et 4% en décembre 2023. Par ailleurs, la hausse des taux d'intérêt des encours de crédits a été plus faible que celle des taux des nouveaux prêts. Cela s'explique par le fait que les crédits accordés par le passé l'ont souvent été à des taux fixes ou assortis d'une période initiale relativement longue de fixation du taux d'intérêt, ce qui est en particulier le cas pour les crédits hypothécaires accordés aux ménages.

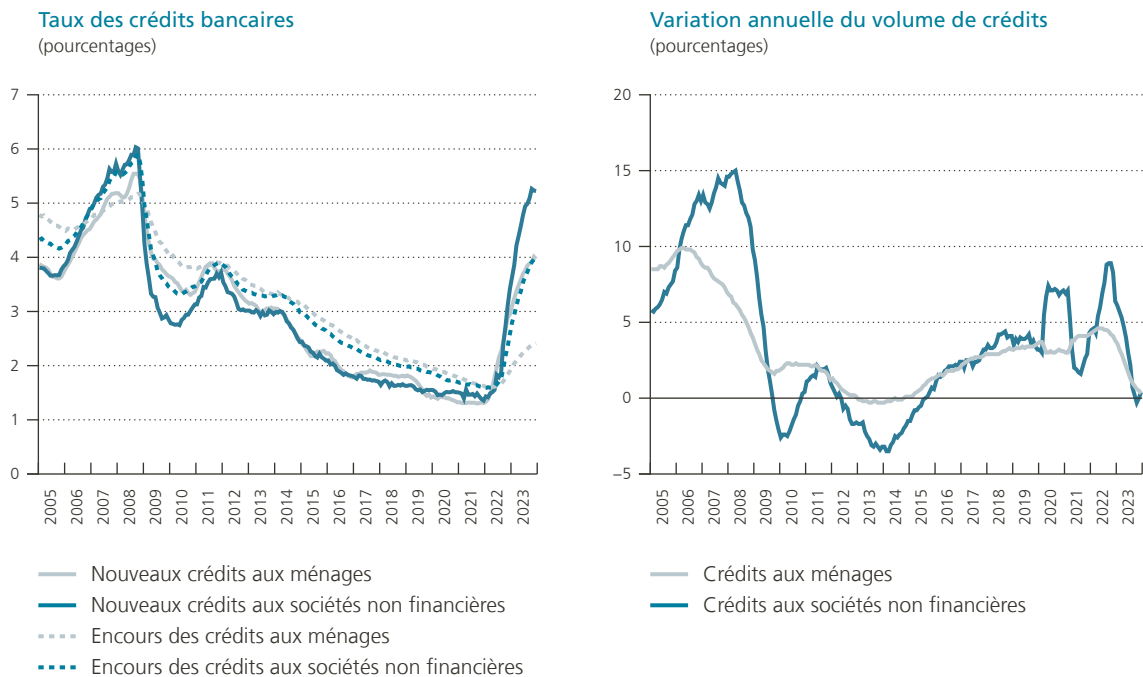
Les résultats de l'enquête de l'Eurosystème sur la distribution du crédit bancaire montrent que les banques ont resserré leurs conditions de prêt et que la demande de crédits est retombée.

Le durcissement des conditions de prêt est principalement attribué à une plus grande perception du niveau de risque et à une moindre tolérance au risque. Le resserrement va au-delà du coût du crédit : les critères liés aux garanties se sont durcis, tandis que les échéances et les montants des crédits ont été revus à la baisse. De plus, le taux de rejet des demandes de prêts par les banques a augmenté, tant pour les entreprises que pour les particuliers. Dans le même temps, la demande de crédits a diminué, essentiellement en raison de la hausse des taux d'intérêt (impliquant une baisse du nombre de projets d'investissement rentables) et de l'élargissement des marges des entreprises (accroissant les capacités de financement internes).

En conséquence, le taux de croissance annuelle des crédits a nettement ralenti. L'affaiblissement combiné de la demande et de l'offre de crédits explique l'essoufflement du taux de croissance des crédits depuis la fin de 2022. Ce taux a chuté de manière significative pour tomber à des valeurs avoisinant zéro en décembre 2023, à la fois pour les sociétés

Graphique 2.5

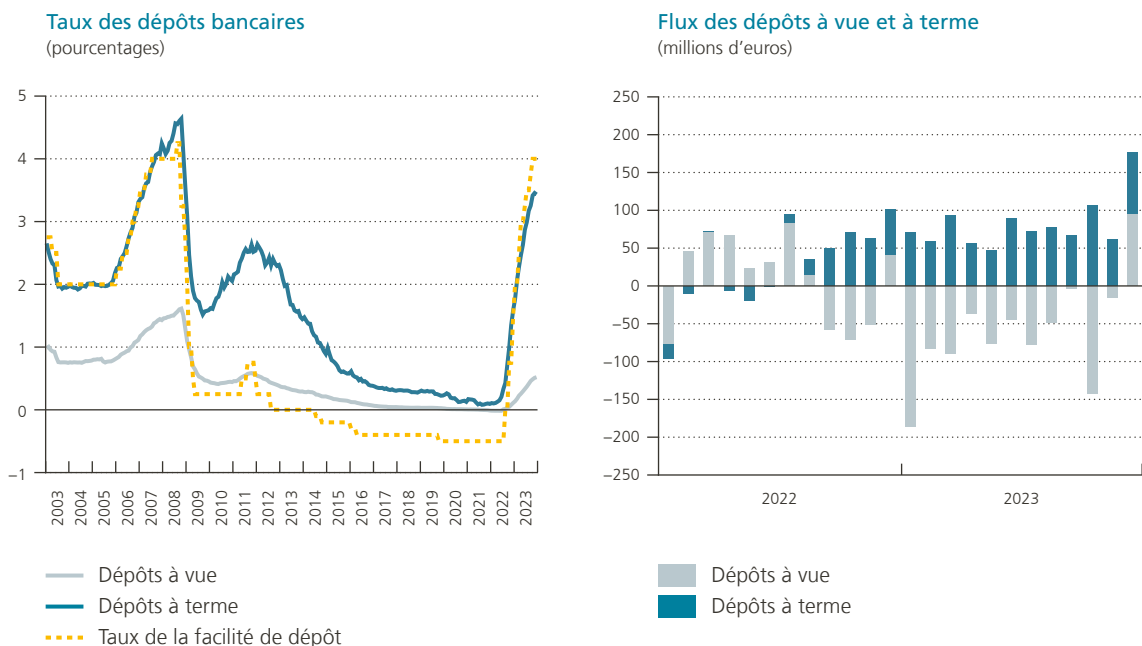
Les taux des prêts bancaires ont continué d'augmenter et la croissance du crédit s'est nettement affaiblie



Sources : BCE, LSEG.

Graphique 2.6

Les taux des dépôts à vue sont restés relativement bas, entraînant un transfert des comptes à vue vers les comptes à terme



Source : BCE.

non financières et pour les ménages. Parallèlement, les ratios d'endettement (le rapport entre l'encours de la dette et le PIB) se sont contractés, tant pour les ménages que pour les sociétés non financières, entre autres sous l'effet de l'inflation domestique.

Contrastant avec la remontée des taux des prêts bancaires, les taux des dépôts à vue n'ont que très légèrement progressé. Cette tendance ne se vérifie cependant pas pour tous les types de dépôts

puisque la rémunération des dépôts à terme a significativement rebondi, en ligne avec l'augmentation du taux de la facilité de dépôt de la BCE. Cette différence de dynamique a d'ailleurs initié un transfert des avoirs des comptes à vue vers les comptes à terme. Outre ces transferts, la réduction actuelle du bilan de la BCE pourrait intensifier la concurrence entre les banques pour attirer les dépôts, qui constituent leurs principales sources de financement, et exercer des pressions haussières sur les taux des dépôts bancaires.

2.3 La politique monétaire face aux risques qui entourent la stabilité des prix

La pandémie a mis en évidence la façon dont les chocs d'offre peuvent exercer des effets inflationnistes plus significatifs et plus persistants qu'escompté. Jusqu'à la reprise économique qui a suivi la crise du COVID-19, le point de vue qui prévalait dans les discussions de politique monétaire était qu'il était théoriquement préférable que la banque centrale voie au-delà des effets temporaires des chocs d'offre, et donc qu'elle tolère une inflation transitoire afin de ne pas peser plus lourdement sur la croissance économique. L'engorgement persistant des chaînes d'approvisionnement et le renchérissement historique des matières premières – surtout de l'énergie à la suite de l'invasion de l'Ukraine par la Russie – ont toutefois davantage fait grimper l'inflation, ce qui a engendré des craintes quant à un désancrage possible des attentes d'inflation. En outre, la reprise vigoureuse de la demande – permettant une hausse des marges des entreprises et des salaires – a poussé la zone euro vers une inflation de nature plus domestique. Cette combinaison de craintes de désancrage des attentes d'inflation et d'une demande agrégée robuste a appelé une réaction plus vigoureuse de la politique monétaire, a fortiori dans le contexte d'un marché du travail robuste.

Vu la grande incertitude macroéconomique, la BCE a clarifié les critères sur lesquels elle fonderait ses décisions en matière de taux directeurs: (1) les perspectives d'inflation à la lumière des nouvelles données économiques et financières; (2) la dynamique de l'inflation sous-jacente; et (3) la force de la transmission de la politique monétaire.

Un tournant dans la dynamique de l'inflation sous-jacente conforte l'idée d'un retour de l'inflation vers l'objectif

Le déclin rapide de l'inflation observé tout au long de l'année a reflété principalement la moindre contribution des produits énergétiques, mais l'inflation sous-jacente a elle aussi reculé. Après avoir atteint un sommet de 10,6 % en octobre 2022, le taux d'inflation dans la zone euro s'est régulièrement replié pour s'établir à 2,9 % à la fin de l'année. De même, l'inflation sous-jacente semble, elle aussi, avoir entamé une tendance baissière. Elle est retombée d'un pic de 5,7 % en mars 2023 à 3,4 % en décembre 2023.

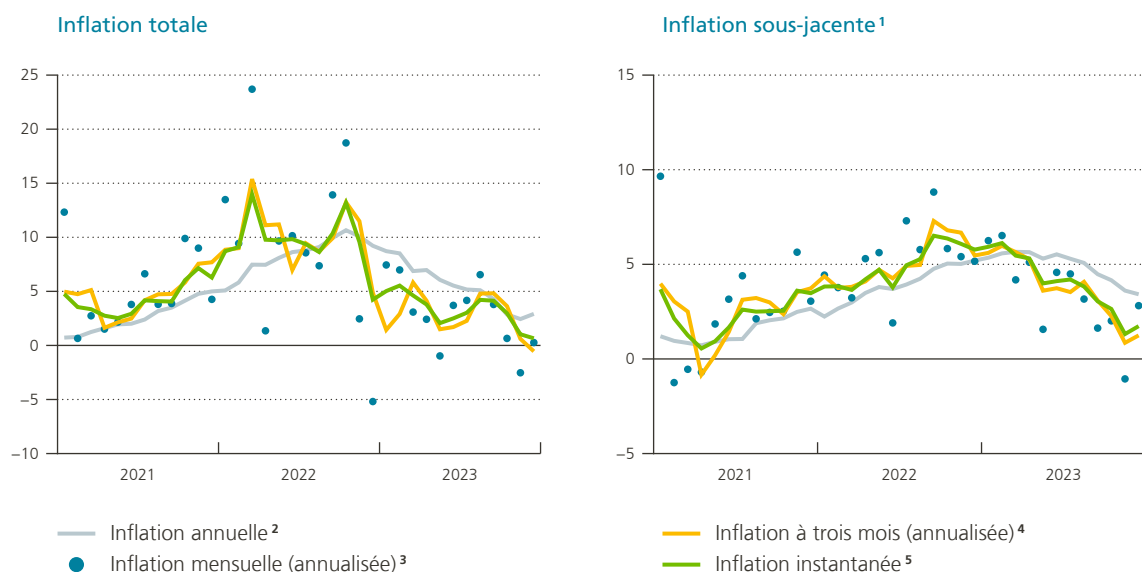
Des mesures avancées de l'inflation renforcent l'idée d'un point de retournement à la fin de 2022. La mesure de l'inflation en glissement annuel est une moyenne des taux d'inflation mensuels de l'année écoulée¹. Une fois que les hausses de prix mensuelles anormalement élevées de l'année précédente commencent à disparaître des taux d'inflation annuels, l'inflation ralentit sensiblement: il s'agit d'effets de base. Par la présence de ces effets de base, l'inflation en glissement annuel traduit non seulement la tendance de la dynamique actuelle des prix, mais aussi les changements de prix d'il y a un an. Dès lors, des mesures d'inflation qui se concentrent sur les données mensuelles les plus récentes sont aussi suivies. Toutefois, compte tenu de sa grande volatilité, l'inflation mensuelle elle-même n'est pas d'une grande aide pour prendre des décisions de politique monétaire. L'inflation à trois mois constitue une alternative. Elle pondère d'un tiers les taux d'inflation du mois en cours et des deux

¹ Pour de plus amples détails, cf. Wauters J. (2023), « [Les dangers que recèle l'analyse de l'inflation en glissement annuel](#) », blog de la BNB, 21 avril.

Graphique 2.7

Mesures avancées de l'inflation dans la zone euro¹

(pourcentages)



Sources: BCE, calculs propres.

1 Indices de prix corrigés des variations saisonnières.

2 L'inflation en glissement annuel représente la moyenne des douze dernières observations des taux d'inflation mensuelle (annualisés).

3 L'inflation mensuelle ne tient compte que de la dernière observation du taux d'inflation mensuelle.

4 L'inflation à trois mois pondère d'un tiers les taux d'inflation du mois en cours et des deux mois précédents et ignore les autres mois.

5 L'inflation instantanée attribue le poids le plus important à l'inflation mensuelle actuelle et des pondérations progressivement décroissantes aux mois antérieurs.

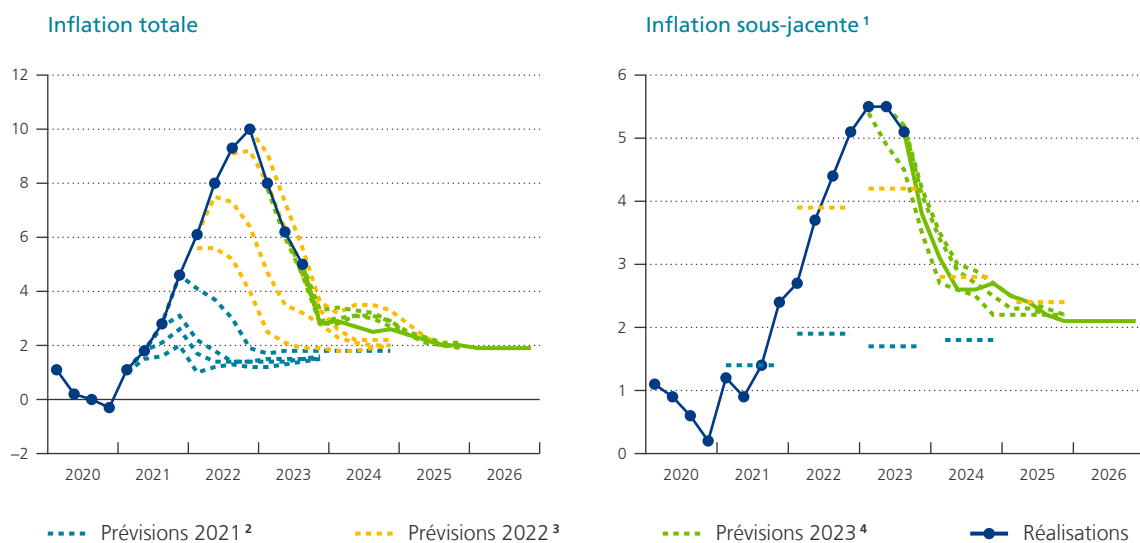
mois précédents. L'inflation dite « instantanée » attribue quant à elle le poids le plus important à l'inflation mensuelle actuelle et des pondérations progressivement décroissantes aux mois précédents. Ces mesures alternatives indiquent un point de retournement dès la fin de 2022 pour l'inflation totale. Plus fidèles aux évolutions récentes, elles ont été plus basses que celles de l'inflation annuelle en 2023, n'étant plus influencées dans la même mesure par les pics des prix énergétiques de la fin de 2022. Concernant l'inflation sous-jacente, les taux d'inflation sont nettement moins volatils d'un mois à l'autre puisque les composantes énergétiques et alimentaires en sont exclues. Alors qu'un point d'inflexion s'est dessiné à partir de la mi-2023 pour les taux en glissement annuel, la dynamique des mesures avancées indiquait un retournement déjà vers la fin de 2022. L'inflation sous-jacente « instantanée » était légèrement inférieure à 2 % à la fin de 2023.

Selon les projections macroéconomiques de décembre 2023 établies par les services de la BCE pour la zone euro, l'inflation reviendrait à 2 % dans le courant de 2025. Le recul de l'inflation serait principalement dû à l'atténuation des effets des chocs passés des prix de l'énergie et des tensions en amont des chaînes de production, ainsi qu'aux effets du resserrement de la politique monétaire. Plus précisément, les projections tablent sur une inflation moyenne de 2,7 % en 2024, de 2,1 % en 2025 et de 1,9 % en 2026. Les prévisions ont été constamment révisées à la hausse en 2022, notamment au gré des surprises que réservait l'inflation. En 2023, cependant, les révisions entre les prévisions du début et de la fin de l'année ont été plutôt mineures. L'inflation sous-jacente devrait elle aussi diminuer: les prévisions de l'Eurosystème l'estiment à 2,7 % en 2024, à 2,3 % en 2025 et à 2,1 % en 2026. La croissance des coûts de la main-d'œuvre devrait être le principal moteur de l'inflation sous-jacente. Après avoir augmenté

Graphique 2.8

Prévisions d'inflation dans la zone euro

(pourcentages)



Source: BCE.

1 Les prévisions trimestrielles pour l'inflation sous-jacente ne sont publiées que depuis mars 2023.

2 Prévisions annuelles de décembre 2021 pour l'inflation sous-jacente.

3 Prévisions annuelles de décembre 2022 pour l'inflation sous-jacente.

4 Ligne verte continue: prévisions de décembre 2023.

de manière significative en 2022, les marges des entreprises devraient s'affaiblir sur l'horizon de projection, fournissant un tampon à la hausse des coûts de la main-d'œuvre.

Des risques entourent les prévisions d'inflation, et ceux-ci se reflètent dans l'incertitude quant à la trajectoire future des taux

Plusieurs risques haussiers pourraient raviver l'inflation en dépit du resserrement de la politique monétaire. Parmi ceux-ci figurent des facteurs domestiques tels que l'importance croissante du relèvement des salaires dans un contexte de résistance du marché de l'emploi (avec un taux de chômage de 6,5 % en moyenne en 2023), qui a par ailleurs soutenu l'activité économique, et l'appui de la politique budgétaire. En outre, des facteurs extérieurs pourraient pousser les prix, tel le renchérissement des matières premières (invasion de l'Ukraine par la Russie et conflit au Moyen-Orient,

demande de matériaux nécessaires au verdissement de l'économie¹, etc.).

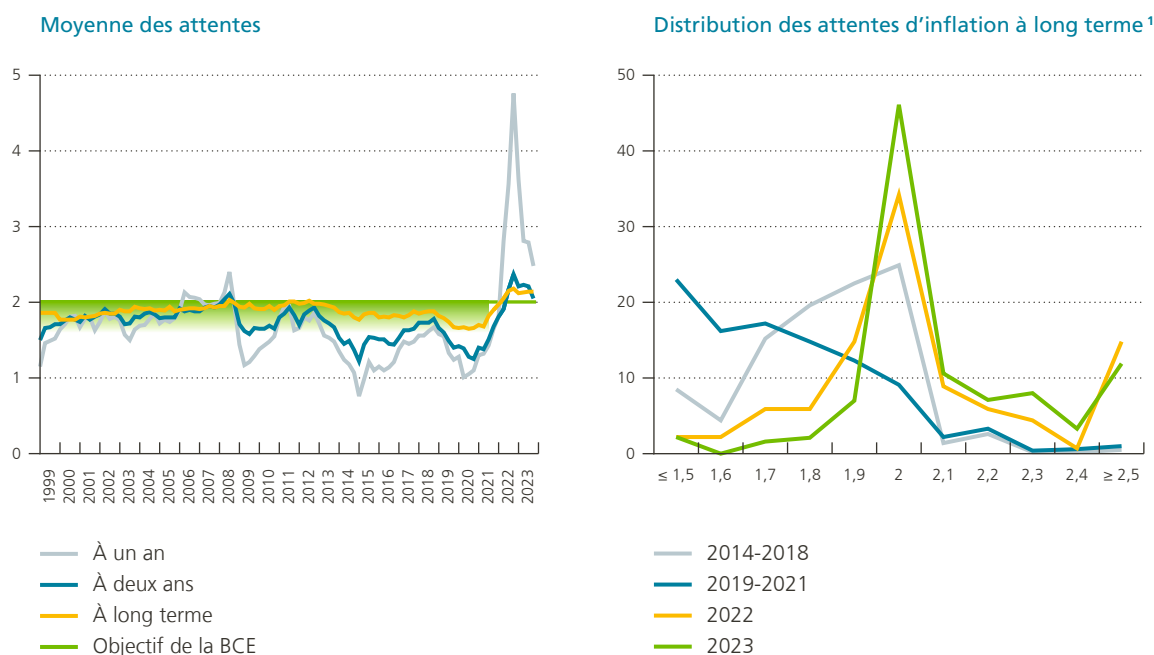
Cependant, les attentes d'inflation restent ancrées à l'objectif de 2 %, ce qui contribue à contenir les risques à la hausse. Alors que l'inflation a grimpé à des niveaux historiques, les mesures des anticipations d'inflation à moyen et à long termes ont envoyé des signaux assez rassurants. Les résultats de l'enquête auprès des prévisionnistes professionnels (Survey of Professional Forecasters, SPF) du dernier trimestre de 2023 font état d'un taux d'inflation de 2,1 % à long terme. Toutefois, plusieurs points d'attention ont émergé pendant la période de forte inflation. Alors que, durant la période de faible inflation dans la zone euro, les attentes à long terme des répondants étaient clairement concentrées en deçà de 2 %, elles se sont de nouveau recentrées autour de 2 % à partir de 2022 en raison des

1 Cf. Buysse K. et D. Essers (2023), « *Matières premières critiques: de la dépendance à l'autonomie stratégique ouverte?* », BNB, *Revue économique*.

Graphique 2.9

Attentes d'inflation des prévisionnistes professionnels

(pourcentages)



Source : BCE.

¹ L'axe des y représente le pourcentage de répondants et l'axe des x le taux d'inflation attendu.

pressions inflationnistes croissantes. La distribution des réponses à cette enquête révèle qu'en 2023, une part croissante des prévisionnistes (plus de 10 %) prévoient une inflation égale ou supérieure à 2,5 % à long terme. En outre, des données provenant des marchés financiers indiquaient des anticipations d'inflation à moyen terme dépassant 2,6 % à la fin de l'été, bien que ces anticipations soient retombées à 2,3 % à la fin de l'année. Enfin, les attentes d'inflation à moyen terme recueillies auprès des consommateurs (Consumer Expectations Survey, CES) ont augmenté dès le début de 2022 et se sont situées aux alentours de 2,5 % (médiane) pendant la majeure partie de l'année écoulée.

Bien que les attentes d'inflation restent assez bien ancrées à l'objectif de 2 %, plus l'inflation demeurera supérieure à cet objectif, plus les risques de perte de confiance dans l'objectif d'inflation seront grands. Le danger est que les agents économiques cessent d'anticiper un taux d'inflation faible et stable et qu'ils commencent à s'appuyer davantage sur les dernières réalisations

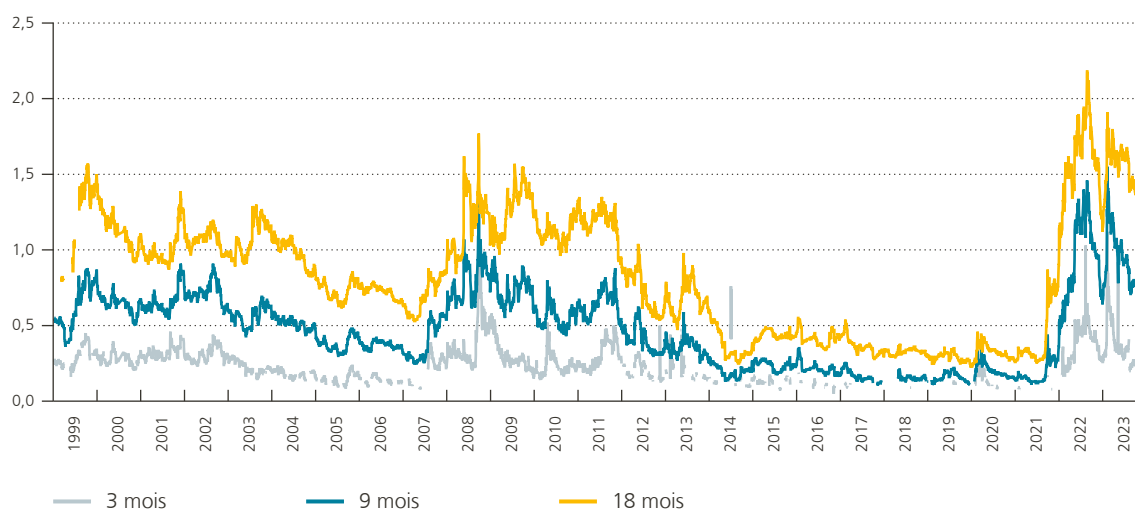
d'inflation pour former leurs attentes d'inflation (on parle d'agents « backward-looking » et non plus « forward-looking »). Ce phénomène pourrait mener à une persistance de la hausse des prix, l'inflation et les anticipations d'inflation s'alimentant mutuellement. Cela pousserait la politique monétaire à intervenir de manière plus ferme, ce qui pourrait engendrer une récession économique. Ce scénario est moins favorable que celui dans lequel la banque centrale s'assure que les attentes d'inflation demeurent ancrées à leur objectif en maintenant le cap du resserrement, de manière à ramener l'inflation vers son objectif au plus tôt.

Alors que le resserrement de la politique monétaire s'est rapidement transmis aux conditions financières, des doutes persistent sur la manière dont celui-ci va se répercuter sur l'économie réelle, et donc ramener l'inflation vers son objectif. Le durcissement est inédit par sa rapidité, compte tenu de la longue période de politique accommodante qui l'a précédé, marquée par des bilans de taille historique, ou encore de la

Graphique 2.10

Écart type de la distribution des taux attendus à différents horizons de prévision¹

(pourcentages)



Source: BCE.

¹ Les distributions forward sont tirées d'options sur le taux EURIBOR à trois mois. Les taux forward contiennent des primes de risque.

constellation de chocs économiques dans la zone euro depuis 2020. Par exemple, l'impact des chocs récents sur la capacité d'offre de l'économie, et donc sur le niveau des capacités inutilisées, n'est pas encore bien défini. Ces inconnues amplifient l'incertitude du « calibrage », c'est-à-dire le choix du niveau de taux d'intérêt approprié et la durée du maintien de ceux-ci à ce niveau.

À la fin de 2023, les marchés financiers semblaient penser que la BCE en avait fini avec les hausses de taux et qu'elle commencerait à réduire ceux-ci dans le courant de 2024, mais la distribution des scénarios possibles révèle une grande incertitude¹. Le scénario de référence fait état d'anticipations pour le taux de la facilité de dépôt aux alentours de 2 % d'ici la fin de 2025 (cf. le chapitre précédent consacré à l'économie internationale). Cela étant, la distribution des anticipations de taux d'intérêt par les intervenants sur les marchés financiers se révèle historiquement étendue. L'écart type de la distribution (une mesure d'incertitude) à divers horizons d'anticipation n'a jamais été aussi élevé, si ce n'est au lendemain de la crise financière

mondiale de 2008. Plus récemment, les remous sur le marché bancaire en mars 2023 l'ont encore un peu accentué. Depuis, si l'incertitude à court terme (trois mois) est retombée, elle demeure élevée à plus long terme (un an et demi).

La politique monétaire dans la zone euro pourrait-elle être contrainte par les autres politiques ?

L'indépendance de la BCE vise à préserver celle-ci de toute influence politique sur ses décisions monétaires et sur son objectif de stabilité des prix. Lorsque la BCE prend des décisions de politique monétaire, elle ne devrait pas avoir à se soucier de savoir si ses actions – telle une hausse des taux d'intérêt – mettront à mal la soutenabilité des finances publiques ou si elles engendreront des risques pour la stabilité financière.

Or, une politique budgétaire trop souple pourrait interférer avec une politique monétaire restrictive. Une politique budgétaire trop souple alimente la demande et l'inflation, ce qui oblige la banque centrale à augmenter encore plus les taux d'intérêt. En outre, une hausse des taux d'intérêt

¹ Cf. De Backer B. (2023), « Les taux d'intérêt s'apprentent-ils à diminuer ? » blog de la BNB, 16 novembre.

pèse sur les finances publiques, toutes autres choses étant égales par ailleurs. Dès lors, les gouvernements doivent être particulièrement attentifs à la soutenabilité des finances publiques dans un contexte de hausse des taux d'intérêt. Si les gouvernements ne font pas (ou pas suffisamment) le nécessaire pour réduire les déficits publics, la banque centrale pourrait être mise sous pression pour qu'elle renonce à relever les taux (et laisse l'inflation augmenter). Dans le cas extrême où la banque centrale céderait, il s'agirait d'une situation de « dominance budgétaire ». Après que les autorités budgétaires et monétaires sont parvenues, en agissant conjointement, à éviter l'effondrement de l'économie durant la crise sanitaire et qu'elles ont contribué à sortir l'économie de la profonde récession dans laquelle elle était plongée, un risque de dominance budgétaire pourrait émerger dans un contexte de remontée des taux qui alourdit les charges de la dette publique.

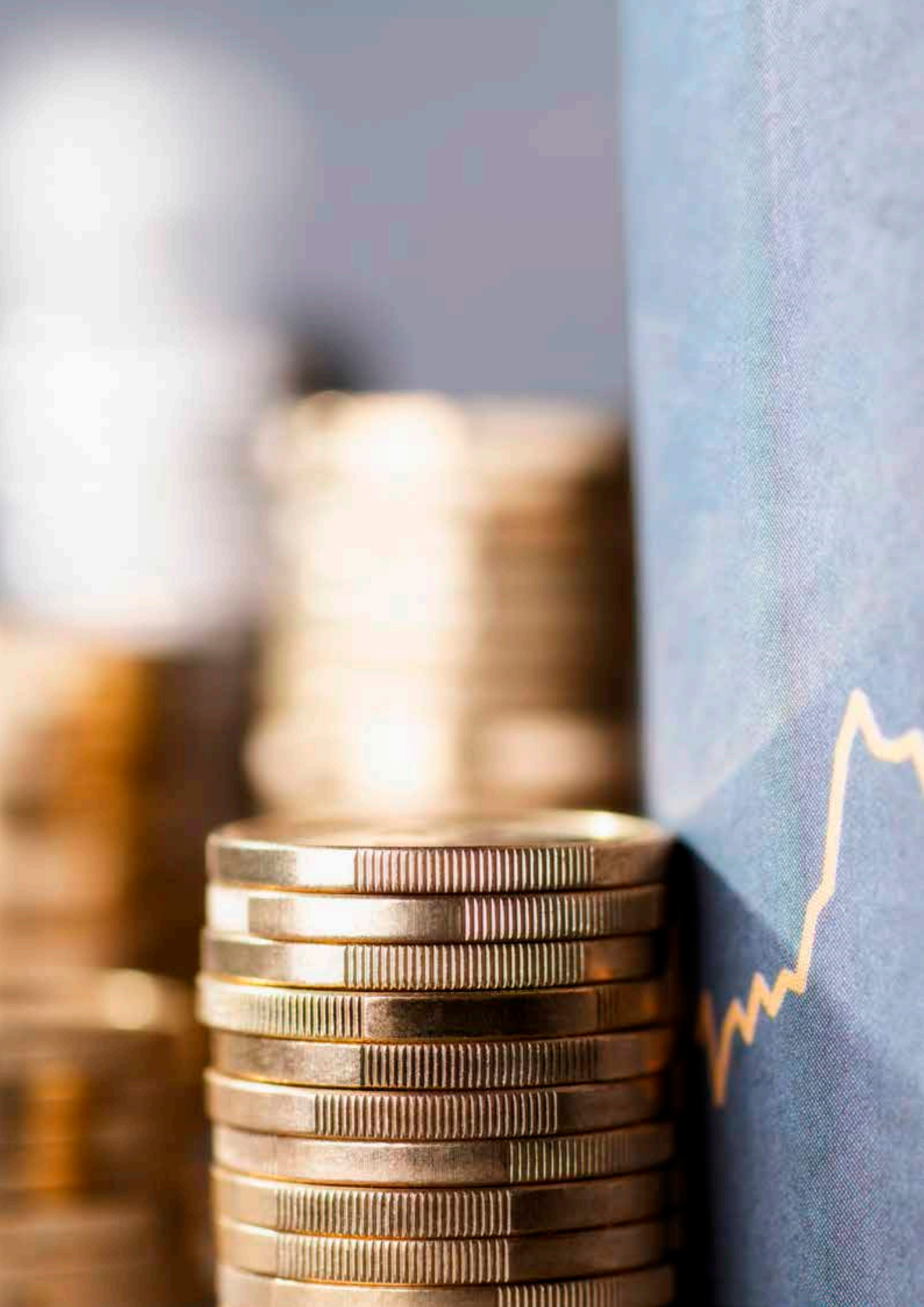
Par ailleurs, la stabilité financière est une condition préalable à la stabilité des prix. À cet égard, la BCE a un rôle important à jouer en tant que prêteur en dernier ressort pour gérer les crises de liquidité et stabiliser les marchés financiers. La séparation entre les considérations de stabilité monétaire, d'une part, et financière, d'autre part, peut être assurée si les perturbations financières sont causées par des dysfonctionnements du marché ou des problèmes de liquidité et non par des problèmes de solvabilité. Autrement dit, les responsables de la politique monétaire ne peuvent pas résoudre les problèmes de solvabilité, qui relèvent des compétences d'autres autorités¹.

En matière de stabilité financière, les politiques macroprudentielle et microprudentielle constituent la première ligne de défense, ce qui permet à la politique monétaire de se concentrer sur son objectif principal de stabilité des prix.

L'objectif de la politique macroprudentielle, en particulier, est d'accroître la capacité de résistance du système financier et de limiter l'accumulation de vulnérabilités, afin d'atténuer le risque systémique – qui peut résulter de chocs macroéconomiques, de déséquilibres financiers et d'effets de contagion – et de veiller à ce que les services financiers continuent d'être fournis efficacement à l'économie réelle même en temps de crise. Ainsi, les autorités macroprudentielles de la zone euro ont augmenté les exigences en matière de fonds propres en 2023, en relevant par exemple les coussins de fonds propres contracycliques. Dans la mesure où ces coussins vont contribuer à freiner la croissance du crédit, ils peuvent également jouer un rôle indirect dans la lutte contre l'inflation. De manière générale, ces mesures prudentielles contribuent à ce que des considérations de stabilité financière ne freinent pas le Conseil des gouverneurs de la BCE dans ses prises de décisions de politique monétaire ayant pour but d'assurer la stabilité des prix selon l'objectif primaire du mandat.

¹ Cf. Schnabel I. (2023), *Monetary and financial stability – can they be separated?* Speech at the Conference on Financial Stability and Monetary Policy in the honour of Charles Goodhart, London, 19 May.





3. Prix et coûts

3.1	L'augmentation des coûts salariaux a pesé sur la compétitivité	102
3.2	L'augmentation des coûts salariaux a exercé une pression d'origine intérieure sur les prix, partiellement absorbée par la contraction des marges bénéficiaires	107
	Encadré 2 – Les augmentations des prix de revient et les différents concepts de marge bénéficiaire	
3.3	Baisse significative de l'inflation totale malgré l'inflation sous-jacente en moyenne plus élevée en 2023	112

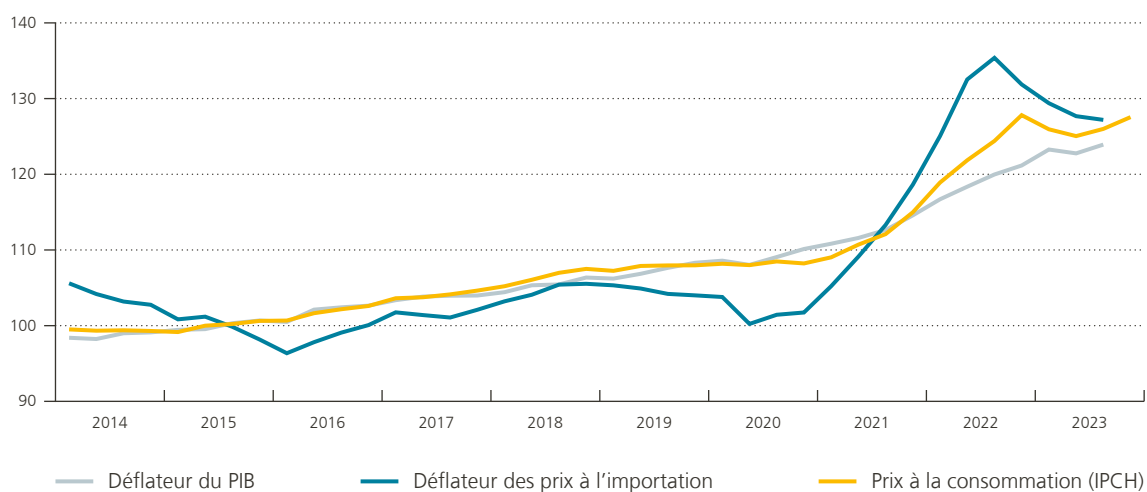
Après les énormes chocs sur les prix en 2021 et en 2022, la pression extérieure sur ceux-ci s'est atténuée en 2023, tandis que les tensions inflationnistes intérieures se sont elles aussi relâchées. Le prix du gaz sur les marchés internationaux avait ainsi atteint des sommets de plus de 300 euros/MWh en août 2022. Un an plus tard, en août 2023, son cours avoisinait encore 35 euros, soit un niveau toujours supérieur à celui d'avant la pandémie (environ 10 euros/MWh). Ces fluctuations se reflètent clairement dans le déflateur des prix à l'importation. Si les prix des biens et des services importés se sont repliés, les coûts salariaux, qui sont une composante clé des pressions d'origine interne sur les prix, ont quant à eux largement progressé en 2023. Cette hausse historique tient à l'indexation automatique des rémunérations, qui a réagi avec un certain retard à la poussée inflationniste qui a sévi en 2022. L'augmentation des coûts intérieurs, qui est

un « effet de second tour » de l'inflation importée, a été partiellement absorbée par les entreprises, dès lors que la croissance des bénéfices par unité produite a ralenti en 2022 et s'est même inscrite en territoire négatif en 2023. Les marges bénéficiaires accrues engrangées les années précédentes ont permis d'amortir la hausse des coûts salariaux en 2022 et en 2023. L'inflation des coûts et des revenus intérieurs, mesurée à l'aune du déflateur du PIB, a par conséquent reflué. Cette conjonction de facteurs internes et externes a induit une chute marquée de l'inflation totale des prix à la consommation, qui s'est établie à 2,3 % en 2023, alors que le coût de la vie s'était envolé de 10,3 % en 2022. Cependant, l'inflation énergétique fortement négative, qui explique la faiblesse du chiffre total pour l'année 2023, masque une accélération toujours vive des prix des services, de l'alimentation et des biens industriels non énergétiques.

Graphique 3.1

Les prix à l'importation ont nettement diminué, tandis que la pression intérieure sur les prix s'est également allégée

(indices de prix, 2015 = 100)



Source : CE.

3.1 L'augmentation des coûts salariaux a pesé sur la compétitivité

En Belgique, l'évolution des salaires est régie par un cadre légal strict. La loi du 26 juillet 1996 relative à la promotion de l'emploi et à la sauvegarde préventive de la compétitivité, révisée en 2017, vise principalement à empêcher un dérapage durable des coûts salariaux en Belgique comparativement aux principaux pays partenaires (Allemagne, France et Pays-Bas). Pour ce faire, elle définit une borne maximale pour l'évolution des salaires conventionnels réels, c'est-à-dire au-delà des indexations et des augmentations barémiques qui sont garanties. Cette borne est évaluée tous les deux ans par le Conseil central de l'économie (CCE). Le CCE compare les projections des coûts salariaux dans les trois principaux pays voisins aux prévisions d'indexation en Belgique, en tenant compte de l'avantage ou du handicap salarial cumulé depuis 1996. La marge maximale disponible est calculée à partir de ce solde. La loi a fait l'objet d'une révision en 2017, afin de compenser les erreurs de prévisions qui conduisaient à un dérapage des coûts salariaux belges. Depuis lors, l'estimation du CCE intègre également un terme de correction et une marge de sécurité de minimum 0,5%. La borne estimée par le CCE sert ensuite de base pour les négociations de la norme salariale par les partenaires sociaux. En l'absence d'un accord, c'est le gouvernement fédéral qui la fixe. Depuis 2011, les partenaires sociaux sont parvenus à un accord une seule fois, lors des négociations de 2017-2018.

Outre la sauvegarde de la compétitivité des entreprises, la loi intègre aussi explicitement le principe de l'indexation des salaires dans son champ. Ceux-ci sont indexés automatiquement sur la base de l'indice santé, qui reflète l'indice des prix à la consommation national (IPCN) sans les boissons alcoolisées, le tabac et les carburants. La loi entend créer un équilibre entre la sauvegarde de la compétitivité des entreprises et la préservation du pouvoir d'achat des travailleurs. Ces deux objectifs sont parfois difficilement conciliables.

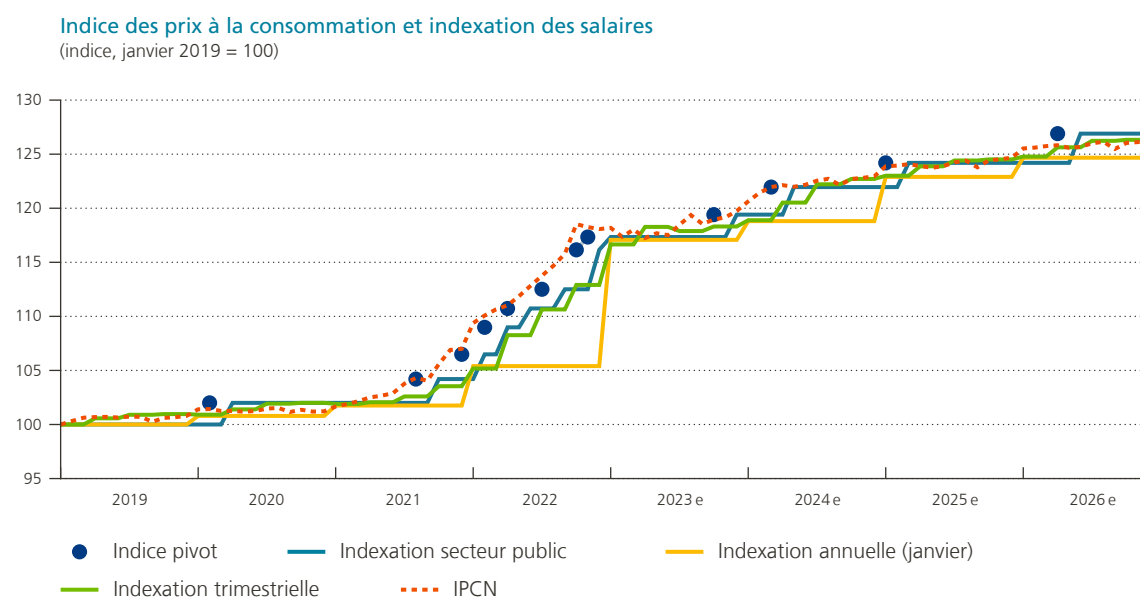
Dans le contexte actuel de forte inflation importée, l'indexation a permis de protéger le pouvoir d'achat, mais elle a également conduit à une dégradation de la compétitivité-coût des entreprises. À l'orée de la crise énergétique, les préoccupations portaient surtout sur la préservation du pouvoir d'achat. L'année 2022 s'était en effet caractérisée par une perte globale de pouvoir d'achat, qui était toutefois restée limitée du point de vue macroéconomique, notamment grâce aux mesures supplémentaires de soutien adoptées par les pouvoirs publics en la matière. Certains travailleurs ont cependant été plus touchés que d'autres. Un tiers des salariés du secteur privé ont par exemple dû attendre le mois de janvier 2023 pour voir leurs rémunérations indexées (cf. ci-après). Cette incidence hétérogène de la crise énergétique sur le pouvoir d'achat des ménages a été décrite en détail dans le Rapport 2022. La perte subie en 2022 a été compensée cette année par le jeu de l'indexation automatique (cf. chapitre 4). En 2023, c'est le volet compétitivité-coût des entreprises qui a été sous le feu des projecteurs. La résorption du handicap salarial implique, conformément à la loi de 1996, une période de modération salariale qui dépend notamment de l'évolution des salaires dans les pays partenaires.

La croissance des coûts salariaux a été historiquement élevée

Les salaires bruts dans le secteur privé ont affiché une croissance record de 8,1% en 2023. Comme en 2022, ce sont essentiellement les indexations qui sont à l'origine de cette augmentation, malgré le ralentissement de l'inflation en 2023. En raison des délais d'application propres aux différents mécanismes d'indexation, une large part de la hausse de l'indice-santé en 2022 n'a été répercutée sur les salaires qu'en 2023.

Graphique 3.2

L'indexation a compensé plus ou moins rapidement les salariés confrontés à la flambée des prix



Part des différents mécanismes d'indexation dans le secteur privé

(pourcentages)

Mécanisme d'indexation	% de travailleurs ¹	Nombre de travailleurs ¹
Indice pivot	48,2	1 462 279
Indexation périodique		
Annuelle	40,3	1 222 182
<i>Dont: en janvier</i>	33,3	1 000 030
Semestrielle	2,5	74 301
Quadrimestrielle	0,3	8 603
Trimestrielle	5,6	169 904
Bimestrielle	1,6	47 210
Mensuelle	0,6	19 327

Sources: SPF ETCS, Statbel, BNB.

¹ Emploi dans le secteur privé couvert par les commissions paritaires, situation au premier trimestre de 2022.

Il n'y a en effet pas de mécanisme d'indexation unique; celui-ci varie selon le secteur et la commission paritaire. Au sein du secteur privé, environ la moitié des travailleurs voient leur salaire augmenter lorsque l'indice-santé lissé croît d'un certain pourcentage (ce pourcentage n'est pas nécessairement identique aux 2 % appliqués dans le secteur public).

D'autres bénéficient d'une indexation à des moments précis, dont la fréquence est annuelle, semestrielle, trimestrielle ou encore (bi)mensuelle. Le salaire d'une large part des travailleurs du secteur privé (40 %) n'est corrigé pour le coût de la vie qu'une fois par an. Pour la majorité d'entre eux, cette indexation a lieu en janvier. Ainsi, en janvier 2023, un peu plus d'un million

Tableau 3.1

Coûts salariaux dans le secteur privé

(données corrigées des effets de calendrier; pourcentages de variation par rapport à l'année précédente, sauf mention contraire)

	2019	2020	2021	2022	2023 e
Coûts salariaux horaires¹	2,1	5,2	0,2	4,6	7,5
Salaires horaires bruts	2,3	4,8	0,7	4,8	8,1
Adaptations conventionnelles réelles ²	0,7	0,6	0,4	0,4	0,0
Indexation	1,8	1,0	1,1	5,4	8,0
Glissement des salaires ³	-0,2	3,0	-0,7	-0,9	0,1
Cotisations patronales ⁴	-0,2	0,48	-0,5	-0,2	-0,6
<i>p.m. Coûts salariaux horaires, concept économique⁵</i>	2,0	4,3	0,1	5,0	7,6
Productivité horaire⁶	1,0	4,6	-1,5	-1,8	0,5
Coûts salariaux par unité produite	1,1	0,6	1,7	6,6	7,0

Sources: ICN, ONSS, SPF ETCS, BNB.

1 Selon le concept des comptes nationaux.

2 Augmentations salariales définies en commissions paritaires.

3 Augmentations et primes octroyées par les entreprises en sus des conventions collectives interprofessionnelles et sectorielles; glissement des salaires résultant de changements dans la structure de l'emploi et d'erreurs de mesure; contribution à la variation des coûts salariaux, points de pourcentage.

4 Contribution à la variation des coûts salariaux résultant de modifications des taux implicites de cotisation, points de pourcentage.

5 Les coûts salariaux selon ce concept comprennent également les réductions des cotisations pour groupes cibles et les subventions salariales, si bien que ce concept rend mieux compte des coûts salariaux réels des entreprises.

6 Valeur ajoutée en volume, par heure prestée pour les travailleurs salariés et les indépendants.

de salariés ont vu leur rémunération bondir de 12 % d'un coup. Dans la fonction publique, les salaires sont indexés lorsque l'indice-santé lissé franchit l'indice pivot (qui correspond à une croissance de 2 %), ce qui a été le cas pas moins de cinq fois en 2022, de sorte que les salaires des fonctionnaires ont suivi de près l'évolution de l'indice-santé. En 2023, l'indice pivot n'a été dépassé qu'une fois, en octobre.

Il n'y a pas eu de marge de progression pour les salaires réels

La possibilité d'accorder des augmentations conventionnelles réelles durant la période 2023-2024 s'est révélée inexistante. Pour la période de négociation 2023-2024, la borne maximale évaluée par le CCE pour l'évolution des salaires conventionnels réels sur la base de la progression des coûts salariaux dans les pays voisins et de l'inflation en Belgique était nulle, les coûts salariaux ayant crû plus rapidement en Belgique que dans les pays partenaires lors de la flambée des prix entamée en 2022. En l'absence d'un

accord des partenaires sociaux à ce sujet, la norme salariale a été fixée par le gouvernement fédéral à zéro pour cette période.

Pour atténuer cette absence de marge, la possibilité d'accorder une prime de pouvoir d'achat a été décidée par le gouvernement.

Dans le cadre des négociations salariales 2023-2024, le gouvernement a permis aux entreprises qui avaient obtenu de bons résultats pendant la crise énergétique de verser une prime de pouvoir d'achat d'un montant maximum de 750 euros à chaque travailleur. Cette prime, qui bénéficie d'un régime (para-)fiscal avantageux, tombe explicitement hors du champ d'application de la loi sur la sauvegarde préventive de la compétitivité. En d'autres termes, elle n'entre pas dans le calcul de la norme salariale; elle est comptabilisée dans le glissement des salaires. Grâce notamment à cette prime, le glissement des salaires redeviendrait positif en 2023, après deux années de contribution négative. En 2021 et en 2022, la forte création d'emplois faiblement rémunérés (flexi-jobs et jobs d'étudiant) avait fait reculer la dérive salariale. Le repli progressif

du chômage temporaire en 2021 et en 2022, qui touchait surtout des emplois faiblement rémunérés, y avait également contribué. De manière plus générale, les tendances structurelles qui affectent la composition de la main-d'œuvre, telles que l'augmentation du niveau d'éducation et de l'âge de salariés, renforcent la croissance de la dérive salariale, les salariés hautement diplômés et plus âgés étant relativement mieux payés que la moyenne.

Le gouvernement a également accordé aux entreprises une réduction des cotisations sociales patronales pour atténuer le choc de la flambée des coûts du travail et des intrants. Une diminution exceptionnelle de 7,07 % des cotisations sociales patronales a été consentie par le gouvernement fédéral pour les deux premiers trimestres de 2023. L'impact de cette mesure sur la hausse des coûts salariaux supportés par les entreprises s'est toutefois avéré modeste au regard de l'incidence de l'indexation.

La croissance faiblement positive de la productivité en 2023 n'a guère atténué la forte accentuation des coûts salariaux unitaires. Une augmentation des coûts salariaux n'est pas nécessairement néfaste pour la compétitivité des entreprises, pour autant qu'elle s'accompagne d'un renforcement

équivalent de la productivité. Même si la productivité du travail a affiché une croissance légèrement positive en 2023, cette progression fait suite à deux années de régression marquée. Ce recul a contribué à un net alourdissement des coûts salariaux par unité produite dans le secteur privé.

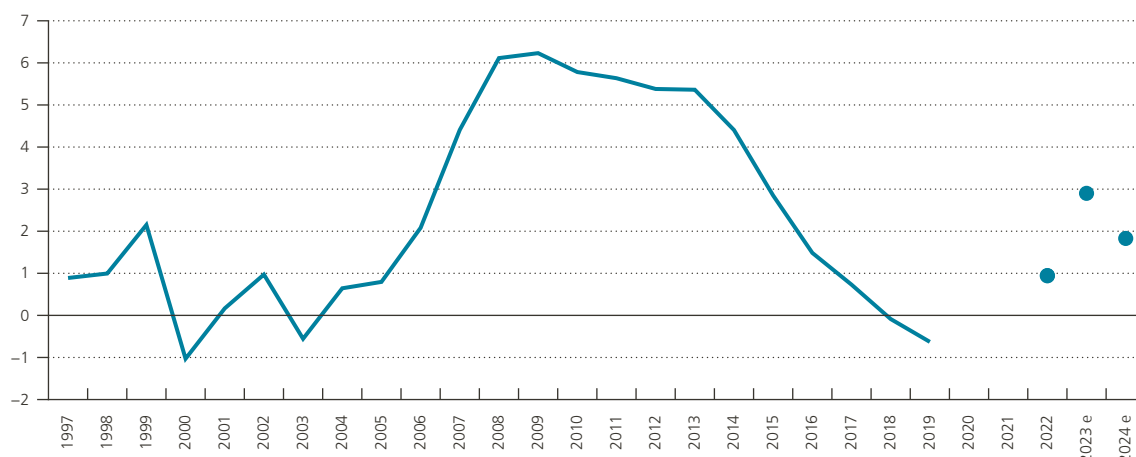
L'indexation automatique des salaires a fait réapparaître le handicap salarial

Les salaires ont augmenté plus rapidement que dans les pays voisins, ce qui a altéré notre compétitivité. Si le pouvoir d'achat des travailleurs belges a été protégé lors de la poussée inflationniste de 2022, ce sont les entreprises (et en partie le gouvernement) qui en ont supporté la charge. Leurs coûts se sont envolés, détériorant leurs marges bénéficiaires (cf. infra) et leur position concurrentielle. L'ampleur de cette dégradation dépend du degré d'exposition des entreprises à la demande extérieure. En effet, la très vive hausse de l'inflation a entraîné à partir de 2022 un découplage entre l'évolution des salaires supportés par les entreprises belges et la situation de leurs concurrentes dans les pays voisins, où les hausses salariales sont négociées et sont plus longues à se matérialiser.

Graphique 3.3

L'écart salarial de la Belgique a augmenté depuis 2022

(écart¹ cumulé depuis 1996 dans le secteur privé, pourcentages)



Source : CCE.

1 Par rapport aux trois principaux pays voisins (Allemagne, France, Pays-Bas), moyennes pondérées selon l'importance relative des PIB respectifs. Le CCE ne publie pas l'écart salarial pour les années 2020 et 2021.

En conséquence, un handicap salarial est réapparu. En 2019, l'écart salarial cumulé depuis 1996 entre la Belgique et les trois principaux pays partenaires s'était résorbé. Dans son rapport de février 2024, le CCE estime que cet écart salarial cumulé devrait atteindre 1,8 % à l'horizon de 2024. Cette évaluation est toutefois loin de l'appréciation opérée en 2022, qui le voyait grimper à 5,7 %, soit un niveau flirtant avec les records observés durant les années 2007-2008. Cette révision substantielle est étroitement liée à la chute plus rapide qu'attendu des prix de l'énergie, de sorte que l'indexation des salaires a également été moins importante que prévu. Elle illustre aussi l'incertitude qui entoure l'estimation du handicap (ou avantage) salarial, qui résulte tant d'une révision des statistiques que des prévisions pour les coûts salariaux en Belgique et dans les pays voisins.

Possibilités limitées de refléter les réalités propres des entreprises

Des marges nulles pour les augmentations conventionnelles réelles limitent les possibilités de différenciation entre les entreprises.

En principe, la marge maximale disponible pour les salaires réels peut être allouée de manière différenciée entre les secteurs. Les secteurs qui affichent de bonnes performances peuvent opter pour le maximum de la marge, tandis que les secteurs en difficulté peuvent décider de n'en allouer qu'une partie. Dans le contexte actuel, puisque les marges sont nulles et les adaptations conventionnelles réelles négatives impossibles, cette possibilité de différenciation est fortement limitée. Les secteurs plus performants ne peuvent pas octroyer d'augmentations conventionnelles réelles. À l'opposé, cette rigidité constitue un handicap pour les entreprises en difficulté, qui ne peuvent mettre en œuvre de réduction des salaires réels conventionnels, hormis celles négociant un plan de restructuration.

Une certaine souplesse existe toutefois dans la différenciation des salaires à la hausse, qui s'opère par une série d'éléments de rémunération qui sortent du cadre de la loi. Concrètement, les formes de rémunération suivantes ne sont pas couvertes par la norme salariale: les participations bénéficiaires, les paiements en actions ou encore les parts versés aux travailleurs dans le cadre de leur participation au capital des sociétés, les cotisations versées au titre des régimes de pension complémentaire,

les primes uniques d'innovation, les chèques consommation et les chèques pouvoir d'achat (qui en sont les ajouts les plus récents). Bien que la loi de 1996 modifiée ne le prévoie pas explicitement, le bonus qui peut être octroyé aux travailleurs en vertu de la CCT (convention collective de travail) n° 90 (avantages non récurrents liés aux résultats) ne relève pas non plus de l'application de la norme salariale. Un tel bonus dépend de la réalisation d'un objectif fixé dans une CCT d'entreprise et est exonéré de l'impôt des personnes physiques pour autant que le bonus reste inférieur au montant maximum (pour 2022, celui-ci a été fixé à 3 434 euros bruts). Le caractère obligatoire de la norme n'empêche donc pas totalement de négocier au niveau sectoriel ou de l'entreprise des avantages financiers supplémentaires

Il existe également une clause d'opt-out pour les entreprises en difficulté, mais cette procédure est complexe et lourde. Le système tel qu'il est conçu actuellement laisse peu de marge aux entreprises en difficulté pour moduler les salaires en fonction de leur situation spécifique, par exemple selon leur exposition au choc énergétique ou compte tenu de l'importance des frais de personnel dans leur structure de coûts. Une option consiste à recourir à une clause d'opt-out encadrée dans les conventions sectorielles. Une telle clause permet d'intégrer dans une CCT sectorielle certaines conditions qui, une fois remplies, autorisent l'employeur à ne pas appliquer la CCT (soit totalement, soit en partie) afin de préserver l'emploi.

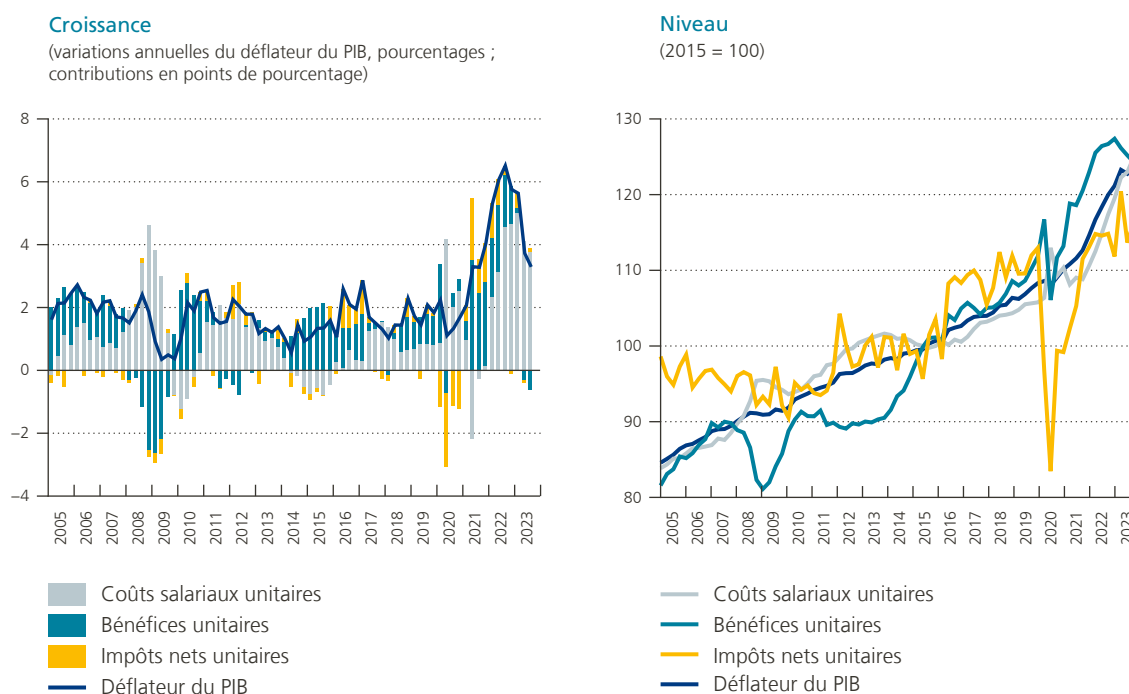
3.2 L'augmentation des coûts salariaux a exercé une pression d'origine intérieure sur les prix, partiellement absorbée par la contraction des marges bénéficiaires

La hausse des coûts salariaux a eu pour corollaire une inflation intérieure encore vigoureuse en 2023. Celle-ci se reflète clairement dans l'évolution du déflateur du PIB, qui est un indicateur de la pression interne pure sur les prix, puisqu'il n'est pas directement influencé par les variations des prix étrangers. L'inflation intérieure a commencé à s'accélérer

en 2021 et a continué de se renforcer jusqu'au troisième trimestre de 2022. La hausse initiale a été alimentée par la progression des bénéfices par unité produite et des impôts nets (en raison du retrait graduel des mesures de soutien liées au COVID-19). En 2022, la contribution des bénéfices unitaires a diminué, tandis que les coûts salariaux ont gagné en

Graphique 3.4

L'inflation intérieure a baissé mais est restée soutenue



Source : CE.

Note : Les bénéfices unitaires sont définis comme étant la somme de l'excédent brut d'exploitation et du revenu mixte, divisée par le PIB réel. Le revenu mixte est corrigé des coûts salariaux des indépendants.



importance. La croissance annuelle du déflateur du PIB a ralenti à partir du quatrième trimestre de 2022, en dépit de l'accroissement de la pression induite par les rémunérations. La croissance des coûts salariaux par unité produite a atteint un sommet au premier trimestre de 2023, les mécanismes d'indexation ayant réagi de manière différée au choc de coûts pour un tiers des salariés du secteur privé (cf. section 3.1). Elle s'est ensuite infléchie, tout en demeurant élevée.

En Belgique, la hausse des coûts a été partiellement compensée par l'affaiblissement de la croissance des bénéfices unitaires à partir de la mi-2022, ce qui a freiné l'inflation intérieure.

Outre les coûts salariaux et ceux des intrants, les bénéfices jouent également un rôle déterminant dans l'évolution des prix et de l'inflation. Ils peuvent soit contribuer à la hausse des prix, soit faire office de tampons face à une augmentation des coûts. Les entreprises belges ont moins répercuté l'alourdissement de leurs coûts sur les clients en 2022 et en 2023 qu'en 2021. Dans le passé, les marges bénéficiaires ont souvent servi à amortir des coûts plus élevés. Ainsi, par exemple, les bénéfices par unité produite ont sensiblement décliné après la flambée des cours du pétrole en 2007-2008 et après le choc sur les coûts salariaux pendant la grande récession de 2008-2009, lorsque la production s'est ralentie, sans pour autant que les firmes ne se séparent de leurs travailleurs.

Entre 2014 et 2021, les entreprises belges avaient constitué un coussin de bénéfices qui leur a permis d'absorber la hausse des coûts en 2022 et en 2023. Une étude de De Keyser et al. (2023)¹ qui analyse les marges bénéficiaires sur une plus longue période a en effet démontré que la part des bénéfices des entreprises s'était nettement élargie de 2014 à 2021. Cette part, aussi appelée taux de marge, est

définie comme l'excédent brut d'exploitation divisé par la valeur ajoutée, soit la proportion du revenu intérieur consacrée à la rémunération du facteur de production « capital » (cf. également l'encadré 1). Le fait que les coûts salariaux aient progressé moins rapidement que la productivité, notamment grâce à une série de mesures de modération salariale adoptées en 2014-2015, explique en partie cette évolution. En 2023, ces marges bénéficiaires ont rempli une fonction d'amortisseur, d'autant que les bénéfices unitaires de l'économie totale avaient continué d'augmenter durant la reprise post-COVID-19 (cf. graphique 4, volet de droite) et ont donc plutôt joué un rôle d'amplificateur de l'inflation. Diverses raisons expliquent ce pouvoir de fixation des prix dont ont disposé les firmes : une demande de biens et de services dynamique à la faveur, entre autres, des effets de réouverture et de l'épargne accumulée durant la pandémie, de nombreuses mesures de soutien gouvernementales, un environnement inflationniste général ayant rendu les hausses de prix plus acceptables, etc.

Si les entreprises ont globalement bien digéré les chocs, ce n'est pas nécessairement le cas pour chaque entreprise.

Les données agrégées ne livrent notamment qu'une image de l'économie totale. Une étude fondée sur des microdonnées (Bijnens et Duprez, 2023²), dans laquelle des informations fournies par des firmes individuelles ont été analysées, incite à la prudence : les marges bénéficiaires macro-économiques se révèlent être largement influencées par les grandes entreprises (ou « top performers ») et les chiffres ne sont pas nécessairement représentatifs des entreprises de taille moyenne ou plus petite.

1 Cf. De Keyser T., G. Langenus et L. Walravens (2023), « *Évolution des marges bénéficiaires des entreprises et inflation* », BNB, *Revue économique*.

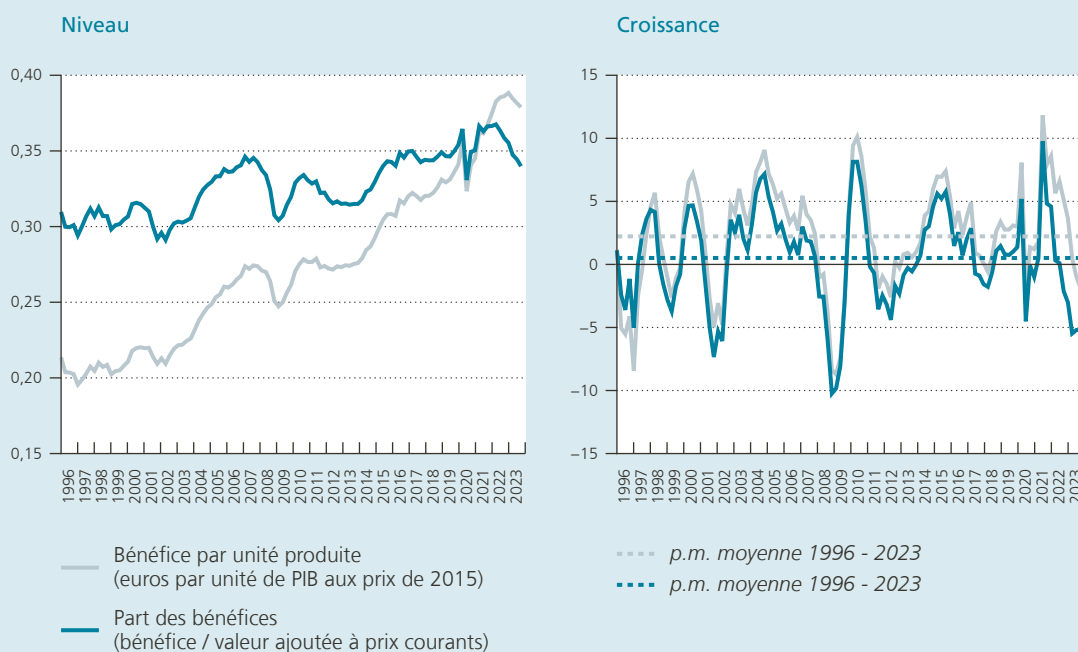
2 Cf. Bijnens G. et C. Duprez (2023), *Firmes, prix et marges*, BNB.

Les augmentations des prix de revient et les différents concepts de marge bénéficiaire

Les marges bénéficiaires ou les bénéfices peuvent être définis de plusieurs manières. Ainsi, il convient d'établir une distinction entre les indicateurs macroéconomiques et ceux qui se rapportent aux entreprises. Les premiers proviennent des comptes nationaux. L'excédent brut d'exploitation – c'est-à-dire la valeur ajoutée diminuée des coûts salariaux et des impôts nets sur la production et sur les importations – est la rémunération du facteur de production « capital ». Étant donné qu'il inclut notamment aussi l'impôt des sociétés et l'amortissement des investissements, ce concept macroéconomique est très éloigné des notions de profit à l'échelle des entreprises. Les firmes définissent souvent le prix de vente en majorant leur prix de revient d'un pourcentage appelé « mark-up » ou « marge bénéficiaire ».

Il existe par ailleurs une distinction entre les indicateurs nominaux et les indicateurs en pourcentage. Les premiers évoluent avec le niveau général des prix dans l'économie et présentent à ce titre une évolution tendancielle. Il n'en va pas de même pour les seconds. La marge bénéficiaire microéconomique est typiquement un indicateur en pourcentage. En effet, en tant que fraction de deux

Concepts de bénéfice dans les comptes nationaux: part des bénéfices et bénéfice par unité produite



Source: ICN.

Le bénéfice correspond à l'excédent brut d'exploitation et au revenu mixte corrigé de la composante salariale des indépendants.



variables nominales (le prix de vente et le coût), la marge bénéficiaire ne suit pas nécessairement une tendance. La part des bénéfices macroéconomiques, parfois appelée taux de marge, est également une variable en pourcentage. Puisqu'elle s'obtient en divisant le bénéfice¹ par la valeur ajoutée nominale (tous deux à prix courants), elle donne une indication de la répartition dans l'économie de la valeur ajoutée entre le capital (les bénéfices) et le travail (les salaires). La contrepartie en est donc la part salariale (calculée en divisant la rémunération des travailleurs par la valeur ajoutée). La notion macroéconomique de bénéfice par unité produite, quant à elle, est une variable nominale obtenue en divisant le bénéfice à prix courants par le PIB réel. Avec l'évolution des coûts salariaux unitaires et celle des impôts nets sur la production et sur les importations, cette variable détermine la croissance des prix intérieurs dans l'économie (déflateur du PIB).

Depuis 2022, la part des bénéfices dans l'économie totale s'est contractée, là où le bénéfice par unité produite a affiché une croissance positive plus longtemps. Ce découplage entre ces deux variables s'explique par la conjonction de la forte inflation et d'une poussée des coûts salariaux : le concept nominal continue de croître tandis qu'une plus grande proportion de la valeur ajoutée est consacrée aux salaires sensiblement plus élevés. La valeur ajoutée (qui est le dénominateur de la part des bénéfices) a vivement augmenté sous l'effet du renforcement des prix, entraînant une contraction du taux de marge, alors que le bénéfice par unité produite a continué de grimper.

Les hausses des coûts n'influencent pas tous les concepts de bénéfice de la même manière. Un exemple de hausse des coûts des intrants le démontre. Dans la situation de départ (T0), une entreprise produit un bien dont le coût unitaire équivaut à 120 euros (60 euros pour le coût des intrants et 60 euros pour les coûts salariaux). L'entreprise détermine le prix de vente en majorant le coût d'un pourcentage (20%). Durant la période suivante (T1), le coût des intrants grimpe de 40 euros. Dans un premier scénario, l'entreprise continue de fixer systématiquement le prix de vente en appliquant aux coûts la même marge de 20% : le prix de vente enflé de 48 euros, soit plus que l'élévation des coûts. L'augmentation des coûts introduite a de ce fait été renforcée. Malgré une marge constante, le bénéfice par unité produite progresse. La part des bénéfices dans l'économie s'accroît également. Dans un deuxième scénario, l'entreprise pratique le même bénéfice par unité produite. Elle ne répercute sur le prix de vente que l'augmentation des coûts de 40 euros. Dans ce cas, la marge bénéficiaire tombe à 15% et la part des bénéfices dans l'économie demeure inchangée. L'affermissement des coûts importés n'a pas d'effet sur les variables intérieures. Enfin, dans un troisième scénario, la marge se resserre de manière plus flagrante. L'alourdissement des coûts

¹ Le bénéfice est obtenu ici par approximation en additionnant l'excédent brut d'exploitation et le revenu mixte corrigé de la composante salariale des indépendants.



Indicateurs de la marge bénéficiaire d'une entreprise en réaction à une augmentation des coûts

(en unités, sauf mention contraire)

	T0	T1		T1		T1	
	Période initiale	Scénario 1: marge fixe	Écart par rapport à T0	Scénario 2: bénéfice par unité constant	Écart par rapport à T0	baisse du bénéfice par unité	Écart par rapport à T0
Marge sur les coûts totaux	20 %	20 %	0,0 %	15 %	-25,0 %	10 %	-50,0 %
Nombre d'unités	100	100		100		100	
Coût des intrants par unité	60	(€ +40) 100	66,7 %	(€ +40) 100	66,7 %	(€ +40) 100	66,7 %
Coûts salariaux par unité	60	60	0,0 %	60	0,0 %	60	0,0 %
Coût total par unité	120	160	33,3 %	160	33,3 %	160	33,3 %
Prix de vente	144	(€ +48) 192	33,3 %	(€ +40) 184	27,8 %	(€ +32) 176	22,2 %
Bénéfice par unité produite	24	32	33,3 %	24	0,0 %	16	-33,3 %
Chiffre d'affaires	14 400	19 200	33,3 %	18 400	27,8 %	17 600	22,2 %
Bénéfice (= chiffre d'affaires – coûts totaux)	2 400	3 200	33,3 %	2 400	0,0 %	1 600	-33,3 %
Valeur ajoutée (= chiffre d'affaires – coûts des intrants)	8 400	9 200	9,5 %	8 400	0,0 %	7 600	-9,5 %
Part des bénéfices (= bénéfices ÷ valeur ajoutée)	28,6 %	34,8 %	21,7 %	28,6 %	0,0 %	21,1 %	-26,3 %

Source : Hahn E. (2023), « How have unit profits contributed to the recent strengthening of euro area domestic price pressures? », table A, ECB, *Economic Bulletin*, Issue 4/2023.

n'est pas répercuté intégralement sur le prix de vente (+32 euros). L'entreprise engrange toujours un profit, mais le bénéfice par unité produite diminue, tout comme la part des bénéfices. Dans ce scénario, la marge bénéficiaire sert de tampon pour absorber partiellement le renchérissement des coûts.

Cet exemple montre que le renforcement des bénéfices par unité produite, qui contribue aux pressions inflationnistes intérieures, peut aller de pair avec un comportement inchangé en matière de fixation des prix par les entreprises, qui cherchent à maintenir une marge constante par rapport à l'augmentation des coûts. En 2021, les bénéfices par unité produite et la part des bénéfices dans l'économie se sont accrus, ce qui cadre avec une fixation des prix basée sur des marges constantes ou croissantes. En 2022, bien que les bénéfices par unité produite aient enflé, leur part dans la croissance du déflateur du PIB a reflué, les salaires, en forte hausse, étant devenus un poste plus important et ces coûts salariaux n'ayant pas été répercutés entièrement sur les prix de vente. Cette année-là, d'après une étude fondée sur des microdonnées (Bijnens et al., 2023)¹, les marges bénéficiaires selon le concept de l'entreprise se sont repliées dans presque tous les secteurs. Les contractions des bénéfices par unité produite et de la part des bénéfices en 2023 indiquent que les entreprises ont continué de rogner sur leurs marges.

¹ Bijnens G., C. Duprez et J. Jonckheere (2023), « Les hausses de prix observées en Belgique sont-elles dictées par l'appât du gain? », blog de la BNB, 26 Juin.

3.3 Baisse significative de l'inflation totale malgré l'inflation sous-jacente en moyenne plus élevée en 2023

Alors que l'inflation totale a fortement diminué, tombant de 10,3 % en 2022 à 2,3 % en moyenne en 2023, l'inflation sous-jacente a continué de grimper jusqu'en mai 2023. L'inflation totale est mesurée par la variation de l'indice des prix à la consommation. L'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) permet de comparer l'inflation entre les pays membres de l'Union européenne. L'inflation sous-jacente exclut certains éléments volatils de l'indice, tels que les produits alimentaires et l'énergie. L'inflation sous-jacente est donc définie comme l'évolution des prix des biens industriels non énergétiques (NEIG) et des services. En moyenne, elle s'établit à 6,0 %, contre 4,0 % en 2022. Cela démontre que ce sont principalement des facteurs domestiques qui

continuent de pousser les prix à la hausse; ce taux est nettement supérieur à la moyenne de 1,5 % enregistrée entre 1997 et 2019. Le graphique 3.5 met en évidence la relation entre l'inflation totale, l'inflation sous-jacente et l'indexation des salaires dans le secteur privé. Cette dernière¹ est un indice pondéré en fonction des mécanismes d'indexation, qui diffèrent selon les commissions paritaires. La progression de l'inflation totale se transmet aux salaires au travers de l'indice-santé². Ces augmentations de salaire sont

1 Cet indice est basé sur l'indice des salaires conventionnels du SPF ETCS.

2 Il s'agit de l'indice des prix à la consommation national (IPCN) à l'exclusion des boissons alcoolisées, des carburants et du tabac.

Tableau 3.2

Inflation par composante en Belgique

(variations annuelles de l'IPCH, pourcentages)

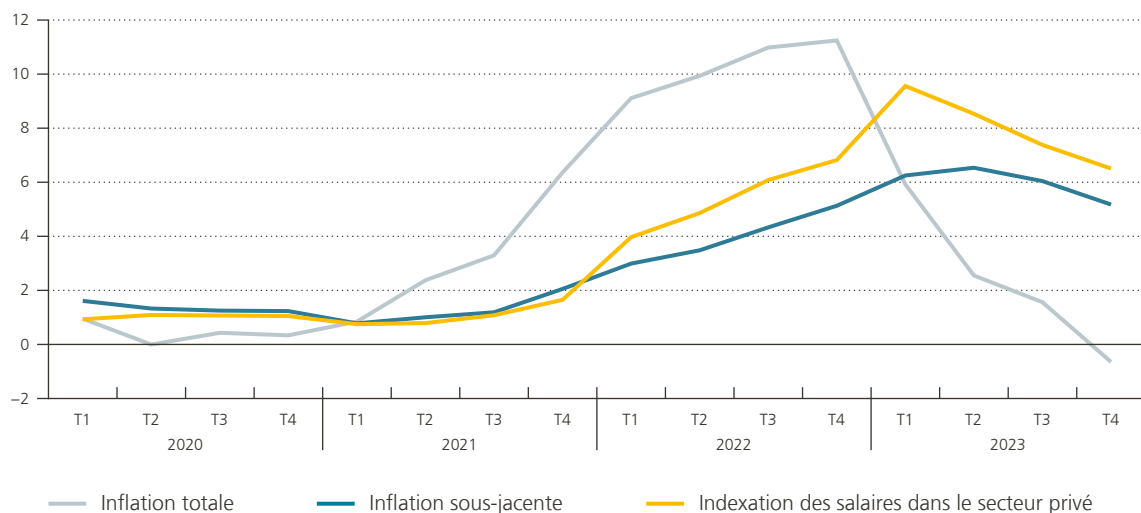
	2020	2021	2022	2023	Moyenne des trois pays voisins 2023
Total (IPCH)	0,4	3,2	10,3	2,3	5,7
Énergie	-11,0	22,4	57,9	-28,4	2,2
Alimentation	2,6	0,9	8,3	12,7	11,5
Inflation sous-jacente	1,4	1,3	4,0	6,0	4,8
Services	1,8	1,6	3,8	6,3	4,6
Biens industriels non énergétiques	0,7	0,8	4,2	5,4	5,1
<i>p.m. IPCH total abstraction faite des mesures gouvernementales</i>	0,4	3,3	12,1	3,5	-
<i>p.m. Indice des prix à la consommation national (IPCN)</i>	0,7	2,4	9,6	4,0	-
<i>Indice-santé</i>	1,0	2,0	9,3	4,3	-

Sources : Eurostat, Statbel, BNB (estimations propres).

Graphique 3.5

Inflation totale et sous-jacente (IPCH) et indexation des salaires dans le secteur privé

(variations annuelles, pourcentages)



Sources: Eurostat, SPF ETCS.

à leur tour partiellement répercutées dans les prix de vente; principalement visibles dans l'inflation sous-jacente. Les facteurs externes tels que la montée des prix des importations et des matières premières, ainsi que les problèmes dans les chaînes d'approvisionnement, qui avaient contribué au renchérissement initial des NEIG, se sont estompés depuis la mi-2022. L'inflation de ces biens a ainsi atteint son point culminant au premier trimestre de 2023.

Vu la part importante que représente la main-d'œuvre dans le processus de production des services et, dans une moindre mesure, des biens industriels non énergétiques, les pressions salariales ont pesé plus lourdement sur l'évolution de leurs prix finaux. En outre, les prix de nombreux services, tels que les tickets de transports en commun, certains contrats d'assurance, les contrats de télécommunications et les loyers, sont indexés. Étant directement liés à l'inflation passée, ils alimentent une forme de persistance de l'inflation. Pour protéger les locataires contre les « passoirs thermiques » de la flambée des prix de l'énergie, les indexations des loyers des biens affichant un faible score PEB (performance énergétique des bâtiments) étaient bloquées depuis le 1^{er} octobre 2022 en Flandre, le 14 octobre 2022 à Bruxelles et le 1^{er} novembre 2022 en Wallonie. Seuls les loyers des biens ayant un certificat PEB A, B ou C (ou D pour Bruxelles) pouvaient être entièrement

indexés, tandis que l'indexation des autres biens était limitée à 75 %, 50 % ou nulle, en fonction du score PEB et de la région. Un an jour pour jour après le gel de l'indexation, les propriétaires de ces logements ont à nouveau été autorisés à en indexer les loyers, mais avec un facteur de correction afin d'éviter un effet de rattrapage. Le retour de ces indexations, s'il s'est effectivement répercuté sur l'indice des prix, n'a pas interrompu le repli de l'inflation des services, qui a amorcé une tendance baissière en septembre 2023.

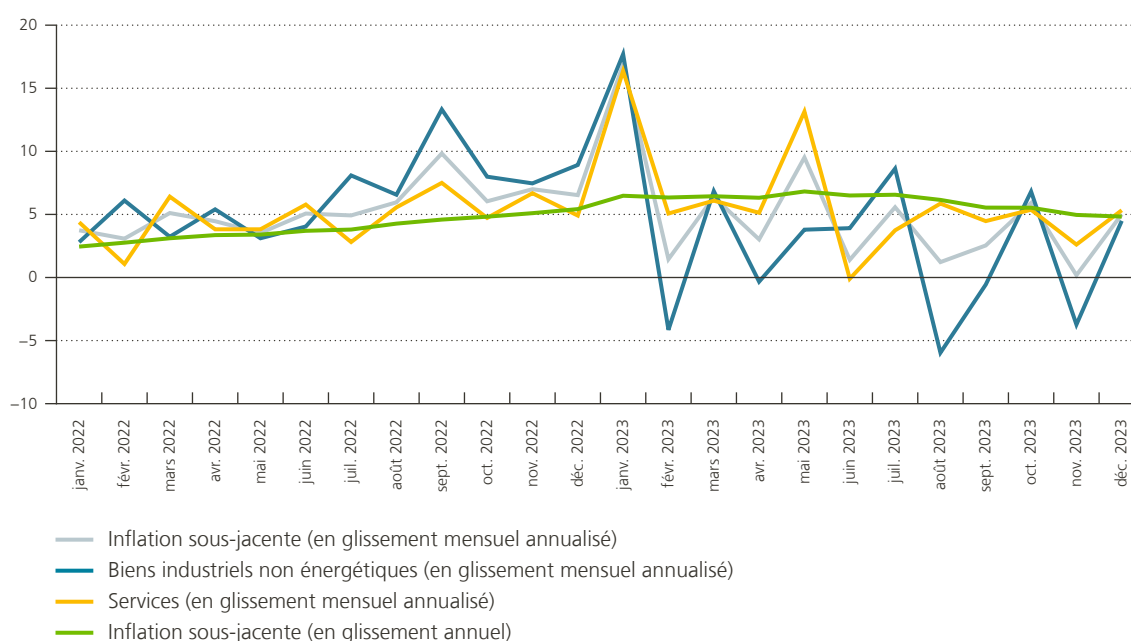
L'inflation sous-jacente se maintenait à un niveau élevé en moyenne en 2023, principalement en raison des fortes augmentations observées en janvier 2023. La pression sur les prix s'est en effet sensiblement atténuée tout au long de l'année. L'inflation est mesurée en glissement annuel et correspond au pourcentage de croissance de l'indice des prix à la consommation du mois en cours par rapport au même mois de l'année précédente. En fait, elle équivaut à la moyenne des taux d'inflation mensuels annualisés de l'année écoulée (pour de plus amples détails, cf. Wauters, 2023¹). Cela signifie que les données d'il y a un an ont le même poids que celles du mois en cours. Il peut dès lors être judicieux d'examiner les croissances

1 Cf. Wauters J. (2023), « Les dangers que recèle l'analyse de l'inflation en glissement annuel », blog de la BNB, 21 avril 2023.

Graphique 3.6

L'inflation sous-jacente et ses composantes : glissement annuel versus glissement mensuel

(pourcentages)



Sources : Eurostat, BNB (calculs propres).

Notes : Ces indices sont désaisonnalisés et l'effet des soldes est neutralisé. Cette neutralisation n'est toutefois pas complète car les résultats des soldes varient d'une année à l'autre.

Les observations en glissement mensuel ont été annualisées afin de pouvoir être comparées aux observations en glissement annuel.

mensuelles de l'indice des prix pour isoler les tendances récentes. En général, les taux d'inflation mensuels de l'inflation sous-jacente ont été orientés à la baisse en 2023. À titre d'exemple, la croissance mensuelle moyenne de l'inflation sous-jacente était de 0,3 % au quatrième trimestre de 2023, ce qui correspond à un taux annuel de 3,7 %. Ce résultat est inférieur à l'inflation sous-jacente officielle en glissement annuel, qui se montait à 5,2 % au quatrième trimestre de 2023. Au quatrième trimestre de 2022, la croissance mensuelle moyenne s'élevait encore à 0,5 %, soit un peu moins du double. On peut en déduire que l'action d'une spirale prix-salaires persistante s'affaiblit.

L'inflation alimentaire a poursuivi sa progression en 2023, pour atteindre 12,7 %. Les prix dans les grandes surfaces évoluent notamment en fonction des négociations entre les distributeurs et les producteurs, durant lesquelles ceux-ci fixent les prix pour une période prédéfinie. Ainsi, toute augmentation des coûts des fournisseurs se répercute

avec retard sur le consommateur final. Bien que, à l'échelon international, les prix des matières premières alimentaires soient devenus nettement moins onéreux depuis la mi-2022, leur montée dans le passé a encore eu une influence haussière – avec un certain décalage – sur les prix à la consommation alimentaire finale. Outre ces effets indirects, l'indexation des salaires a également exercé des effets de second tour ces dernières années. Tous ces éléments ont maintenu à un niveau robuste les hausses des prix à la consommation des denrées alimentaires en glissement annuel en 2023. À l'instar de l'inflation sous-jacente, les pressions mensuelles sur les prix ont surtout culminé au début de l'année, avant de se modérer par la suite. Par ailleurs, l'année 2022 avait été caractérisée par des périodes de forte chaleur et de sécheresse, tandis que l'année 2023 a été marquée par une combinaison de longues périodes de précipitations abondantes et de sécheresse. Ces phénomènes météorologiques extrêmes perturbent la production agricole et alourdissent les coûts de production, ce qui a un effet direct sur les prix. Une



étude de la BCE (2023)¹ montre que les périodes de chaleur extrême de l'été de 2022 ont fait grimper l'inflation alimentaire dans la zone euro de 0,8 point de pourcentage, cumulativement après un an. La poursuite du dérèglement climatique pourrait entraîner une hausse du niveau et de la volatilité des prix alimentaires en exerçant en outre des pressions sur la sécurité alimentaire à l'échelle mondiale.

Tandis que l'inflation sous-jacente et l'inflation alimentaire ont en moyenne augmenté en 2023 par rapport à l'année précédente, l'inflation énergétique a sensiblement diminué, entraînant l'inflation totale à la baisse. Les prix du gaz et de l'électricité ont poursuivi le net repli qu'ils avaient entamé à la mi-2022. Le prix du baril de Brent a également chuté durant cette période, avant de temporairement rebondir entre juillet et septembre 2023. Avec cette nouvelle hausse, qui s'explique par la réduction de la production des pays producteurs de pétrole tels que la Russie et l'Arabie saoudite, le prix du Brent reste toutefois inférieur au point culminant qu'il avait atteint en juin 2022. En moyenne, en 2023, il a reculé d'environ 20 % par rapport à 2022. Le prix de gros du gaz s'est effondré de 67 % en 2023 comparativement à 2022. Au total, l'inflation énergétique est tombée de 57,9 % en 2022 à -28,4 % en 2023.

L'inflation énergétique a été fortement impactée par les mesures prises par le gouvernement en vue de réduire la facture énergétique des ménages. En moyenne, l'incidence de ces mesures est estimée à une diminution de 1,2 point de pourcentage de l'inflation totale en 2023². Ces mesures par essence temporaires contribuent initialement à faire baisser l'inflation, mais elles entraînent une hausse des prix lorsqu'elles arrivent à leur terme. Cette moyenne de 1,2 point de pourcentage

est donc le résultat d'une combinaison d'effets, tant positifs que négatifs. La fin de l'extension du tarif social, en juillet 2023³, et des réductions d'accises sur les prix des carburants, en avril 2023⁴, a fait grimper l'inflation. Par ailleurs, il a été décidé que les taux de TVA sur l'électricité et sur le gaz, qui avaient été abaissés à 6 % respectivement en mars et en avril 2022, ne seraient pas relevés. En compensation, un droit d'accise spécial a été introduit en avril 2023. Ce nouveau dispositif offre une plus grande flexibilité pour stabiliser les prix, dans la mesure où le gouvernement peut intervenir immédiatement en ajustant les accises, alors qu'il est plus compliqué de modifier le taux de TVA. Cette nouvelle accise a exercé un effet haussier sur l'inflation. La manière dont l'octroi des primes énergie, telles que la « prime de chauffage » ou le « forfait énergétique de base », est pris en compte dans le calcul de l'indice des prix a aussi une incidence sur l'inflation. Plus précisément, chaque prime est répartie sur une période de douze mois dans l'indice des prix à la consommation, de sorte que la « prime de chauffage » de 100 euros, par exemple, a été étalée dans l'IPCH d'avril 2022 à mars 2023. À partir du mois d'avril 2023, l'indice des prix a donc automatiquement augmenté. Au total, la fin de toutes ces mesures a

1 Cf. Kotz M., F. Kuik, E. Lis et C. Nickel (2023), *The impact of global warming on inflation: averages, seasonality and extremes*, ECB Working Paper Series No 2821.

2 Estimation propre de l'impact des mesures gouvernementales.

3 Le tarif social est défini par le SPF Économie comme un tarif avantageux pour l'électricité et le gaz naturel. Il est identique dans toute la Belgique, quel que soit le fournisseur d'énergie ou le gestionnaire de réseau. Les hausses de prix trimestrielles sont réglementées et limitées. En février 2021, ce tarif a été étendu à un million de ménages approximativement, alors que cette mesure ne comptait que quelque 500 000 bénéficiaires auparavant.

4 À la fin de mars 2022, les accises sur le diesel et sur l'essence ont été diminuées de 17,5 centimes d'euro par litre. Depuis septembre 2022, celles sur l'essence ont toutefois été augmentées progressivement, conformément au système dit de cliquet, les prix étant retombés sous le seuil de 1,7 euro par litre fixé en amont. De même, les accises sur le diesel ont progressivement été augmentées entre février et avril 2023.

relevé l'inflation totale d'environ 0,6 point de pourcentage en 2023. En revanche, le « forfait énergétique de base », qui consiste en une diminution de la facture de 135 euros sur le gaz et de 61 euros sur l'électricité pour les mois d'hiver, soit de novembre 2022 à mars 2023¹, a eu pour effet de comprimer l'inflation totale d'environ 1,8 point de pourcentage en 2023 par rapport à ce qu'elle aurait été sans cette mesure. Comme mentionné ci-avant, chaque transfert mensuel est étalé sur douze mois, de sorte que le « forfait énergétique de base » est réparti dans l'indice des prix à la consommation jusqu'en février 2024. Plus précisément, l'indice n'augmente progressivement qu'à partir de décembre 2023, ce qui aura un effet haussier principalement en 2024.

Selon les statistiques officielles, l'inflation est retombée, de 10,3% en 2022 à 2,3% en 2023, mais les hausses de prix réelles ressenties en moyenne par les ménages en 2022 ont été moins prononcées que ne le laissaient supposer les taux d'inflation. L'indice des prix à la consommation mesure l'évolution des prix des biens et des services achetés pendant le mois en cours. Dans le cas du gaz et de l'électricité, seuls les nouveaux contrats souscrits durant le mois en cours sont donc pris en compte. En d'autres termes, les prix effectivement payés par les consommateurs sur la base de contrats à taux fixe conclus dans le passé ne sont pas comptabilisés dans l'indice des prix à la consommation du mois en cours. Cela implique une surestimation de la croissance des dépenses réelles des ménages en cas de flambée des prix de l'énergie, comme cela a été le cas en 2022. L'étude de Peersman *et al.* (2023)², qui examine les données bancaires d'environ 930 000 ménages, montre que, en moyenne, l'inflation totale aurait été surestimée de 2,8 points de pourcentage en 2022. Près de la moitié des ménages ont d'ailleurs payé moins pour leur consommation d'énergie en 2022 qu'en 2021. À l'inverse, en cas de forte baisse des prix, la méthodologie utilisée peut impliquer une sous-estimation de l'inflation. Cela implique que l'indice des prix à la consommation surestimerait légèrement la baisse de prix réelle s'agissant de la consommation d'énergie des ménages en 2023. L'impact devrait cependant être moindre qu'en cas de hausse des prix. En effet, en cas de baisse des prix, les consommateurs qui avaient conclu un contrat à prix fixe plus élevé dans le passé seront enclins à changer de contrat pour bénéficier de conditions plus favorables. De plus, la part des contrats à prix fixe a drastiquement diminué puisque les fournisseurs n'en proposaient quasiment

plus en 2022, lorsque les prix étaient élevés et volatils. Ainsi, en 2023, peu de ménages étaient encore liés par un contrat « trop cher ».

L'indice des prix à la consommation national (IPCN) présente une évolution moins volatile que l'ICPH. En effet, l'inflation est restée plus élevée en 2023 selon l'IPCN (4,0%) que d'après l'ICPH (2,3%). Elle revenait de 9,6% en 2022, ce qui est un taux inférieur aux 10,3% enregistrés par l'ICPH. Cette évolution plus modérée s'explique en grande partie par des différences méthodologiques. D'une part, le schéma de pondération des deux indices n'est pas le même, en ce que l'ICPH repose principalement sur les comptes nationaux alors que l'IPCN est surtout dérivé de l'enquête sur le budget des ménages. Par exemple, les composantes dont l'inflation a été très volatile, comme les carburants automobiles, le gaz et l'électricité, sont davantage pondérées dans l'ICPH que dans l'IPCN. Les mouvements de l'ICPH sont donc plus prononcés que ceux de l'IPCN. D'autre part, s'agissant du mazout de chauffage, l'ICPH tient compte des prix du mois en cours, là où dans l'IPCN, cette composante se fonde sur une moyenne pondérée des tarifs des douze derniers mois, ce qui reflète davantage les factures annuelles effectivement payées par les consommateurs. Le mazout de chauffage est donc une composante plus volatile dans l'ICPH que dans l'IPCN. Compte tenu de la baisse des cours du pétrole en 2023, l'inflation énergétique est moindre selon l'ICPH que d'après l'IPCN.

En 2023, l'inflation totale en Belgique s'est révélée inférieure de 3,4 points de pourcentage à la moyenne des trois pays voisins. Cet écart s'explique uniquement par l'inflation énergétique, nettement négative en Belgique alors qu'elle est restée positive en moyenne dans les pays voisins. Premièrement, les prix de gros de l'énergie se transmettent plus rapidement aux prix à la consommation en Belgique. En cause, notamment, les accises relativement faibles sur le mazout

1 Ce forfait énergétique de base n'était cependant pas accordé à tous : pour les ménages percevant un revenu supérieur à un certain plafond (20% environ), une partie de cette réduction était récupérée par la voie de leur déclaration d'impôts. De même, les personnes qui avaient conclu un contrat d'énergie à prix fixe avant octobre 2021, ou celles qui avaient droit au tarif social, ne pouvaient recourir à cette mesure. Elle était donc partiellement ciblée. Le plafond correspondait à un revenu net imposable de 62 000 euros par an pour un isolé et de 125 000 euros pour un couple. Ces montants sont majorés de 3 700 euros par personne à charge.

2 Cf. Peersman G., K. Schoors et M. van den Heuvel (2023), *Hoezo energiecrisis? Analyse van de energiefactuur van 930 000 gezinnen*, Gentse Economische Inzichten.

de chauffage, les prélèvements moins élevés sur le gaz, ainsi que la proportion relativement plus grande de contrats variables du gaz et de l'électricité dans notre pays comparativement à d'autres pays. De plus, depuis la crise énergétique, la plupart des fournisseurs de gaz et d'électricité en Belgique sont passés d'une indexation trimestrielle à une indexation mensuelle des nouveaux contrats. Deuxièmement, le « forfait énergétique de base » a exercé un impact baissier sur l'inflation totale en Belgique en 2023. Troisièmement, il convient de souligner que la moyenne des pays voisins dissimule d'importantes disparités. Aux Pays-Bas, la chute de l'inflation énergétique présente de fortes similitudes avec celle observée en Belgique. En revanche, en France et en Allemagne, la diminution est moins prononcée. Cela tient en partie au fait que le fonctionnement du marché y est différent par rapport à celui de la Belgique. En Allemagne, la plupart des consommateurs ont conclu un contrat à durée déterminée, dont le prix est fixé pour une certaine période (souvent un an) et qui ne peut pas être résilié aussi facilement qu'en Belgique. Le prix reste le même

pour chaque consommateur pendant cette période, indépendamment de la date de souscription. Ce fonctionnement avait d'ailleurs donné lieu à une hausse moins vigoureuse de l'inflation en 2022. De plus, la France ayant introduit un bouclier tarifaire pour limiter les hausses des prix du gaz et de l'électricité, le recul actuel des prix y est moins marqué.

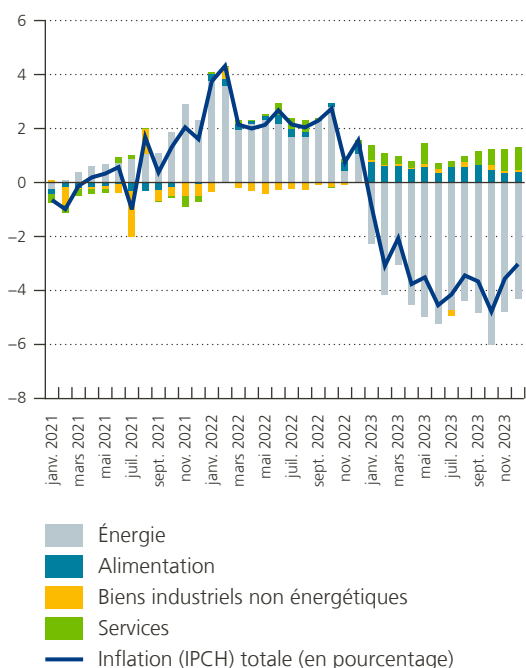
Contrairement à l'inflation énergétique, l'inflation sous-jacente et l'inflation alimentaire sont plus vives en Belgique que dans les pays voisins.

Cela s'explique par le fait que ces composantes sont principalement soutenues par des facteurs internes. D'une part, les prix de l'énergie ont plus augmenté en Belgique en 2022, et ces augmentations de prix ont été répercutées sur les autres composantes. D'autre part, le système d'indexation automatique des salaires accélère l'apparition d'un effet de second tour, tandis que, dans les pays voisins, les revalorisations salariales doivent être négociées. Dans l'ensemble, cette situation peut entraîner une plus grande persistance des pressions inflationnistes en Belgique.

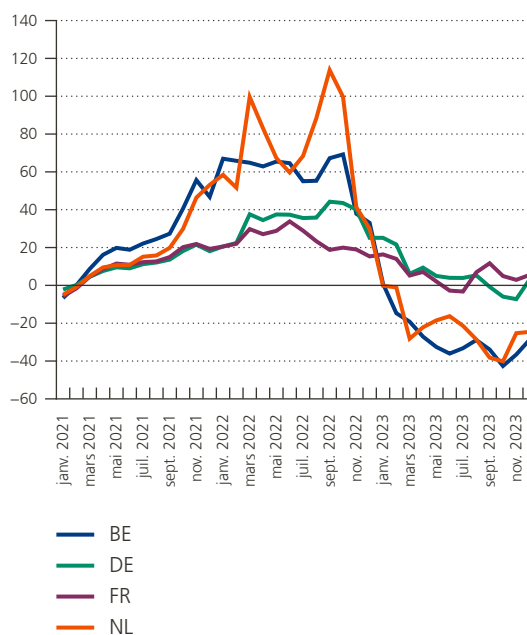
Graphique 3.7

L'écart d'inflation entre la Belgique et les trois pays voisins est presque entièrement lié à l'énergie

Catégories contribuant à l'écart d'inflation entre la Belgique et les pays voisins
(points de pourcentage)



Inflation énergétique en Belgique et dans les pays voisins
(variations annuelles, pourcentages)



Source : Eurostat.





4. Activité économique en Belgique

- 4.1 L'économie belge s'est montrée robuste, soutenue par les activités de services et la demande intérieure 121
Encadré 3 – L'économie belge depuis la pandémie: comparaison aux pays voisins et à la zone euro
- 4.2 Le pouvoir d'achat des ménages a soutenu leur consommation, tandis que leurs investissements en logements se sont nettement réduits 129
- 4.3 Malgré une rentabilité sous pression, les entreprises ont investi de manière exceptionnelle 133
- 4.4 En dépit des chocs économiques, l'économie belge s'est montrée robuste vis-à-vis du reste du monde 136

4.1 L'économie belge s'est montrée robuste, soutenue par les activités de services et la demande intérieure

En 2023, contrairement aux années précédentes, l'activité économique belge n'a pas été entravée par de nouveaux chocs exogènes majeurs. Depuis 2020, l'économie belge avait en effet été touchée consécutivement par l'éclatement de la pandémie de COVID-19 et ses vagues de recrudescence successives jusqu'en 2021, par les perturbations dans les chaînes d'approvisionnement mondiales à la suite de la crise sanitaire et par la flambée des prix des matières premières, et en particulier de l'énergie, exacerbée par l'invasion russe en Ukraine, qui a fait s'envoler les prix du gaz et du pétrole jusqu'à des niveaux historiquement élevés en 2022.

En 2023, la situation s'est progressivement normalisée. D'une part, l'inflation a rapidement diminué sous l'effet de la baisse des prix énergétiques, en particulier du gaz, même si ceux-ci demeurent élevés en Europe au regard des standards d'avant la crise et comparativement à ceux en vigueur dans d'autres régions du monde. D'autre part, les entreprises belges n'ont, dans leur grande majorité, plus signalé de perturbations dans leurs chaînes d'approvisionnement telles que des pénuries ou des délais de livraison allongés. Les risques sanitaires, quant à eux, avaient été circonscrits dès 2022.

Le PIB a continué sa progression en 2023

La croissance trimestrielle du PIB s'est quelque peu accélérée en début d'année. Elle s'était effectivement essoufflée au cours du second semestre de

l'année précédente à la suite de la vive hausse des prix de l'énergie. Elle a donc pu bénéficier en 2023 du repli de ces derniers et du regain de confiance y associé, ce qui s'est traduit par une progression trimestrielle du PIB de 0,4 % dès le premier trimestre. L'indexation automatique des salaires, qui a lieu en janvier pour environ un tiers des travailleurs du secteur privé, a également soutenu la croissance économique en augmentant considérablement le pouvoir d'achat de ces travailleurs, dont les revenus n'avaient pas encore été adaptés à l'accélération significative de l'inflation survenue en 2022.

La croissance économique belge s'est montrée étonnamment robuste par la suite. En dépit d'une dégradation progressive de l'environnement international et de la confiance des chefs d'entreprise, la croissance trimestrielle du PIB est demeurée relativement stable, oscillant entre 0,3 et 0,4 % au cours des trois trimestres suivants.

Au total, la croissance annuelle du PIB s'est élevée à 1,5 % en 2023. Malgré une dynamique trimestrielle comparable à celle de 2022, il s'agit d'un ralentissement puisque la croissance annuelle était précédemment ressortie à 3 %. La différence tient principalement au fait que, en 2022, elle avait encore fortement bénéficié de la normalisation de l'activité consécutive à la pandémie de COVID-19.

L'activité économique a progressé plus rapidement en Belgique que dans la zone euro. Dans cette dernière, la hausse n'a pas dépassé 0,6 %.

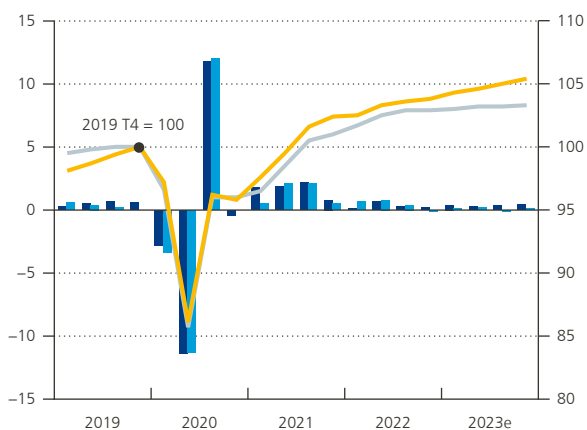
Ce chapitre du rapport annuel incorpore les données disponibles au début de février et ne tient dès lors pas compte des statistiques relatives au quatrième trimestre de 2023 publiées par l'ICN à la fin du mois de février. Les estimations pour 2023 sont toutefois conformes aux statistiques de l'ICN. Il convient de noter que ces dernières impliquent un glissement des investissements des entreprises vers les exportations sans que cela n'affecte le PIB et que cela est essentiellement imputable à des facteurs de nature temporaire.

Graphique 4.1

Le rythme de progression du PIB est resté stable au cours de 2023 même si la croissance annuelle a ralenti

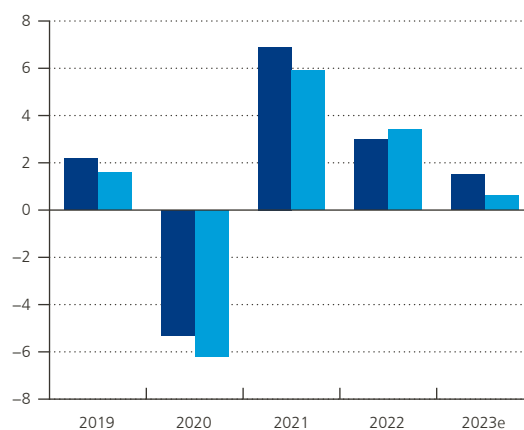
PIB en volume

(données corrigées des variations saisonnières et des effets de calendrier)



Croissance du PIB en volume

(données corrigées des variations saisonnières et des effets de calendrier)



Pourcentages de variation par rapport au trimestre précédent

Indice, pic 2019 T4 = 100 (échelle de droite)

Belgique Zone euro

Belgique Zone euro

Sources : BCE, ICN, BNB.

Le différentiel de croissance en faveur de l'économie belge peut être attribué à deux facteurs essentiels. Le premier est que l'indexation automatique des salaires en Belgique protège le pouvoir d'achat des ménages, même si cette protection n'est pas complète. Le second tient aux mesures de soutien aux entreprises et aux ménages, lesquelles leur ont permis de traverser les crises récentes sans en subir pleinement l'incidence, comme cela aurait pu être

le cas en l'absence d'intervention. À la fin de 2023, le PIB de la Belgique se situait 5 % au-delà de son niveau du quatrième trimestre de 2019, c'est-à-dire avant l'éclatement de la pandémie de COVID-19. Pour la zone euro dans son ensemble, le PIB observé en 2023 T4 était supérieur de 3 % à ce niveau de référence.

Les services marchands sont demeurés le principal moteur de la croissance en 2023

Les différentes branches d'activité de l'économie belge ont été diversement touchées par les crises récentes. Alors que la pandémie de COVID-19 avait frappé quelque peu plus durement les activités de services et de construction en 2020, ce sont les activités industrielles et – de nouveau – de la construction qui ont été progressivement victimes de l'insuffisance de l'offre en 2021, mais aussi et surtout de la flambée des coûts en 2022.

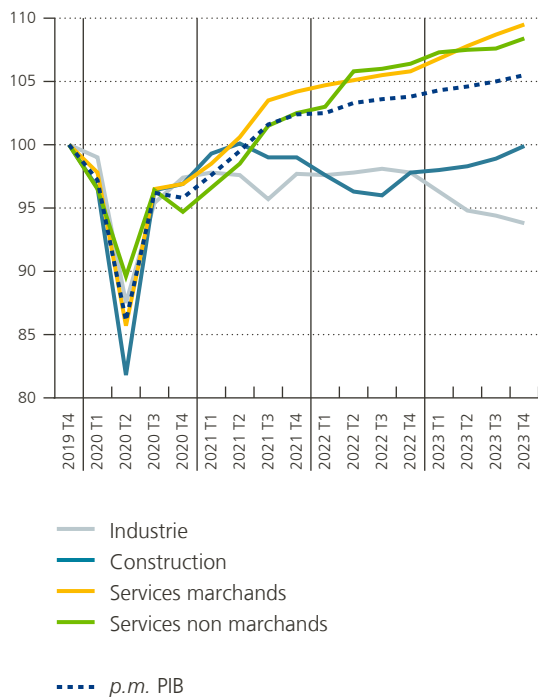


Graphique 4.2

En 2023, les principales branches d'activité ont une nouvelle fois évolué différemment

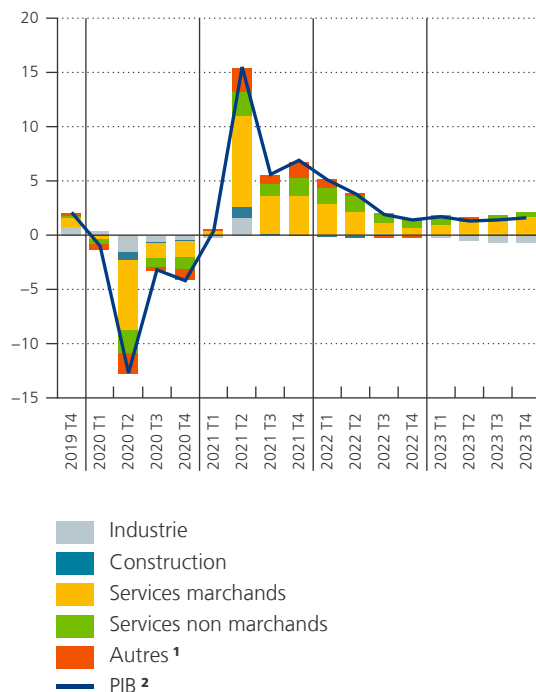
Évolution de la valeur ajoutée en volume

(indices 2019 T4 = 100 ; données corrigées des variations saisonnières et des effets de calendrier)



Contributions à la croissance annuelle du PIB en volume

(points de pourcentage, sauf mention contraire ; données corrigées des variations saisonnières et des effets de calendrier)



Source: ICN.

1 Notamment la branche d'activité « agriculture, sylviculture et pêche » et les impôts sur la production, hors subsides.

2 Pourcentages de variation par rapport à la période correspondante de l'année précédente.

En 2023, la valeur ajoutée dans l'industrie a suivi une nette tendance baissière.

Si la hausse des coûts salariaux a très certainement constitué un défi pour les industries à forte intensité de main-d'œuvre, l'activité industrielle, d'ordinaire plus sensible aux variations conjoncturelles, a été singulièrement touchée par la détérioration de l'environnement extérieur et par les prix de l'énergie. Malgré leur fléchissement, ces derniers demeurent élevés en Europe, que ce soit comparativement à la situation qui prévalait avant la crise énergétique ou par rapport au reste du monde. Ainsi, dans une enquête de la Banque dont les résultats ont été publiés en décembre¹, les représentants de firmes grandes consommatrices

d'énergie s'inquiétaient de la viabilité et de la compétitivité structurelle de certaines de leurs activités. En outre, certains industriels, notamment les fabricants de biens de consommation non alimentaires, rapportaient devoir faire face à des consommateurs davantage attentifs aux coûts et consacrant une plus large part de leur budget aux services, et ce au détriment des biens durables. Ces facteurs se sont d'ailleurs traduits dans les enquêtes de conjoncture de la Banque par un recul de la confiance des chefs d'entreprise de l'industrie manufacturière. Au total, dans l'industrie, la valeur ajoutée en volume s'est repliée de 3,1% en 2023.

La valeur ajoutée de la branche de la construction a progressé en 2023.

Alors que l'activité résidentielle, issue des nouvelles constructions et des travaux de rénovation, a été entravée par la hausse

1 Cf. BNB (2023), *Economic activity may decelerate slightly with some tentative signs of an improvement early next year*, NBB Business Echo, décembre.

des taux d'intérêt et des coûts de construction, le secteur a très certainement bénéficié du cycle électoral. Ce dernier induit généralement une recrudescence particulièrement marquée des investissements des pouvoirs publics locaux durant l'année précédant des élections, ce qui engendre à son tour une augmentation des travaux publics. Selon les enquêtes de conjoncture de la Banque, la confiance des chefs d'entreprises actives dans la branche des travaux de génie civil s'est en effet améliorée tout au long de l'année. Au total, la valeur ajoutée en volume dans la construction a grimpé de près de 2 % en 2023.

Les activités de services ont continué de soutenir la croissance en 2023. Leur valeur ajoutée ayant augmenté d'environ 2,5 % par rapport à l'année précédente, elles constituent en effet le principal moteur de l'économie belge. Les services marchands ont été stimulés par la vigueur de la demande intérieure, de la part tant des particuliers que des entreprises, tandis que la bonne tenue de l'emploi public a consolidé les performances des services non marchands. D'après l'étude de la Banque susmentionnée, ce sont principalement les activités de services aux entreprises (business-to-business) qui se sont montrées les plus optimistes en 2023, notamment dans la mesure où elles ont bénéficié de

la poursuite de la numérisation et de l'automatisation de l'économie au sens large.

À la fin de 2023, la valeur ajoutée dans certaines branches d'activité de l'économie belge n'avait toujours pas dépassé le niveau qui était le sien quatre ans auparavant. En particulier, dans l'industrie, lourdement frappée par les crises récentes, elle était inférieure de près de 6 % au pic atteint au quatrième trimestre de 2019. L'activité dans la construction était quant à elle de nouveau similaire à son niveau d'avant la crise. Elle l'avait pourtant déjà retrouvé dès le premier semestre de 2021, avant de souffrir progressivement des chocs précités. Enfin, les services, et notamment les activités marchandes, se sont montrés très résilients puisque la valeur ajoutée à la fin de 2023 y était supérieure d'environ 9 % à celle observée à la fin de 2019.

La croissance a essentiellement été portée par les investissements des entreprises et par les dépenses de consommation des ménages

Dans l'ensemble, la demande intérieure a soutenu la progression de l'activité en 2023. Abstraction faite de la variation des stocks, elle a en effet apporté

Tableau 4.1

PIB et principales catégories de dépenses

(données en volume corrigées des effets de calendrier; pourcentages de variation par rapport à l'année précédente, sauf mention contraire)

	2019	2020	2021	2022	2023 e
Consommation privée	1,7	-8,2	6,3	3,2	1,5
Consommation publique	2,2	-0,3	5,2	4,2	0,0
Formation brute de capital fixe	5,1	-5,2	5,0	-0,2	5,6
Logements	5,1	-7,2	6,0	-3,2	-5,4
Entreprises	5,6	-5,5	4,7	1,1	9,0
Administrations publiques	1,9	1,1	4,7	-1,6	5,6
<i>p.m. Dépenses intérieures finales</i> ¹	2,6	-5,6	5,7	2,6	2,0
Variation des stocks ²	-0,7	-0,6	0,4	0,4	0,2
Exportations nettes de biens et de services ²	0,4	0,9	0,9	0,1	-0,8
Exportations de biens et de services	2,4	-6,3	13,9	4,9	-3,2
Importations de biens et de services	2,0	-7,4	13,0	4,9	-2,3
PIB	2,2	-5,3	6,9	3,0	1,5

Sources: ICN, BNB.

1 Hors variation des stocks.

2 Contributions à la variation du PIB par rapport à l'année précédente, points de pourcentage.

une contribution de 2 points de pourcentage à la croissance. La consommation privée, qui représente en Belgique un peu plus de la moitié du PIB, a continué de grimper en 2023, fût-ce moins rapidement que les deux années précédentes, contribuant ainsi à hauteur de 0,7 point de pourcentage à l'expansion de l'activité. Néanmoins, le principal moteur de la croissance a été la formation brute de capital fixe, et plus précisément celle des entreprises. Grâce à une augmentation très vive, elle a soutenu la croissance du PIB de 1,5 point de pourcentage. Le recul des investissements en logements (-5,4 %) et la progression des investissements publics (5,6 %) se sont quant à eux globalement compensés pour apporter conjointement une contribution quasiment nulle à l'activité, quoique légèrement négative. Il en va de même pour

les dépenses de consommation publique, qui se sont stabilisées après deux années de forte hausse.

La contribution des exportations nettes de biens et de services à la croissance du PIB est devenue négative en 2023. En raison d'un repli des exportations (-3,2 %), sous l'effet notamment du recul des exportations de produits pharmaceutiques, et plus particulièrement des vaccins et autres traitements contre le COVID-19, plus marqué que celui des importations (-2,3 %), celle-ci s'est établie à -0,8 point de pourcentage. Il s'agit de la première contribution négative depuis 2018. La variation des stocks a en revanche contribué positivement à l'évolution du PIB (0,2 point de pourcentage).

ENCADRÉ 3

L'économie belge depuis la pandémie : comparaison aux pays voisins et à la zone euro

La profonde et rapide récession provoquée par la pandémie de COVID-19 en 2020 et les pénuries y associées s'est vite avérée prendre la forme d'un «V». Au creux de la crise, des inquiétudes se sont exprimées quant aux stigmates qu'un choc aussi violent et soudain pourrait laisser dans les économies. Cette inquiétude s'est renforcée lorsque la crise COVID-19 a peu après cédé la place à l'inflation des prix de l'énergie dès le second semestre de l'année 2021, causée d'abord par la reprise dynamique, puis par l'offensive russe en Ukraine. Près de quatre ans après le début de la pandémie, les statistiques disponibles pour le PIB et ses composantes permettent d'évaluer les traces durables laissées par ces deux chocs majeurs dans les économies belge et voisines.

L'analyse visuelle et descriptive qui suit couvre plusieurs dimensions. Premièrement, elle s'efforce de mesurer les « stigmates » précités en comparant le PIB réel effectif au PIB réel correspondant à un contrefactuel « sans crise » pour la Belgique¹. Ce dernier est construit à partir du dernier exercice de projections du SEBC avant la pandémie, c'est-à-dire celui de décembre 2019. Ces projections portant sur un horizon de trois ans, le contrefactuel « sans crise » a été prolongé en utilisant le taux de croissance historique de PIB réel. Cette trajectoire hypothétique constitue une approximation simple du sentier « d'équilibre » de l'économie. Deuxièmement, la comparaison internationale de l'économie belge avec ses principaux partenaires commerciaux et avec la zone euro dans son ensemble montre que toutes les économies n'ont pas surmonté les deux récentes tempêtes consécutives avec la même facilité².

1 Sur le graphique reprenant l'évolution des PIB réels ci-après, seul le contrefactuel pour la Belgique est montré, dans un souci de lisibilité. Pour la plupart des pays, le contrefactuel spécifique n'est pas très différent, à l'exception notable des Pays-Bas, qui se caractérisent par une croissance potentielle plus dynamique.

2 Le graphique 1.13 au premier chapitre du présent Rapport donne une vue plus globale, présentant une comparaison des croissances cumulées depuis 2019 pour l'ensemble des pays de la zone euro.



Troisièmement, l'exercice permet d'observer le rééquilibrage qui s'est opéré au sein du PIB entre les composantes de la demande que sont la consommation (privée et publique), l'investissement et la balance commerciale.

Il ressort du graphique ci-après que le PIB réel de la Belgique avait déjà rattrapé son contrefactuel « sans crise » au troisième trimestre de l'année 2021 et qu'il l'a dépassé depuis lors, évoluant environ 1 point de pourcentage (p.p.) au-dessus de cette trajectoire hypothétique.

Cette performance est plutôt remarquable par rapport à celles des principaux partenaires commerciaux. En effet, les PIB de l'Allemagne, de la France et de la zone euro évoluent encore nettement en deçà de leurs contrefactuels propres (non montrés ici dans un souci de lisibilité), de respectivement à 3,7, 3,1 et 2,0 p.p. Les Pays-Bas se sont nettement démarqués de 2021 à 2022 mais, frappés par les conséquences d'une inflation particulièrement sévère, ils sont entrés en récession en 2023. À la fin de cette année, la croissance cumulée de l'activité économique belge a rattrapé celle observée aux Pays-Bas.

La reprise post-COVID s'est caractérisée par un rééquilibrage substantiel des composantes de la demande du PIB. En Belgique, les contributions de la consommation publique et des exportations nettes à la croissance ont augmenté, tandis que celles de la consommation privée et de l'investissement résidentiel ont reculé. Les investissements des entreprises, après avoir presque retrouvé dès la fin de 2020 le niveau attendu avant la pandémie, ont ensuite marqué le pas, avant de repartir à la hausse de façon très dynamique au second semestre de l'année 2022.

Les exportations nettes de la Belgique ont considérablement profité de l'effet « vaccins COVID » en 2021, grâce à l'implantation de la chaîne de production d'une multinationale pharmaceutique dont l'un des produits a contribué à réduire quasi à néant le taux de mortalité lié aux infections. À partir de l'année 2022, la contribution exceptionnelle de cette composante à la croissance s'est estompée et a rejoint celle de la zone euro dans son ensemble, toujours nettement supérieure à celle des grands pays voisins que sont l'Allemagne et la France.

L'évolution de la consommation publique illustre l'augmentation des dépenses de soins de santé dans les cinq économies représentées, ainsi que le recours à d'importantes politiques contracycliques pendant et après la pandémie. Dans les cinq économies considérées, la consommation publique a progressé nettement plus rapidement que le PIB entre 2019 et 2021. Sur l'ensemble de la période envisagée, la Belgique est, avec les Pays-Bas, celle des cinq économies examinées ici dont la croissance cumulée de la consommation publique a été la plus vigoureuse. En revanche, le différentiel de croissance cumulé par rapport au PIB est le plus faible, à 2,6 p.p., contre 3,5 p.p. pour la zone euro, 3,8 p.p. pour la France, 5,4 p.p. pour l'Allemagne et 6,1 p.p. pour les Pays-Bas.

La croissance cumulée de la consommation privée belge depuis 2019, à 2,7 %, s'est avérée inférieure à la moitié de celle du produit intérieur, qui s'est établie à 6,3 %. L'indexation automatique des salaires en Belgique a très certainement contribué à soutenir le revenu disponible réel des ménages en 2023 après la diminution observée en 2022. Toutefois, lissage intertemporel de la consommation, contexte d'incertitude élevée et hausse des taux d'intérêt ont incité les ménages à augmenter leur épargne, de sorte que, depuis le début de la crise de l'énergie chère, la consommation privée ne croît pas significativement plus en Belgique que dans les pays voisins. Ce dernier constat peut aussi s'expliquer par le fait que les autres pays ont pris, au plus fort de la crise, leurs propres mesures de protection du pouvoir d'achat des ménages.

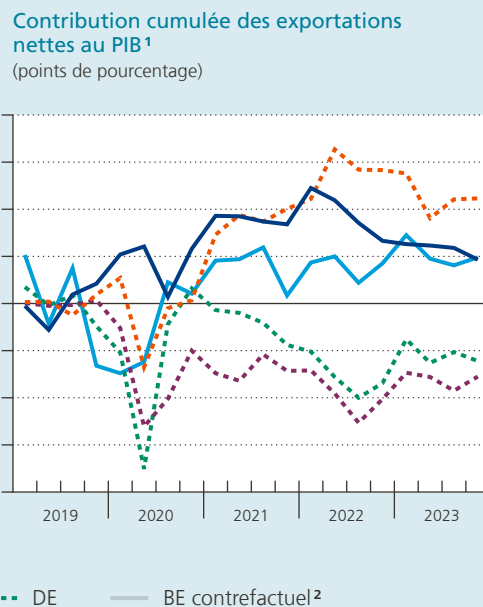
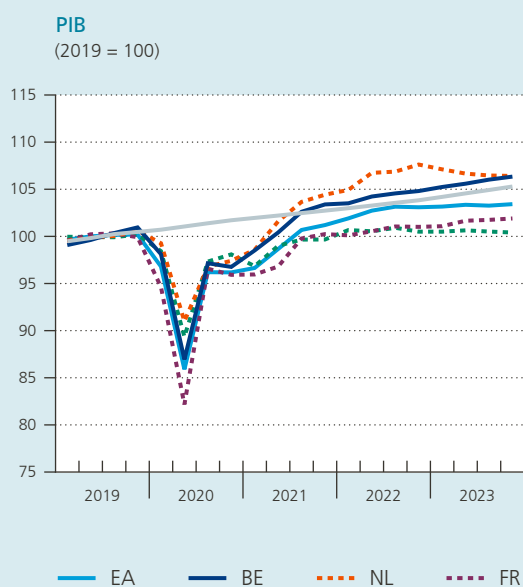


L'investissement résidentiel a été impacté, dans un premier temps, par les ruptures dans les chaînes d'approvisionnement et par le renchérissement concomitant des matériaux de construction, puis, dans un second temps, par l'augmentation du coût des emprunts. Parmi les cinq économies étudiées ici, c'est en Belgique que cette composante du PIB a le plus souffert, avec une chute de 10% par rapport à 2019.



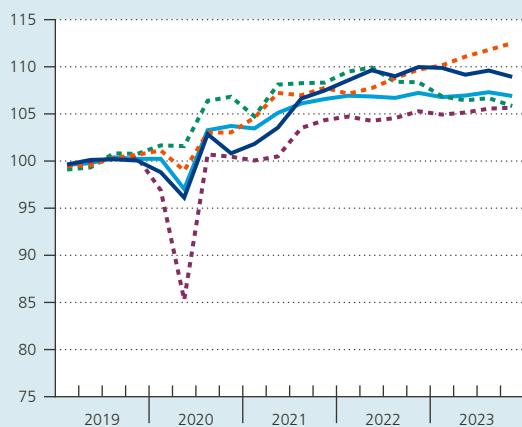
Même si, depuis 2022, les exportations nettes et la consommation publique ne soutiennent plus la croissance, l'activité économique en Belgique a bien résisté à la récente crise énergétique, affichant un taux de croissance proche de sa moyenne historique. Cette bonne performance tient à la croissance étonnamment dynamique des investissements des entreprises observée depuis la seconde moitié de l'année 2022. Elle est particulièrement remarquable en cette période de relèvement des taux d'intérêt. La part de l'excédent brut d'exploitation dans le PIB, historiquement élevée en 2021 et en 2022, constitue une piste d'explication. Elle aurait permis aux entreprises de financer plus facilement leurs projets d'investissement en interne plutôt qu'en recourant à des emprunts bancaires. Cette reprise des investissements est de bon augure pour la compétitivité et la croissance futures.

Évolution en niveau (2019 = 100) du PIB réel et de ses composantes, comparaison entre la Belgique et ses principaux partenaires commerciaux



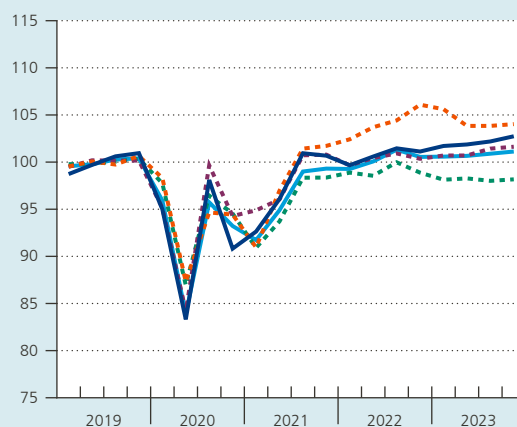
Consommation publique

(2019 = 100)



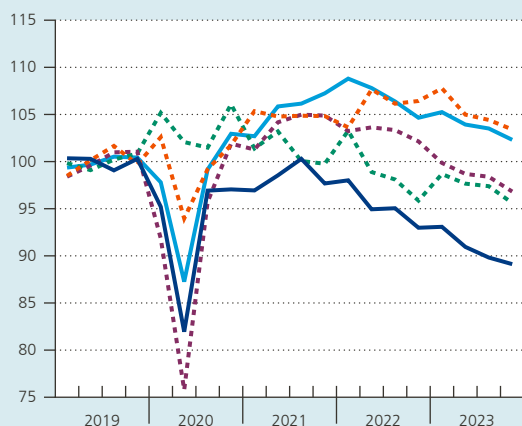
Consommation privée

(2019 = 100)



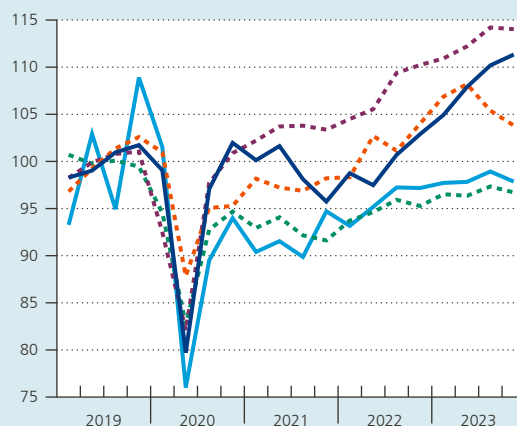
Investissements en logements

(2019 = 100)



Investissements des entreprises

(2019 = 100)



— EA — BE — NL — FR — DE — BE contrefactuel²

Sources : Eurostat et calculs propres.

1 Pour chacune des économies, la contribution des exportations nettes au PIB est calculée comme la différence, exprimée en pourcentage, entre le niveau de PIB montré au premier graphique, et celui obtenu pour la même économie mais en amputant le taux de croissance de la contribution de la balance commerciale à partir de 2019. Il s'agit donc de la contribution cumulée des exportations nettes à l'évolution du PIB.

2 La ligne « BE contrefactuel » correspond à la prévision effectuée en décembre 2019 pour le PIB réel de la Belgique, comme expliqué au deuxième paragraphe de cet encadré.

4.2 Le pouvoir d'achat des ménages a soutenu leur consommation, tandis que leurs investissements en logements se sont nettement réduits

L'indexation automatique des salaires a préservé le pouvoir d'achat des ménages

En dépit des crises successives qui ont émaillé ces dernières années, le pouvoir d'achat des ménages belges a dans l'ensemble été bien protégé.

En effet, la mise en place de mesures de soutien telles que le recours accru au chômage temporaire pour les salariés et au droit passerelle pour les indépendants durant la crise sanitaire du COVID-19 et, plus récemment, les aides spécifiques à la consommation d'énergie, en particulier pour les plus bas revenus, ont permis de maintenir une croissance du revenu disponible réel des particuliers. Ce dernier, qui est l'indicateur macroéconomique du pouvoir d'achat des ménages, a également tiré profit de l'indexation et a augmenté cumulativement de 4,4 % entre 2019 et 2022. Seule la flambée exceptionnelle des prix en 2022, conjuguée au décalage dans les mécanismes d'indexation, a entraîné une diminution temporaire du revenu disponible réel.

En 2023, le pouvoir d'achat des ménages a progressé de 3,4 %. Cette hausse est essentiellement imputable à la décélération de l'inflation et à la vive appréciation du revenu disponible brut des particuliers en termes nominaux (9 %). Ce dernier a bien évidemment bénéficié de la croissance des revenus du travail, qui ont été dopés principalement par l'indexation automatique des salaires et par la hausse du nombre d'heures ouvrées. Pour rappel, pour environ un tiers des travailleurs du secteur privé, l'indexation automatique des salaires n'a lieu qu'une fois par an, au mois de janvier, de sorte que leurs

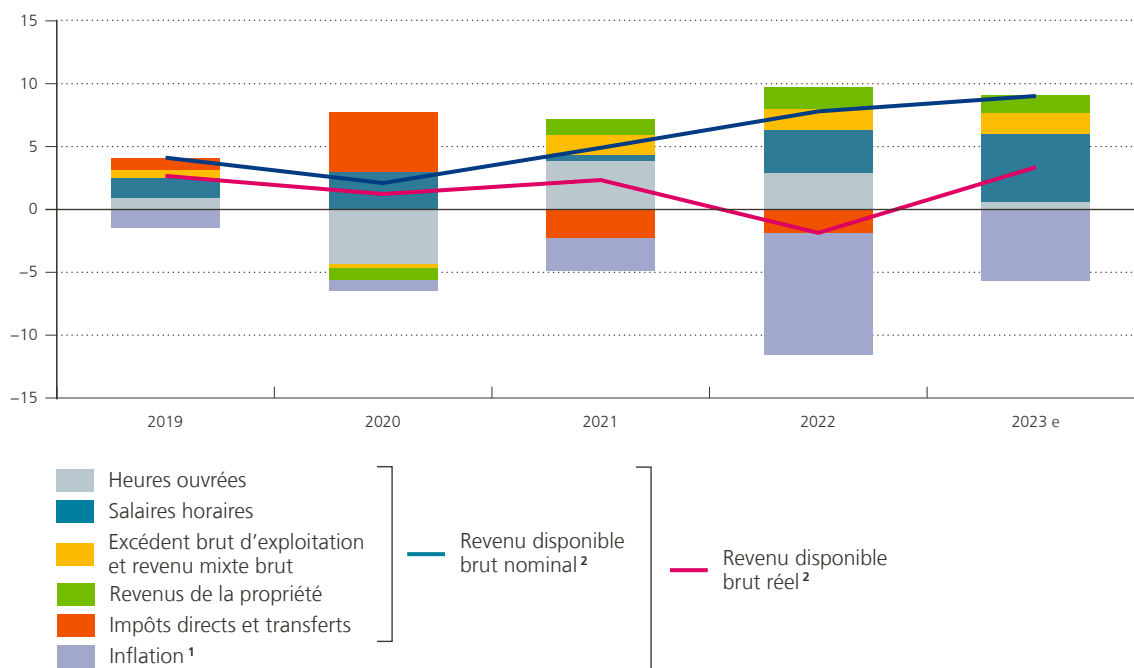
revenus n'ont été ajustés pour la forte accélération de l'inflation observée en 2022 qu'au début de 2023. L'excédent brut d'exploitation et les revenus bruts mixtes ont quant à eux continué de grimper en 2023, affichant une progression totale de près de 8 %. Cette dernière est imputable à la croissance rapide des loyers dont bénéficient les ménages. Par ailleurs, les autres revenus du patrimoine des particuliers ont poursuivi leur augmentation dans un environnement de taux haussiers, bien qu'un peu plus faiblement qu'en 2022, parallèlement au ralentissement de la croissance des dividendes perçus. Les transferts reçus du secteur des administrations publiques ont en revanche augmenté légèrement moins rapidement que ceux transférés par les ménages (qui consistent principalement en impôts).

Le concept macroéconomique de pouvoir d'achat peut être sensible à des éléments méthodologiques de la comptabilité nationale et à la mesure de l'évolution des prix à la consommation. C'est notamment le cas avec la seule prise en compte – dans l'indice des prix à la consommation – des nouveaux contrats pour le gaz et l'électricité, en omettant les prix des contrats existants, ce qui engendre de facto une sous-estimation des dépenses énergétiques en 2023 puisque les prix de l'énergie ont baissé alors que des ménages étaient liés par des contrats conclus lorsque ceux-ci étaient bien plus élevés. Par conséquent, l'inflation mesurée serait inférieure à la véritable hausse du coût de la vie, et la progression du pouvoir d'achat serait quelque peu surestimée. Il convient de noter que l'exact contraire s'était produit en 2022, pour les mêmes raisons, avec en l'occurrence une estimation de l'inflation supérieure à sa véritable augmentation.

Graphique 4.3

L'indexation automatique des salaires a soutenu le pouvoir d'achat

(contributions à la croissance annuelle du revenu disponible brut, sauf mention contraire)



Sources : ICN, BNB.

1 Déflateur des dépenses de consommation finale des particuliers avec signe inversé.

2 Pourcentages de variation à un an d'écart.

Les ménages ont consommé davantage, tandis que leurs investissements en logements ont vivement diminué

La consommation privée a poursuivi sa progression en 2023. Toutefois, avec une croissance de 1,5 % sur l'ensemble de l'année, elle est seulement supérieure de près de 2 % au niveau qui était le sien avant l'éclatement de la pandémie de COVID-19 quatre ans auparavant. Cette composante de la demande a en effet été lourdement entravée par les chocs exogènes qu'a subis la Belgique depuis 2020. En 2023, les dépenses de consommation des ménages ont notamment été soutenues par l'augmentation de leurs revenus et, partant, de leur pouvoir d'achat, sous l'effet, entre autres, de l'indexation des salaires.

Bien que les ménages aient continué de consommer davantage en 2023, la croissance de la consommation privée s'est nettement ralentie.

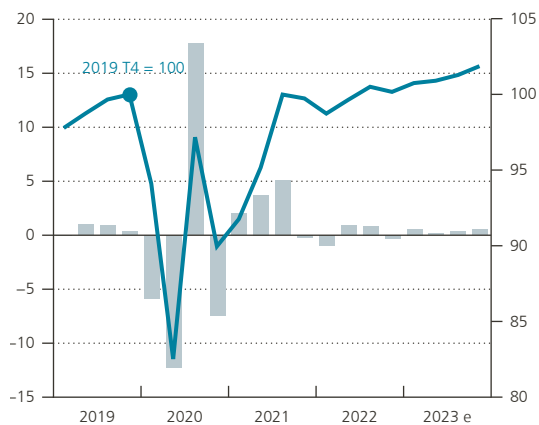
En 2022, afin de contrebalancer – du moins en partie – la contraction de leur pouvoir d'achat, les ménages avaient puisé dans leur épargne, qui était particulièrement importante après deux années marquées par les effets de la pandémie de COVID-19. Le taux d'épargne s'était ainsi inscrit en baisse d'un peu plus de 4 points de pourcentage pour s'établir à 13 %, ce qui le ramenait à un niveau comparable à celui enregistré les années antérieures à la crise sanitaire. En 2023, la consommation privée a progressé moins rapidement que le revenu disponible brut réel des particuliers, ces derniers semblant quelque peu réticents à allouer totalement cette hausse à leurs dépenses de consommation et préférant dès lors augmenter leur épargne. En effet, bien que l'indicateur de confiance des consommateurs se soit graduellement redressé en cours d'année, cette augmentation est principalement imputable à leurs appréciations plus optimistes quant à leur situation financière et, surtout, à des prévisions orientées à la hausse pour leur épargne. Au final, le taux d'épargne a crû d'un

Graphique 4.4

La consommation des ménages et le taux d'épargne ont tous deux augmenté en 2023

Consommation privée

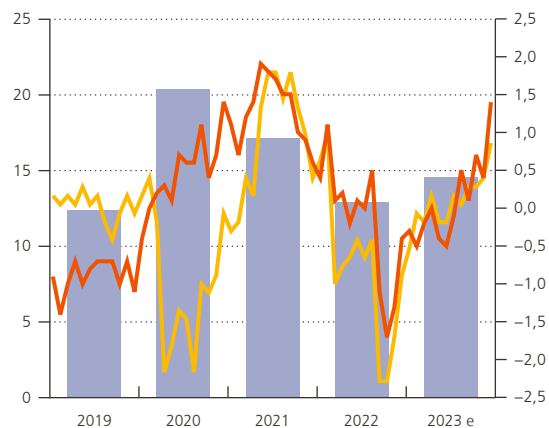
(données corrigées des variations saisonnières et des effets de calendrier)



■ Pourcentages de variation par rapport au trimestre précédent
 — Indice, pic 2019 T4 = 100 (échelle de droite)

Épargne des particuliers et confiance des consommateurs

(en pourcentage du revenu disponible des particuliers, sauf mention contraire)



■ Taux d'épargne des particuliers
 — Indicateur de confiance des consommateurs¹ (échelle de droite)
 — Prévisions des ménages relatives à leur épargne¹ (échelle de droite)

Sources : ICN, BNB.

1 Soldes des réponses normalisés.



peu moins de 1,5 p.p. en 2023, pour atteindre près de 14,5 %. Il s'agit d'un niveau qui demeure élevé au regard de la situation qui prévalait avant l'éclatement de la crise sanitaire en 2020.

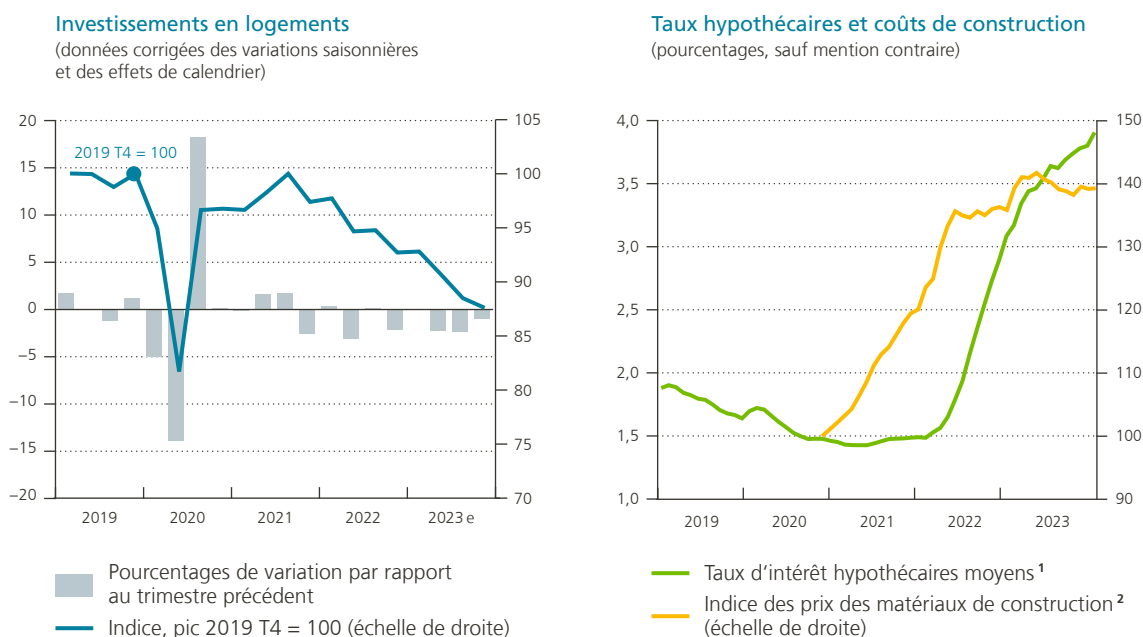
Les investissements en logements ont continué de se replier en 2023. Affichant une baisse de 5,4 % par rapport à l'année précédente, leur recul s'est par ailleurs accéléré depuis 2021. Comparés au niveau observé avant la crise sanitaire engendrée par la propagation du COVID-19, les investissements en logements demeurent inférieurs de 12 % à la fin de 2023.

Les taux d'intérêt hypothécaires plus élevés et l'augmentation des coûts de construction ont freiné l'investissement résidentiel. En effet, tant le

nombre de transactions de logements existants – dont les droits d'enregistrement sont comptabilisés dans la méthodologie des comptes nationaux – que le volume des permis de bâtir octroyés pour de nouvelles constructions et des travaux de rénovation ont diminué en 2023. D'une part, en raison de la poursuite du resserrement de la politique monétaire de la zone euro en 2023, le taux d'intérêt hypothécaire moyen sur les nouveaux contrats a grimpé, passant de 3,2 % en janvier à 3,9 % en décembre. Toutes autres choses égales par ailleurs, cela a détérioré la capacité de remboursement d'un nouvel emprunt hypothécaire pour les ménages (cf. chapitre 7 pour de plus amples informations à ce sujet). D'autre part, les coûts des matériaux de construction, qui se sont accrus de 5 % en 2023 par rapport à l'année précédente, restent par conséquent à des niveaux particulièrement élevés.

Graphique 4.5

Les investissements résidentiels se sont à nouveau repliés



Sources : Arch-index, ICN, BNB.
1 Pour les nouveaux contrats.
2 Indice novembre 2020 = 100.

4.3 Malgré une rentabilité sous pression, les entreprises ont investi de manière exceptionnelle

L'alourdissement des coûts a comprimé les marges des sociétés non financières

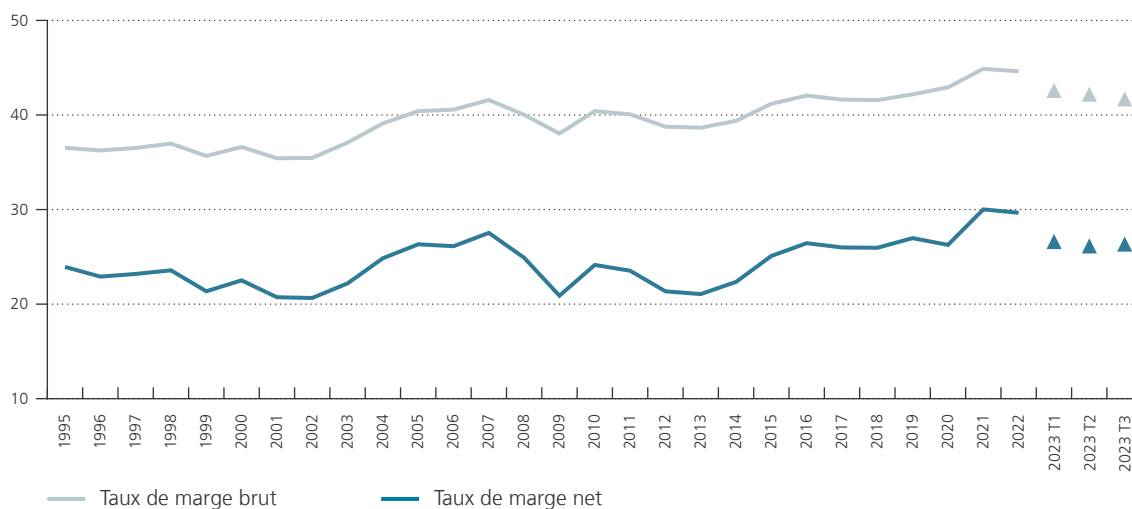
Même si elles ont diminué depuis 2022, les marges bénéficiaires des entreprises belges demeurent élevées. Les marges bénéficiaires brutes des entreprises belges rendent compte de la proportion de la valeur ajoutée brute qui reste disponible pour procéder à des investissements et pour rémunérer le capital après déduction des rémunérations salariales et avant impôts sur les sociétés. Cette proportion, qui s'est accélérée depuis 2014, affiche

une tendance ascendante sur le long terme, et ce dans l'ensemble des principales branches d'activité de l'économie. Une partie de cette élévation de la marge calculée au niveau macroéconomique peut être attribuée à des amortissements de capital plus importants au fil du temps. Ceux-ci ont en effet progressé en raison du repli de la part des actifs à plus longue durée de vie dans le stock de capital, au détriment notamment des équipements informatiques et de transport, dont la longévité est moindre, ce qui nécessite des amortissements de capital plus importants qui doivent être financés par les marges brutes des entreprises. Le taux de marge net, c'est-à-dire hors

Graphique 4.6

Le taux de marge des entreprises a considérablement augmenté ces dernières années avant de se replier quelque peu sous l'effet, notamment, de la hausse des coûts

(sociétés non financières, excédent d'exploitation en pourcentage de la valeur ajoutée)



Sources: ICN, BNB.

amortissements du capital, a toutefois également évolué à la hausse ces dernières années.

L'élévation du taux de marge au cours de la dernière décennie résulte également en partie d'un effet de composition, mais aussi de coûts salariaux qui ont nettement moins progressé que la productivité du travail à la suite des diverses mesures prises en vue d'améliorer la compétitivité-coût des entreprises. Ainsi, les branches d'activité dont les marges bénéficiaires sont plus élevées ont vu leur importance relative s'accroître progressivement au sein du PIB, ce qui a augmenté le taux de marge agrégé des entreprises au niveau de l'économie belge. Par ailleurs, les diverses mesures visant à améliorer la compétitivité-coût des entreprises belges, à la fois par le biais des normes salariales (qui limitent la progression des salaires réels) mais aussi par des mesures ad hoc mises en place après 2014, telles que la suspension temporaire des mécanismes d'indexation et les réductions des cotisations de sécurité sociale payées par l'employeur, ont fait en sorte que les coûts salariaux ont sensiblement moins progressé que la productivité du travail, ce qui coïncide avec le recul de la part des salaires dans le

revenu national. De fait, en niveau, les coûts salariaux belges par unité produite sont désormais proches de ceux observés aux Pays-Bas, mais bien inférieurs à ceux en vigueur en France et en Allemagne, ce qui contraste avec la situation d'avant 2014, lorsque les coûts par unité produite de la main-d'œuvre en Belgique étaient nettement plus élevés que dans les pays voisins. Cet écart par rapport au coût salarial moyen par unité produite dans les pays voisins s'est cependant à nouveau légèrement creusé en 2023 en raison des répercussions toujours marquées de l'indexation automatique.

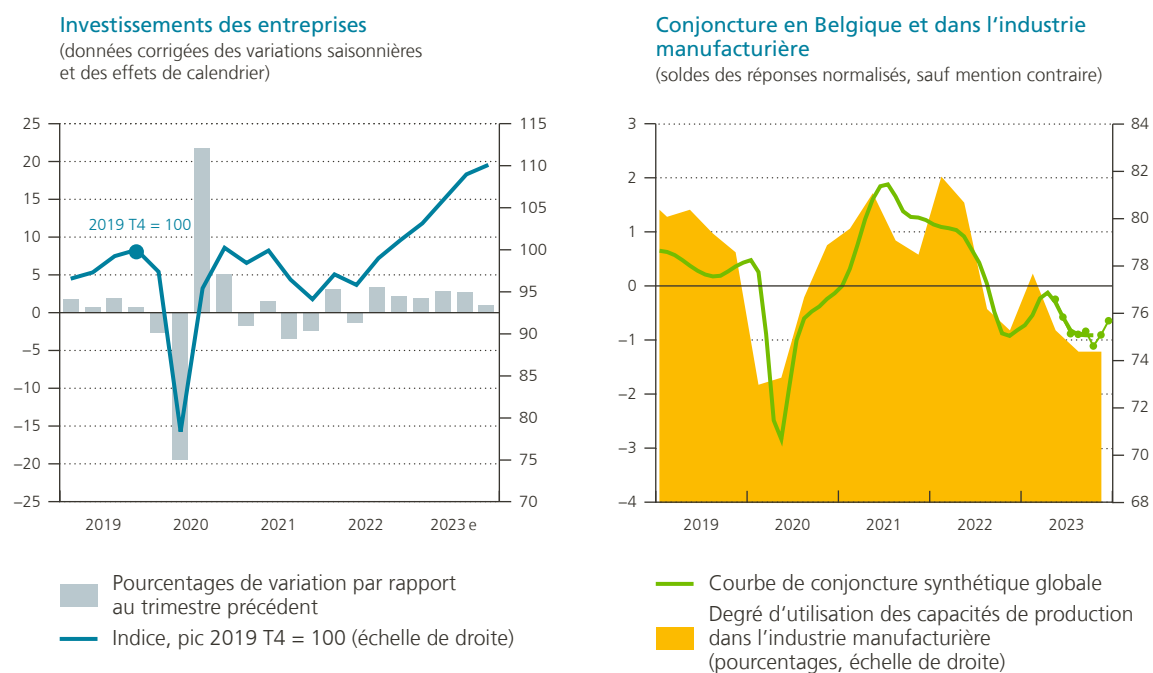
Les entreprises ont exceptionnellement investi

Les investissements des entreprises ont bondi de 9 % en 2023, nonobstant le durcissement des conditions de financement. Cette évolution ne peut être totalement dissociée du niveau particulièrement robuste de leurs marges bénéficiaires au cours des années précédentes, comme mentionné ci-avant. Selon des études de la Banque, de nombreuses entreprises – surtout les plus grandes, qui représentent la



Graphique 4.7

Les investissements des entreprises sont devenus le principal moteur de la croissance



Sources: ICN, BNB.

majeure partie de la formation de capital fixe – disposent de réserves de trésorerie et de possibilités de financement interne suffisantes pour leur permettre d'atténuer l'incidence du resserrement des conditions de financement, notamment des taux d'intérêt plus élevés. La hausse des investissements serait en outre globalement étendue aux principales branches d'activité de l'économie belge. Les chefs d'entreprise interrogés ont par ailleurs indiqué une tendance marquée à des investissements dans l'automatisation et la numérisation des activités en vue d'améliorer la productivité. Ceci n'est pas sans rapport avec le marché du travail structurellement tendu et la détérioration de la compétitivité des firmes belges due aux hausses significatives des salaires nominaux. Les investissements

dans de nouveaux produits ainsi que le verdissement des processus de production ont également constitué des facteurs de soutien à la formation de capital fixe. La croissance de cette dernière s'est toutefois quelque peu modérée à la fin de l'année, concomitamment à une légère dégradation de la confiance des entrepreneurs. Dans le même temps, le degré d'utilisation des capacités de production dans l'industrie manufacturière s'est replié, n'appelant pas de nouveaux investissements d'expansion. Au total, à la fin de 2023, les investissements des entreprises étaient supérieurs de 10 % au niveau observé au quatrième trimestre de 2019, soit avant le déclenchement de la pandémie de COVID-19. En outre, ils ont été le principal moteur de la croissance du PIB en 2023.

4.4 En dépit des chocs économiques, l'économie belge s'est montrée robuste vis-à-vis du reste du monde

Les exportations nettes de biens et de services ont soutenu la croissance de l'activité avant de progressivement se contracter

Après trois années de fortes variations et de contribution positive à la croissance de l'activité en Belgique, les échanges extérieurs se sont considérablement réduits et contribuent désormais négativement à cette dernière. L'évolution des relations commerciales de la Belgique avec le

reste du monde a suivi celles de la croissance économique et du commerce mondial ces dernières années. Ainsi, après la chute des exportations et des importations de biens et de services, exprimées en volume, à la suite de l'éclatement de la pandémie mondiale en 2020 et le rebond sensible observé l'année suivante, le ralentissement de l'activité, et par là même du commerce mondial, en 2022 a pesé sur l'évolution et sur la contribution des flux commerciaux à la croissance économique de la Belgique. Tant les exportations que les importations n'avaient progressé

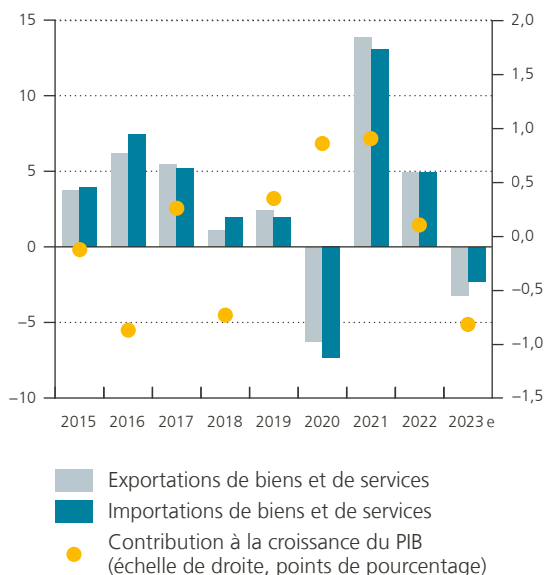


Graphique 4.8

La contribution des exportations nettes à la croissance économique s'est réduite et est devenue négative

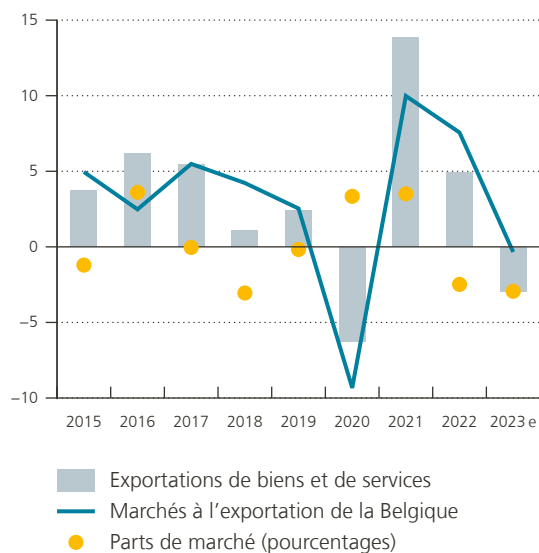
Flux commerciaux et contributions au PIB

(pourcentages de variation annuelle ; données corrigées des variations saisonnières et des effets de calendrier, sauf mention contraire)



Marchés à l'exportation et parts de marché

(pourcentages de variation annuelle ; données corrigées des variations saisonnières et des effets de calendrier, sauf mention contraire)



Sources : BCE, ICN.

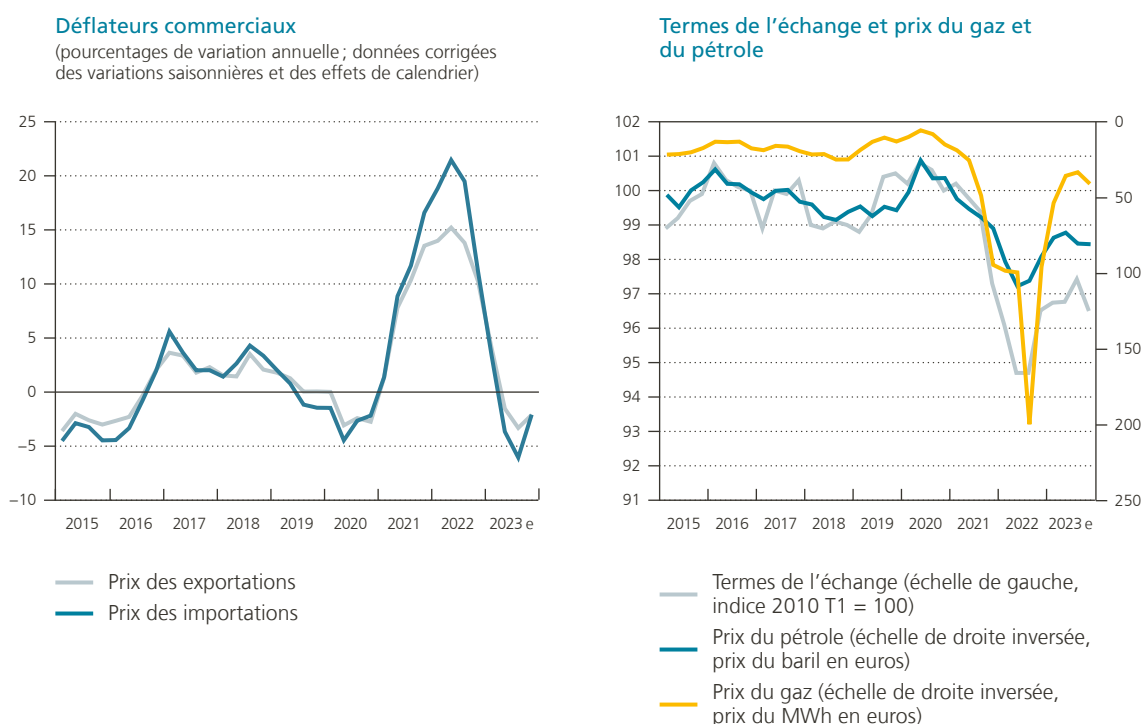
que de 4,9% en volume au cours de l'année 2022, de sorte que les exportations nettes de biens et de services n'avaient que marginalement influé sur la croissance économique. En 2023, cette contribution à la croissance de l'activité en Belgique s'est encore effritée, pour apparaître négative, à quelque -0,8 point de pourcentage. De fait, d'une part, la croissance des exportations belges est largement déterminée par la demande étrangère – or, celle-ci s'est révélée légèrement négative au cours de cette dernière année – et, d'autre part, la détérioration de la compétitivité-coût, liée notamment à la croissance élevée des coûts salariaux, a concouru à faire perdre des parts de marché à l'exportation aux entreprises belges, alors que des gains avaient pu être engrangés en 2020 et en 2021 du fait de l'exportation massive de produits pharmaceutiques, notamment de vaccins, en vue de lutter contre la pandémie de COVID-19. Les importations ont quant à elles également enregistré une croissance négative en 2023, en raison, entre autres, d'une demande intérieure moins dynamique que précédemment.

Les termes de l'échange se sont graduellement rétablis et sont moins défavorables que les années précédentes

Après la forte hausse des prix des importations observée ces deux dernières années, qui avait considérablement appauvri l'économie belge, ceux-ci se sont contractés en 2023 pour céder à la place à des termes de l'échange vis-à-vis de l'étranger à nouveau plus favorables, bien qu'à un niveau toujours moins avantageux qu'avant l'éclatement de la guerre en Ukraine. Les fortes hausses des prix de plusieurs matières premières, dont le gaz naturel et le pétrole, résultant, dans un premier temps, de la vigoureuse reprise économique de 2021 et, ensuite, de l'invasion russe en Ukraine à la fin de février 2022, avaient sensiblement appauvri l'économie belge en dégradant fortement ses termes de l'échanges vis-à-vis de l'étranger. De fait, ces renchérissements avaient fait grimper les prix à l'importation de façon historique, et ce de manière

Graphique 4.9

Après l'importante détérioration des années précédentes, les termes de l'échange ont été moins défavorables



Sources : ICN, LSEG.

beaucoup plus marquée que les prix à l'exportation. En 2023, si cette pression sur les prix est restée bien présente, les prix des importations, à un an d'écart, ont toutefois diminué, en raison principalement d'une baisse des prix énergétiques. Ainsi, après le net repli enregistré en 2021, et plus encore en 2022, les termes de l'échange de la Belgique se sont à nouveau redressés de quelque 1,4 % en 2023.

Comparativement aux pays voisins, la perte de revenu à l'égard du reste du monde a été plus importante en Belgique, mais elle s'est progressivement résorbée en 2023. L'année 2022 avait été marquée par un effet de revenu négatif, c'est-à-dire par un transfert de pouvoir d'achat de la Belgique vers le reste du monde, significatif généré par la détérioration des termes de l'échange. Ce phénomène, également observable dans la zone euro dans son ensemble et chez nos principaux partenaires commerciaux, était propre à tous les pays importateurs et non producteurs de matières énergétiques.

Cependant, la perte de richesse s'est avérée plus importante en Belgique, en raison notamment d'un contenu en énergie des importations plus grand et d'une consommation d'énergies fossiles en moyenne plus élevée. Cet appauvrissement de l'économie belge vis-à-vis de l'étranger s'est cependant peu à peu réduit à la suite des baisses des prix énergétiques sur les marchés internationaux dès la fin de l'année 2022, pour disparaître, à l'image des termes de l'échange plus favorables, en 2023.

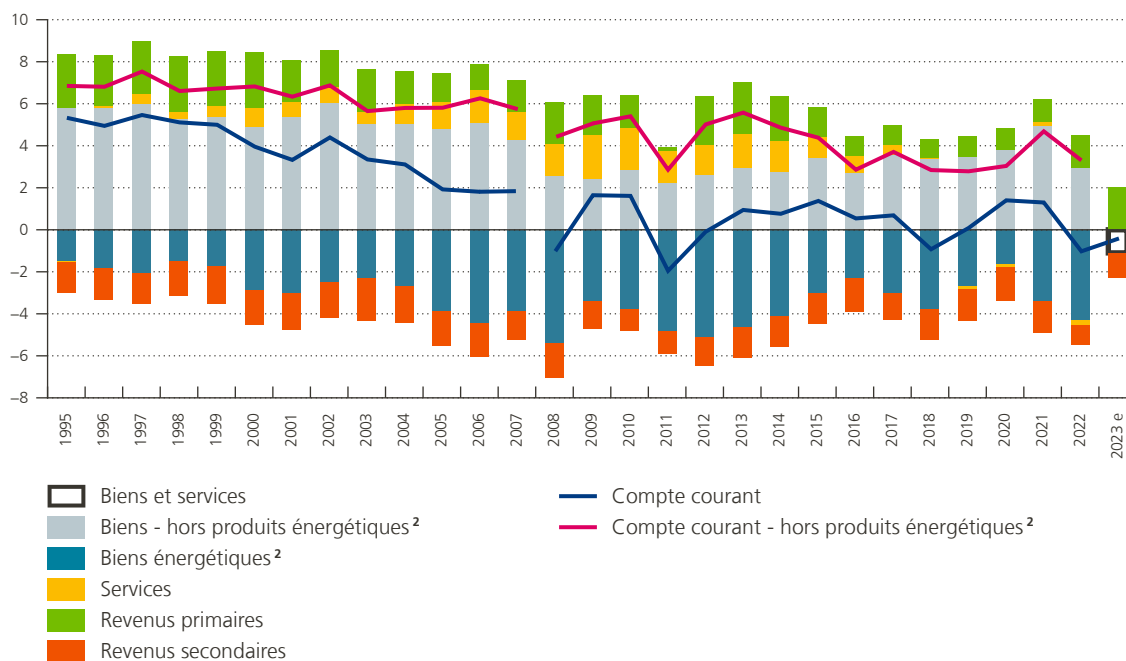
Le solde courant ne s'est que peu contracté ces dernières années et affiche un déficit limité, ce qui génère un besoin de financement limité pour l'économie belge

Le compte courant de la Belgique n'a pas accusé de forte contraction depuis la crise financière de 2008, notamment grâce aux efforts

Graphique 4.10

Le compte courant de la Belgique n'a enregistré que des fluctuations limitées en dépit des chocs économiques extérieurs et est resté proche de l'équilibre

(pourcentages du PIB, selon la statistique de la balance des paiements¹)



Sources: ICN, BNB.

1 Selon la méthodologie BPM5 pour la période 1995-2007, selon la méthodologie BPM6 pour la période 2008-2023.

2 Données des biens énergétiques selon la statistique du commerce extérieur, CTCI-3, données en concept national.

consentis en vue d'améliorer la compétitivité-coût. Depuis 2008, le compte courant présente un niveau qui, bien que moindre au regard de la situation antérieure, est proche de l'équilibre, et ce en dépit des nombreux chocs extérieurs subis ces dernières années. Le solde commercial, notamment hors produits énergétiques, a en moyenne contribué au maintien d'un excédent limité du solde courant ces dernières années. Les politiques menées au cours de la dernière décennie dans le but d'améliorer la compétitivité-coût de l'économie belge semblent avoir participé à cette relative stabilité du compte courant, nonobstant les importantes perturbations économiques enregistrées ces dernières années.

Malgré la pandémie et le choc énergétique, le solde courant a continué d'afficher un excédent hors produits énergétiques. Durant les années 2019 et 2020, marquées par la pandémie de COVID-19 qui avait entraîné un ralentissement significatif de la conjoncture mondiale et des échanges

internationaux, le solde des opérations courantes de la Belgique s'est maintenu et a même présenté un excédent, en raison, notamment, d'un surplus commercial en hausse. La Belgique a en effet pleinement bénéficié de la présence sur son territoire de l'importance du secteur pharmaceutique qui, dès la fin de l'année 2020, a exporté en masse du matériel médical, et plus particulièrement des vaccins liés à la lutte contre le COVID-19. Cette évolution s'est ensuite poursuivie et a permis de compenser le renchérissement significatif des prix énergétiques enregistré dès la seconde moitié de 2021 et qui a donné lieu à une hausse considérable de la facture des importations nettes pour ce type de produits. En 2022, le solde commercial de la Belgique a toutefois accusé un déficit en raison, principalement, de la dégradation des échanges nets de biens de « matériel de transports », conjuguée à une facture énergétique nette vis-à-vis de l'étranger toujours plus importante. Cette dernière a en effet continué d'augmenter sous l'effet de prix toujours en

hausse sur les marchés internationaux, en dépit d'une consommation moindre de ce type de produits au niveau de l'économie belge. L'augmentation du surplus dégagé au niveau des échanges de produits chimiques et pharmaceutiques n'ayant plus permis de compenser les évolutions de ces deux catégories de biens. Les échanges nets de services, à l'exception de l'année 2021 encore marquée par les limitations de voyages dues à la pandémie mondiale qui avaient eu pour effet de réduire le déficit des services liés à ceux-ci ainsi que celui des services de transport, n'ont par ailleurs pas soutenu le solde commercial de la Belgique. Ce dernier est resté déficitaire en 2023. En effet, l'excédent des échanges de produits chimiques et pharmaceutiques a quelque peu diminué à la suite d'une baisse des exportations de ce type de biens, notamment les vaccins et autres traitements contre le COVID-19, ce qui a contrebalancé le moindre déficit des importations énergétiques. Le déficit des échanges de services a quant à lui continué de se creuser, sous l'influence, entre autres, de dépenses de services liés aux voyages plus substantielles, les dépenses des résidents belges à l'étranger étant revenues à un niveau supérieur à celui observé avant la crise du COVID-19.

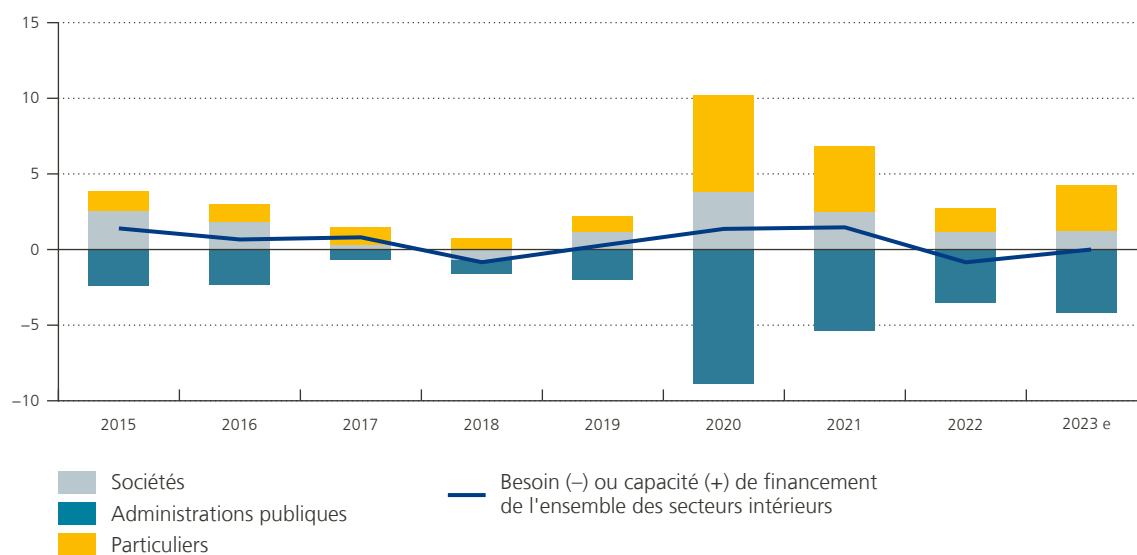
Les revenus primaires et secondaires nets ont contribué à soutenir le compte courant de la Belgique. Alors qu'ils présentaient une relative stabilité au cours des dernières années, les revenus primaires et secondaires nets avec le reste du monde ont respectivement vu leur excédent s'accroître et leur déficit se résorber à partir de l'année 2022. De fait, au cours de l'année 2022, les revenus primaires nets vis-à-vis du reste du monde ont considérablement augmenté, essentiellement sous l'impulsion des revenus nets de placements et d'investissements, en raison, principalement, de la remontée des taux enregistrée sur les marchés. Cette tendance s'est poursuivie en 2023. Le déficit des revenus secondaires nets s'est quant à lui réduit en 2022, à la suite de transactions spécifiques effectuées au cours de cette année, avant de s'accroître à nouveau quelque peu en 2023, mais à un niveau, exprimé en pourcentage du PIB, moindre que celui observé en moyenne précédemment.

Le solde de financement de l'économie belge vis-à-vis de l'étranger est, à l'instar du solde courant, resté relativement stable ces dernières années, malgré d'importantes fluctuations au

Graphique 4.11

Un besoin de financement réduit vis-à-vis de l'étranger

(en pourcentage du PIB)



Source: ICN.

sein des différentes rubriques qui le composent.

Entre les années 2020 et 2022, la capacité de financement de l'économie belge s'est toutefois progressivement réduite, entraînant un besoin de financement vis-à-vis de l'extérieur d'un peu moins de 1% du PIB en 2022. Durant cette période, la capacité de financement des entreprises s'est en effet peu à peu détériorée à la suite de dépenses d'investissement, exprimées en termes nominaux, qui ont crû davantage que les revenus issus de leur activité. Par ailleurs, la capacité de financement des particuliers a également été mise sous pression du fait de la diminution progressive du taux d'épargne des ménages. De fait, les ménages ont vu leurs dépenses de consommation, gonflées par la forte inflation, augmenter de manière significative et de façon plus importante que leur revenu disponible. Cette évolution combinée à des investissements (majoritairement constitués de logements) encore en hausse, a progressivement comprimé la capacité de financement des ménages. Enfin, le besoin de financement des administrations, qui s'était fortement creusé en 2020 du fait des mesures budgétaires mises en place par les autorités publiques à l'égard des entreprises et des ménages pour faire face à la crise du COVID-19 et à la contraction de

l'activité économique, s'est graduellement réduit sur la période. Il convient de noter que l'année 2020 avait été marquée par de grandes variations des revenus et des dépenses entre les différents secteurs intérieurs de l'économie en raison des importants transferts des administrations publiques vers les entreprises et les ménages.

En 2023, les capacités de financement des entreprises et des ménages ont à nouveau quelque peu augmenté, ce qui a permis de diminuer le besoin de financement pour l'économie belge.

En effet, si les premières ont vu leurs dépenses d'investissement augmenter, leur revenu disponible est resté conséquent et elles ont enregistré une variation des stocks orientée à la baisse après que celle-ci avait atteint un niveau historiquement élevé en 2022. Les seconds ont quant à eux vu leur niveau d'épargne repartir à la hausse du fait de l'augmentation de leur revenu disponible qui n'a été que partiellement consommé. Les administrations publiques ont quant à elles vu leur besoin de financement grimper au cours de cette dernière année, du fait de l'aggravation du déficit du solde primaire et de l'alourdissement de la charge d'intérêts.



jobcenter



Un travail
dans la
construction?
C'est sans doute



5. Offre et demande de travail

5.1 L'emploi continue de progresser malgré les difficultés de recrutement et le ralentissement conjoncturel

146

Encadré 4 – La branche de la construction, qui a un rôle essentiel à jouer dans la transition énergétique, est confrontée à d'importantes pénuries de main-d'œuvre

5.2 Les difficultés de recrutement

155

La reprise économique post-COVID a rapidement ramené le marché du travail à son niveau de 2019, voire, pour de nombreux segments, l'a porté bien au-delà. En 2021 et en 2022, les créations nettes d'emplois ont atteint des niveaux jamais enregistrés auparavant. En 2023, l'emploi a poursuivi sa progression, fût-ce à un rythme moins soutenu. Parallèlement, les

difficultés de recrutement ont explosé dans de nombreux secteurs, freinant le développement de l'activité. Outre l'accroissement des tensions induit par la forte dynamique du marché du travail, plusieurs facteurs de nature structurelle contribuent à expliquer ces difficultés de recrutement.



5.1 L'emploi continue de progresser malgré les difficultés de recrutement et le ralentissement conjoncturel

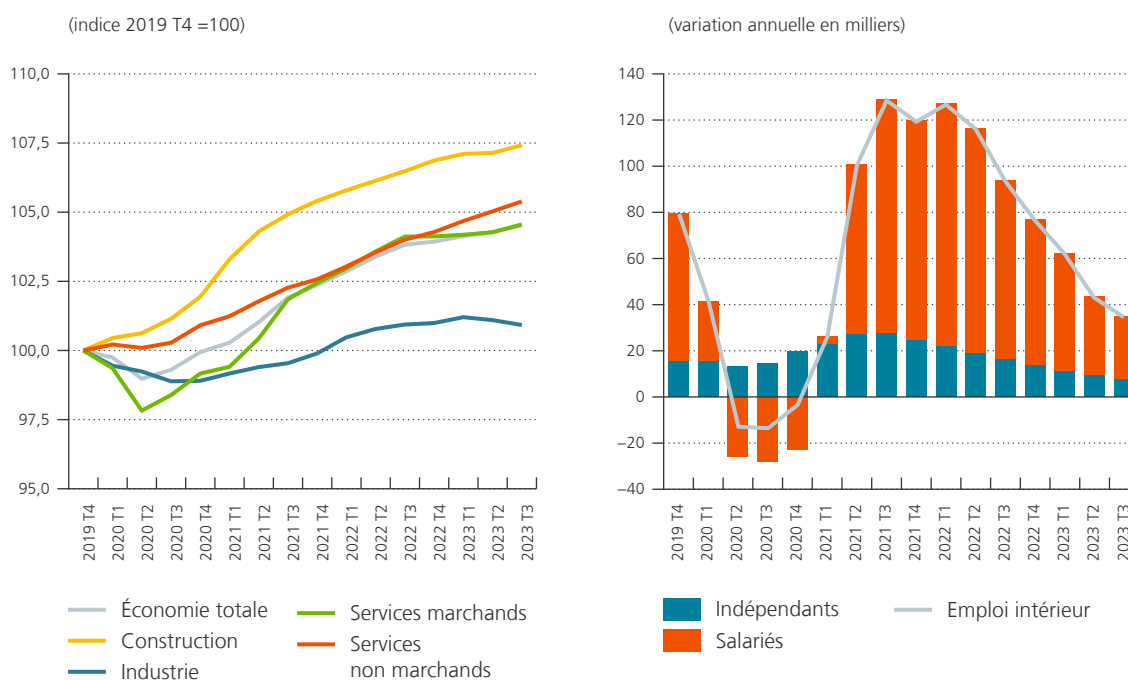
Une création d'emplois résiliente

Après une création d'emplois record au moment de la reprise post-COVID, une normalisation s'est dessinée en 2023. L'emploi intérieur s'est montré résilient face aux différents chocs qu'a subis l'économie belge. 2021 et 2022 ont été des années extraordinaires, avec des créations nettes d'emplois de respectivement 94 000 et 104 000. En 2023,

elles étaient légèrement supérieures à 40 000, soit un niveau comparable à la moyenne mesurée entre 1996 et 2022 mais inférieur à celle de la période 2015-2019 (64 000). Ce dynamisme, quoique légèrement plus marqué en Belgique, n'est toutefois pas exceptionnel dans le paysage européen. Entre le quatrième trimestre de 2019 et le troisième trimestre de 2023, l'emploi a augmenté de 4,5 % en Belgique, 3,2 % dans l'UE et 3,7 % en moyenne en Allemagne,

Graphique 5.1

Emploi intérieur



Source: ICN.

en France et aux Pays-Bas. Depuis 2022, toutefois, un ralentissement s'opère, qui est plus manifeste en Belgique que dans le reste de l'UE.

Les salariés comme les indépendants ont contribué à la progression de l'emploi. Le travail indépendant suit une tendance de long terme haussière et a significativement participé à la reprise post-COVID. Sur un marché du travail dynamique, le nombre de travailleurs indépendants s'est accru plus rapidement que celui des salariés. Les indépendants représentent désormais 17,3 % de l'emploi total, contre 16,5 % il y a une dizaine d'années. Leur nombre avait même grimpé pendant la pandémie, mais un net ralentissement était observé depuis. L'expansion de l'entrepreneuriat se manifeste dans plusieurs branches d'activité, en particulier les professions libérales et l'industrie. Par ailleurs, le nombre de femmes indépendantes, même si elles restent sous-représentées dans le total (35,5 % en 2022), a augmenté légèrement plus vite que celui des hommes.

Certaines branches ont plus largement profité de la reprise post-COVID. La création d'emplois a été plus dynamique dans la construction et dans les services: l'emploi y a crû de, respectivement, 7,4 et 4,9 % entre le quatrième trimestre de 2019 et le troisième trimestre de 2023, contre 4,5 % pour l'ensemble de l'économie. Les branches de l'administration publique et défense, de l'enseignement et de la santé humaine et action sociale, qui comptabilisent ensemble près d'un tiers de l'emploi intérieur, ont significativement contribué à la création nette d'emplois, enregistrant une hausse de 5,1 % depuis la fin de 2019. En revanche, dans le secteur financier, l'emploi est en baisse depuis le début des années 2000, en raison notamment de restructurations successives et de la réduction du réseau d'agences. L'emploi dans l'industrie manufacturière affiche une croissance positive mais inférieure à la moyenne. Sa part dans l'emploi total continue donc de diminuer, prolongeant la tendance à la tertiarisation de l'économie.

Le taux d'emploi a sensiblement augmenté. Le taux d'emploi des 20-64 ans a atteint 72,2 % au troisième trimestre de 2023, ce qui reste un niveau nettement en dessous de la moyenne européenne, qui s'est établie à 75,5 %. Ce taux reste également inférieur à l'objectif de 80 % fixé par le gouvernement fédéral pour 2030. Au cours des dix dernières années, toutefois, la croissance moyenne annuelle du taux

d'emploi belge a été de 0,5 point de pourcentage, soit un rythme plus soutenu que celui observé durant la décennie précédente, lorsqu'elle était en deçà de 0,1 point de pourcentage. Certaines catégories de travailleurs ont davantage contribué à cette tendance haussière, comme les femmes ou les 55 ans et plus, même si leur taux d'emploi demeure inférieur à la moyenne nationale. La progression de la part des diplômés de l'enseignement supérieur et la baisse du taux de décrochage scolaire exercent aussi une influence positive sur le taux d'emploi. Il convient d'ajouter qu'une part de la hausse plus vigoureuse du taux d'emploi durant la dernière décennie s'explique par un ralentissement du dénominateur du ratio: le taux de croissance de la population en âge de travailler a été plus de deux fois plus élevé entre 2003 et 2013 qu'entre 2013 et 2023.

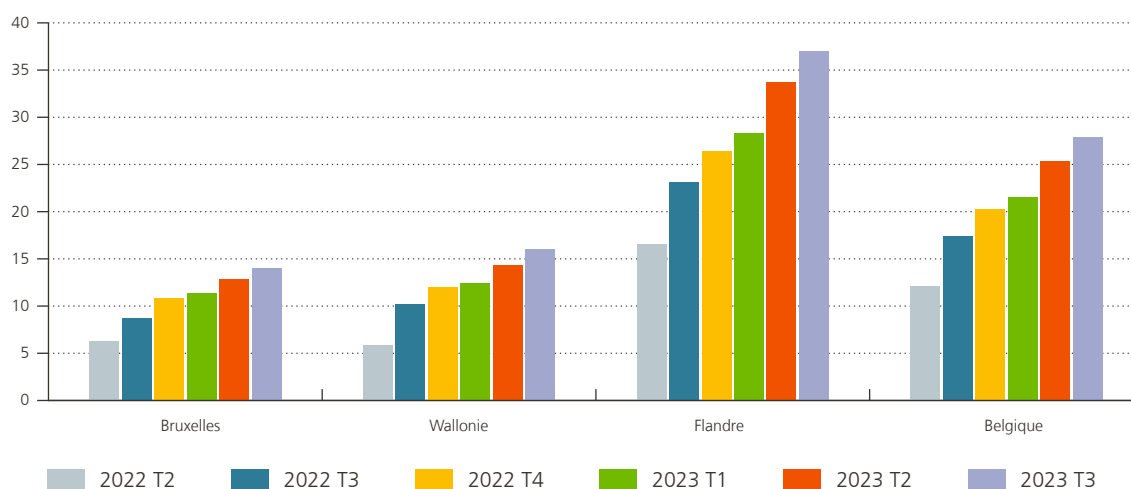
La Région de Bruxelles-Capitale a réduit l'écart avec la moyenne nationale durant la reprise post-COVID. Si le taux d'emploi a grimpé dans les trois régions, il reste sensiblement plus élevé en Flandre (76,5 % au troisième trimestre de 2023) qu'à Bruxelles (68,2 %) et en Wallonie (65,9 %). C'est à Bruxelles qu'il a enregistré la plus forte croissance entre la fin de l'année 2019 et le troisième trimestre de 2023: il y a bondi de 6 points de pourcentage. La forte hausse du taux d'emploi des travailleurs non européens, qui sont surreprésentés à Bruxelles (12 % de la population en âge de travailler, contre 4 % dans les deux autres régions) y a largement contribué, mais il reste une marge de progression puisqu'il demeure inférieur à la moyenne. En Flandre et en Wallonie, la tendance est ascendante mais moins marquée. Elle est légèrement plus dynamique chez les travailleurs de 55 ans et plus.

Le flux de réfugiés originaires d'Ukraine a affecté dans un premier temps l'évolution de la population, et dans un second temps l'emploi. Au début de l'invasion russe en Ukraine, le flux de réfugiés ukrainiens avait eu pour effet d'augmenter la population sans grandement influencer l'emploi, notamment parce qu'il s'agissait principalement de femmes accompagnées d'enfants, maîtrisant rarement l'une des langues nationales, et qu'il régnait une grande incertitude quant à la durée de leur séjour. Entre mars 2022 et novembre 2023, l'Office des étrangers a délivré 77 000 attestations de protection temporaire, dont les deux tiers à des personnes en âge de travailler, soit âgées de 18 à 64 ans. Au fil du temps, une part croissante de ces réfugiés ont

Graphique 5.2

Ukrainiens en emploi par région et par trimestre

(proportion d'Ukrainiens de 18-65 ans ayant au moins eu une période d'emploi en Belgique, quelle qu'en soit la durée, depuis le 1^{er} janvier 2022)



Sources : BCSS, Statbel, VDAB.

intégré la population en emploi, passant de 12 % au deuxième trimestre de 2022 à 28 % au troisième trimestre de 2023. Il subsiste cependant une importante différence régionale : la Flandre se détache, avec une plus forte intégration au marché du travail.

Le nombre d'heures ouvrées par travailleur s'est rétabli et le chômage reste faible

Durant la pandémie, il y a eu un recul substantiel des heures ouvrées mais, désormais, même la durée moyenne de travail s'est rétablie. Lors des confinements, l'ajustement par les heures de travail, facilité par les politiques telles que le chômage temporaire ou le droit passerelle, a permis d'épargner l'emploi. Depuis, la moyenne des heures ouvrées par personne s'est normalisée, ce qui s'explique aussi par les pénuries de main-d'œuvre auxquelles est confrontée l'économie belge. L'industrie fait toutefois exception. La croissance du nombre de salariés y a été moindre que dans la construction ou dans les services, et le volume d'heures ouvrées y est inférieur au niveau de 2019. Un salarié de l'industrie a ainsi travaillé en moyenne 382 heures au troisième trimestre de 2023, soit 7 heures de moins qu'avant la crise, ce

qui a réduit l'écart avec la moyenne nationale, qui est de 360 heures par trimestre.

Le taux de chômage reste historiquement bas.

Le taux de chômage – mesuré par les enquêtes sur les forces de travail – est resté relativement stable ces derniers trimestres. Il s'établissait à 5,6 % au troisième trimestre de 2023. Dans les trois régions, le taux de chômage est proche de son niveau le plus bas jamais observé, mais d'importants écarts persistent : 10 % à Bruxelles, 8,3 % en Wallonie et 3,5 % en Flandre. Pour cette dernière région, il s'agit d'une proportion difficilement compressible, proche du concept de chômage frictionnel¹. Il est intéressant de remarquer que, en l'espace de cinq ans, le taux de chômage des moins de 25 ans a diminué de 1,4 point de pourcentage si l'on considère la moyenne des quatre derniers trimestres. Ceci est en partie le reflet d'une forte hausse de l'emploi dans des secteurs où les plus jeunes sont surreprésentés, tels que l'horeca ou l'événementiel. La transition des plus jeunes vers l'emploi est par ailleurs au centre de certains programmes européens et d'initiatives des services publics de l'emploi (comme

¹ Le chômage frictionnel correspond à la période nécessaire pour retrouver un emploi. Pour ce type de chômage, cette transition est considérée comme étant de courte durée.

par exemple la mesure « Accompagnement de jeunes NEET 2019-2023 » menée par Actiris à Bruxelles et cofinancée par le Fonds social européen).

En revanche, le nombre de demandeurs d'emploi inscrits auprès des services publics de l'emploi (SPE) a augmenté. En décembre 2023, les services publics régionaux de l'emploi ont recensé quelque 50 000 demandeurs d'emploi inoccupés supplémentaires par rapport à la même période un an auparavant. Cette progression est observée dans les trois régions, dans les différentes catégories d'âge et pour les différentes durées d'inactivité. Elle s'explique notamment par un changement méthodologique: certaines réformes opérées au niveau des SPE – Actiris, ADG, Forem et VDAB – ont abouti à un nombre plus élevé de personnes référencées en leur sein en tant que demandeurs d'emploi inoccupés¹. Ces changements peuvent être assimilés à une rupture dans la série statistique. Leur objectif est de maintenir parmi les demandeurs d'emploi des personnes généralement plus éloignées du marché du travail, ce qui est positif en soi. Cette hausse peut sembler contradictoire avec la stabilité du taux de chômage, dont le calcul repose sur une enquête, et donc sur la situation professionnelle déclarée par les participants à l'enquête. Il est possible que des personnes récemment enregistrées auprès des services de l'emploi ne se déclarent pas encore dans les enquêtes comme des demandeurs d'emploi (au sens du Bureau international du Travail).

Certains indicateurs avancés augurent un ralentissement de la création d'emplois à court terme

Dans l'enquête de conjoncture de la BNB, les prévisions d'emploi, qui s'étaient envolées après la pandémie de COVID-19, sont revenues à un niveau plus faible. Au quatrième trimestre, elles étaient inférieures à la moyenne historique dans l'industrie, dans la construction et dans le commerce, tandis qu'elles ont progressivement diminué pour s'en rapprocher dans les services. Le nombre de faillites suit aussi une légère tendance haussière depuis la

¹ Exemples de réformes: d'une part, au Forem, depuis le début de 2022, les personnes ne pouvant pas prétendre à des allocations de chômage qui s'inscrivent sur une base volontaire comme demandeurs d'emploi ne doivent plus confirmer leur inscription tous les trois mois; d'autre part, au VDAB, l'inscription comme demandeurs d'emploi des locataires d'un logement social est devenue obligatoire (depuis janvier 2023).



mi-2022. En 2023, les défaillances d'entreprises ont crû de 11 % par rapport à 2022, faisant grimper de 23 % les pertes d'emplois directement liées à des faillites. En soi, le niveau actuel est proche de, mais légèrement inférieur à, celui observé avant la crise sanitaire. Les licenciements collectifs dans le cadre de restructurations ont également augmenté: en 2023, ils ont concerné 7 300 salariés, contre seulement 3 700 en 2022 et 5 100 en 2019. Cette inflexion du marché du travail s'inscrit dans une certaine normalisation conjoncturelle, qui suit logiquement la phase ascendante de la reprise en 2021 et en 2022. Rappelons que les chiffres pour ces deux années avaient été fortement influencés par les mesures mises en place durant la crise du COVID-19.

La branche de la construction, qui a un rôle essentiel à jouer dans la transition énergétique, est confrontée à d'importantes pénuries de main-d'œuvre

L'emploi dans la branche de la construction continue de progresser, surtout au niveau de l'emploi indépendant. La construction compte plus de 300 000 travailleurs. Elle représente 5 % des salariés et 10 % des indépendants. Elle se caractérise par une plus forte intensité de main-d'œuvre que le reste de l'économie. Durant la pandémie de COVID-19, l'emploi n'y a pas été affecté, même sur une base trimestrielle. Il a été particulièrement dynamique pendant la phase de reprise, surtout s'agissant du nombre d'indépendants. Ce dernier développement s'inscrit dans une tendance haussière plus longue : en 20 ans, la croissance du nombre d'indépendants a atteint 75 % dans la construction, contre 29 % dans l'économie totale.

L'emploi dans la construction est relativement jeune et fortement genré. En 2022, 88 % des travailleurs y étaient des hommes, alors que cette proportion était de 53 % pour l'économie dans son ensemble. On ne détecte pas de changement majeur auprès des plus jeunes générations : 89 % des travailleurs parmi les 15-39 ans sont de genre masculin. Le caractère physique du travail sur chantier explique sans doute pourquoi la construction ne compte que 26 % de travailleurs âgés de 50 à 64 ans, alors que ce pourcentage atteint 31 % dans l'économie dans son ensemble.

Les entreprises de la construction rencontrent d'importantes difficultés de recrutement. Selon l'enquête de Statbel, 16 000 postes étaient vacants dans la construction au troisième trimestre de 2023, soit 8 % des offres d'emploi insatisfaites en Belgique. Ces postes sont surreprésentés en Flandre, où près des trois quarts d'entre eux sont concentrés. Les listes de fonctions critiques – c'est-à-dire des métiers pour lesquels les offres d'emploi sont moins facilement pourvues et pour lesquelles le délai de recrutement est plus long – qui sont établies par les services publics de l'emploi au niveau régional aboutissent à un constat similaire. En 2023, les métiers de la construction représentaient entre un cinquième et un tiers des fonctions critiques. De nombreux corps de métier sont concernés, tels que métreur, chef de chantier, installateur sanitaire, électricien, ou encore ouvrier de voirie.

Les employeurs de la construction peinent à trouver les compétences qu'ils recherchent. Les compétences ou connaissances propres à la construction sont cruciales pour pourvoir un nombre significatif de postes vacants. Cela se vérifie dans les trois régions. Ce déficit de compétences s'explique en partie par le faible nombre d'élèves qui suivent la voie de l'enseignement technique ou professionnel dans le domaine de la construction. En outre, ce nombre a diminué au cours de la dernière décennie. Ce constat ne se pose toutefois pas que dans la construction : globalement, l'attractivité des filières techniques et professionnelles est en baisse. La différence de genre parmi les élèves enrôlés est également importante puisque la quasi-totalité de ces derniers sont de genre masculin, ce qui réduit mécaniquement l'offre de travail par la suite.

L'offre de main-d'œuvre est limitée par les conditions de travail et par les départs à la retraite. Les conditions de travail associées aux métiers de la construction ne sont pas suffisamment attractives



(salaire, conciliation vie professionnelle-vie privée, pénibilité) et les stéréotypes de genre restent une barrière de taille pour les potentielles candidates. Par ailleurs, même si la construction est un secteur relativement jeune, la part des travailleurs ayant entre 55 et 64 ans y est passée de 13 à 18 % en dix ans, ce qui peut refléter l'amélioration des conditions de travail mais est susceptible, à terme, d'augmenter le nombre de départs à la retraite si cette amélioration s'interrompt.

La pénurie de main-d'œuvre accroît le recours aux travailleurs étrangers et pèse sur la production. Pour pallier le manque de main-d'œuvre qualifiée, certaines entreprises font appel à des indépendants belges ou à de la main-d'œuvre étrangère, qu'il s'agisse d'indépendants étrangers ou de travailleurs détachés. Selon Myria (le Centre fédéral Migration), le nombre de travailleurs détachés aurait atteint 214 000 en 2022. 39 % d'entre eux sont concentrés dans la branche de la construction, qui était donc la principale activité de destination. Il s'agit principalement de ressortissants de l'UE. Ce recours à la main-d'œuvre étrangère peut être assorti de dérives telles que la concurrence déloyale, le dumping social ou l'immigration illégale. En 2015, un plan pour une concurrence loyale a été signé par les partenaires sociaux de la construction, le gouvernement fédéral et le Service d'Information et de Recherche Sociale (SIRS). Faute d'une main-d'œuvre suffisante, certaines entreprises sont aussi contraintes de limiter leur offre ou d'augmenter leurs délais de livraison. À court terme, cela affecte négativement la production et, à plus long terme, les entreprises peuvent se voir contraintes de réviser leur stratégie de développement. Selon l'enquête de la Banque européenne d'investissement (2022), la non-disponibilité de main-d'œuvre qualifiée constitue un obstacle à long terme aux investissements pour 92 % des entreprises belges de la construction.

La construction est un domaine crucial pour la transition énergétique. La transition énergétique implique l'acquisition de nouvelles compétences afin d'intégrer les innovations dans les domaines de la rénovation énergétique ou de la pose de matériaux renouvelables. Le CEDEFOP (agence de l'UE qui vise à



promouvoir le développement de l'enseignement et de la formation professionnels) range la construction parmi les activités qui devraient enregistrer une solide expansion de l'emploi d'ici à 2035. Une hausse du nombre de travailleurs est attendue dans des professions telles que celles d'installateur de chaudières à pompe à chaleur, de charpentier ou de menuisier, de maçon et de technicien, qui devront bénéficier d'une formation sur l'efficacité énergétique et les sources d'énergie renouvelable.

La récente hausse du coût des intrants et des taux d'intérêt constitue un frein à l'activité de la construction. La guerre en Ukraine et les problèmes d'acheminement durant la phase de reprise post-COVID ont eu pour effets de raréfier les matériaux de construction et d'augmenter leurs prix. De plus, la remontée des taux d'intérêt affecte doublement les entreprises de la construction puisqu'elle réduit la demande d'investissements immobiliers et alourdit le coût des crédits que des entreprises auraient contractés. L'inflation élevée a été répercutée sur les coûts salariaux des entreprises, en ce compris celles de la construction, mais l'indexation des salaires protège également le pouvoir d'achat du consommateur belge, ce qui est déterminant pour une branche comme la construction, principalement orientée vers le marché intérieur.

Un marché du travail plus tendu mais aussi plus flexible

Les formes de travail plus flexibles gagnent en popularité. Introduit dans un premier temps dans l'horeca en 2015, le système des flexi-jobs – soit des emplois complémentaires exercés par des travailleurs déjà occupés dans un régime à 80 % ou par des retraités – a été progressivement élargi à d'autres activités, comme le commerce de détail et les salons de coiffure et de beauté. Un flexi-job sur quatre n'est toutefois pas directement référencé dans la branche d'activité de l'employeur puisqu'il est enregistré auprès des agences d'intérim, ce qui met en exergue le rôle prépondérant que jouent ces dernières dans la flexibilisation du marché du travail. En 2024, le dispositif des flexi-jobs a encore été étendu, notamment à l'enseignement, aux transports et à l'agriculture. Les flexi-jobs permettent aux employeurs d'augmenter ou de flexibiliser la main-d'œuvre à un coût réduit. En effet, la cotisation patronale due est minorée des cotisations de sécurité sociale ordinaires et du précompte professionnel et les procédures administratives sont moins lourdes. Au deuxième trimestre de 2023, selon l'ONSS, ils concernaient 120 000 personnes pour 140 000 emplois (contre respectivement 57 000 et 67 000 en 2019). Les flexi-jobs accroissent

le volume de travail mais leur incidence reste limitée : ils ne représentent que 21 000 équivalents temps plein (ETP) ; autrement dit, chaque personne preste en moyenne 18 % d'un temps plein.

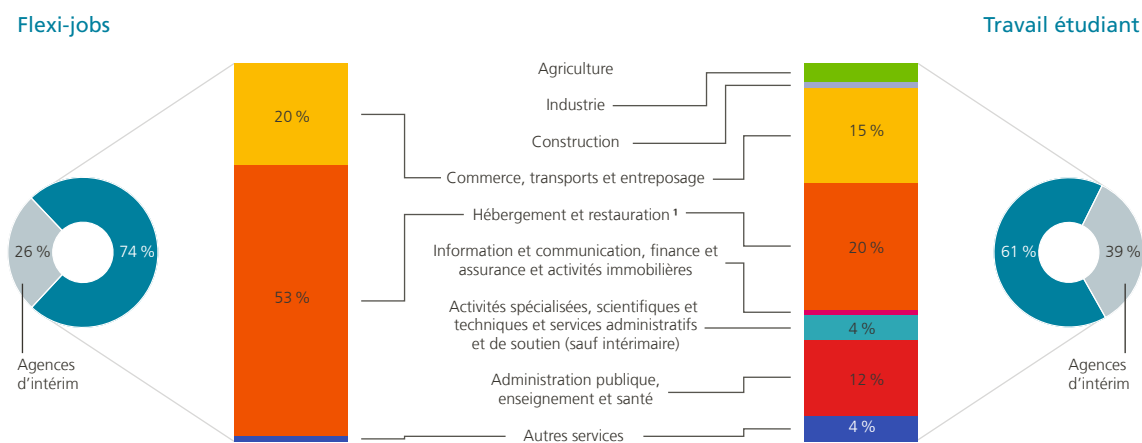
L'horeca est une branche d'activité au cœur des formes flexibles d'emploi. En 2022, l'horeca était le principal pourvoyeur de flexi-jobs, bien que le commerce et les salons de coiffure et de beauté voient leur part grimper au fil du temps. Par ailleurs, les établissements de l'horeca peuvent faire appel à des travailleurs supplémentaires lors de pics d'activité. Ces travailleurs, dits « extra », ont une durée d'emploi de maximum deux jours consécutifs et 50 jours par an. Le recours à cette forme d'emploi a, contrairement à celle des flexi-jobs, diminué ces dernières années, tombant de 8 500 ETP en 2017 à 5 900 en 2022, et il est probable que les flexi-jobs soient en partie la cause du moindre recours aux travailleurs « extra ».

Les entreprises ont également recours à d'autres statuts flexibles de travail, tel le travail étudiant. Le contrat de job étudiant permet à l'employeur de bénéficier de cotisations sociales personnelles et patronales réduites. La durée maximale d'occupation pendant l'année, qui était de 50 jours jusqu'en 2016, est passée à 475 heures en 2017 et

Graphique 5.3

Répartition des flexi-jobs et du travail étudiant par branche¹

(2022, nombres de personnes en emploi ou de postes vacants)



Source: ONSS.

¹ Les travailleurs flexi relevant de la commission paritaire de l'horeca mais dont l'activité principale de l'employeur ne se situe pas dans la branche d'activité NACE de l'horeca sont assimilés à cette branche (moins de 4 % des flexi-jobs).

à 600 heures en 2023. Parallèlement, le nombre d'étudiants jobistes a augmenté au cours des ans, atteignant 627 000 en 2022, alors qu'ils étaient 523 000 en 2017. La conversion des jours en heures de travail a flexibilisé le régime du travail étudiant. En ligne avec le relèvement progressif du plafond d'heures autorisées, le nombre moyen d'heures effectivement ouvrées par étudiant a lui aussi bondi, passant de 171 à 206 heures par an.

La hausse du recours aux flexi-jobs et au travail étudiant est plus marquée en Flandre. Plus de 90 % des flexi-jobs et 63 % des jobs étudiants se concentrent en Flandre, contre 61 % de l'emploi intérimaire.

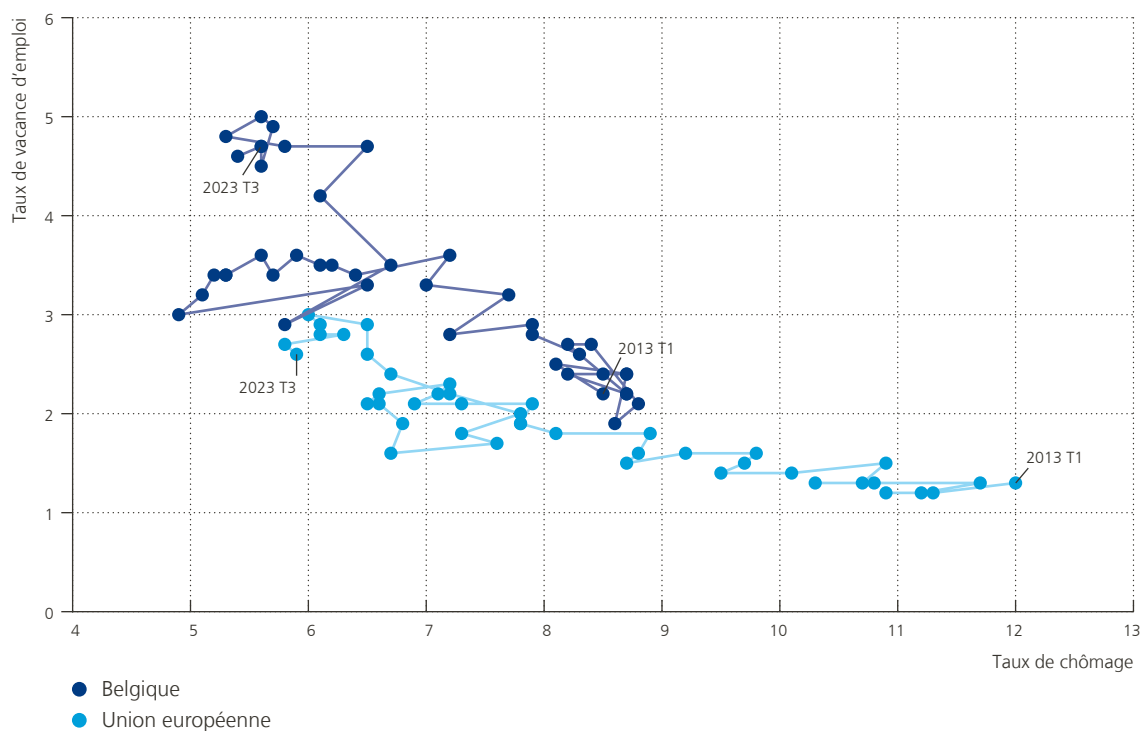
La reprise post-COVID a attisé les tensions sur le marché du travail. La courbe de Beveridge, qui établit une relation négative entre le taux de vacance d'emploi et le taux de chômage, révèle des tensions croissantes sur le marché du travail. Concrètement, les entreprises sont confrontées à davantage de difficultés pour recruter de nouveaux candidats. Comparée à la moyenne européenne, la situation de la Belgique est plus critique. Les difficultés rencontrées pour appairer l'offre et la demande de travail sont plus marquées puisque, pour un taux de chômage donné, le taux de vacance d'emploi a

toujours été plus élevé en Belgique qu'en moyenne dans l'UE (cf. section 5.2). Dans les enquêtes trimestrielles menées auprès des entreprises, la part des entreprises de l'industrie manufacturière et des services qui pointent l'insuffisance de main-d'œuvre qualifiée comme étant une entrave à la production ou à l'activité avait fortement augmenté entre la mi-2020 et la mi-2022, avant de se réduire par la suite. Si l'on se réfère aux données historiques, le manque de main-d'œuvre qualifiée reste actuellement assez important dans l'industrie mais s'est normalisé dans les services. La réserve de main-d'œuvre («labour market slack») est un autre indicateur de tensions et fait référence à tous les besoins non satisfaits en matière d'emploi. Elle comprend les demandeurs d'emploi, les personnes travaillant à temps partiel qui souhaitent travailler davantage et sont disponibles, les personnes à la recherche d'un emploi mais qui ne sont pas immédiatement disponibles pour travailler, de même que les personnes disponibles pour travailler mais qui ne recherchent pas activement un emploi. Au troisième trimestre de 2023, cet indicateur se chiffrait à 9,5 % en Belgique et à 11,3 % dans l'UE pour la population des 20-64 ans, soit, dans les deux cas, des marges relativement basses dans leurs séries statistiques respectives qui ont débuté en 2009.

Graphique 5.4

Courbe de Beveridge en Belgique et dans l'UE

(pourcentages, données trimestrielles)



Source : Eurostat.

5.2 Les difficultés de recrutement

Un déficit quantitatif de main-d'œuvre

La faible participation au marché du travail concourt aux difficultés de recrutement des entreprises. Si la Belgique comptait la même proportion d'actifs que l'UE en moyenne¹, 300 000 personnes supplémentaires seraient disponibles pour répondre aux besoins de main-d'œuvre des employeurs du pays. En 2020, le Conseil supérieur de l'emploi (CSE, 2020²) plaidait pour une approche multidimensionnelle de la question. Ses recommandations visaient à lever les barrières à la participation des groupes sous-représentés, à savoir les personnes faiblement qualifiées, les jeunes, les travailleurs plus âgés, les personnes d'origine extra-européenne et les femmes. Celles-ci portent sur l'éducation et la formation (lutte contre le décrochage scolaire, orientation vers les filières porteuses, expérience en entreprise, formation qualifiante), sur les incitants financiers au travail pour les bas salaires, sur la lutte contre les discriminations et sur les politiques d'intégration à l'égard des personnes étrangères, sur les mesures visant le relèvement de l'âge de départ effectif à la retraite, sur une meilleure répartition des charges au sein des ménages et sur un renforcement de l'accueil collectif de la petite enfance.

La population en emploi est vieillissante et une proportion grandissante des travailleurs atteint l'âge de la (pré-)retraite. La part des travailleurs de 55 ans et plus est passée de 10 % en 2008 à 18 % en 2022. Leur départ progressif à la retraite crée un déficit de main-d'œuvre à court et à moyen termes. Ces besoins seront particulièrement marqués

dans certaines branches déjà frappées par d'importantes pénuries, comme les soins de santé ou l'industrie manufacturière. En outre, la majorité des travailleurs belges anticipent leur départ à la pension. En Belgique, l'âge du départ effectif à la retraite, qui s'élève à 61 ans, reste nettement inférieur à l'âge légal, fixé à 65 ans. C'est également moins que la moyenne européenne, qui s'établit à 64 ans. Pour prolonger le maintien en emploi des travailleurs seniors, les pouvoirs publics ont pris des mesures depuis le début des années 2000, notamment le relèvement graduel des critères d'âge permettant d'accéder à la (pré-)pension. L'âge du départ légal à la pension va ainsi passer à 66 ans en 2025 et à 67 ans en 2030. En juillet 2023, le gouvernement s'est accordé sur une réforme des pensions qui prévoit, entre autres, l'introduction d'un bonus pension³, afin d'encourager financièrement le travail au-delà de la date de départ possible à la pension. Les modalités précises doivent encore être définies. D'après Minne et Saks (2023)⁴, agir sur la motivation des travailleurs plus âgés au travers de programmes de formation continue et de l'adaptation des conditions de travail pourrait inciter ceux-ci à se maintenir plus longtemps en emploi.

Une solution à ce déficit quantitatif de main-d'œuvre pourrait venir de la migration. En Belgique, même si elle s'accroît, l'immigration pour raison économique est encore peu développée. Elle ne représentait en 2020 que 11 % des motifs liés à l'obtention d'un premier titre de séjour accordé aux ressortissants des pays tiers (Myria, 2022). Les autres motifs sont en premier rang les raisons familiales (45 % du total) et les études (15 %). Viennent ensuite la protection internationale (11 %) et les raisons

1 Le taux d'activité s'élevait à 74,5 % dans l'UE en 2022, contre 70,5 % en Belgique.

2 CSE (2020), *Plus d'actifs pour une économie prospère et inclusive*.

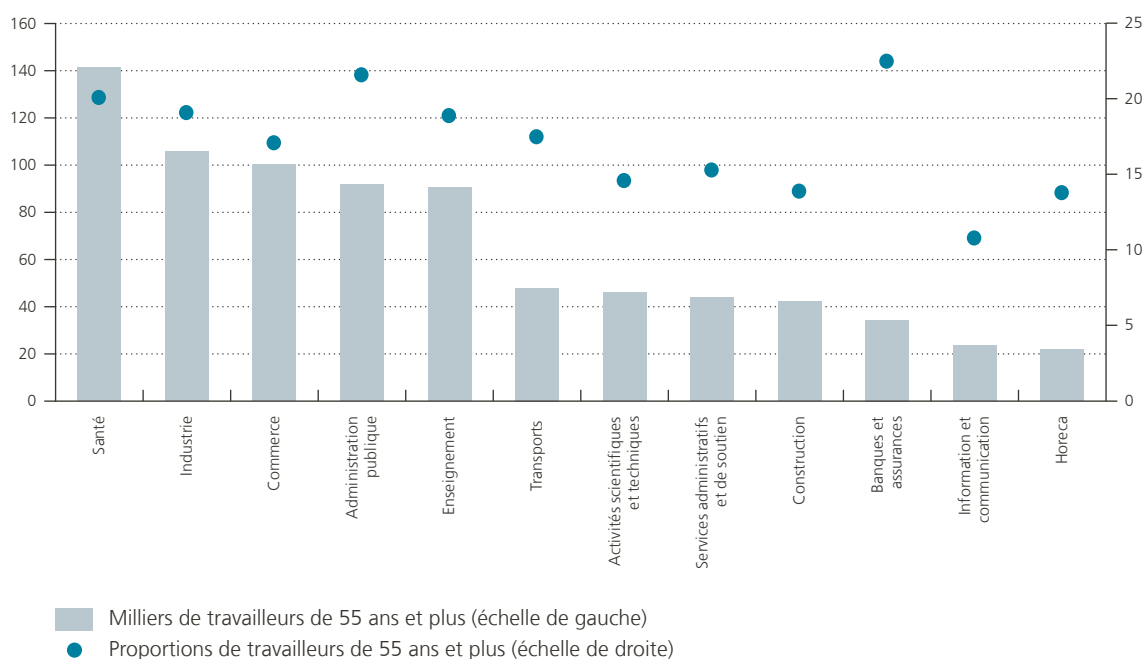
3 Service fédéral des Pensions, *Réforme des pensions 2021-2024*.

4 Cf. Minne G. et Y. Saks (2023), « *Travailleurs âgés et décisions de départ à la retraite en Belgique: analyse basée sur des données d'enquête* », BNB, *Revue économique*.

Graphique 5.5

Certaines branches vont faire face à des départs massifs de travailleurs en fin de carrière¹

(2022, en pourcentage et en milliers de personnes)



Source: Eurostat.

¹ Branches qui comptaient au moins 20 000 travailleurs de 55 ans et plus en 2022.

humanitaires ou médicales (6%). Pour les 12 % restants, la raison n'est pas connue. Selon Myria (2023)¹, abstraction faite du ralentissement observé durant la crise du COVID-19, le nombre de travailleurs étrangers a été en constante augmentation ces dernières années. La majorité d'entre eux sont hautement qualifiés. En 2022, la proportion de premiers titres de séjour délivrés sur la base d'une activité rémunérée à destination des travailleurs hautement qualifiés représentait 60 % du total des titres délivrés pour ce motif (soit un peu plus de 7 000 sur près de 12 000 titres délivrés sur la base d'une activité rémunérée à des ressortissants des pays tiers). Le nombre de travailleurs étrangers peu ou moyennement qualifiés s'était toutefois affiché en forte hausse en 2022. Ceux-ci occupent souvent une fonction en pénurie ou un emploi soumis à une étude de marché (l'employeur doit démontrer qu'il n'y a pas de candidat disponible sur le marché du travail local). Leur nombre est passé d'un

peu plus de 1 000 en 2021 à plus de 4 000 en 2022. Malgré cette progression, la migration économique reste insuffisante au regard de l'ampleur des besoins exprimés. Des politiques d'immigration et des programmes d'intégration ont été mis en place pour attirer des talents étrangers, mais la complexité des procédures administratives semble rester un frein, tant dans le chef des employeurs que dans celui des travailleurs. À cela s'ajoutent les barrières linguistiques, les différences culturelles et la problématique de la reconnaissance des qualifications et des diplômes obtenus à l'étranger.

Une inadéquation des compétences

Les compétences des candidats ne sont pas toujours en adéquation avec les exigences des employeurs. Certains emplois requièrent des compétences spécifiques ou une formation technique. C'est par exemple le cas dans les métiers de l'informatique, où les candidats possédant les

¹ Cf. Myria (2023), *La migration en chiffres et en droits*.



compétences recherchées manquent. Pour ce type de fonction, la difficulté de recrutement se situe souvent à la source : alors qu'elles offrent de nombreuses opportunités d'emploi et des salaires attractifs, les filières STEM (science, technologie, ingénierie et mathématiques) sont encore trop souvent délaissées par les étudiants.

Les fonctions en tension ne vont pas systématiquement de pair avec un long investissement en formation. Beaucoup de fonctions vacantes dans les transports, la construction, l'industrie manufacturière ou les services aux personnes et à la collectivité ne nécessitent pas un passage par l'enseignement supérieur. Une large proportion des offres d'emploi transitant par les services publics de l'emploi ne requièrent pas de diplôme universitaire.

Idéalement, les besoins en compétences doivent être anticipés et les formations ajustées pour y répondre. Dans le contexte des transitions verte et numérique, l'évolution des technologies et des besoins

en compétences est rapide. Il importe d'informer les étudiants et les demandeurs d'emploi sur les opportunités de carrière pour s'assurer de disposer d'une main-d'œuvre dont les qualifications sont en ligne avec les besoins du marché. S'agissant des travailleurs, des programmes de formation ciblés, mais aussi de reconversion professionnelle, devraient améliorer l'acquisition des compétences et, ainsi, contribuer à atténuer l'inadéquation entre l'offre et la demande de travail. Un rapport du CSE¹ portant sur la formation continue des salariés a montré que les efforts de formation sont inégalement répartis : ce sont les groupes qui en auraient le plus besoin, à savoir les travailleurs dont les compétences sont obsolètes et les travailleurs faiblement qualifiés, qui y participent le moins.

De nombreuses politiques visent à favoriser un meilleur alignement entre les compétences des travailleurs et les besoins du marché. Les SPE

¹ Cf. CSE (2021), *La formation continue des salariés : investir dans l'avenir*.

régionaux établissent annuellement une liste des fonctions critiques, permettant une identification précise et actualisée des métiers en tension. En 2022, le gouvernement fédéral a décidé d'un plan de lutte contre les pénuries, axé principalement sur les compétences. Certaines mesures ont trait à l'identification des métiers en tension, en s'appuyant sur les listes dressées par les SPE. Sur cette base, les entreprises doivent mettre au point un plan annuel de formation. Les partenaires sociaux des différents secteurs doivent débattre des causes des pénuries tous les deux ans afin de proposer des mesures correctrices aux entités fédérées en charge des politiques de l'emploi (création d'une plateforme interfédérale). Les mesures visent aussi à orienter les demandeurs d'emploi vers les fonctions critiques. Par exemple, la dégressivité des allocations de chômage est gelée lorsque les demandeurs d'emploi suivent une formation permettant d'accéder à un métier en pénurie. Les chômeurs de longue durée peuvent désormais combiner pendant trois mois le revenu d'un métier en pénurie avec une partie de leur allocation de chômage (25 %). À partir de 2024, il est prévu que chaque salarié bénéficie d'un droit individuel à la formation de cinq jours par ETP et par an. Des dérogations existent en fonction de la taille de l'entreprise, et les entreprises de moins de dix travailleurs n'y sont pas soumises.

Un déficit de mobilité, tant géographique que professionnelle

Malgré les disparités en termes de chômage, peu de travailleurs franchissent la frontière linguistique pour aller travailler. Alors que la Belgique est un petit pays, le marché du travail est marqué par de grandes disparités en termes de taux de chômage entre les trois régions. Ces écarts sont persistants; un processus significatif de convergence est difficilement discernable. 85 % des salariés travaillent dans la région où ils habitent. Une certaine mobilité interrégionale des travailleurs tend tout de même à se dessiner au départ des régions à plus fort taux de chômage. À Bruxelles et en Wallonie, la part des navetteurs interrégionaux (près de 20 % de l'emploi) est plus importante qu'en Flandre (12 %).

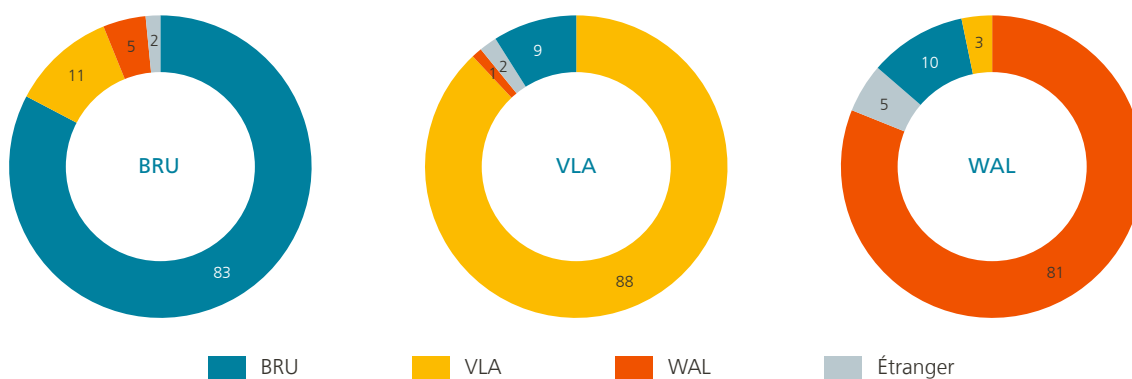
La distance est très clairement un frein à la mobilité géographique, mais son incidence varie en fonction des caractéristiques des travailleurs et des emplois. Duprez et Nautet (2019)¹ constatent une concentration d'emplois bien rémunérés dans la capitale, dans des professions exigeant des qualifications

¹ Cf. Duprez C. et M. Nautet (2019), « Les flux économiques entre les régions de Belgique », BNB, *Revue économique*.

Graphique 5.6

La plupart des navetteurs ne quittent pas leur région pour aller travailler

(pourcentages de l'emploi correspondant, 2022)



Source: Statbel.



élevées dans les branches de la finance et des assurances, de l'informatique, de l'administration publique et des services aux entreprises. Ces postes attirent des travailleurs hautement diplômés qui préfèrent résider dans les zones non urbaines voisines et faire la navette quotidiennement. Moins mobiles, les travailleurs moins qualifiés sont généralement plus tributaires des opportunités d'emploi locales.

D'autres facteurs influent également sur la mobilité, comme la qualité des infrastructures, l'efficacité, la disponibilité et le coût des transports publics, mais aussi la barrière de la langue.

Le caractère multinational de Bruxelles, son rôle de capitale bilingue et son système de transports plus développé en font la destination de prédilection de nombreux navetteurs interrégionaux.

Les SPE ont mis en place des initiatives et accru leur collaboration pour stimuler la mobilité interrégionale. Parmi les mesures adoptées, on retrouve les formations en langues, le financement de l'obtention d'un permis de conduire ou le partage et la diffusion d'offres d'emploi dans les autres régions. L'essor du télétravail, qui permet d'éviter certains déplacements domicile-travail, pourrait encourager l'acceptation d'un emploi loin de son domicile. Cette option n'est toutefois pas envisageable pour toute une série de métiers, notamment les occupations manuelles, techniques ou de soins à la personne, qui exigent une présence physique des travailleurs. Il est peu réaliste d'imaginer que la mobilité des travailleurs pourrait fortement contribuer à la résorption des métiers en tension, ces derniers étant souvent identiques dans les trois régions.

Outre ce déficit de mobilité géographique, le marché du travail belge se démarque par un faible nombre de transitions entre emplois.

Certaines caractéristiques du marché du travail réduisent l'attrait de la mobilité professionnelle. Tant les travailleurs que les entreprises sont poussés à l'immobilité; les entreprises parce que les coûts de licenciement sont élevés, les procédures longues et contraignantes et, en cas de reprise de l'activité, les difficultés de recrutement importantes. Le système de formation des salaires, qui met l'accent sur l'ancienneté au sein de l'entreprise, surtout pour les employés et les fonctionnaires, décourage par ailleurs le changement d'employeur. Par ce même mécanisme, l'intérêt pour les entreprises d'engager un travailleur décroît avec l'âge de celui-ci s'il ne s'accompagne pas

d'une plus-value attendue en termes de productivité. D'après un rapport du SPF ETCS¹, les Belges auraient une préférence marquée pour la stabilité de l'emploi. Le rapport note néanmoins que les travailleurs hautement qualifiés affichent une plus forte mobilité professionnelle, assortie d'une plus grande probabilité d'obtenir un gain salarial. Un article de Saks (2021)² indique que, en raison de la centralisation du système de négociation salariale et d'une indexation généralisée, la dispersion des salaires est faible en Belgique dans une perspective internationale, ce qui pourrait également exercer un effet baissier sur la mobilité professionnelle.

Des conditions de travail peu attractives et des incitants financiers insuffisants

Les conditions de travail et de rémunération d'une série de professions sont jugées trop peu attractives. Les conditions de travail, qui englobent notamment les horaires, la pénibilité et les salaires, sont, tout comme les opportunités de carrière attendues, cruciales pour attirer et retenir les travailleurs. Des conditions de travail difficiles peuvent les dissuader de choisir certaines filières, activités ou professions. Les valeurs de l'entreprise et la valorisation sociale des métiers sont des critères de poids, en particulier pour les jeunes générations. Ainsi, les filières techniques et professionnelles sont souvent boudées par les candidats car ils en ont une image négative. Ces métiers pourtant utiles et concrets sont aussi associés à des taux élevés d'insertion sur le marché du travail. Afin de redresser cette perception défavorable, le secteur de la construction, par exemple, a entrepris de lancer des campagnes d'information destinées à redorer son image.

L'un des éléments clés permettant d'attirer les candidats, même s'il est loin d'être le seul, est le niveau de rémunération. Le salaire est étroitement lié à l'occupation. D'après la dernière enquête sur les salaires menée par Statbel, on retrouve, parmi les fonctions dont la rémunération est inférieure à la moyenne, une série de professions qui rencontrent des difficultés de recrutement, notamment dans les

secteurs de l'horeca, de la construction, du commerce, de l'industrie et des transports.

Pour les personnes sans emploi, les incitants financiers à accepter un emploi ne sont pas suffisants. C'est particulièrement le cas pour les emplois faiblement rémunérés. Le taux d'imposition sur la participation évalue la mesure dans laquelle le choix de travailler est imposé, d'une part explicitement, par le biais des cotisations sociales personnelles et de l'impôt sur le revenu des personnes physiques, et, d'autre part implicitement, par la perte de l'allocation sociale pour ceux qui en bénéficieraient. Plus ce taux est élevé, moins l'incitation à travailler est grande, ce qui renforce le piège du chômage ou de l'inactivité. Pour un chômeur acceptant un emploi peu ou moyennement rémunéré, le taux d'imposition sur la participation est très élevé au début de la période de chômage, ce qui réduit l'incitation financière à accepter un emploi. À mesure que la période de chômage se prolonge, la dégressivité de l'allocation produit son effet et le travail devient financièrement plus attrayant.

D'autres facteurs influencent la décision d'accepter un emploi. Citons la perte de certains avantages sociaux qui survient lorsque l'on quitte le statut d'allocataire social (par exemple, tarifs réduits pour l'énergie ou les transports, accès à certains services, allocations majorées), ou encore les coûts inhérents à la reprise d'une activité professionnelle. Soulignons que la décision de participer au marché du travail dépend non seulement du coût mais aussi de l'accessibilité des systèmes de garde d'enfants et des moyens de transport. D'autres aspects, comme les attitudes sociales, la santé physique et mentale, les conditions de logement, la médiation de dettes et les retenues sur salaire, peuvent également influencer sur la décision de travailler ou non. Enfin, les avantages financiers à plus long terme, tels que les éventuelles hausses salariales futures ou les effets sur les droits en matière de pension, ne sont pas non plus intégrés dans l'évaluation des candidats potentiels à l'emploi.

Différentes actions ont déjà été menées en vue d'étendre les incitants à l'emploi pour les bas salaires, mais elles semblent encore insuffisantes. La question des incitants financiers anime le débat public depuis des années, et de nombreuses réformes ont été entreprises. En 2016, l'opération de *tax shift* a contribué, par le biais de la réforme de l'impôt sur le revenu des personnes physiques, à rendre le travail plus attrayant, notamment pour les salaires les plus

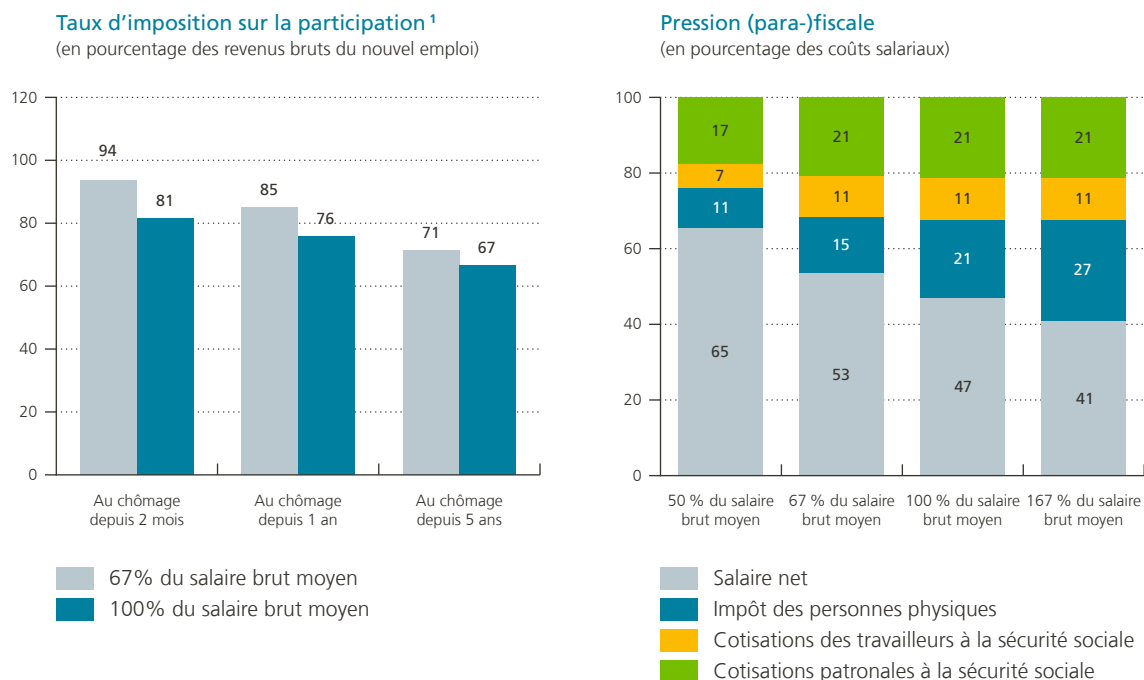
1 Cf. SPF ETCS (2022), *État des lieux de la mobilité professionnelle en Belgique*.

2 Saks Y. (2021), « Différenciation des salaires en Belgique sur la base des données SILC », BNB, *Revue économique*.

Graphique 5.7

L'attrait financier du travail est modeste pour les bas salaires et la pression parafiscale augmente rapidement

(cas type pour un célibataire sans enfant, 2022)



Source : OCDE.

1 Proportion des revenus bruts du nouvel emploi qui sont perdus en raison d'une augmentation des impôts ou d'une diminution des droits aux prestations lorsqu'une personne qui était sans emploi reprend un emploi.

bas, par le relèvement du seuil d'imposition à l'IPP et par l'augmentation du bonus fiscal à l'emploi. Le bonus social à l'emploi fédéral, qui consiste en un allègement des cotisations de sécurité sociale pour les travailleurs à bas revenus, et le bonus fiscal à l'emploi, qui correspond à une réduction d'impôt, permettent de gonfler le salaire net, sans incidence sur le salaire brut à la charge de l'employeur. Cependant, l'impact de ces bonus disparaît rapidement avec la hausse du salaire brut : pour un revenu équivalent à 67 % du salaire moyen, l'impact est déjà limité. Il devient complètement inexistant lorsque l'on approche du salaire moyen. Le gouvernement flamand a également mis en place un bonus à l'emploi pour les bas salaires. Le salaire minimum a aussi été revalorisé en 2022 (+75 euros) et en 2024 (+35 euros). Il le sera à nouveau en 2026 (+35 euros). Les incitants à travailler ont aussi été accrus par les réformes du système d'assurance chômage : renforcement de l'accompagnement et du suivi des demandeurs d'emploi, instauration de

la dégressivité des allocations de chômage et adaptation des critères définissant un emploi convenable. Pour les travailleurs en incapacité de travail, il existe une possibilité de reprise du travail à temps partiel, avec un trajet de réintégration adapté à leur état de santé. Néanmoins, malgré ces réformes, les risques de pièges financiers du chômage ou de l'inactivité demeurent plus élevés en Belgique que dans les pays voisins et en moyenne dans l'UE.

Outre les aspects financiers, la qualité de l'emploi et les conditions de travail sont fondamentales pour attirer les candidats

Le type de contrat de travail proposé a une incidence sur l'attractivité d'un emploi. Les contrats temporaires permettent aux entreprises de faire face à des pics de demande, de réaliser des projets

spécifiques ou de répondre à des besoins de flexibilité. Les contrats temporaires prennent différentes formes: contrats à durée déterminée, travail saisonnier, jobs étudiants et intérim. Pour deux travailleurs temporaires sur dix, ces types de contrat sont un choix volontaire. Dans huit cas sur dix, cependant, il s'agit d'une situation contrainte. Le plus souvent, le travailleur n'a pas trouvé de contrat permanent ou l'emploi souhaité n'était disponible que sous contrat temporaire. Les candidats privilégient clairement les contrats à durée indéterminée, qui offrent a priori une plus grande sécurité d'emploi et des revenus stables sur le long terme.

La plupart des branches d'activité qui recourent intensivement aux contrats temporaires rencontrent des difficultés de recrutement plus importantes. Les branches qui concentrent le plus grand nombre de contrats temporaires sont l'enseignement – en raison du système de remplacement du personnel absent –, le commerce et la santé (selon les enquêtes sur les forces de travail, 2022). L'horeca occupe une proportion impressionnante de travailleurs temporaires: près d'un emploi sur quatre

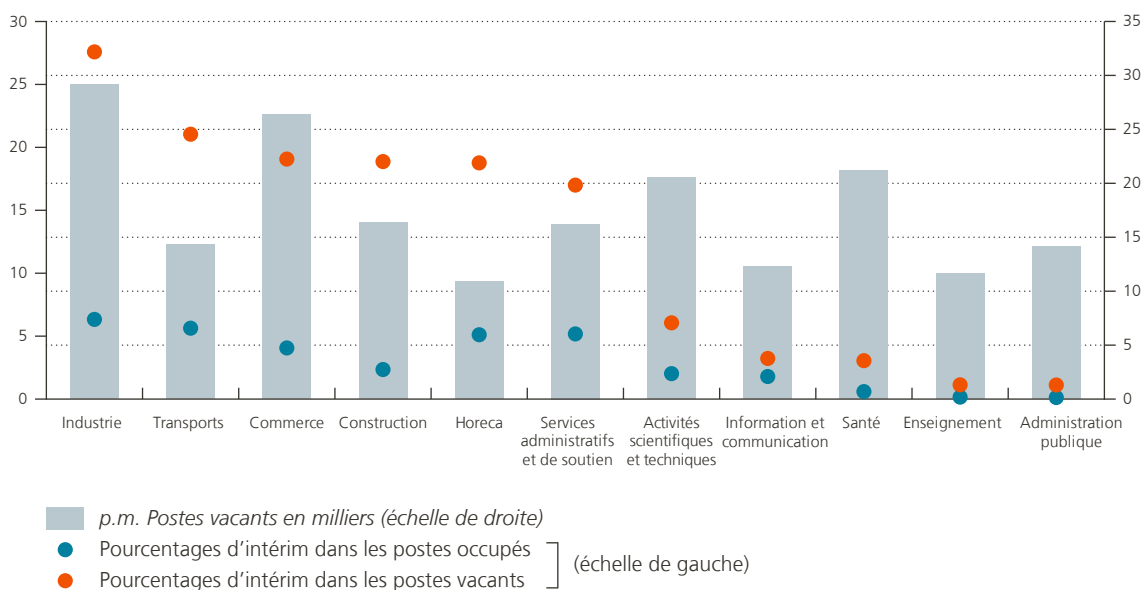
dans ce secteur prend cette forme, contre une moyenne de 8% pour l'ensemble de l'économie. Sans que l'on puisse en déduire un lien formel de cause à effet, force est de constater que ces activités se caractérisent également par des difficultés structurelles de recrutement de personnel. Dans les enquêtes sur les postes vacants menées par Statbel, les postes sont répartis en deux catégories: d'une part, les postes qui correspondent au personnel propre à l'entreprise – dénommés postes fixes – et, d'autre part, les postes pour lesquels les travailleurs sont placés par une agence d'intérim. On constate que la proportion d'offres de travail intérimaire pour pourvoir les postes vacants est particulièrement élevée dans l'industrie, les transports, le commerce, la construction et l'horeca. La section 5.1 montre que le marché du travail est de plus en plus flexible, ce qui pourrait être un point d'attention dans la lutte contre les difficultés de recrutement.

Certaines fonctions sont associées à des risques physiques ou psychiques susceptibles de décourager les candidats. La situation diffère fortement d'une activité et d'une fonction à l'autre. Parmi les

Graphique 5.8

L'offre de contrats de travail intérimaire est associée à des difficultés de recrutement accrue

(pourcentages des postes occupés et vacants et milliers de postes¹, 2022)



Source: Statbel (JVS).

¹ Branches comptant au minimum 10 000 postes vacants en 2022.

risques physiques, on recense les mouvements répétitifs, l'exposition à des produits dangereux, l'utilisation de machines, la manutention de charges lourdes, etc. D'après une enquête ad hoc menée par Statbel en 2022, les salariés de la finance et de l'assurance sont les moins susceptibles d'être exposés à ce type de risques, suivis des salariés des activités spécialisées, scientifiques et techniques, des TIC et du commerce¹. À l'opposé, plus de deux personnes sur trois actives dans l'industrie manufacturière, les transports, la construction, l'agriculture ou encore la gestion de l'eau et des déchets seraient exposées à au moins

¹ Cf. CSE (2024), *Incapacité de travail et réintégration sur le marché du travail*.

un risque pour leur santé physique. Outre les risques physiques, certains aspects d'une activité professionnelle peuvent générer ou alimenter des troubles psychiques. Ceux-ci sont associés à des contraintes de temps ou à des surcharges de travail sévères, à la violence, au harcèlement, à la gestion de relations conflictuelles, à la précarité de l'emploi, au manque d'autonomie, etc. Ce sont les branches de l'enseignement, de l'horeca, des transports et de la santé qui sont les plus exposées à des facteurs de risque pour la santé mentale, avec plus de 55 % du personnel soumis à au moins un de ces facteurs. À nouveau, on constate que les branches caractérisées par des pénuries sont associées à des risques pour la santé physique ou mentale des travailleurs.





6. Productivité, compétitivité et durabilité de l'économie belge

6.1	Quels leviers pour raviver la croissance de la productivité ?	168
6.2	Des entreprises plus dynamiques pour une meilleure compétitivité	173
6.3	La transition climatique, le grand défi pour l'avenir	179
	Encadré 5 – L'importance de décarboner le chauffage résidentiel	
	Encadré 6 – Indicateurs de développement durable	



Si, d'un point de vue conjoncturel, la Belgique se porte bien malgré les chocs successifs de ces dernières années, elle demeure confrontée à plusieurs défis structurels. Tout d'abord, la dette publique belge est élevée et continue d'augmenter, soulevant des inquiétudes quant à la soutenabilité des finances publiques. Le défi consiste à trouver un équilibre entre la mise en œuvre de politiques budgétaires visant à réduire le déficit et la garantie d'offrir des services publics performants (pour plus d'informations, cf. chapitre 8 du présent Rapport). Ensuite, comme de nombreux autres pays européens, la Belgique est également confrontée au vieillissement de sa population. Ces évolutions démographiques pèsent sur la viabilité du système de pensions, sur les coûts des soins de santé et sur l'offre de travail. De plus, le marché de l'emploi, en tension ces dernières années en raison de pénuries de main-d'œuvre, présente toujours une relative rigidité et une faible mobilité professionnelle et géographique. En outre, le taux de participation demeure faible comparativement à celui d'autres pays européens (pour plus d'informations, cf. chapitre 5 du présent Rapport). Enfin, la croissance de la productivité et la compétitivité des entreprises belges sont deux autres défis importants développés plus en détail dans le présent chapitre et qui impactent significativement l'évolution du PIB.

L'activité économique, mesurée à l'aune des indicateurs traditionnels de performance (compétitivité, productivité, emploi, etc.) ne suffit pas, à elle seule, à garantir la prospérité. Elle se doit aussi d'être inclusive et durable. La répartition équitable des richesses au sein de la population, la réduction du risque de pauvreté et l'atténuation des inégalités de revenus vont de pair avec le développement économique, si celui-ci se veut inclusif. L'égalité d'accès à l'éducation et à l'emploi y contribue également. Ce chapitre comporte un encadré qui parcourt les indicateurs de développement durable. Sa dernière section décrit par ailleurs l'état d'avancement de la Belgique sur la voie de la transition climatique, le défi majeur des prochaines décennies.

6.1 Quels leviers pour raviver la croissance de la productivité ?

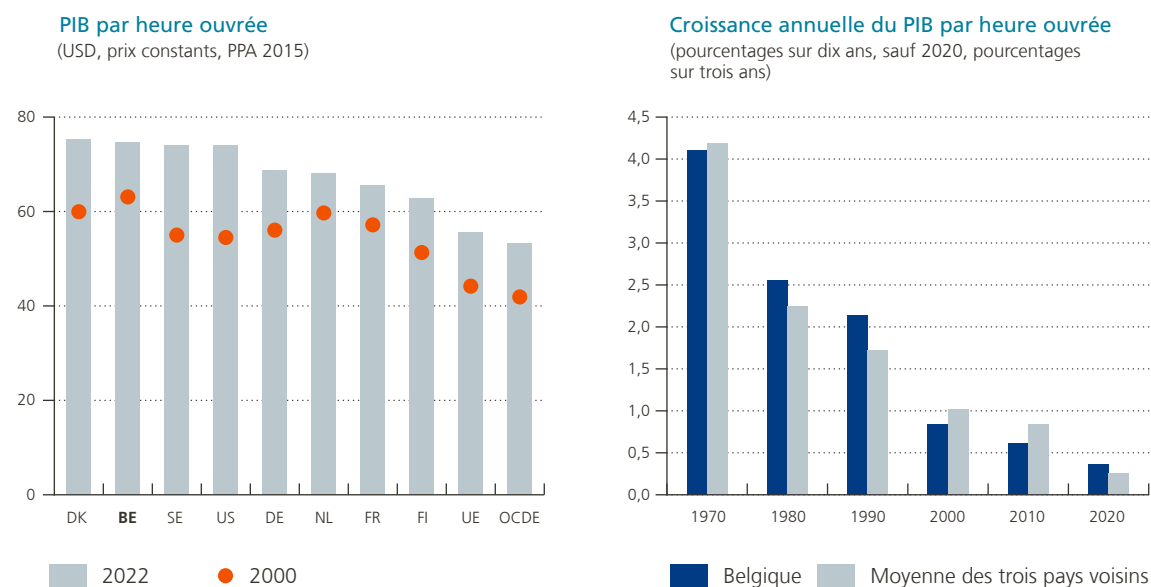
Plusieurs défis se posent afin de renouer avec une croissance de la productivité élevée

La Belgique figure parmi les pays les plus productifs, mais la croissance de la productivité y ralentit. La Belgique peut se targuer d'occuper une position économique louable sur plusieurs fronts. Sa population se caractérise par des niveaux d'éducation et de compétences élevés, tandis que ses entreprises conservent un avantage concurrentiel, notamment en termes d'innovation. L'économie affiche un niveau considérable d'intensité en capital et le pays est une destination attractive pour de nombreuses entreprises

multinationales. L'ensemble de ces facteurs contribue à faire de la Belgique l'une des économies les plus productives, et ce depuis de nombreuses années. Toutefois, si, par exemple, la productivité apparente du facteur travail, mesurée comme le niveau de PIB produit par heure ouvrée, est élevée, la progression de celle-ci a tendanciellement diminué depuis les années 1970, et cet essoufflement s'est intensifié au cours de la dernière décennie. Alors que la croissance de la productivité atteignait 4 % dans les années 1970, elle est tombée à 2,5 % dans les années 1980, puis à près de 2 % dans les années 1990, avant de chuter sous la barre des 1 % dans les années 2000. Si ce ralentissement est commun à (quasi) toutes les économies

Graphique 6.1

La Belgique affiche une productivité élevée, mais celle-ci croît moins vite qu'ailleurs



Sources : Eurostat, OCDE.

avancées, il est particulièrement prononcé en Belgique. Il est important de souligner que ces dernières années ont été marquées par une trajectoire particulière de la croissance de la productivité, largement influencée par l'effet de la crise du coronavirus. En moyenne au cours de la période 2020-2022, le PIB par heure ouvrée a augmenté de 0,4 % en Belgique, contre une croissance de 0,3 % dans les pays voisins. D'après les estimations les plus récentes, la progression du PIB par heure ouvrée resterait faible en 2023 et atteindrait 0,3 %.

La décélération tendancielle de la croissance de la productivité peut être attribuée à différents facteurs. Un facteur majeur est la tertiarisation de l'économie, les services affichant en moyenne une progression de la productivité plus faible que dans l'industrie. En outre, cette progression s'est concentrée au sein d'un nombre restreint d'entreprises, avec une diffusion limitée sur l'ensemble du marché, entravant en cela la croissance globale. D'importantes restrictions à la concurrence jouent également un rôle. Selon l'indicateur¹ de l'OCDE résumant le cadre

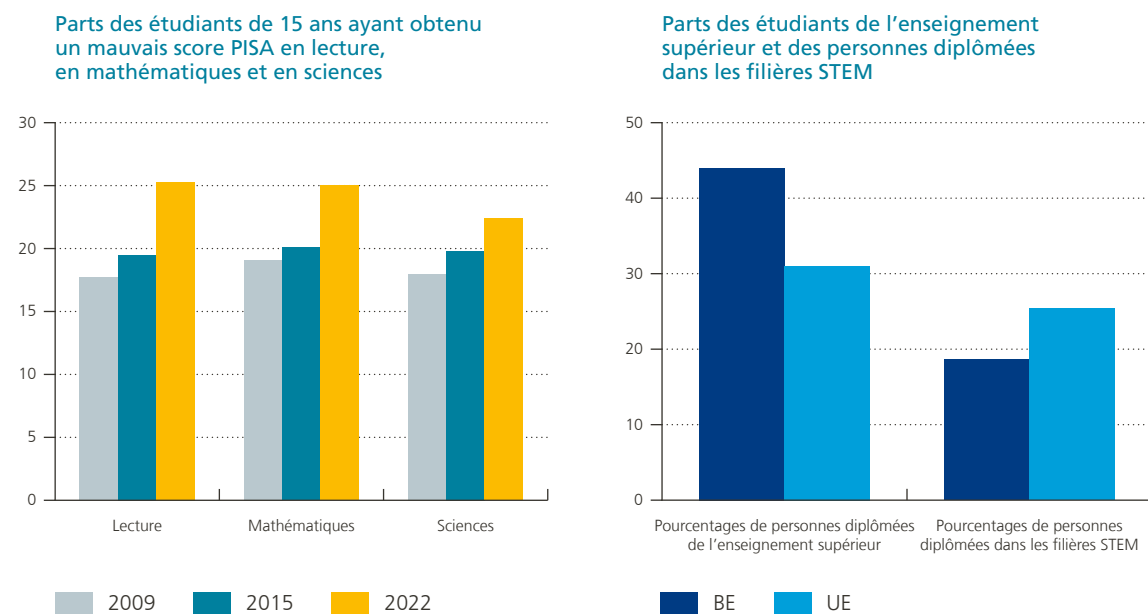
réglementaire du pays, la Belgique avait en 2018 (dernière mise à jour de l'indicateur) un niveau de régulation (1,69) supérieur à la moyenne de l'OCDE (1,38). Cet écart était particulièrement marqué pour l'accès à certaines professions, mais aussi par rapport aux lourdes procédures en place pour l'obtention de permis et de licences lors de la création de start-up. Le manque de dynamisme dans la création et le démantèlement des entreprises crée un environnement stagnant et freine la réallocation optimale des ressources des entreprises en déclin ou inefficaces vers des entreprises en croissance ou à la pointe en matière technologique.

L'éducation et la formation ont un rôle à jouer dans la croissance des productivités actuelle et future. À l'avenir, de plus en plus de compétences numériques seront exigées. Or, la participation à la formation continue, permettant une mise à jour de ces compétences non encore acquises, est insuffisante en Belgique, surtout parmi les moins éduqués. En outre, si le pourcentage de personnes diplômées de l'enseignement supérieur est robuste en Belgique (44 % en 2022, contre 33 % en moyenne au sein de l'UE), trop peu d'étudiants optent pour les orientations STEM (sciences, technologie, ingénierie et

¹ L'indicateur est mesuré sur une échelle allant de 0 à 6, où 0 représente le système le moins restrictif et 6 le système le plus restrictif.

Graphique 6.2

La qualité en baisse de l'enseignement menace la croissance future de la productivité



Sources: Eurostat, OCDE.



mathématiques). Ces filières seront pourtant de plus en plus sollicitées par les entreprises dans les prochaines années. Cela contribue à créer un déséquilibre entre l'offre et la demande de main-d'œuvre, entravant ainsi la croissance de la productivité. Enfin, la mise à l'emploi d'une partie de la population peu qualifiée, même si elle est souhaitable au niveau de l'inclusion sociale, peut mécaniquement freiner la progression de la productivité mesurée. Toutefois, l'OCDE montre dans son rapport de 2019¹ analysant la productivité en Belgique que l'arbitrage entre taux d'emploi et productivité n'est pas vérifié empiriquement, la composition de la main-d'œuvre tendant vers un niveau d'éducation en moyenne plus élevé au fil du temps. La Belgique est ainsi passée de 27 % de diplômés de l'enseignement supérieur en 2002 à 44 % vingt ans plus tard.

¹ Cf. OCDE (2019), *In-Depth Productivity Review of Belgium*, OECD Publishing, Paris.

La dégradation de l'acquisition des compétences de base par les élèves de l'enseignement secondaire pourrait également limiter la croissance de la productivité. Les résultats de l'enquête PISA de l'OCDE, évaluant les performances des élèves de 15 ans dans différentes disciplines, donnent une indication de la qualité du système éducatif belge par rapport à ceux d'autres pays. La dernière enquête, datant de 2022, est inévitablement influencée par les conséquences de la crise du COVID-19 sur le système éducatif (fermetures prolongées successives des établissements d'enseignement et cours à distance). Comparativement à l'édition précédente de 2018, les performances des élèves se sont en moyenne affaiblies dans les pays de l'OCDE, et la Belgique ne fait pas exception. Ce constat est vrai pour les trois matières couvertes par l'enquête, à savoir les mathématiques, les sciences et la lecture. Il se vérifie également dans les trois communautés du pays. Malgré ce recul, les résultats demeurent, en termes de niveau, proches de la moyenne de l'OCDE. Néanmoins, si cette tendance baissière se poursuit, cela pourrait

avoir une incidence négative sur l'employabilité des futurs diplômés et sur l'acquisition des compétences indispensables dans notre économie.

L'intelligence artificielle peut modifier le fonctionnement de notre économie

Les technologies numériques se développent rapidement et peuvent influencer sur la productivité. Ces dernières années, les nouvelles technologies numériques ont enregistré un essor sans précédent, révolutionnant divers aspects de notre vie. Des innovations telles que l'intelligence artificielle (IA) remodelent les industries et transforment le paysage économique. La crise du coronavirus a renforcé cette tendance, notamment par le recours massif au télétravail. Les recherches récentes montrent que l'accélération de la numérisation devrait exercer une incidence positive, bien que limitée, sur la croissance de la productivité, avec des effets relativement hétérogènes selon les secteurs d'activité et les types d'entreprises. Les investissements qui s'imposent dans l'acquisition de compétences numériques ou dans les infrastructures complémentaires nécessaires retardent les gains de productivité.

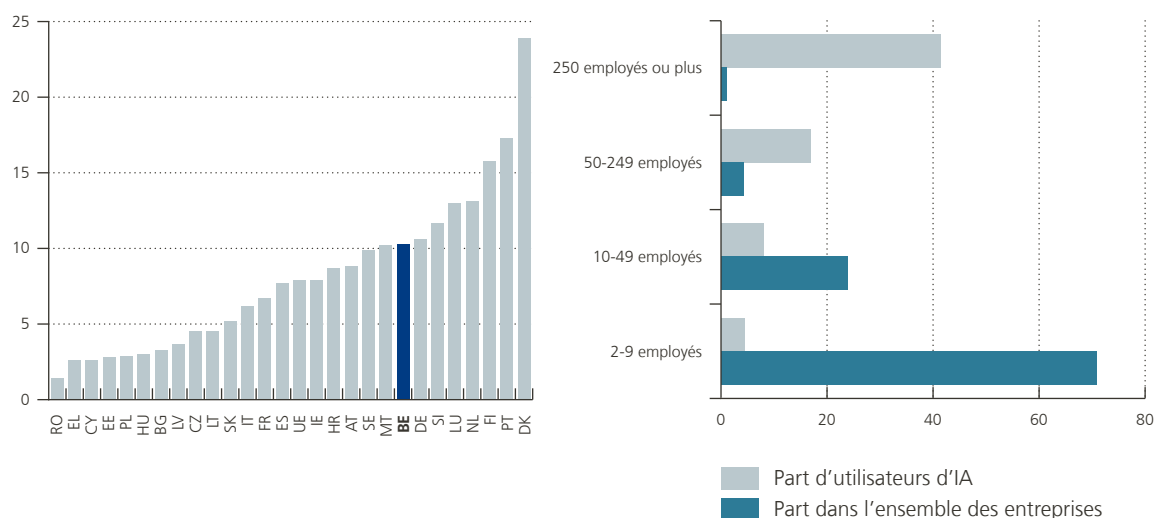
L'intelligence artificielle, en particulier, est de plus en plus présente au sein de notre économie. Les données chiffrées révèlent que plus de 10 % des entreprises en Belgique ont déjà recours à l'IA. Cela place la Belgique en relativement bonne position par rapport aux autres pays européens. Cela étant, l'utilisation de l'IA reste fortement concentrée au sein des entreprises les plus grandes. Alors que les grandes entreprises, comptant 250 employés ou plus, ne représentent que 1 % du total des entreprises en Belgique, 41 % d'entre elles utilisent une technologie d'IA. Pour les très petites entreprises, occupant de 2 à 9 employés, l'enquête indique une part d'à peine 4 % d'utilisateurs de l'IA parmi elles.

Il existe néanmoins plusieurs entraves au développement de l'IA. Pour en améliorer la diffusion, il est important de comprendre quels obstacles les entreprises rencontrent. Selon l'enquête de Statbel sur l'utilisation des TIC et de l'e-commerce dans les entreprises, le manque d'expertise pertinente est le principal frein à l'adoption des technologies de l'IA. L'incompatibilité avec les équipements, logiciels ou systèmes existants, les coûts trop élevés ou les difficultés liées à la disponibilité ou à la qualité des données nécessaires sont également cités par les entreprises interrogées. Les aspects juridiques et

Graphique 6.3

L'intelligence artificielle se développe dans les entreprises

(entreprises ayant recours à au moins une technologie d'intelligence artificielle, pourcentages, 2021)



Sources : Eurostat, BNB.

éthiques, en dépit de l'importance qu'ils revêtent, figurent quant à eux en bas de la liste.

Lorsque son adoption sera largement répandue, l'IA pourrait avoir un impact notable sur la productivité des entreprises. Considérée comme une technologie à diffusion large (General Purpose Technology), à l'instar de la machine à vapeur ou de l'électricité lors des précédentes révolutions industrielles, l'IA a la capacité de refondre totalement le paysage économique et de générer une grande croissance de la productivité¹. Ce sont d'ailleurs actuellement les entreprises les plus productives qui y ont recours, à hauteur de 18,5 % d'entre elles, contre seulement 7,5 % des entreprises les moins productives (Bureau fédéral du Plan²). Ce lien entre adoption de l'IA et productivité subsiste même en tenant compte de la taille de l'entreprise, de son âge, de l'industrie dans laquelle elle exerce son activité et des investissements complémentaires en technologies de l'information et de la communication qu'elle effectue.

Le déploiement de l'IA ne va néanmoins pas sans certains risques. L'un des principaux défis associés au développement de l'IA est la suppression de certaines fonctions existantes. À mesure que l'automatisation se répand, les tâches routinières et répétitives sont susceptibles d'être prises en charge par les systèmes d'IA. Les considérations éthiques constituent un autre défi de taille. Les biais inhérents aux algorithmes d'IA et le manque de transparence des processus décisionnels posent des dilemmes éthiques. L'omniprésence de l'IA induit également des problèmes de confidentialité et de sécurité des données. La collecte et l'analyse de grandes quantités de données pour alimenter les applications de l'IA soulèvent des questions sur le droit à la vie privée des individus et sur le risque de violation des données. La consommation d'énergie induite par un déploiement à grande échelle de l'intelligence artificielle constitue également une préoccupation compte tenu de l'ambition de neutralité climatique. Enfin, le coût de la mise en œuvre des technologies d'IA peut représenter un obstacle, en particulier pour les petites et moyennes entreprises (PME), ce qui génère un risque de fracture numérique par rapport aux plus grandes entreprises.

Autre développement numérique important ces dernières années, le télétravail, s'il est utilisé de manière optimale, exerce une incidence positive sur la productivité des travailleurs. La pandémie de COVID-19 a considérablement accru

le nombre d'employés travaillant régulièrement à distance (celui-ci est passé de 7 % en 2019 à 16,4 % en 2022, avec un pic de 26 % en 2021), soulevant dès lors des questions quant à son effet potentiel sur les travailleurs et sur la productivité. Le travail à domicile est souvent perçu comme positif pour le travailleur, qui dispose ainsi d'un meilleur équilibre entre vie privée et vie professionnelle et évite une partie des déplacements entre son domicile et son lieu de travail. En revanche, il présente aussi des aspects négatifs tels qu'une interaction sociale limitée, des heures de travail prolongées, des défis de déconnexion, un moindre travail d'équipe et un plus faible sentiment d'appartenance à l'organisation. Un système hybride alliant télétravail et travail au bureau permet de bénéficier de ses avantages tout en limitant ses inconvénients, améliorant ainsi la productivité individuelle³. Du point de vue de l'entreprise, la possibilité d'avoir recours au télétravail élargit le vivier de talents en permettant le recrutement dans des régions géographiques étendues. En outre, le télétravail peut réduire le besoin de capital, en particulier immobilier, entraînant des économies de coûts pour les entreprises en termes d'espace et de biens immobiliers. Si l'on considère à la fois la productivité du travail et celle du capital, cela pourrait contribuer à augmenter la productivité totale des facteurs, bien que ces avantages puissent être longs à se manifester.

1 Pour plus d'informations, cf. Piton C. (2023), « Les conséquences économiques de l'intelligence artificielle : que sait-on ? », BNB, *Revue économique*.

2 Bureau fédéral du Plan (2023), *Utilisation de l'intelligence artificielle par les entreprises en Belgique*, article n° 16.

3 Cf. notamment : Bergeaud A., G. Cette et S. Drapala (2023), « Telework and Productivity Before, During and After the COVID-19 Crisis », *Economics and Statistics*, 539, 73–89 et Criscuolo C., P. Gal, T. Leidecker, F. Losma et G. Nicoletti (2023), « The Role of Telework for Productivity During and Post COVID-19 », *Economics and Statistics*, 539, 51–72.

6.2 Des entreprises plus dynamiques pour une meilleure compétitivité

L'analyse de la compétitivité des entreprises va au-delà des seuls coûts du travail

La situation économique actuelle d'augmentation des coûts du travail influe sur la compétitivité de nos entreprises. L'inflation importante observée en 2021 et en 2022 et l'indexation automatique des salaires qui a suivi impliquent un alourdissement des coûts salariaux pour les entreprises belges. La compétitivité des entreprises belges s'est dès lors détériorée par rapport à nos pays voisins. Ce handicap se résorbera toutefois graduellement à moyen terme à condition que (1) la marge nulle d'augmentations de salaires réelles ces prochaines années (en raison de la loi sur la sauvegarde de la compétitivité) soit respectée, (2) les négociations salariales dans les pays voisins poussent leurs salaires à la hausse et (3) de nouveaux chocs sur les prix ne se manifestent pas (pour plus d'informations, cf. chapitre 3 du présent Rapport).

D'autres facteurs, plus structurels, affectent eux aussi la compétitivité de la Belgique. L'analyse du positionnement de nos entreprises par rapport à l'international ne se limite pas à la seule évolution des coûts du travail. L'efficacité de la réallocation des ressources par les entrées et sorties d'entreprises joue également un rôle, tout comme le degré d'innovation développé au sein du tissu économique. La dépendance de la Belgique à l'égard de l'importation de produits énergétique et de matières premières place celle-ci dans une situation défavorable. Enfin, l'attractivité globale de notre pays aux yeux des investisseurs étrangers influera aussi sur la compétitivité globale des entreprises établies en Belgique.

Les entrées et sorties d'entreprises ne permettent pas une réallocation suffisamment efficace des ressources

La dynamique entrepreneuriale est moins forte en Belgique que dans d'autres pays européens. Selon les données d'Eurostat de 2020 (dernière année disponible), le taux de création d'entreprises, à 6,9 % du total des entreprises actives, est inférieur non seulement à la moyenne européenne (8,9 %), mais aussi à celle des pays de comparaison (à l'exception de la Suède). En corollaire, le taux de destruction d'entreprises est relativement faible, à 3,2 %, contre 7,2 % en moyenne dans l'UE. Le taux de survie des entreprises après cinq ans est de plus de 60 %, contre 47 % en moyenne dans l'UE. Bien que cela puisse être le signe que les entreprises sont plus robustes, cela signifie également qu'il y a moins de dynamisme sur le marché et que le système de réallocation des ressources pourrait ne pas être suffisamment efficace.

Plusieurs facteurs expliquent ce manque de dynamisme des entreprises. Parmi ceux-ci, citons un certain excès de protection des entreprises établies ainsi que des procédures de liquidation administrativement lourdes, susceptibles de freiner non seulement la sortie, mais aussi l'entrée des projets entrepreneuriaux les plus innovants et donc les plus risqués. Le régime d'insolvabilité, mesuré par l'OCDE, illustre ce phénomène en prenant en considération les coûts de personnel en cas de faillite, le manque de prévention et de suivi, ainsi que les obstacles à la restructuration. Bien que le cadre d'insolvabilité se soit amélioré au fil des ans, la Belgique demeure le deuxième pays le plus complexe et le plus coûteux. Par ailleurs, le manque d'incitation à créer sa propre entreprise tient également à la législation et à la réglementation en vigueur. Selon l'indicateur de la Banque mondiale « Ease of doing business », qui tient compte du cadre

réglementaire des 190 pays étudiés, la Belgique se classe en 46^e position, loin derrière le Danemark (3^e), la Suède (10^e), la Finlande (20^e) et l'Allemagne (22^e). Bien que plus bas dans le classement, la France (32^e) et les Pays-Bas (42^e) sont néanmoins plus favorables à l'entrepreneuriat que la Belgique.

Les aides fournies aux entreprises durant la crise du coronavirus afin de les maintenir à flot n'ont pas conduit à une plus grande zombification de l'économie. Lors de la crise du COVID-19, de nombreuses aides ont été accordées aux entreprises en raison des confinements successifs et des mesures prises pour ralentir la propagation du virus. D'après les données récoltées par Statbel, ces aides ont induit une diminution significative du nombre de faillites d'entreprises en 2020 (-32 %) et en 2021 (-9 %). Celles-ci sont reparties à la hausse en 2022 (+42 %) et en 2023 (+11 %), tout en demeurant à un niveau semblable à celui d'avant la crise, de sorte qu'il n'y a pas eu de rattrapage des faillites empêchées. Il se pose dès lors la question du plus grand risque de zombification des entreprises. Toutefois, les données montrent que la part des entreprises zombies est en baisse constante depuis 2011, tout comme leur part dans l'emploi total.

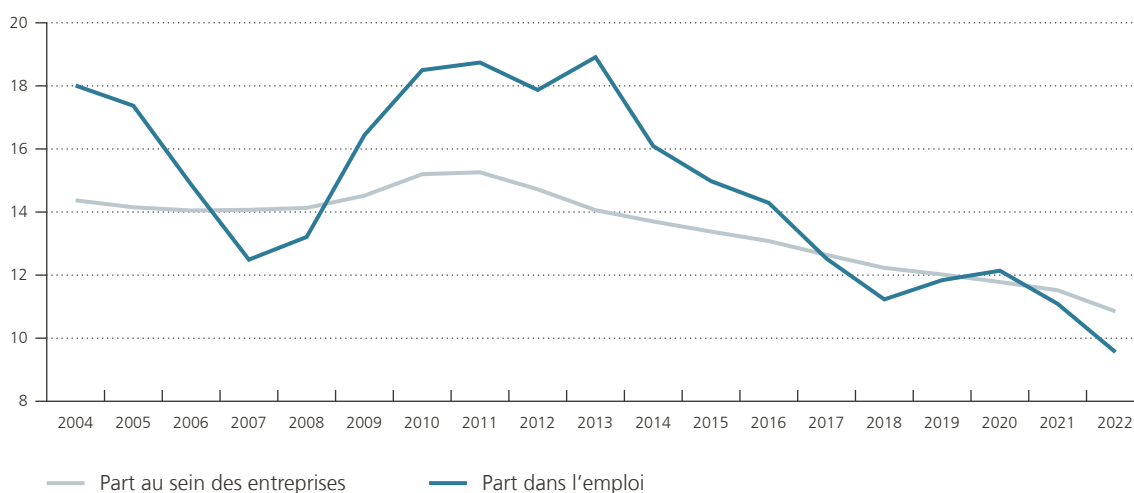
La dynamique entrepreneuriale est hétérogène selon le secteur d'activité. Le taux de création d'entreprises en Belgique va de 3,9 % dans les activités immobilières à 8,9 % dans le secteur de l'information et de la communication. Ce taux est inférieur à ceux que l'on observe dans les pays voisins pour la majorité des secteurs, à l'exception de ceux de la construction et de l'horeca. L'ampleur des écarts intersectoriels est moins prononcée pour les faillites d'entreprises puisque ce taux varie entre 1,8 % dans les activités immobilière et 5,3 % dans l'horeca. On notera également que ce taux de destruction d'entreprises est systématiquement plus faible que dans les trois pays voisins, et ce pour tous les secteurs analysés.

Les pénuries de main-d'œuvre et le manque d'adéquation entre offre et demande de travail pèsent sur le développement des entreprises. D'après une enquête menée par la Banque mondiale auprès des entreprises belges en 2020, 41 % de ces dernières citaient le manque de main-d'œuvre adéquatement qualifiée comme un frein majeur à leur développement (cf. chapitre 5 pour plus d'informations sur les pénuries de main-d'œuvre). En effet, depuis de nombreuses années déjà, les entreprises

Graphique 6.4

Les entreprises zombies¹ sont structurellement en baisse

(pourcentages, sociétés non financières)



Source: BNB.

¹ Une entreprise est considérée comme zombie si elle est active sur le marché depuis dix ans ou plus et si, pendant trois années consécutives, ses bénéfices ont été inférieurs à ses charges financières. L'entreprise ne quitte le statut de zombie qu'une fois que ses bénéfices ont été supérieurs à ses charges financières au moins deux années de suite.

Tableau 6.1

Dans presque tous les secteurs, les taux de création et de destruction d'entreprises sont plus faibles que dans les pays voisins

(moyennes au cours de la période 2009-2020)

	Taux de création d'entreprises				Taux de destruction d'entreprises			
	BE	DE	FR	NL	BE	DE	FR	NL
Industrie	4,7	5,7	8,5	7,7	2,7	6,2	4,4	5,4
Construction	7,1	6,9	10,5	9,2	3,1	7,5	5,8	5,9
Commerce	5,3	7,0	10,1	10,2	3,5	8,7	6,0	8,3
Transport	6,6	7,7	14,3	11,1	3,8	9,5	5,7	7,6
Horeca	8,5	8,5	8,5	9,7	5,3	9,8	5,8	7,0
Information et communication	8,9	10,4	14,7	11,8	3,2	11,1	6,1	7,2
Activités immobilières	3,9	8,3	8,0	7,8	1,8	7,3	4,2	7,3
Activités professionnelles, techniques et scientifiques	6,9	8,4	13,7	11,5	2,8	9,8	5,7	6,7
Services administratifs et de soutien	7,7	10,8	13,5	13,0	3,2	10,2	5,7	8,2
Total¹	6,4	7,8	11,0	10,4	3,2	8,7	5,6	7,1

Source : Eurostat.

1 Ensemble des secteurs appartenant aux codes NACE B à N, à l'exception des secteurs financiers.

sont confrontées à des pénuries de main-d'œuvre, le nombre de personnes diplômées dans les filières les plus demandées, notamment les filières STEM, étant insuffisant. Or, ces compétences sont fortement sollicitées car elles sont nécessaires aux transformations numériques et environnementales de l'économie. Les autres obstacles cités sont, dans des proportions moindres, les taux de taxation (18 %), la réglementation sur le marché du travail (11 %), les pratiques du secteur informel (6 %), l'accès à un financement (5 %) et l'instabilité politique (4 %). Cela peut expliquer pourquoi la part des entreprises à forte croissance, mesurée par Eurostat, est plus faible dans notre pays (6,9 %) qu'ailleurs dans l'Union européenne (9,4 % en moyenne). Il est également intéressant de mentionner les obstacles repris dans l'enquête que seule une faible proportion d'entreprises considèrent comme majeurs. Il s'agit des douanes et des réglementations commerciales (2,2 %), de l'électricité (1,9 %), de l'octroi de licences et de permis (1,7 %), de l'accès à un terrain (0,7 %), de la corruption (0,7 %), des tribunaux (0,6 %) et de la criminalité (0,4 %).

La Belgique reste parmi les leaders en matière d'innovation, ce qui favorise la compétitivité

L'innovation joue un rôle crucial dans la création de richesse et peut ainsi avoir une incidence positive sur la croissance de la productivité. À l'instar des pays nordiques et des Pays-Bas, la Belgique se positionne en tant que leader en matière d'innovation. La capacité innovante de l'économie belge représente un de ses atouts majeurs, et ses performances, synthétisées dans l'indicateur de l'Innovation Score Board de la Commission européenne, affichent une croissance plus rapide que la moyenne européenne. Parmi les points forts figurent les co-publications entre le public et le privé, la collaboration des PME innovantes avec d'autres entités, le nombre de doctorants étrangers, les co-publications scientifiques internationales et le soutien gouvernemental à la R&D des entreprises. Toutefois, la Belgique présente également des lacunes, notamment le nombre relativement faible d'applications design, le développement limité des technologies liées à l'environnement, les exportations restreintes de biens de haute et de moyenne technologies, la moindre fréquence de la formation continue des travailleurs et le plus bas niveau des dépenses d'innovation qui ne sont pas des dépenses de R&D.

La diffusion de l'innovation demeure toutefois limitée, ce qui réduit les gains de productivité induits par ces innovations pour l'économie dans son ensemble. Malgré la performance globalement positive de la Belgique en matière d'innovation, cette dernière reste concentrée principalement dans les grandes entreprises (qui représentent à peine 5 % du nombre total d'entreprises) et au sein de certains secteurs spécifiques, en particulier le secteur pharmaceutique. Les entreprises à la pointe de la technologie continuent d'innover et d'enregistrer des gains de productivité significatifs, tandis que celles en retard technologique investissent peu en R&D, parvenant au mieux à éviter que leur désavantage ne s'aggrave au fil du temps. Ainsi, le défi réside moins dans l'intensification des efforts d'innovation que dans l'incitation d'un plus grand nombre d'entreprises à innover.

Le contexte actuel de prix élevés de l'énergie et des matières premières peut fragiliser la compétitivité des entreprises belges

Après une année chahutée sur les marchés européens de l'énergie, les prix de celle-ci ont nettement reculé, tout en restant plus élevés qu'avant la crise. Les effets de l'invasion de l'Ukraine par la Russie ont touché l'ensemble de l'approvisionnement énergétique européen. Cette guerre a nécessité à bref délai une reconfiguration complète des sources de fourniture de gaz à l'UE en faveur d'acquisitions de gaz naturel liquéfié (GNL) sur le marché au comptant, avec à la clé une hausse sans précédent du prix du gaz dans un contexte de marché serré. Le prix de l'électricité a évolué de façon parallèle, compte tenu de l'effet dominant des prix du gaz sur la formation des prix de l'électricité. En 2023, le marché gazier s'est progressivement rééquilibré au niveau de l'UE, combinant sensible réduction de la demande, mesures d'économie d'énergie et levée progressive des contraintes pesant sur l'offre de gaz (disponibilité de terminaux de regazéification dans l'UE). Cependant, la nouvelle dépendance à l'égard du GNL signifie que l'UE est davantage touchée par les événements survenant sur le marché mondial du gaz puisque, en raison de sa nature flexible, le GNL peut être expédié au plus offrant. Il en découle une volatilité accrue des prix, les marchés restant attentifs à toute perturbation potentielle de l'offre. De plus, tant que le marché mondial du GNL restera tendu dans l'attente de la mise en service de nouvelles capacités de liquéfaction



en 2025-2026, il est peu probable que les prix européens reviennent aux niveaux d'avant la crise.

La compétitivité-prix des acteurs industriels belges présents à l'international s'est dès lors sensiblement détériorée ces dernières années.

Ce sont surtout les producteurs industriels de produits de base commercialisés à l'international, pour lesquels la différenciation des produits est limitée, qui ont vu leur compétitivité-prix particulièrement exposée à la hausse des prix payés en Europe comparativement à ceux payés dans d'autres régions du monde, en particulier aux États-Unis. En effet, les industriels américains ont accès à la production issue des gisements de gaz (et de pétrole) non conventionnels, dont l'exploitation s'est accélérée dans les années 2000. Cela a rendu le pays indépendant d'un approvisionnement international et a ainsi limité l'effet sur la compétitivité des entreprises américaines.

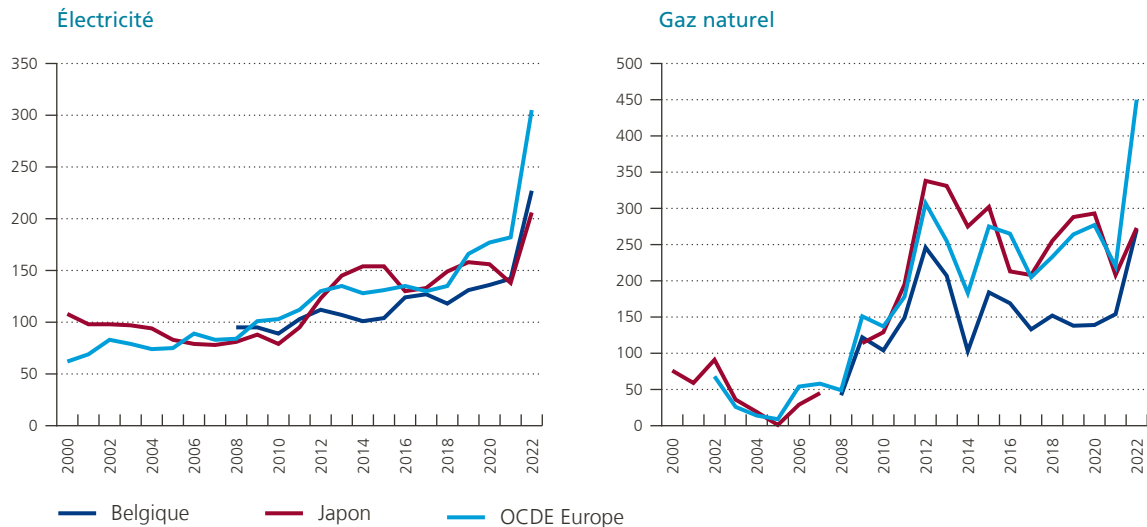
La compétitivité de nos entreprises, principalement celles qui sont électro-intensives, s'est également détériorée par rapport à celle des pays voisins. Au 1^{er} janvier 2023, la composante énergétique était sensiblement meilleur marché pour les entreprises allemandes et françaises. Les premières bénéficient depuis le début de 2023 d'un mécanisme de plafonnement sur la composante énergétique,

Graphique 6.5

Les coûts de l'énergie pèsent sur la compétitivité-prix

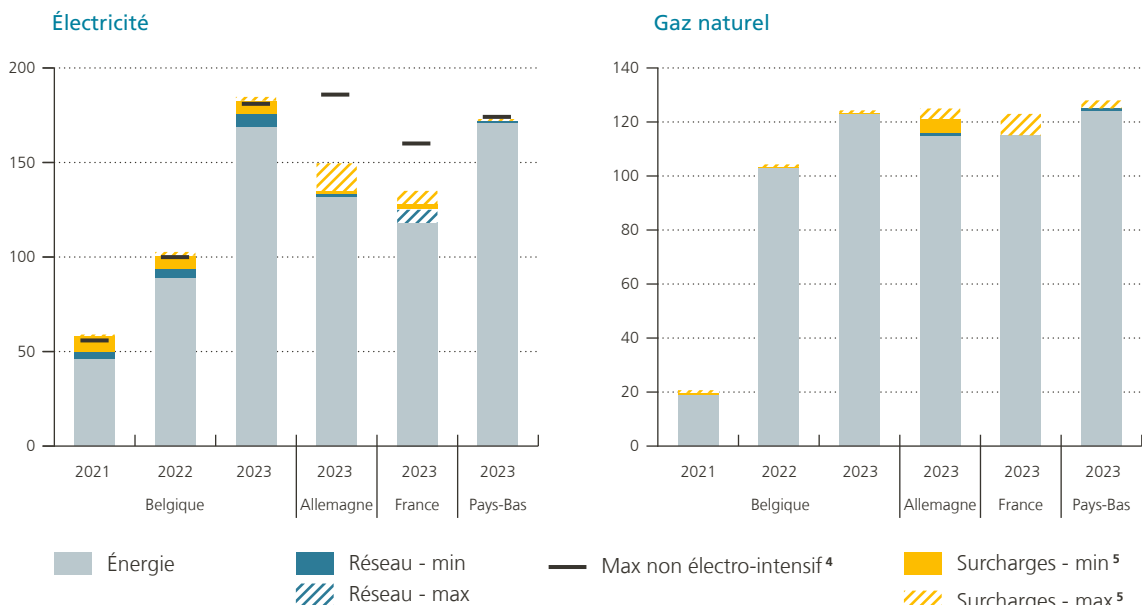
La compétitivité-prix se détériore en Belgique par rapport aux États-Unis ...

(écarts entre les valeurs unitaires des ventes d'électricité et de gaz à l'industrie¹ en Belgique, en Europe et au Japon par rapport à celles observées aux États-Unis², pourcentages)



... mais également par rapport aux industriels actifs dans les pays voisins

(prix payé par un grand consommateur industriel³, euros/MWh)



Sources : D'après les données de l'*IEA Energy Prices and Taxes Statistics* (database); tous droits réservés; telles que traitées par la BNB. FORBEG (2023), « A European comparison of electricity and natural gas prices for residential, small professional and large industrial consumers ».

1 Prix final payé par les industriels, y compris les taxes, les coûts de transport/distribution et les marges des intermédiaires.

2 Écarts calculés sur la base des valeurs unitaires exprimées en termes de parité de pouvoir d'achat.

3 Prix de l'énergie en vigueur en janvier de l'année mentionnée. Consommation d'électricité de 500 GWh/an avec connexion au réseau de transport et consommation de gaz de 2 500 GWh/an.

4 Flandre uniquement.

5 Comprend les taxes et prélèvements liés aux systèmes de certificats verts et de cogénération (pour l'électricité) ainsi que ceux liés aux obligations de service public.

tandis que le prix payé par les industriels français est une moyenne du prix du marché et d'un tarif avantageux reflétant le coût historique moindre de l'électricité nucléaire française. La perte de compétitivité des entreprises belges est encore plus flagrante s'agissant des entreprises électro-intensives. Dans les pays voisins, ces dernières bénéficient d'exonérations sur les surcharges et sur les coûts de réseau (jusqu'à 90 % des coûts de transport), lesquelles ne sont pas d'application dans notre pays. Pour les entreprises non électro-intensives, ces exonérations sont moins nombreuses et les écarts se resserrent. Quant au prix du gaz naturel payé par les consommateurs industriels, il augmente dans tous les pays. Les différences entre les pays sont moindres que pour l'électricité en raison de taux d'imposition sur le gaz plutôt bas et d'absence de réductions sur les coûts de réseau. Si les prix du gaz naturel sont plus compétitifs en Belgique que dans les pays voisins, cet avantage se dégrade.

Au niveau agrégé, la Belgique est également plus largement tributaire des importations d'énergie et de matières premières. D'après les données d'Eurostat, le taux de dépendance de notre pays à l'égard des importations d'énergie était de 71 % en 2021, contre 63 % en Allemagne, 58 % aux Pays-Bas et 44 % en France. Cela implique une plus grande fragilité des secteurs les plus intensifs en énergie à la suite de la hausse généralisée des prix. L'écart par rapport aux pays voisins est d'autant plus marqué pour les importations de matériaux¹, ce taux atteignant 73 %, contre 40 % en Allemagne et 35 % en France. Les Pays-Bas affichent quant à eux un taux de pas moins de 82 %. Plus spécifiquement, les quantités importantes de matières premières critiques (cuivre, cobalt, nickel, lithium, entre autres) qui seront nécessaires aux transitions écologique et numérique à l'avenir accentuent le taux de dépendance de la Belgique, mais aussi celui de l'UE en général. En effet, leur concentration géographique et leur contrôle prédominant par des entités extérieures à l'UE posent des défis importants².

1 Les matières prises en compte incluent les biomasses (taux de dépendance de 62 % en Belgique), les minerais métalliques bruts (100 %), les minerais non métalliques (40 %) et les matières/vecteurs énergétiques fossiles (100 %). Notons que, de manière globale, la Belgique et les Pays-Bas se caractérisent par une part importante de réexportations, ce qui peut en partie expliquer leurs taux plus élevés.

2 Pour plus d'informations, cf. Buysse K. et D. Essers (2023), « **Matières premières critiques: de la dépendance à l'autonomie stratégique ouverte ?** », BNB, *Revue économique*.

La Belgique reste un pays globalement attractif

La Belgique est en progression constante dans le classement mondial de la compétitivité. Il est encourageant de constater les progrès continus de notre pays dans le classement de l'IMD (International Institute for Management Development), synthétisant l'attractivité des pays à travers le monde³. En 2023, la Belgique se classait ainsi en 13^e position, juste derrière les Pays-Bas et loin devant l'Allemagne (22^e) et la France (33^e). Des évolutions positives sont manifestes dans les quatre catégories de l'indicateur global, à savoir la performance économique, l'efficacité du gouvernement, l'efficacité des entreprises et l'infrastructure. Il convient de noter en particulier la remarquable 5^e place obtenue pour l'efficacité des entreprises, une amélioration significative par rapport à la 19^e place de l'année dernière. Des progrès notables sont observés dans la catégorie traditionnellement difficile de « l'efficacité des pouvoirs publics », où la Belgique est passée de la 30^e place en 2021 à la 22^e place. Notre pays dépasse ainsi largement l'Allemagne (27^e) et la France (47^e) mais reste toujours derrière les Pays-Bas et leur 12^e place. Si cette remontée dans le classement global de l'IMD est prometteuse pour les perspectives du pays, il reste des domaines cruciaux à améliorer, tels le manque de personnes diplômées des filières STEM, le manque d'investissements dans les infrastructures et les technologies vertes et numériques.

L'attractivité du pays permet des investissements étrangers importants. D'après le European Investment Monitor de EY, la Belgique se classe 9^e parmi les pays européens attirant le plus d'investissements directs étrangers, avec 234 projets en 2022. Ces projets d'investissements sont surtout proposés en Flandre (68 %), tandis qu'ils sont plus limités à Bruxelles (20 %) et en Wallonie (12 %). De nombreux groupes multinationaux sont également présents dans notre pays. Statbel en dénombrait environ 10 700 en 2021, impliquant près de 26 000 unités légales belges au sein de ces groupes. La présence de multinationales est non négligeable puisqu'elle représente 2,6 % des entreprises et plus de 30 % de l'emploi.

3 Le classement repose sur 336 critères de compétitivité choisis sur la base, d'une part, de la littérature économique et de sources internationales, nationales et régionales et, d'autre part, des réactions du milieu des affaires, des agences gouvernementales et des chercheurs universitaires. Les critères sont révisés et mis à jour en fonction des nouvelles théories, recherches et données disponibles et de l'évolution de l'économie mondiale.

6.3 La transition climatique, le grand défi pour l'avenir

De nombreuses réglementations voient le jour afin d'assurer la transition vers une économie plus verte

La politique climatique est devenue un élément essentiel de la politique économique de l'UE, et par là même de celle de la Belgique. Depuis la ratification du protocole de Kyoto en 1997, l'UE s'est peu à peu fixé des objectifs plus contraignants de réduction des émissions. En 2018, l'UE et ses États membres se sont engagés à atteindre une décarbonation totale d'ici 2050. Toutefois, une suppression complète des émissions semble plus difficile à atteindre dans l'exercice de certaines activités économiques. La plupart des experts considèrent dès lors que l'élimination du dioxyde de carbone a un rôle à jouer pour compenser les émissions de gaz à effet de serre (GES) résiduelles en 2050. L'objectif de zéro émission nette de GES est inscrit dans la législation de l'UE depuis l'adoption de la loi européenne sur le climat en 2021. Cette dernière prévoit également l'objectif intermédiaire d'un abaissement de 55 % des émissions de GES d'ici 2030, par rapport aux niveaux de 1990.

Bien que non négligeable, le coût global qu'induit la neutralité climatique paraît gérable d'un point de vue macroéconomique. Ces objectifs ambitieux en matière de politique climatique passent par une profonde refonte de l'économie belge. À l'heure actuelle, les émissions de GES avoisinent 115 millions de tonnes d'équivalent CO₂ par an. Une analyse récente de la BNB¹ a montré que, globalement, en termes d'euros par tonne d'équivalent CO₂ supprimée, une tarification du carbone ne dépassant pas 200 euros par tonne d'équivalent CO₂ permettrait probablement de décarboner la majeure partie de notre économie. Ce résultat suggère qu'une décarbonation complète pourrait

coûter moins de 20 milliards d'euros au total par an, soit quelque 3,5 % du PIB actuel et 2,5 % du PIB en 2050. L'analyse met cependant en évidence une hétérogénéité substantielle du coût de la décarbonation d'un secteur à l'autre. Si cette estimation est bien entendu aussi entachée d'une grande incertitude, elle donne un ordre de grandeur du coût (purement théorique) de la transition vers la neutralité climatique. La littérature (cf. par exemple le FMI², McKinsey³ ou France Stratégie⁴) présente des résultats largement concordants. L'analyse des coûts et des avantages des différentes options sera essentielle pour garantir la rentabilité des instruments de la politique climatique, de manière à parvenir à un dosage optimal des politiques. L'encadré 6.1 traite de la réduction des émissions de GES des bâtiments par la décarbonation de la production de chauffage.

Concernant l'objectif de diminution des émissions d'ici 2030, l'UE a adopté un train de mesures climatiques baptisé «Fit for 55». Celui-ci décrit plusieurs actions clés destinées à mettre en œuvre la politique climatique et à permettre la décarbonation des économies européenne et belge :

- **Renforcement de la tarification du carbone :** Le système européen d'échange de quotas d'émission (EU-ETS) est un dispositif de plafonnement et d'échange de droits d'émission de carbone

1 Discours prononcé par le gouverneur Pierre Wunsch lors de la conférence intitulée « The macroeconomic implications of climate action » organisée au Peterson Institute for International Economics en juin 2023. Un enregistrement et des documents supplémentaires sont disponibles à l'adresse suivante : <https://www.piie.com/events/macro-economic-implications-climate-action>.

2 IMF (2022), *Near-term Macroeconomic Impact of Decarbonization Policies*, *World Economic Outlook*.

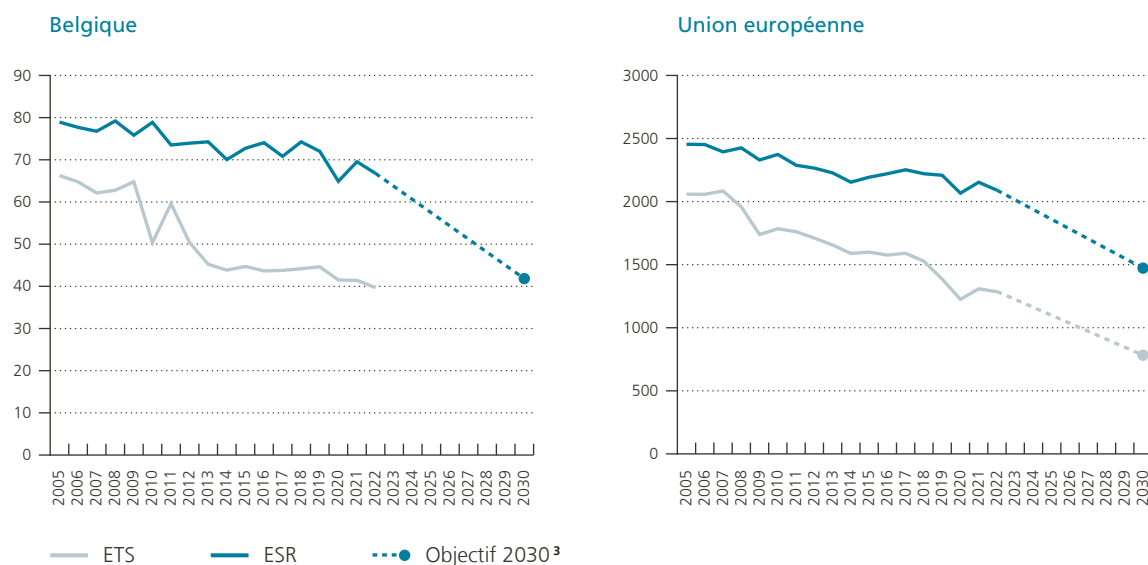
3 McKinsey Sustainability (2023), *Net zero or growth? How Belgium can have both*, Brussels.

4 Pisani-Ferri J. et S. Mahfouz (2023), *Les incidences économiques de l'action pour le climat*, France Stratégie.

Graphique 6.6

Les objectifs de réduction des émissions de GES ont encore été renforcés dans la loi européenne sur le climat¹

(émissions de GES en millions de tonnes d'équivalent CO₂)²



Sources: AEE, CE, Eurostat.

- 1 Le système ETS (Emissions Trading System, système d'échange de quotas d'émissions) règle l'émission des entreprises les plus énergivores dans l'UE. L'ESR (Effort Sharing Regulation, règlement sur la répartition de l'effort) réglemente toutes les émissions qui ne relèvent pas du système ETS. Il s'agit des émissions provenant du transport routier, des bâtiments, du traitement des déchets et de l'agriculture.
- 2 Les chiffres présentés ne tiennent pas compte des émissions provenant du secteur « utilisation des terres, changement d'affectation des terres et foresterie », qui relèvent d'une autre réglementation.
- 3 L'objectif de la Belgique est défini sur la base de la répartition entre les États membres des efforts nécessaires pour atteindre l'objectif de l'UE dans les secteurs soumis à l'ESR.

pour les émetteurs des secteurs de la production d'électricité et de l'aéronautique industrielle et domestique. Il couvre actuellement environ 40 % des émissions de l'UE. Depuis son lancement en 2005, les émissions de GES générées par les secteurs auxquels il s'applique ont baissé de 37,3 %. Le nouveau paquet de mesures de politique climatique de l'UE renforce le système existant (en supprimant progressivement, à partir de 2026, les quotas gratuits qui étaient jusqu'à présent largement alloués aux industries énergivores et en intégrant les émissions du secteur maritime) et élargit le champ d'application de la tarification du carbone pour inclure le transport routier et les bâtiments dans un nouveau système d'échange (EU-ETS 2, qui s'ajoute aux secteurs déjà couverts par le EU-ETS existant). Au total, à partir de 2027, quelque 75 % des émissions de GES de l'UE seront soumises à une tarification du carbone. D'ici 2030, les émissions des secteurs

actuellement couverts par le mécanisme en place devront être inférieures de 62 % aux niveaux de 2005.

- **Redistribution des recettes de la tarification du carbone aux citoyens:** Par la création du Fonds social européen pour le climat, l'UE s'est engagée à redistribuer à ses citoyens et aux micro-entreprises une partie des recettes provenant de la tarification du carbone. Chaque État membre de l'UE pourra élaborer un plan suggérant un mode de répartition de la part qui lui revient. Les détails doivent encore être mis au point, mais la redistribution devrait commencer dès 2026, avant le lancement de l'EU-ETS 2. L'objectif du Fonds social européen pour le climat est de remédier aux effets distributifs de la tarification du carbone en aidant les ménages vulnérables, les usagers des transports et les micro-entreprises, grâce à des mesures de soutien et des investissements



destinés à stimuler l'efficacité énergétique des bâtiments, la décarbonation de la production de chauffage et l'adoption de solutions de mobilité et de transport à taux d'émission nul ou faible. La prise en compte des effets inégaux de la politique climatique est donc devenue un sujet clé lors de l'élaboration des politiques climatiques.

- **Renforcement global des instruments de la politique climatique:** Le paquet de mesures «*Fit for 55*» traduit l'ambition accrue des objectifs climatiques européens en une consolidation de la panoplie d'instruments à la disposition de la politique climatique. Ceux-ci comprennent également des objectifs nationaux de réduction des émissions de GES pour les secteurs non couverts par le système EU-ETS (soit, actuellement, le transport routier, les bâtiments, les petites industries, l'agriculture et le traitement des déchets). Pour la Belgique, l'objectif actualisé dans le cadre du

règlement sur la répartition de l'effort (ESR) est une diminution de 47 % d'ici 2030 par rapport aux niveaux de 2005. Toutes les mesures adoptées sont répertoriées dans le plan national énergie-climat et font l'objet d'un suivi et d'une évaluation par les autorités européennes.

La structure fédérale de la Belgique a induit un morcellement des compétences. Les difficultés de coordination entre les différents niveaux de pouvoir compliquent la mise en œuvre de politiques climatiques cohérentes, d'autant plus que ces mesures et politiques publiques relèvent de multiples domaines comme la mobilité, l'urbanisme, la fiscalité, l'innovation, la formation ou la politique industrielle. L'objectif à atteindre au niveau national implique une répartition de l'effort à réaliser par les différentes entités. La Région de Bruxelles-Capitale et la Région wallonne visent une réduction des émissions de 47 %, conformément à l'objectif fixé à la Belgique. Le niveau

fédéral s'engage à prendre des mesures complémentaires pour soutenir les régions. Cependant, vu les mesures proposées et compte tenu de l'engagement moindre de la Flandre, qui vise une diminution de 40 % maximum, la Belgique atteint une baisse de ses émissions couvertes par le règlement sur le partage de l'effort (ESR) de 42,6 %, ce qui représente un déficit cumulé sur la période 2021-2030 de 13,7 millions de tonnes d'équivalent CO₂ au niveau belge. La Belgique s'engage à limiter au maximum ce déficit et à le compenser par le recours aux mécanismes de flexibilité (épargne, emprunt, échange et acquisition de droits d'émission) prévus dans le règlement européen. Une première concertation a abouti à la reconnaissance explicite par l'ensemble des entités de l'objectif visé. Un accord a également été conclu concernant un mécanisme de co-responsabilité financière pour la ou les entité(s) qui, en raison de leur manque d'ambition ou d'actions, ne permettraient pas d'atteindre l'objectif, mettant en défaut la Belgique dans son ensemble. Les modalités de répartition de l'effort entre les entités belges doivent en revanche encore être définies. Dans ce contexte, un cadre réglementaire stable et cohérent entre les secteurs et les régions géographiques est indispensable à la réalisation des investissements nécessaires à la transition.

Tensions entre décarbonation et compétitivité

Un autre pilier essentiel du dispositif «Fit for 55» est le mécanisme d'ajustement carbone aux frontières (MACF), qui a été conçu comme un outil permettant de lutter contre la fuite de carbone et de préserver la compétitivité de l'industrie européenne dans la mesure où la rigueur des politiques climatiques s'accroît plus rapidement dans l'UE que dans d'autres régions. Le MACF consiste à garantir que les importations couvertes par le mécanisme soient soumises au même prix du carbone que celui imposé aux producteurs au sein de l'UE, en l'absence d'une approche globale/mondiale commune. Le MACF est entré en vigueur le 1^{er} octobre 2023 dans une phase transitoire, ce qui signifie qu'il ne s'applique qu'aux importations de ciment, de fer, d'acier, d'aluminium, d'engrais, d'électricité et d'hydrogène, qui sont considérées comme les plus vulnérables à la fuite de carbone. Durant cette phase, les importateurs européens des biens concernés sont tenus de déclarer le volume de leurs importations et les émissions de GES liées à leur

production, mais ils ne doivent pas encore procéder à des ajustements financiers ou à des paiements. Dans le cadre du système permanent, qui sera effectif en 2026 et qui est calqué sur la suppression progressive des droits gratuits du système d'échange de quotas d'émission pour les industries énergivores, les importateurs devront acheter et restituer le nombre de certificats MACF correspondant aux GES inhérents à la production des biens concernés. Le tarif de ces certificats MACF sera basé sur le prix moyen hebdomadaire des enchères de droits d'émission de l'EU-ETS. Le MACF est conforme aux règles de l'OMC et incite également à renforcer la tarification du carbone et les efforts de décarbonation en dehors de l'UE. Ainsi, si les importateurs peuvent prouver qu'un prix du carbone a déjà été payé lors de la production des biens importés, le montant correspondant pourra être déduit. Le MACF ne protège toutefois pas les exportations européennes à forte intensité d'émissions, qui font face à la concurrence en provenance de régions moins ambitieuses sur le plan climatique, où les exportateurs disposent d'un prix du carbone moins élevé.

Compte tenu de la rapidité avec laquelle la transition doit s'opérer et de la sévérité des réglementations qui doivent légalement être mises en œuvre d'ici 2050, les industries européennes (et en particulier les producteurs des secteurs à forte intensité énergétique) risquent de voir leur compétitivité s'affaiblir. Si l'objectif de décarbonation s'impose à l'échelle planétaire, aucun autre grand pays ou groupe de pays n'est aussi avancé dans ses politiques climatiques que l'UE. Les politiques de tarification du carbone visent à accroître le coût lié à l'utilisation de sources d'énergie et d'intrants industriels polluants, de façon à encourager des choix décarbonés. D'importants progrès technologiques ont permis de fournir de l'énergie avec une électricité décarbonée à un coût comparable aux prix de gros des combustibles fossiles. Bien que l'équilibrage du réseau et le stockage ne soient pas pris en compte dans ces frais, tout le monde s'attend à ce que les coûts de production de l'énergie renouvelable continuent de décliner fortement. En revanche, des avancées technologiques sont encore nécessaires pour réduire les émissions de certains processus industriels, tels que l'utilisation en amont de l'hydrogène sans carbone et de ses dérivés, ou le captage et le stockage du carbone. L'accès à grande échelle à une électricité décarbonée à un prix abordable est essentiel au déploiement de ces

technologies. Les solutions bas carbone impliquent encore parfois des coûts plus élevés que leurs équivalents traditionnels ou sont moins lucratives. Si aucune autre option n'est disponible ou rentable à ce stade, les coûts de production risquent d'augmenter considérablement. Cela est particulièrement vrai à court terme, compte tenu du renchérissement des matières premières et des besoins d'investissement requis sans délai pour réaliser la transition et respecter le cadre réglementaire européen. Les entreprises pourraient alors délocaliser leur production vers des sites établis dans des juridictions imposant des règles moins contraignantes aux industries, ce qui n'est pas souhaitable. Il en résulterait clairement une situation perdante pour l'UE, dès lors que cela pénaliserait tant la création de valeur ajoutée que l'emploi et qu'il n'y aurait pas de repli significatif ou garanti des

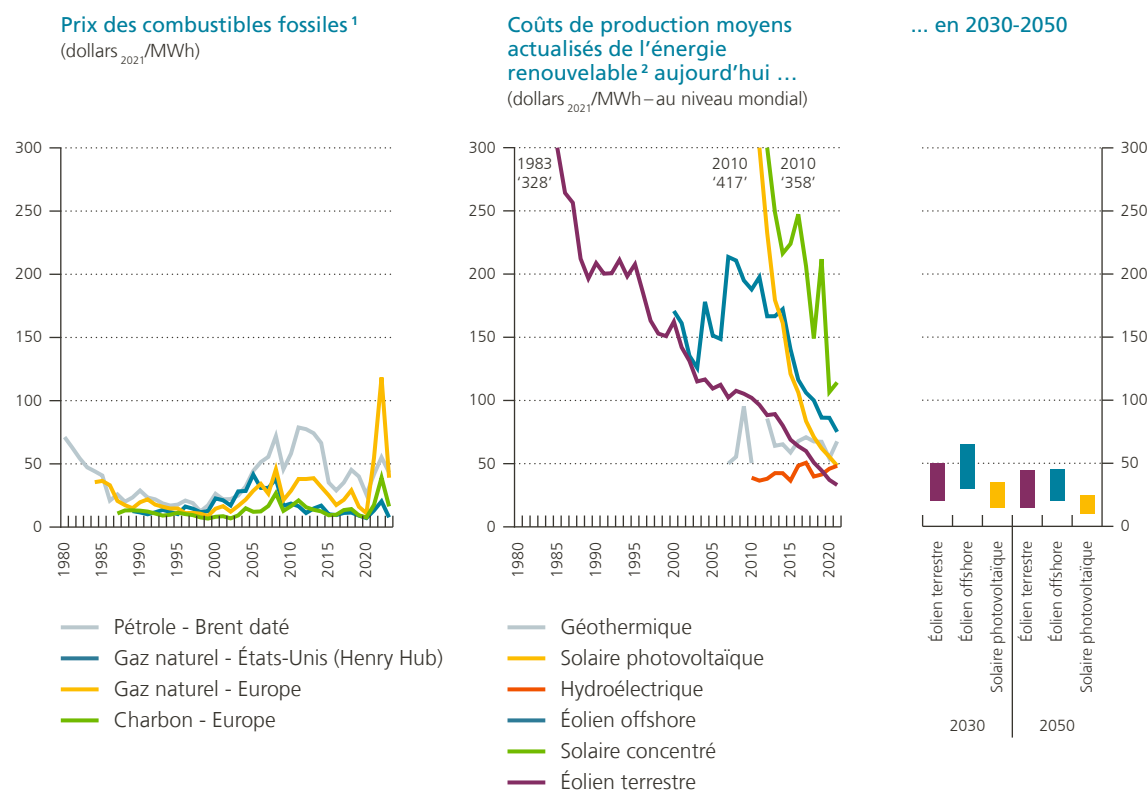
émissions au niveau mondial, ce qui est l'objectif politique principal.

L'objectif de neutralité carbone exige de poursuivre l'adaptation du tissu économique belge

La réduction des émissions de GES en Belgique s'est jusqu'à présent faite en parallèle d'une croissance économique soutenue. Entre 1990 et 2022, les émissions de GES ont chuté de 25 %. Dans le même temps, le PIB réel a augmenté de quelque 76 %. Tant la baisse de l'intensité énergétique (ratio énergie/PIB) que celle de l'intensité carbone (ratio émissions de GES/énergie) ont contribué à l'amointrissement des émissions, avec des reculs annuels moyens sur la période

Graphique 6.7

Les coûts de production de l'énergie renouvelable sont de plus en plus concurrentiels par rapport aux prix des combustibles fossiles



Sources: IRENA (2022), *Renewable Power Generation Costs in 2021*, BP (2022), *BP Statistical review of world energy 2022*, LSEG, IEA (2022), *World energy outlook 2022*.

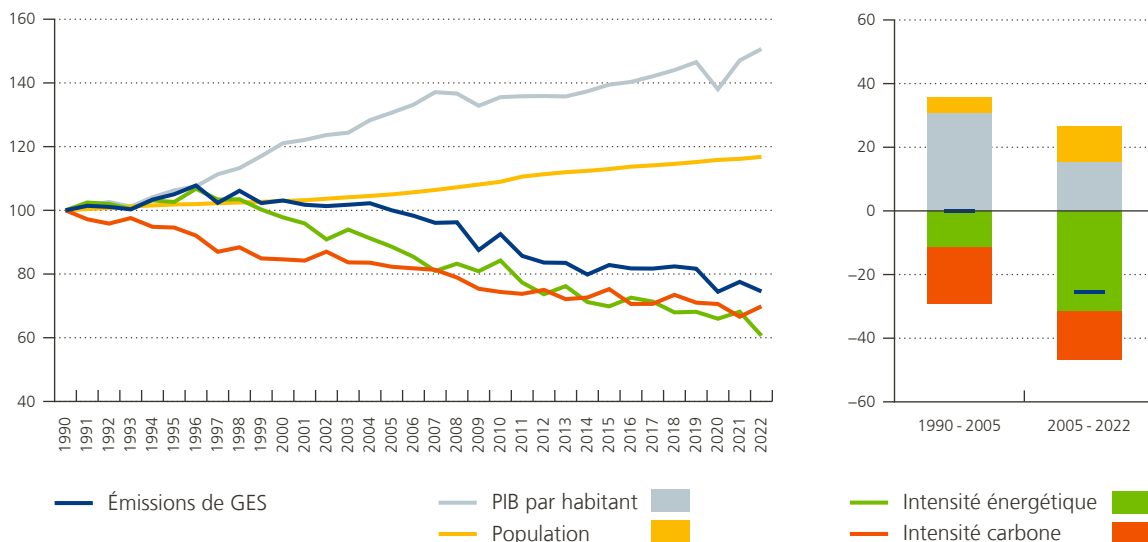
1 Prix sur les marchés de gros.

2 Les coûts de production unitaires moyens actualisés de l'énergie renouvelable ne tiennent compte que des coûts de génération de l'énergie, abstraction faite des coûts liés à l'équilibrage du réseau et au stockage saisonnier.

Graphique 6.8

La baisse des émissions de GES en Belgique est liée à la réduction de l'intensité énergétique et de l'intensité carbone

(évolution en indice, 1990 = 100 (volet de gauche) et décomposition¹ des changements cumulés des émissions de GES sur les périodes 1990-2005 et 2005-2022 (volet de droite))



Sources : EEA, Eurostat.

1 Décomposition des émissions de GES sur le territoire belge selon l'identité de Kaya : émissions de GES = population x (PIB/population) x (consommation d'énergie primaire/PIB) x (émissions de GES/consommation d'énergie primaire).

de, respectivement, 1,6 et 1,1%. La décarbonation du mix énergétique a été continue et s'explique par l'évolution du mix électrique, avec, d'abord, l'utilisation progressive de gaz naturel en remplacement du charbon et, ensuite, une production croissante à partir de sources d'énergie renouvelable à partir de 2005. La substitution par le gaz naturel et le recours à des biocarburants ont également eu des applications industrielles, ce qui a concouru à réduire les émissions de l'industrie. Quant à la diminution de l'intensité énergétique, elle s'est accélérée à partir de 2000 et reflète les améliorations de l'efficacité énergétique au niveau des processus de transformation de l'énergie (hausse des rendements des centrales) et de son utilisation finale (comportements des ménages, économies d'énergie et efficacité des équipements industriels). Elle est aussi le reflet de la tertiarisation de l'économie, le secteur des services étant moins intense en énergie.

En mobilisant les efforts sur le plan de l'amélioration de l'efficacité énergétique, les autorités visent à limiter l'empreinte des activités humaines sur l'utilisation des ressources et sur les émissions de GES qui y sont liées. L'augmentation

de l'efficacité énergétique est complémentaire à l'électrification des usages et à la substitution des combustibles fossiles par des sources d'énergie non carbonée. Depuis 2012, des efforts de diminution de la consommation d'énergie en Belgique et au niveau de l'UE sont à l'agenda de la directive relative à l'efficacité énergétique. Cette dernière requiert des mesures nationales spécifiques destinées à promouvoir l'efficacité énergétique dans différents domaines. Au niveau des entreprises, les autorités mobilisent plusieurs leviers pour inciter celles-ci à adapter et à améliorer leurs processus de production par la voie de règlements, d'incitants financiers et d'informations sur les produits et les systèmes efficaces sur le plan énergétique. Des obligations en matière d'audits énergétiques et de systèmes de management de l'énergie sont prévues, en particulier en ce qui concerne les grands consommateurs d'énergie. Elles sont entérinées au sein d'accords sectoriels sur l'énergie. Les entreprises s'y engagent à réduire leur consommation d'énergie et, en contrepartie, peuvent bénéficier d'un soutien financier et être exonérées partiellement de certaines charges relatives à leur facture énergétique.

L'objectif de réduction des émissions de GES est un défi pour l'industrie manufacturière. En Belgique, 41 % des émissions de GES liées à la production du PIB proviennent du secteur industriel¹. Ce dernier représente une part non négligeable de notre économie puisqu'il rassemble 14 % de la valeur ajoutée et 10 % de l'emploi (ou 513 000 travailleurs). Bien que, au sein de l'UE, l'industrie manufacturière soit également le premier émetteur de GES, sa part dans le total est nettement moindre, à 26 %. Notre économie reste néanmoins majoritairement basée sur le secteur des services (58 % de la valeur ajoutée et 61 % de l'emploi), moins polluant que l'industrie (8 % des émissions de GES).

La transition écologique, si elle présente des avantages économiques à long terme, génère également des coûts à court terme. Les industries qui sont fortement tributaires des combustibles fossiles seront confrontées à une augmentation des coûts à mesure que les réglementations et les taxes sur les émissions de carbone seront d'application. Le respect des nouvelles normes environnementales implique souvent de gros investissements dans des mises à niveau technologiques, des mesures de contrôle de la pollution et l'adoption de pratiques plus durables. Le passage à des technologies plus propres nécessite des investissements initiaux importants dans la recherche, le développement et la mise en œuvre. Des transitions écologiques brutales ou mal gérées peuvent entraîner des perturbations économiques.

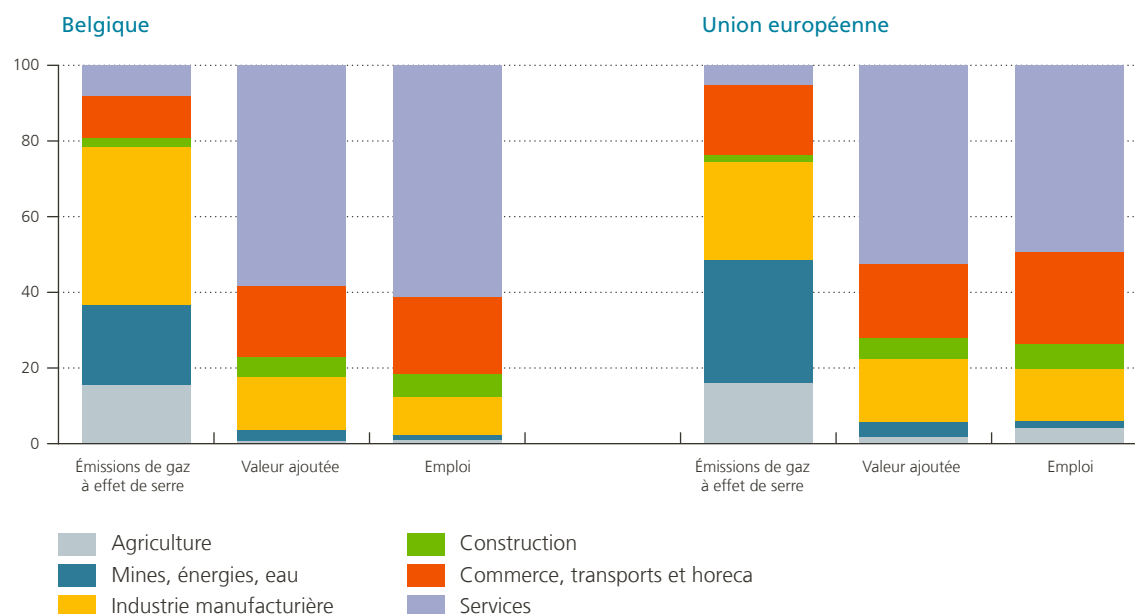
La transition écologique apporte également son lot de nouveaux développements économiques et, avec eux, de la valeur ajoutée et de l'emploi. Sur la base de la définition d'Eurostat,

¹ Ces chiffres par branche ne tiennent pas compte des émissions des ménages (chauffage au gaz naturel ou utilisation d'un véhicule à combustible fossile, par exemple), qui représentent 24 % des émissions totales de la Belgique.

Graphique 6.9

L'industrie manufacturière, grande émettrice de GES, est une branche d'activité non négligeable en Belgique

(pourcentages du total, 2022)



Sources : Eurostat, Statbel.

Note : Les émissions de GES sont celles émises lors de la production (exclusion faite des émissions des ménages) et sont calculées en tonnes d'équivalent CO₂; la valeur ajoutée brute est exprimée en pourcentage du PIB; l'emploi est évalué en tenant compte du nombre de personnes en emploi.

le secteur des biens et services environnementaux¹ occupait 71 000 personnes en équivalents temps plein en 2020. Bien que ce nombre reste limité par rapport au total des personnes en emploi, il est en constante augmentation depuis 2014 (première année disponible). En termes de valeur ajoutée, la contribution du secteur environnemental s'élevait à 1,7 % du PIB. En progression, cette part est cependant inférieure à la moyenne de l'UE, qui s'établit à 2,5 %.

Le rôle essentiel de l'électrification pour la décarbonation

L'électrification est un levier essentiel de la décarbonation, mais elle est actuellement freinée par le rapport défavorable entre le prix de l'électricité et celui des combustibles fossiles en Belgique.

L'électricité décarbonée offre aux entreprises et aux ménages la possibilité de réduire leurs émissions de CO₂ en électrifiant des activités qui sont d'importantes émettrices de GES, telles que le transport routier et les bâtiments (cf. encadré 5). L'électrification peut en outre améliorer le rapport coût-efficacité de la panoplie actuelle d'instruments des politiques climatique et énergétique. Cependant, l'électrification en Belgique est pour l'instant entravée par la cherté de l'électricité comparativement aux combustibles fossiles. Bien que l'électrification des bâtiments ne requière pas la parité entre les prix de l'électricité et ceux des combustibles fossiles, étant donné que les pompes à chaleur affichent une efficacité énergétique environ trois fois et demie

supérieure à celle des chaudières au gaz, le ratio reste élevé en comparaison internationale. En Belgique, par rapport aux autres pays européens, les prix au détail de l'électricité sont les plus hauts lorsqu'ils sont rapportés à ceux du gaz et les deuxièmes plus élevés lorsqu'ils sont comparés à ceux du mazout de chauffage, ce qui ralentit l'électrification. Ce problème est aussi épinglé dans des travaux récents du Service public fédéral Santé publique, Sécurité de la Chaîne alimentaire et Environnement², qui suggèrent que les droits d'accises sur l'électricité devraient être presque intégralement transférés vers les combustibles fossiles afin d'augmenter la rentabilité des pompes à chaleur. En revanche, l'utilisation des véhicules électriques a déjà gagné du terrain en Belgique, ce qui tient en partie à la modification du traitement fiscal des voitures à carburant fossile vis-à-vis de celui réservé à leurs pendants électriques.

1 Les comptes du secteur des biens et services environnementaux (EGSS) fournissent une analyse du secteur économique engagé dans la production de produits environnementaux, qui englobent des biens et services conçus pour la protection de l'environnement ou la gestion des ressources. D'une part, les produits destinés à la protection de l'environnement visent à prévenir, réduire et éliminer la pollution ainsi que d'autres formes de dégradation environnementale. Ils incluent des mesures de restauration des habitats et écosystèmes endommagés, tels que les véhicules électriques, les catalyseurs et les filtres pour réduire les émissions de polluants, les services de traitement des eaux usées et des déchets, ainsi que les travaux d'isolation phonique. D'autre part, les produits liés à la gestion des ressources ont pour objectif de protéger les réserves de ressources naturelles contre l'épuisement et englobent des éléments tels que la production d'énergies renouvelables, les bâtiments à faible consommation énergétique et passifs, le dessalement de l'eau de mer et la récupération des eaux de pluie.

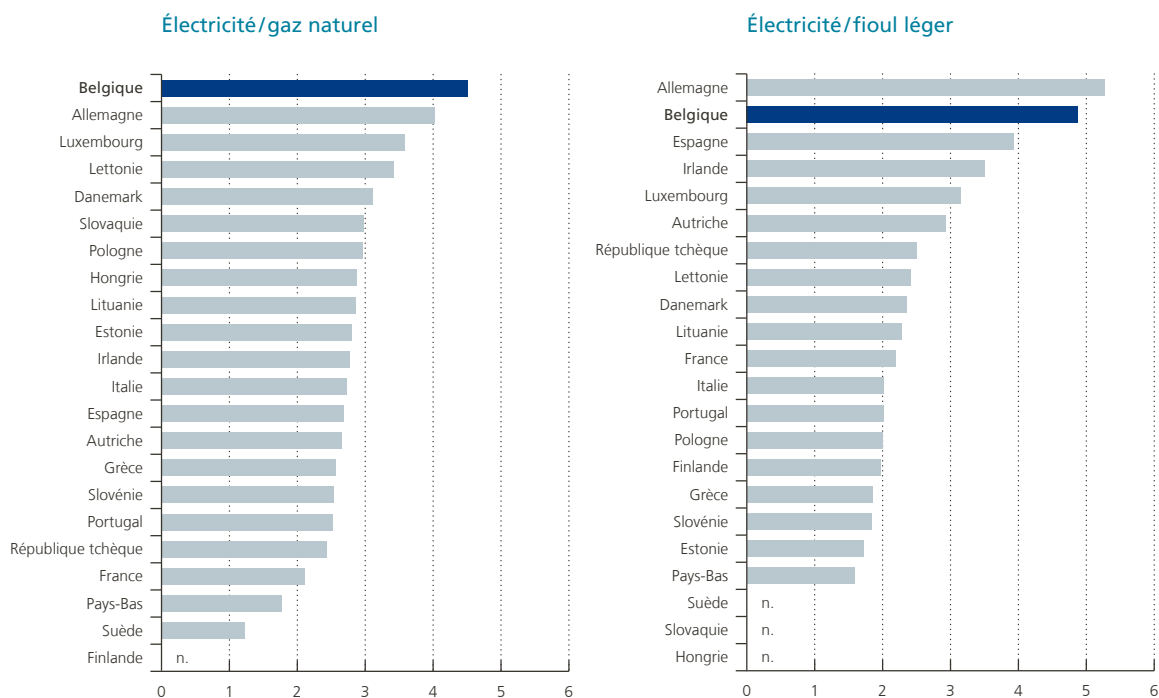
2 SPF Santé publique, Sécurité de la Chaîne alimentaire et Environnement (2023), *The landscape of carbon and energy pricing and taxation in Belgium*.



Graphique 6.10

Le ratio élevé entre les prix payés par les ménages pour l'électricité et ceux payés pour le gaz naturel (à gauche) et le mazout de chauffage (à droite) entrave l'électrification en Belgique

(moyennes 2016-2021)



Source: D'après les données de l'*IEA Energy Prices and Taxes Statistics* (database). Tous droits réservés, telles que traitées par la BNB.

L'importance de décarboner le chauffage résidentiel

La décarbonation des habitations (et des autres bâtiments) est essentielle pour atteindre l'objectif belge et européen de neutralité climatique d'ici 2050. En 2021, les logements représentaient 21 % de la consommation d'énergie et 15 % des émissions directes de gaz à effet de serre (GES) en Belgique, 75 % de cette consommation résidentielle étant imputable au chauffage. Les émissions de GES liées au chauffage sont plus élevées en Belgique que dans la plupart des autres pays européens jouissant d'un climat similaire, ce qui s'explique par le fait que les logements belges sont en moyenne plus grands et plus anciens. Bien que cet encadré se concentre sur les habitations, les mêmes considérations s'appliquent aux immeubles non résidentiels et publics.

La décarbonation complète du chauffage résidentiel nécessitera le déploiement de technologies de production de chaleur non émettrices de CO₂, ainsi qu'une certaine diminution de la demande de chauffage. À l'heure actuelle, l'installation de pompes à chaleur, que ce soit dans des bâtiments individuels ou sur des réseaux de chaleur, combinée à une production d'électricité décarbonée, semble en passe de devenir la pierre angulaire des efforts de réduction des émissions liées au chauffage résidentiel, à l'instar, dans une moindre mesure, d'autres technologies, tels les systèmes solaires thermiques, les combustibles bas carbone et la récupération de la chaleur résiduelle. Les pompes à chaleur produisent de la chaleur sans rejets d'émissions directes et, de plus, elles amplifient l'efficacité énergétique du chauffage, allégeant ainsi la demande totale d'énergie. Plus particulièrement, une pompe à chaleur restitue environ 350 % de son apport en énergie (électricité) sous la forme de chaleur, contre quelque 95 % seulement pour une nouvelle chaudière au gaz. Cependant, en dépit de ces gains d'efficacité, il appert que la demande d'électricité va considérablement s'accroître, surtout durant les vagues de froid. Afin d'endiguer cette hausse (coûteuse), il conviendra de modérer dans une certaine mesure la demande de chauffage au moyen de solutions visant à atténuer les déperditions de chaleur dans les bâtiments, notamment l'isolation des murs, le remplacement des fenêtres et des portes, ainsi que l'isolation des toits et des planchers. Par ailleurs, la demande de chauffage pourrait également être bridée par une réduction de la surface habitable moyenne par habitant et par des changements de comportement, par exemple en abaissant les points de consigne du chauffage, ainsi qu'en chauffant moins certaines parties du logement.

Les politiques actuelles destinées à décarboner les logements en Belgique sont fortement axées sur la réduction de la demande de chauffage au travers de mesures ciblant l'efficacité énergétique. Les trois régions se sont fixé l'objectif d'évoluer d'ici 2050 vers un parc de logements économe en énergie, doté d'un score PEB d'en moyenne 100 kWh/m² pour les Régions flamande et de Bruxelles-Capitale et de 85 kWh/m² pour la Région wallonne. Seule cette dernière précise actuellement que les besoins résiduels en énergie devront être décarbonés. Pour atteindre cet objectif, les normes minimales de performance énergétique jouent un rôle important. Tout d'abord, les Régions flamande et wallonne ont annoncé des normes de plus en plus strictes pour les nouveaux propriétaires, qui devront être atteintes dans les cinq années suivant l'achat du bien. L'obligation initiale d'atteindre au minimum un label PEB D, qui est déjà en vigueur pour les habitations vendues depuis janvier 2023 en Région flamande et sera introduite en 2026 en Région wallonne, sera progressivement durcie jusqu'au label A (correspondant à un score PEB de 100 kWh/m² en Flandre et de 85 kWh/m² en Wallonie) à partir de 2040-2045. Ensuite, les trois régions ont également annoncé des normes minimales de performance énergétique de plus en plus sévères pour tous les logements, leur imposant un score PEB maximum de 300 kWh/m² en Flandre, de 170 kWh/m² en Wallonie et de 150 kWh/m² en Région de Bruxelles-Capitale à partir de 2040-2050.





Cette rénovation énergétique en profondeur du parc immobilier belge, dans un délai limité, exigera des investissements considérables et se heurtera à des obstacles importants du côté de la demande et de l'offre. La grande majorité des logements existants devront subir des rénovations énergétiques d'ici 2050 en vue d'atteindre les objectifs d'efficacité énergétique des régions, ce qui équivaut en moyenne à 185 000 logements par an devant être rénovés en profondeur durant les 27 prochaines années. Sur la base des estimations d'études précédentes¹ et compte tenu de la hausse des coûts des matériaux de construction et de main-d'œuvre au cours des dernières années, l'investissement à réaliser est évalué à quelque 350 milliards d'euros pour l'ensemble de la Belgique, soit 65 000 euros en moyenne par logement. Ce montant pourrait encore s'alourdir si l'on tient compte d'éventuels coûts supplémentaires, tels que certains frais de finition intérieure, des frais spécifiques au logement, des coûts de coordination des pouvoirs publics, de même que la gestion des flux de déchets (par exemple, le désamiantage). En outre, les rénovations visant à améliorer l'efficacité énergétique nécessitent beaucoup de main-d'œuvre et peuvent être considérablement entravées par des pénuries de travailleurs dans le secteur de la construction, ce qui peut également entraîner des pressions à la hausse sur les prix et des coûts de rénovation accrus. Du côté de la demande, les rénovations visant à intensifier l'efficacité énergétique ne sont souvent pas considérées comme une priorité par les ménages. Par ailleurs, nombre d'entre eux ne peuvent financer des rénovations complètes (dans la mesure où ils sont susceptibles d'avoir, par exemple, déjà un prêt à rembourser). Des inadéquations en matière d'incitants peuvent également exister entre les locataires et les propriétaires, ainsi qu'entre les différents propriétaires dans les immeubles résidentiels en copropriété.

Modifier le dosage des politiques en accordant une plus grande importance à la décarbonation du chauffage serait de nature à augmenter le rapport coût-efficacité et la rapidité de la transition climatique. Ainsi, des recherches récentes² ont montré qu'un déplacement de l'accent de l'efficacité énergétique vers la décarbonation du chauffage permettrait d'obtenir une trajectoire plus efficace en termes de coûts en ce qui concerne la décarbonation des bâtiments. Cela réduirait en outre la capacité de main-d'œuvre supplémentaire requise dans le secteur de la construction, qui constitue

1 Cf. Ryckewaert M., K. Van den Houte, L. Vanderstraeten et J. Leysen (2019), « *Inschatting van de renovatiekosten om het Vlaamse woningpatrimonium aan te passen aan de woningkwaliteits- en energetische vereisten* », Steunpunt Wonen ; SERV (2019) « *Klimaat- en energiebeleid 2019-2024 van alfa tot omega* » ; Energyville (2022) « *De snelste weg naar A: optimale renovatiemaatregelen in het kader van de Vlaamse 2050 doelstellingen voor woningen* » ; Service Public de Wallonie (2020) « *Stratégie wallonne de rénovation énergétique à long terme du bâtiment* » ; Région de Bruxelles-Capitale (2019) « *Energie-Klimaatplan 2030* ».

2 Cf. Levesque A., S. Osorio, S. Herkel et M. Pahle (2023), « *Rethinking the role of efficiency for the decarbonization of buildings is essential* », *Joule* 7 (6) ; Eyre N., T. Fawcett, M. Topouzi, G. Killip, T. Oreszczyn, K. Jenkinson et K. Rosenow (2023), « *Fabric first: is it still the right approach?* », *Buildings & Cities* 4 (1).



un obstacle majeur à la décarbonation des bâtiments. L'ajustement du dosage des politiques pourrait nécessiter un recalibrage des instruments de politique actuels. Par exemple, les objectifs de politique existants liés aux certificats PEB ne sont pas encore alignés sur les objectifs de décarbonation. En effet, un bâtiment présentant un certificat PEB A n'est pas forcément dénué d'émissions, tandis qu'un bâtiment zéro émission ne se voit pas automatiquement attribuer un certificat PEB A. Ajuster les instruments pour se concentrer davantage sur la neutralité climatique éviterait d'imposer des charges supplémentaires et inutiles aux bâtiments qui, dans la pratique, respectent déjà les ambitions en termes de décarbonation¹.

L'amélioration de l'efficacité énergétique aura encore un rôle important à jouer. Tout d'abord, elle facilite la décarbonation du chauffage, en permettant le chauffage à basse température et en réduisant la demande globale d'énergie et, surtout, les pics de demande de chauffage. Cela contribue à diminuer les investissements dans l'infrastructure de réseau requis pour l'électrification du chauffage. Le rapport coût-efficacité de la réduction de la demande de chauffage est généralement plus élevé pour les logements énergivores où le chauffage à basse température n'est pas encore possible. Ensuite, des investissements visant à améliorer l'efficacité énergétique peuvent avoir un retour sur investissement positif pour les ménages, en faisant baisser les factures d'énergie, en permettant l'installation d'une pompe à chaleur plus petite (et moins onéreuse) et en augmentant la valeur de leur logement. Par ailleurs, investir dans l'efficacité énergétique peut également présenter d'autres avantages sociétaux, en accroissant la sécurité des approvisionnements énergétiques, ainsi que les effets positifs sur la santé et le confort thermique grâce à de meilleurs climats intérieurs. Cela pourrait justifier d'accorder plus d'importance à l'efficacité énergétique par rapport au niveau optimal en termes de coûts basé uniquement sur des considérations de décarbonation. Étant donné qu'il est très complexe de calculer l'équilibre optimal entre l'efficacité énergétique et la décarbonation du chauffage et que cet équilibre optimal dépend également de chaque maison, Rosenow et Hamels (2023)² recommandent des instruments politiques qui laissent de multiples solutions ouvertes pour décarboner le chauffage et qui ne sont pas trop prescriptives. Enfin, pour être optimales, les politiques devraient prendre en compte non seulement les émissions opérationnelles, mais également les émissions durant le cycle de vie des bâtiments et des rénovations, y compris celles résultant de la production, de l'installation et de l'élimination des matériaux de construction.

En tout état de cause, une communication claire vis-à-vis du grand public quant aux objectifs de politique à long terme devrait constituer un levier considérable en vue d'une décarbonation de l'immobilier résidentiel. Premièrement, elle permettrait au secteur de la construction de mieux anticiper la demande future de rénovations axées sur l'efficacité énergétique et d'investissements visant à décarboner le chauffage, afin d'assurer un recrutement et une reconversion suffisants de main-d'œuvre en temps voulu et d'investir dans des innovations visant à accroître la productivité. Deuxièmement, elle pourrait faire grimper la moins-value des maisons énergivores et à forte émission de GES, ce qui aurait pour avantage que les acheteurs de ces logements pourraient consacrer une part plus importante de leur budget à des rénovations axées sur l'efficacité énergétique et la décarbonation. Enfin, elle motiverait et encouragerait les ménages à accroître l'efficacité énergétique de leur logement et à diminuer leurs émissions de GES pour le chauffage.

1 Cf. aussi SERV (2023), « *Verzameldecreet V – puntsgewijze interventies missen kader en perspectief* » ; Minaraad (2023), « *Actualisering VEKP – transitie maatregelen sector gebouwen, Advies Minaraad.* »

2 Cf. Rosenow J. et S. Hamels (2023), « *Where to meet on heat? A conceptual framework for optimising demand reduction and decarbonised heat supply* », Energy Research & Social Science 104.

Les technologies requises pour un déploiement des sources d'énergie renouvelable à grande échelle sont en place et des objectifs ambitieux ont été fixés, mais leur réalisation passera par un nécessaire renforcement des réseaux.

L'aménagement des réseaux existants et le déploiement de nouveaux équipements concernent tant les réseaux de transport d'électricité que ceux de distribution. La production issue des sources d'énergie renouvelable requiert une plus grande flexibilité du système électrique, que ce soit par effacement de la demande, par participation active des consommateurs ou par recours à des solutions de stockage. Elle permet également de limiter les besoins en capacités de production et de transport. La mobilisation de ce potentiel de flexibilité repose en grande partie sur les réseaux de distribution. La disponibilité d'équipements adaptés et capables de traiter des flux d'énergie décentralisés (par l'automatisation et l'installation de compteurs numériques et de plateformes informatiques) est primordiale à cet égard. Ceux-ci permettent la mise en place d'une tarification ciblée encourageant les consommateurs à utiliser le système électrique plus efficacement. Depuis l'introduction du tarif de capacité le 1^{er} janvier 2023, les consommateurs flamands sont facturés en partie sur leur puissance de pointe, ce qui les incite à déplacer leur consommation dans le temps et/ou, pour ceux qui disposent de panneaux photovoltaïques, à l'autoconsommation, tout au bénéfice du réseau. Une tarification « incitative » similaire, comprenant quatre plages tarifaires (ce qui correspond mieux aux périodes de pointe et de creux de consommation), a été définie dans la nouvelle méthodologie tarifaire du régulateur wallon pour les tarifs de distribution 2025-2029. Son efficacité dépendra aussi du déploiement accéléré des compteurs communicants (seuls 10 % des raccordements en Wallonie en sont équipés, contre 80 % en Région flamande) et de la présence d'équipements intelligents capables de délivrer cette flexibilité chez les consommateurs.

L'adaptation des réseaux à la transition ne va pas sans coûts. Le plan d'investissements du gestionnaire de réseau de distribution pour la Flandre, Fluvius, prévoit un budget d'investissements pour la période 2023-2032 de 4 milliards d'euros au-delà de son budget de renouvellement normal du réseau. Pour la Wallonie, le gestionnaire de réseau de distribution Ores avance un plan industriel à 4 milliards d'euros pour la période 2022-2038, tandis que Resa estime son plan à 820 millions d'euros à l'horizon de 2050. Au niveau du transport, Elia a réévalué son plan d'investissements 2024-2028 à de 6,4 à 9,4 milliards d'euros en raison de la hausse des coûts de certains projets majeurs (et de la prise en compte d'une année supplémentaire de dépenses d'investissements). Il revient aux régulateurs de garantir que les tarifs d'utilisation de ces infrastructures de nature monopolistique couvrent les coûts et assurent un juste retour sur capital investi, tout en préservant tant le pouvoir d'achat des particuliers que la compétitivité des entreprises consommatrices.

Si des mesures spécifiques ont été prévues par les autorités européennes pour accélérer les procédures d'octroi de permis pour des projets d'énergie renouvelable, l'opposition citoyenne aux infrastructures de transport exerce aussi une incidence. Tel est le cas des projets de lignes à haute tension Ventilus et Boucles du Hainaut requis pour intégrer la production éolienne offshore future et renforcer le réseau terrestre. Les tensions et oppositions qui s'expriment attestent la difficulté de refléter dans une compensation monétaire l'appréciation subjective quant à l'impact sur les riverains. Il faut donc veiller à mettre en place des modalités de compensation transparentes et non discriminatoires. Selon Elia, un retard de deux ans dans la construction de ces infrastructures de réseau entraîne des besoins de capacité de production additionnelle (800 MW).

Indicateurs de développement durable

La loi du 14 mars 2014 charge le Bureau fédéral du Plan (BFP) d'élaborer un ensemble d'indicateurs visant à mesurer la qualité de vie, le développement humain, le progrès social et la durabilité de l'économie. Pour répondre à cette demande, un rapport consacré aux « Indicateurs de développement durable » est publié chaque année. Conformément à la loi, une synthèse en est présentée dans le Rapport de la Banque. Les données sous-jacentes au rapport du BFP sont accessibles sur le site www.indicators.be sous la forme de 78 indicateurs renseignant sur les trois dimensions du développement durable et s'articulant autour des 17 objectifs de développement durable (ODD) définis par l'Organisation des Nations Unies (ONU).

Évaluation de la progression des indicateurs individuels vers leur objectif

Dans le cadre de sa mission d'évaluation de la politique fédérale de développement durable, le BFP publie un bilan du progrès de ces indicateurs vers leur objectif. Ce bilan se fonde sur 51 indicateurs – trois par ODD – évalués sur la période 2000-2022. L'évaluation des progrès réalisés varie : lorsque l'objectif est quantifié et assorti d'une échéance (cible), le rapport indique si la prolongation de la tendance actuelle permet d'atteindre la cible fixée sur la base de différents programmes ou engagements internationaux auxquels la Belgique a souscrit. Lorsque l'indicateur est dépourvu de cible, l'évaluation précise si l'évolution de l'indicateur depuis 2000 va dans le sens de la réalisation de l'objectif ou non.

Sur la base des données disponibles à la fin d'octobre 2023, aucune tendance nette ne se dégage : l'évaluation est défavorable ou indéterminée pour 35 indicateurs sur 51. Pour ces indicateurs, des efforts supplémentaires seront nécessaires pour atteindre les ODD. Sur le plan environnemental, 8 indicateurs (sur un total de 16) ont enregistré une évolution favorable. A contrario, 17 indicateurs (sur 23) se rapportant à la composante sociale du développement durable ont eu tendance à évoluer plutôt défavorablement ou de manière indéterminée. Pour les composantes économique (7 indicateurs) et de gouvernance (5 indicateurs), seul un indicateur est favorable. Une évaluation est aussi réalisée pour chacun des ODD, en identifiant ceux pour lesquels les trois indicateurs pointent dans la même direction. Les ODD 2 (Faim zéro) et 6 (Eau propre et assainissement) se voient attribuer les meilleurs scores. Avec une évaluation défavorable pour leurs trois indicateurs, la situation s'avère préoccupante pour les ODD 4 (Éducation de qualité) et 17 (Partenariat pour la réalisation des objectifs) ainsi que pour l'ODD 5 (Égalité entre les sexes), pour lequel deux évaluations sont défavorables et la troisième indéterminée.

Position internationale

Le rapport donne un aperçu de la position internationale de la Belgique sur la base des 59 indicateurs disponibles pour une comparaison avec les autres pays de l'UE et avec sa moyenne. L'évaluation se fait pour l'année la plus récente disponible, sans considération pour l'évolution de cette position dans le temps ni explications quant aux différences éventuelles entre les pays (évaluation statique). Les résultats sont mitigés pour la comparaison avec les pays de l'UE : la Belgique appartient au groupe des plus performants pour 23 indicateurs (ODD Égalité des genres, R&D, Aide au développement), pour 22 indicateurs, elle se positionne dans le groupe des pays qui performant



moyennement (ODD Enseignement, Pollution), tandis que, pour 14 indicateurs, elle figure parmi les pays les moins performants (ODD Qualité de l'eau, Énergie et climat, Biodiversité). La Belgique enregistre des résultats supérieurs à la moyenne des pays de l'UE pour 38 indicateurs. Même si notre pays fait mieux que d'autres pour certains indicateurs, cela ne constitue pas une garantie de développement durable et n'est pas nécessairement suffisant pour atteindre les ODD correspondants d'ici à 2030. De l'analyse par composante, il ressort que la comparaison est souvent favorable à la Belgique s'agissant des composantes sociale et économique, et ce en raison de son système de sécurité sociale et de santé relativement bien développé ainsi que d'un PIB par habitant positionné dans le tiers supérieur de l'UE27. En revanche, pour la composante environnementale, la comparaison est souvent défavorable à la Belgique, qui est un pays densément peuplé et fortement urbanisé, avec relativement moins d'espaces naturels. En outre, son tissu industriel est concentré dans les industries intermédiaires, plus intensives en énergie et plus polluantes que les industries de biens finaux.

Ventilation par région

Les positions entre les régions sont très stables sur la période 2015-2022. Elles ne se modifient pas pour 26 des 42 indicateurs déclinés par région pour 13 ODD. Les trois régions évoluent dans le sens souhaité pour 18 indicateurs, dont 13 sont assortis d'une cible chiffrée. Pour cinq indicateurs, les trois régions vont dans la mauvaise direction, tandis que l'évolution est divergente entre les régions pour 14 indicateurs et qu'il n'y a pas d'évolution qui se dégage pour les cinq derniers.

Ventilation selon plusieurs catégories de la population

« Ne laisser personne de côté » est un principe directeur de l'Agenda 2030 de l'ONU qui justifie pleinement de vérifier comment plusieurs catégories de la population évoluent, à savoir: le genre, le revenu, l'âge, l'éducation, le type de ménage et le statut d'activité. L'appréciation se base sur les dernières données disponibles, sans que cela ne lui porte préjudice, car les positions des différentes catégories de population évoluent très peu. 38 indicateurs proposent une ventilation selon le genre: pour 18 indicateurs, les femmes sont défavorisées, tandis que, pour 18 autres, ce sont les hommes. Les écarts persistent dans le temps mais se réduisent sur quelques aspects (pauvreté, mortalité précoce due à des maladies chroniques, accidents de la route, taux de chômage, taux d'activité, jeunes sans emploi ni formation, accidents du travail mortels et risque de pauvreté). L'écart augmente au niveau des diplômés de l'enseignement supérieur au détriment des hommes et à celui de l'invalidité de longue durée au détriment des femmes. Sans surprise, les ventilations selon le niveau de revenu (20 indicateurs) et le niveau d'éducation (11 indicateurs) révèlent une situation plus favorable s'agissant des catégories dont les revenus ou le niveau d'éducation sont les plus élevés. Il ne se dégage pas de tendance générale lorsqu'on opère une distinction selon l'âge (16 indicateurs), hormis pour la santé perçue, la faible intensité de travail et le taux d'emploi, pour lesquels les écarts se réduisent entre jeunes et moins jeunes. Par ailleurs, ces écarts se creusent pour les personnes bénéficiant d'un revenu d'intégration sociale et pour les personnes en incapacité de travail de longue durée. Six indicateurs, tous liés à un aspect de la pauvreté (revenu, emploi, problèmes matériels, logement), fournissent des éléments par type de ménage. Les différences sont très marquées, les ménages monoparentaux étant systématiquement moins bien lotis pour la plupart des indicateurs. L'impact de la pauvreté est aussi frappant selon le statut d'activité: les chômeurs sont toujours les plus défavorisés, sans changement au fil du temps, suivis par les autres inactifs et les retraités. Les personnes ayant un emploi rémunéré obtiennent toujours le meilleur résultat.



Indicateurs composites de bien-être

Le BFP a développé des indicateurs composites de bien-être pour deux des trois dimensions du développement durable: le bien-être de la génération actuelle en Belgique (« Ici et maintenant ») et celui des générations futures (« Plus tard »). L'indicateur pour la dimension « Ailleurs », qui prend en compte l'impact du mode de vie des Belges sur les populations dans le reste du monde, est en cours d'élaboration.

Ici et maintenant: une détérioration sensible du bien-être des Belges en 2022

Sur la période 2005-2022, l'indicateur composite « Bien-être ici et maintenant » présente une tendance à la baisse significative. Cet indicateur mesure l'évolution du bien-être actuel en Belgique et vise à en refléter au mieux les variations observées. Après être tombé à un plancher en 2019, l'indicateur s'est redressé en 2020 et en 2021, mais s'est sensiblement dégradé en 2022, retombant pas loin de son niveau minimum. Ce repli s'explique par une détérioration de l'état de santé général de la population – principal déterminant du bien-être en Belgique – qui perdure et s'avère trop importante par rapport aux améliorations enregistrées au niveau socio-économique (taux de chômage, privation matérielle sévère et décrochage scolaire) et en termes de support social. En affinant l'analyse par catégorie de population, il apparaît que la diminution du bien-être entre 2005 et 2022 est statistiquement significative pour les hommes, les 16-24 ans, les 50-64 ans et le quatrième quintile de revenu. Sur cette période, seul l'indicateur relatif aux 65 ans et plus a notablement augmenté. L'impact de la pandémie de COVID-19 est globalement identique entre les différentes catégories, avec un niveau de bien-être qui reste relativement stable. Cependant, en 2022, toutes les catégories ont vu leur bien-être diminuer, de façon plus marquée chez les femmes que chez les hommes, chez les 25-49 ans et chez les personnes du troisième quintile.

Plus tard: le bien-être des générations futures amoindri par la dégradation du capital environnemental

Le développement durable d'une société implique que la satisfaction des besoins de la génération actuelle ne se fasse pas au détriment du bien-être des générations futures. Considérant que l'on ne peut préjuger ni de sa composition ni de la manière dont il sera produit, la mesure de ce bien-être futur (dimension « Plus tard ») repose sur une approche par les stocks de capitaux. Celle-ci consiste à mesurer l'évolution des stocks de ressources nécessaires pour assurer le bien-être des générations futures et part du principe qu'une société se développe de manière durable si elle leur garantit un stock de capitaux au moins équivalent au niveau actuel. Aussi, dans le cadre conceptuel utilisé dans le rapport du BFP, un développement est soutenable s'il préserve au minimum l'ensemble des stocks de capitaux.

On constate des évolutions divergentes pour les indicateurs de stocks de capitaux considérés comme nécessaires pour les générations futures. Le « capital humain » recouvre la santé individuelle et les qualifications et compétences qui contribuent à l'employabilité et à l'amélioration des revenus du travail. Il a globalement gonflé depuis 2005 à la suite de la hausse du nombre de diplômés de l'enseignement supérieur, en particulier à partir de 2015, tandis que l'indicateur de maîtrise suffisante de la lecture se dégrade depuis 2012, ce qui se traduit par un niveau de lecture qui s'est établi à son minimum en 2022. Le « capital social » concerne la qualité des relations entre les personnes, tant à l'échelle individuelle qu'à celle de la communauté. Sa nette progression sur la période 2005-2021 s'explique par une augmentation

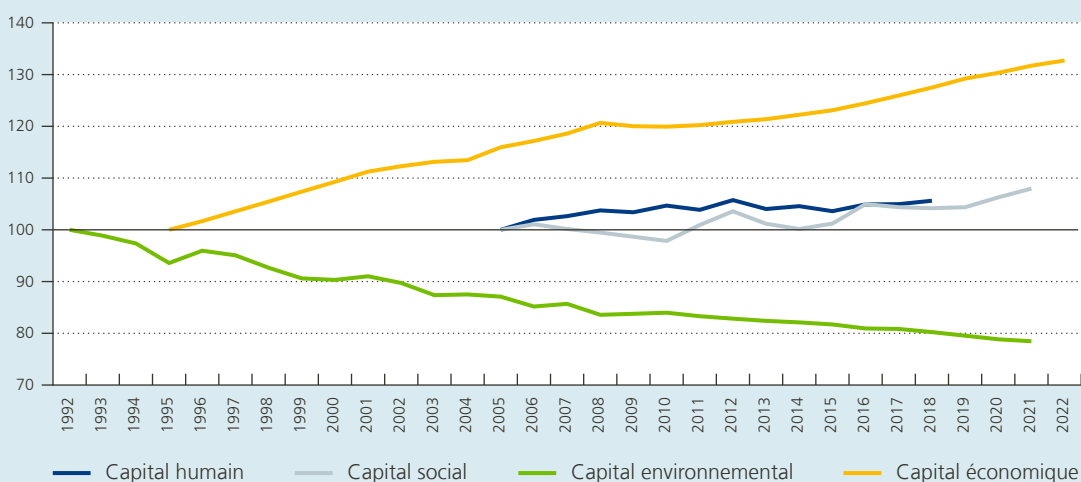


de la confiance dans la société, les indicateurs mesurant les relations avec les proches étant restés plutôt stables. Quant au « capital économique », qui recouvre l'ensemble des actifs économiques, il s'est sensiblement accru depuis 1995 et a culminé en 2022 ; tant l'indicateur de stock de capital physique que celui de capital connaissance ont contribué à cette progression. S'agissant du « capital environnemental », les quatre sous-capitaux qui le composent (l'air, l'eau, la terre et la biodiversité) poursuivent la tendance baissière observée depuis 1992.

La mise à jour des indicateurs composites confirme les tendances passées. Sur cette base et compte tenu de la détérioration de l'indicateur relatif au capital environnemental, le rapport du BFP conclut que le développement actuel de la Belgique n'est pas soutenable.

Indicateurs composites – dimension « Plus tard »

(100 = année de référence¹)



Source : BFP.

1 Les indicateurs sont normalisés à 100 pour une année de référence qui correspond à la première année commune aux composantes de chaque indicateur composite. Ces capitaux n'étant pas substituables entre eux, ils ne sont pas agrégés en un seul indicateur composite.

CASH



CASH



7. Évolutions financières

- | | | |
|-----|---|-----|
| 7.1 | Le resserrement de la politique monétaire s'est reflété dans les taux d'intérêt sur les prêts aux ménages et aux entreprises | 199 |
| 7.2 | La hausse des taux d'intérêt a réduit la capacité d'emprunt des ménages et ces derniers ont aussi modifié la structure de leurs actifs financiers | 202 |
| | Encadré 7 – L'émission du bon d'État à un an | |
| 7.3 | Les entreprises ont contracté moins de dettes en 2023 | 215 |
| 7.4 | Le secteur financier demeure résilient face aux différents chocs macroéconomiques | 219 |

7.1 Le resserrement de la politique monétaire s'est reflété dans les taux d'intérêt sur les prêts aux ménages et aux entreprises

Entamée à l'été de 2022, l'augmentation des taux directeurs de l'Eurosystème a continué d'influencer à la hausse les taux débiteurs pratiqués par les banques belges sur les nouveaux crédits en 2023. Les taux sur les nouveaux crédits hypothécaires aux ménages, notamment, sont passés d'une moyenne de 1,9% en juin 2022 à 3,9% en décembre 2023. Les taux sur les crédits à la consommation et ceux sur les prêts accordés aux entreprises

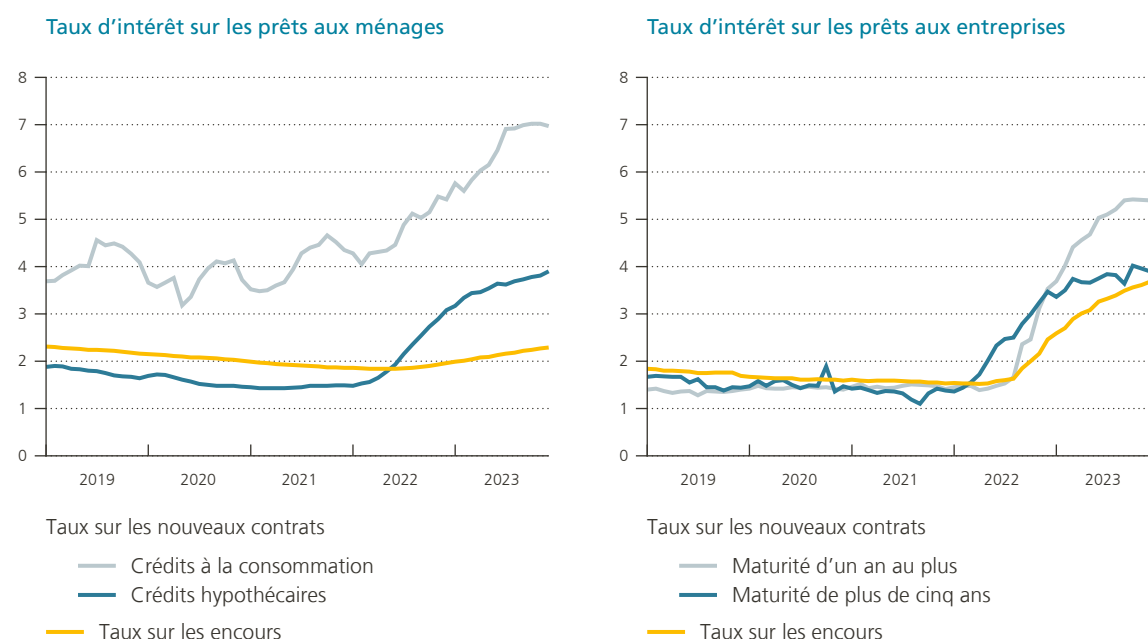
ont suivi la même tendance. À l'instar de ce qui a pu être observé sur les marchés financiers, la progression des taux à long terme a cependant ralenti en 2023. Comme déjà évoqué au chapitre 2, cette évolution est liée à l'anticipation d'un arrêt de la hausse des taux directeurs de la BCE.

L'alourdissement des charges d'intérêt effectivement supportées par les ménages est toutefois

Graphique 7.1

Les taux débiteurs augmentent depuis 2022

(taux d'intérêt moyens, pourcentages)



resté globalement modéré. Le relèvement des taux ne concerne que les prêts octroyés à partir de la mi-2022 et le nombre limité de prêts conclus antérieurement à taux variable. En effet, 90 % de l'encours des crédits octroyés aux ménages en juin 2022, soit avant l'envol des taux, étaient des prêts destinés à l'achat d'un bien immobilier, lesquels sont le plus souvent contractés à taux fixe. En d'autres termes, une très grande majorité des ménages belges devant rembourser un emprunt étaient protégés contre la

remontée des taux. Cette dernière n'a dès lors été que très partiellement répercutée sur les intérêts effectivement payés par les ménages dans leur ensemble et, partant, sur le rendement des portefeuilles de crédits des banques belges. Selon les résultats de l'enquête MIR, le taux d'intérêt moyen sur l'encours des crédits aux ménages est passé de 1,8 % en juin 2022 à 2,3 % en décembre 2023. En outre, dans beaucoup de cas, la charge des dettes contractées à taux fixe avant la recrudescence de l'inflation en 2022 a aussi été



allégée par la vive progression des revenus nominaux des particuliers due, entre autres, à l'indexation des salaires (cf. chapitre 4).

En revanche, les intérêts payés par les entreprises ont augmenté plus significativement. Le taux moyen sur l'encours des prêts aux sociétés non financières est en effet passé de 1,6 % en juin 2022 à 3,7 % en décembre 2023. Cela tient au fait qu'une grande partie de l'encours des crédits bancaires utilisés par les entreprises belges est liée à des contrats revolving ou à d'autres types de lignes de crédit dont les taux sont révisables.

Les banques n'ont toutefois pas resserré de manière substantielle leur politique d'octroi de crédits aux entreprises en 2023. C'est du moins ce qui ressort de l'enquête sur la distribution du crédit bancaire (Bank Lending Survey, BLS) conduite chaque trimestre par la Banque auprès des quatre plus grandes banques établies en Belgique. Les résultats de l'enquête sur l'accès au financement (SAFE), menée conjointement par la BCE et la Commission européenne auprès des entreprises, vont dans le même sens puisqu'ils ne laissent pas apparaître de hausse des refus de crédits sollicités par les PME belges. Néanmoins, les chefs d'entreprise répondant à l'enquête trimestrielle de la Banque sur l'appréciation des conditions de crédit mentionnent un léger resserrement des contraintes liées au volume des prêts et aux garanties exigées par les banques.

Les conditions d'octroi de crédits hypothécaires aux ménages restent quant à elles en partie déterminées par les attentes prudentielles formulées par la Banque dans le but de limiter la production de crédits risqués. En vigueur depuis le 1^{er} janvier 2020, cette mesure invite les prêteurs à restreindre, entre autres, la part des crédits caractérisés par une quotité élevée, c'est-à-dire ceux dont le montant excède 90 % de la valeur du bien immobilier financé s'il est destiné à être occupé par son propriétaire, ou 80 % de cette même valeur s'il est destiné à la location. La mesure prévoit toutefois des marges de tolérance permettant des dépassements

du seuil de quotité pour une partie des crédits. Ces marges sont plus larges en ce qui concerne les prêts accordés aux primo-acquéreurs. Elles sont en revanche plus réduites s'agissant des contrats de crédit combinant une quotité de plus de 90 % avec une charge de remboursement mensuelle équivalant à plus de 50 % du revenu de l'emprunteur, ou de ceux portant sur une dette supérieure au revenu annuel multiplié par 9. Les effets de cette mesure ont été manifestes dès son introduction ; alors que les crédits assortis d'une quotité de plus de 90 % représentaient 33 % des nouveaux prêts hypothécaires des banques belges en 2019, cette proportion est tombée à 19 % en 2020 et à 14 % en 2021. Elle s'est maintenue à ce niveau jusqu'au premier semestre de 2023.

Ainsi, les prêteurs n'ont encore une fois pas épuisé les marges de tolérance autorisées dans le cadre des attentes prudentielles, et ce tant pour les crédits aux primo-acquéreurs que pour les autres prêts pour habitation propre. Au premier semestre de 2023, seuls 22 % des nouveaux prêts accordés aux primo-acquéreurs étaient assortis d'une quotité supérieure à 90 %, alors que la marge de tolérance fixée par la Banque se situe à 35 % des nouveaux contrats. S'agissant des autres prêts pour habitation propre, 8 % des nouveaux dossiers conclus ont dépassé la quotité de 90 %, là où la marge de tolérance pour ce type de crédits se monte à 20 %.

Dans le contexte de la remontée des taux d'intérêt, les prêteurs ont néanmoins fait montre d'une plus grande souplesse à l'égard de leur clientèle. D'une part, afin d'alléger le montant des annuités, les prêteurs permettent davantage leur étalement dans le temps par le biais de maturités plus longues. Ainsi, la part des nouveaux prêts hypothécaires accordés aux primo-acquéreurs et assortis d'une maturité de plus de 20 ans se chiffrait à 72 % au premier semestre de 2023, contre 59 % en 2021. D'autre part, la proportion de ces crédits hypothécaires pour lesquels la charge de remboursement excède 40 % du revenu des emprunteurs s'est progressivement élargie, passant de 27 % en 2021 à 33 % au premier semestre de 2023.

7.2 La hausse des taux d'intérêt a réduit la capacité d'emprunt des ménages et ces derniers ont modifié la structure de leurs actifs financiers

Les marchés de l'immobilier résidentiel et des prêts hypothécaires ont fortement ralenti à la suite du relèvement des taux d'intérêt

La vive remontée des taux d'intérêt hypothécaires a influencé négativement l'activité sur le marché de l'immobilier résidentiel et a pesé sur les prix des logements, mais elle a été en grande partie compensée par l'augmentation des revenus et par l'allongement des maturités des nouveaux emprunts. La hausse prononcée des taux hypothécaires signifie que, à mensualités égales, le montant pouvant être emprunté par les ménages a été nettement moindre qu'au début de 2022, ce qui a freiné la demande de logements. En outre, le relèvement des taux d'intérêt a probablement aussi affaibli la demande de biens d'investissement, qui affichait un niveau élevé les années précédentes en raison des taux bas et de la quête de rendement qui en découlait. Cependant, les effets négatifs du redressement des taux d'intérêt sur les prix des logements ont été largement contrebalancés par l'allongement de la durée des nouveaux prêts hypothécaires, évoqué ci-avant, et par l'augmentation significative des revenus, qui ont tiré vers le haut le montant empruntable par les ménages pour l'achat de leur logement.

Après deux années d'intense activité, le nombre de transactions portant sur des logements existants s'est nettement replié. Au cours des trois premiers trimestres de 2023, le nombre de transactions immobilières résidentielles a chuté de 18 % par rapport à la période correspondante de 2022 et de 7 % comparativement à celle de 2019. Si elle

a touché l'ensemble des régions et des types de logements, cette baisse du nombre de transactions a surtout concerné les maisons et la Région flamande. S'agissant de cette dernière, cela s'explique vraisemblablement par le fait que la vente de certaines habitations dotées d'un certificat PEB E ou F a été avancée à la fin de 2022, et ce afin de contourner l'obligation de rénovation énergétique entrée en vigueur en Flandre le 1^{er} janvier 2023, laquelle requiert d'atteindre au moins un label PEB D.

L'activité sur le marché de l'immobilier neuf s'est elle aussi fortement contractée, l'augmentation des coûts de construction venant s'ajouter à l'appréciation des taux d'intérêt. Alors que les nouveaux biens représentaient encore 22 % du nombre de ventes d'appartements et 2,9 % des ventes de maisons en 2021, leur part a diminué de plus d'un tiers pour revenir à, respectivement, 14,3 et 1,7 %. Les investissements en logements des ménages ont également continué de régresser en 2023 (cf. section 4.2). Enfin, les indicateurs avancés signalent également un nouveau ralentissement de l'élargissement du parc de logements. En effet, le nombre de permis de bâtir accordés pour des immeubles résidentiels neufs au cours des trois premiers trimestres de 2023 a reflué de 20 % par rapport à la période correspondante de 2021, tandis que les carnets de commandes et les perspectives de demande dans le secteur du gros œuvre de bâtiments se sont eux aussi sensiblement détériorés. Cet essoufflement du marché des nouvelles constructions tient non seulement à la remontée des taux d'intérêt, mais également à la nette hausse des coûts de construction, qui ont bondi de 22 % par rapport au début de 2021.

La croissance des prix des logements existants a ralenti au cours des trois premiers trimestres de 2023, mais elle est demeurée positive. Après avoir fortement crû, de 7 % en moyenne par an de 2020 à 2022, les prix nominaux des logements ont grimpé de 2,7 % en glissement annuel au cours des trois premiers trimestres de 2023. En dépit de cette perte de vitesse significative, la croissance des prix a été plus robuste en Belgique que dans la zone euro, où ils ont baissé de 1,1 %. La hausse des prix a été plus vive en Région flamande (3,4 %) qu'en Région wallonne (2,0 %) et que dans la Région de Bruxelles-Capitale (-1,5 %), mais les chiffres de la Flandre surestiment quelque peu l'augmentation effective pour un logement identique car les ventes de logements énergivores y ont vraisemblablement été plus faibles que d'habitude. Enfin, les prix des logements en termes réels, qui tiennent compte de l'inflation élevée observée ces dernières années, ont reculé de 6,4 % sur les trois premiers trimestres de 2023 par rapport à la fin de 2021.

Les prix des logements neufs ont progressé davantage que ceux des logements existants.

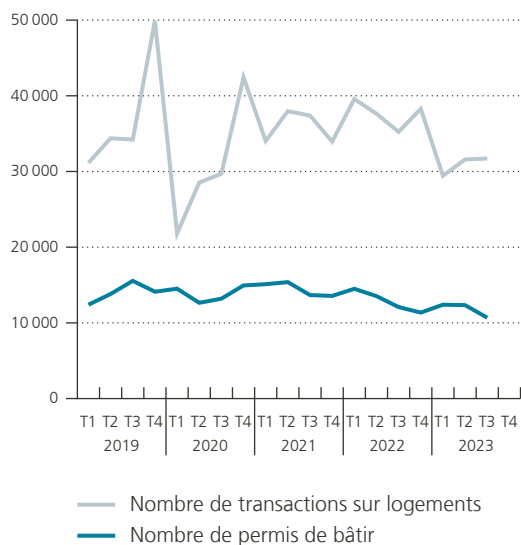
Leurs prix de vente ont augmenté de 4,9 % sur les neuf premiers mois de 2023 par rapport à l'année précédente. D'une part, cela s'explique par la hausse sensible des coûts de construction. D'autre part, ce renchérissement peut aussi résulter d'une demande accrue de logements économes en énergie, en raison des prix énergétiques élevés et des obligations de rénovation de plus en plus strictes qui ont été instaurées ou annoncées (cf. encadré 5). Enfin, le gonflement des prix des biens neufs a soutenu la demande de logements existants, étant donné qu'ils font office de substituts.

L'accessibilité au logement pour les candidats acquéreurs a continué de se dégrader, mais leur charge de remboursement annuelle s'est quelque peu allégée grâce à des maturités plus longues et à des apports personnels plus importants. L'évolution dans le temps de l'accessibilité à la propriété peut être appréhendée sur la base de l'évolution de la charge de remboursement d'un emprunt hypothécaire assorti d'une quotité de 80 % de la valeur du logement et d'une durée de 20 ans. Alors qu'elle avait déjà augmenté de façon substantielle

Graphique 7.2

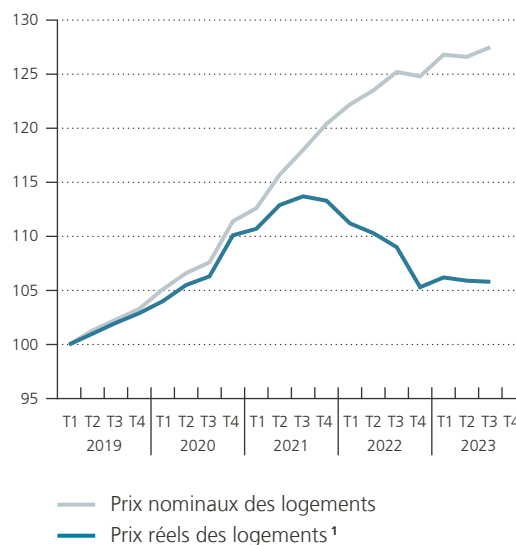
Le marché du logement a connu un ralentissement en 2023

Nombre de transactions sur logements existants et nombre de permis de bâtir pour de nouveaux logements



Prix des logements existants

(indices, 2019 T1 = 100, données corrigées des variations saisonnières)



Sources: Statbel, BNB.

¹ Déflatés au moyen du déflateur de la consommation privée.

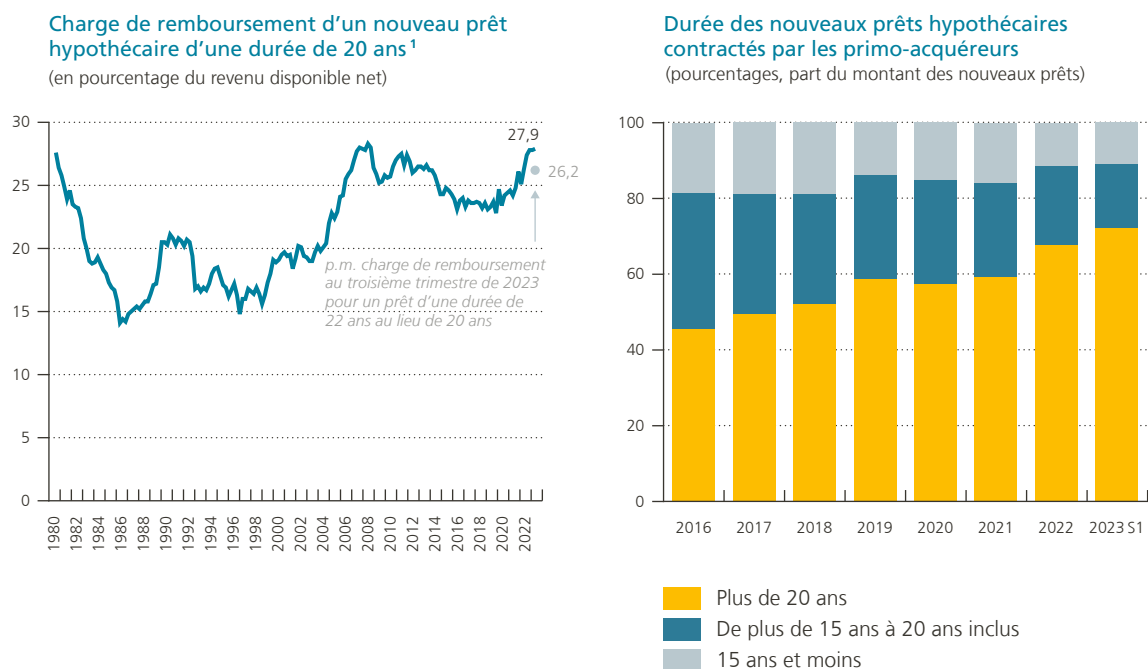
ces dernières années, passant de 22,8 % du revenu disponible net au début de 2020 à 27,4 % à la fin de 2022, elle s'est encore modérément accrue au cours des trois premiers trimestres de 2023, pour s'établir à 27,9 %. Toutefois, l'augmentation de la maturité des nouveaux prêts hypothécaires pour les primo-acquéreurs a quelque peu tempéré la hausse de la charge de remboursement annuelle moyenne. En effet, les annuités pour un emprunt sur 22 ans étaient inférieures de 1,7 point de pourcentage à celles d'un prêt sur 20 ans au troisième trimestre de 2023 (en supposant un taux d'intérêt et un prix du logement identiques). Dans ce cas, les remboursements doivent évidemment s'étaler sur une période plus longue, ce qui amplifie le montant total des intérêts à rembourser. L'allongement de l'échéance moyenne des nouveaux crédits hypothécaires a également tiré les prix des logements eux-mêmes vers le haut. Par ailleurs, l'apport personnel moyen s'est de nouveau inscrit en hausse en 2023, ce qui a réduit

le montant emprunté ainsi que les annuités. Enfin, si l'indicateur d'accessibilité évoqué ci-avant est calculé pour un ménage à revenu moyen et pour l'achat d'une maison de prix moyen, la charge de remboursement est sensiblement plus élevée pour les ménages à faible revenu et possédant un patrimoine financier limité, en particulier dans les régions plus chères.

En 2023, l'octroi de crédits hypothécaires a décliné beaucoup plus fortement que le nombre de transactions immobilières. En raison de la remontée des taux d'intérêt, il est devenu bien plus onéreux de financer l'achat d'un logement au moyen d'un nouveau prêt hypothécaire. Alors qu'auparavant, dans un contexte de baisse des taux d'intérêt, il était la plupart du temps plus avantageux de refinancer les emprunts hypothécaires existants à un taux inférieur, il est aujourd'hui souvent opportun de conserver autant que possible les contrats en cours, assortis d'un taux bas. Dès lors, si un crédit n'est pas encore

Graphique 7.3

L'accessibilité au logement pour les candidats acquéreurs a continué de se dégrader, mais la charge de remboursement annuelle a été partiellement réduite par un allongement de la maturité des crédits



Source: BNB.

¹ Cet indicateur se base sur l'hypothèse qu'un ménage disposant d'un revenu disponible moyen achète une habitation à un prix moyen et qu'il finance 80 % du montant de l'achat par un emprunt à taux fixe d'une durée de 20 ans. Il n'est tenu compte ici ni de la déductibilité fiscale de l'emprunt, ni des coûts de transaction, ni de l'évolution future des revenus.

entièrement remboursé au moment de l'achat d'un nouveau logement, l'option privilégiée consiste fréquemment à le laisser se poursuivre et à n'emprunter, le cas échéant, que le montant supplémentaire nécessaire. En outre, d'après les réponses des banques belges à l'enquête BLS, d'autres sources de financement, telles que l'épargne ou les donations familiales, sont plus souvent mobilisées depuis 2022. Enfin, les nouveaux prêts hypothécaires destinés à la rénovation et à la construction ont fléchi nettement plus que ceux consentis pour l'achat d'un logement existant.

Néanmoins, l'encours total des prêts hypothécaires a encore augmenté. Les ménages disposant d'un excédent de liquidités ont probablement moins eu recours à la possibilité de rembourser anticipativement leurs emprunts assortis d'un faible taux d'intérêt. Au total, l'octroi net de nouveaux crédits s'est monté à 5,5 milliards d'euros en 2023, contre 14,4 milliards d'euros au cours de l'année précédente. Dès lors, la croissance annuelle globale des prêts au logement est retombée de 5,8% à la fin de 2022 à 2,1% en décembre 2023.

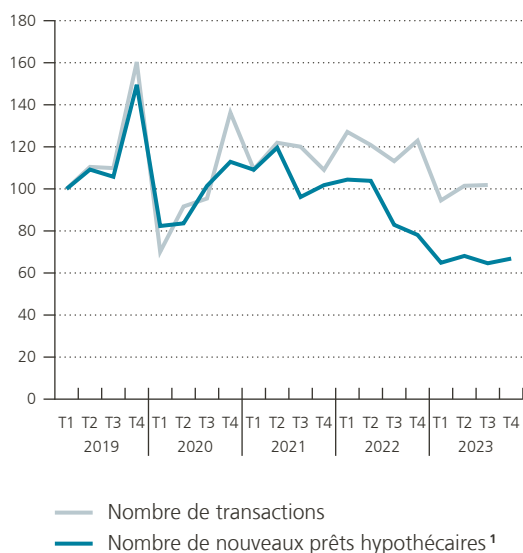
En dépit de la remontée des taux d'intérêt, la croissance des crédits à la consommation s'est légèrement accélérée. Le taux de variation annuel a atteint un maximum de 4,8% en avril, soit 1,7 point de pourcentage de plus qu'à la fin du mois de décembre 2022. Il s'est toutefois ensuite replié, s'établissant encore à 2,0% en décembre. Les autres prêts aux ménages belges ont sensiblement diminué. Les crédits non hypothécaires représentent au total quelque 9% du volume des emprunts contractés par les ménages auprès des banques belges.

L'endettement global des ménages n'a que légèrement progressé. Son évolution est essentiellement déterminée par celle des prêts hypothécaires, qui en sont la principale composante. En raison de la faible expansion de ces derniers, l'augmentation du montant total de la dette des ménages s'est limitée à 3,3%, alors qu'elle atteignait environ 5% par an ces dernières années. Grâce notamment à la croissance économique nominale exceptionnellement forte, le taux d'endettement global des ménages exprimé en pourcentage du PIB a encore quelque

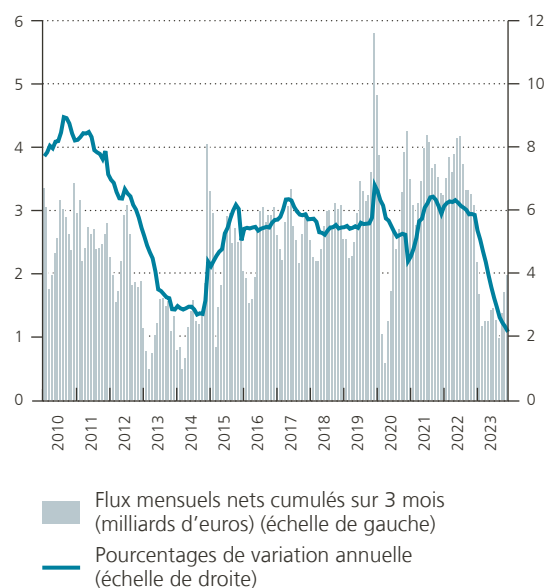
Graphique 7.4

L'évolution des prêts hypothécaires ne correspond plus à celle du marché immobilier

Nombre de transactions sur logements existants et nombre de nouveaux prêts hypothécaires (indices, 2019 T1 = 100)



Évolution des prêts hypothécaires

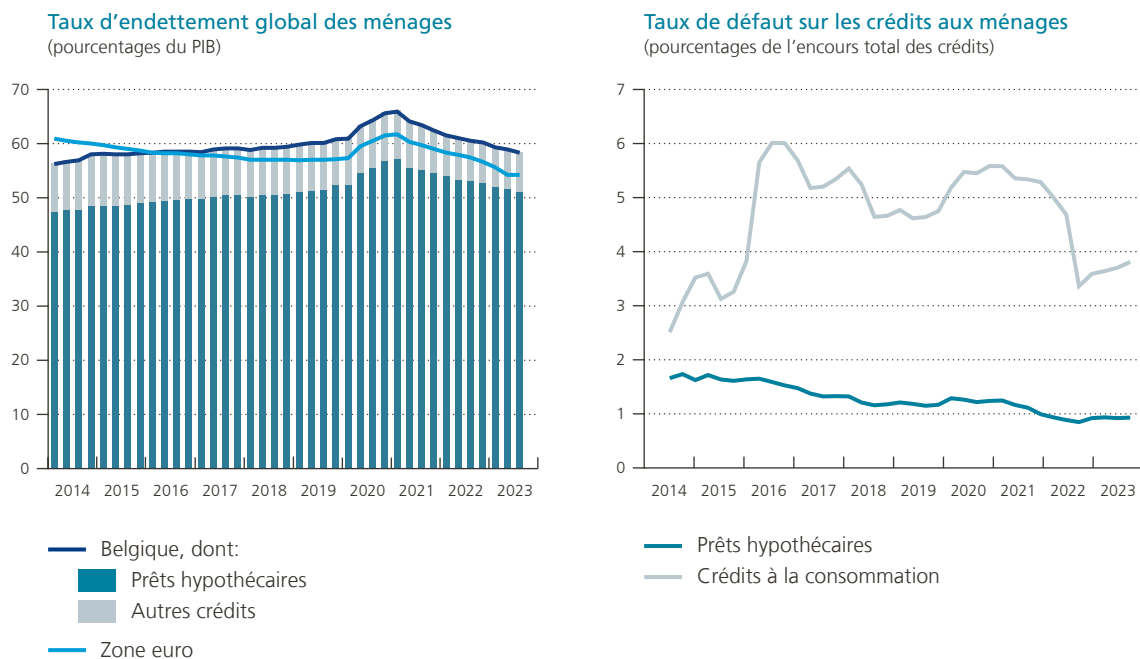


Sources: Statbel, BNB.

1 Hors refinancements de crédits en cours.

Graphique 7.5

Le niveau d'endettement des ménages reste maîtrisé et soutenable



Sources : BCE, BNB.

peu régressé. Après avoir culminé à 66,1 % du PIB au début de 2021, celui-ci s'est graduellement replié, pour revenir à 58,5 % du PIB au troisième trimestre de 2023. Le taux d'endettement en Belgique suit ainsi la tendance observée dans l'ensemble de la zone euro, où le ratio dette/PIB s'est établi aux alentours de 54 %.

Le niveau d'endettement des ménages belges reste donc soutenable. Cela transparaît également dans le fait que les défaillances sont restées limitées, tant sur les crédits hypothécaires que sur ceux à la consommation. Le taux de défaut sur les prêts au logement s'est stabilisé à 0,9 % en 2023, tandis que celui sur les prêts à la consommation s'est modestement renforcé durant l'année, tout en restant modéré d'un point de vue historique, à moins de 4 %.

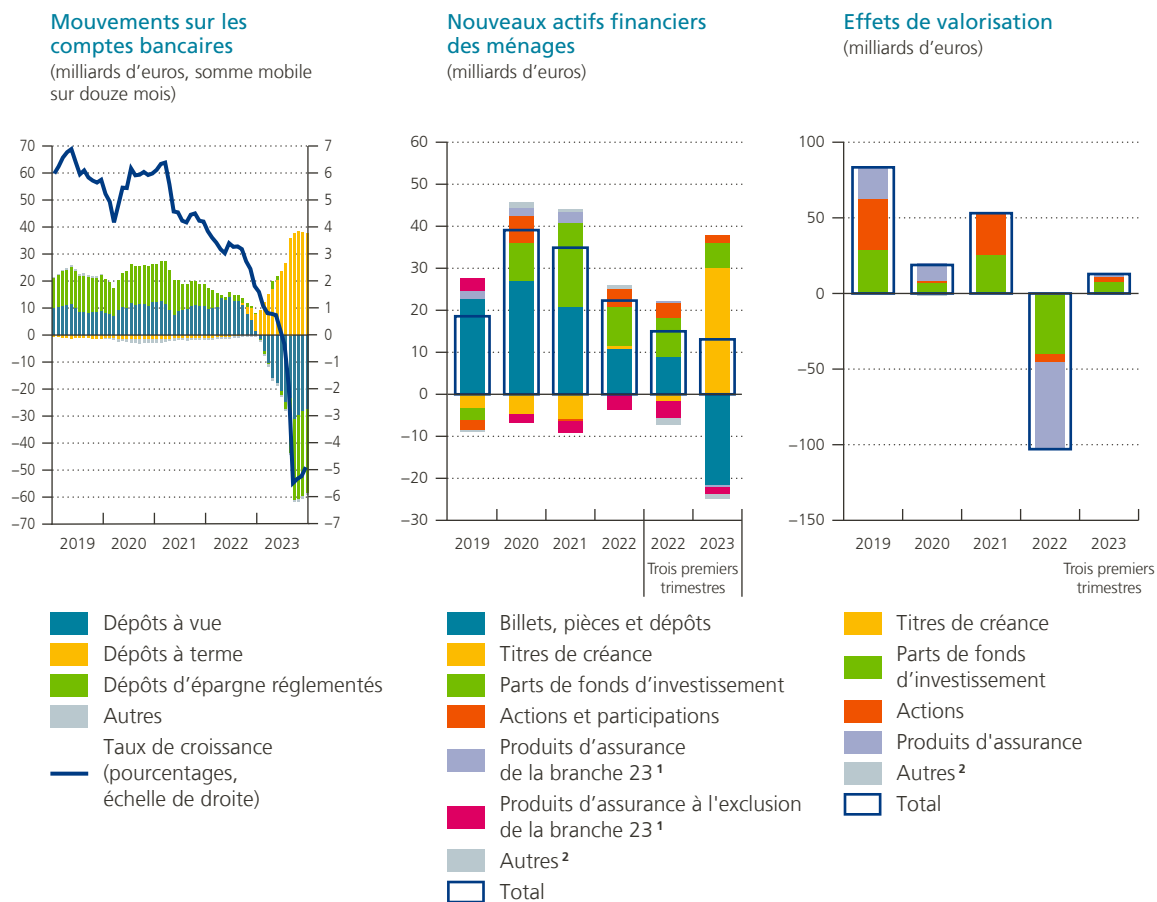
Les décisions d'investissement sont orientées vers des actifs financiers plus rémunérateurs

Au cours des neuf premiers mois de 2023, les particuliers ont étendu l'ensemble de leurs actifs financiers, bien que le total des nouveaux placements ait été inférieur à celui qu'on a pu observer au cours des trois années précédentes. Il a atteint 13,1 milliards d'euros au cours des trois premiers trimestres, alors que ces nouveaux placements avaient totalisé, respectivement, 26, 28 et 15 milliards en 2020, 2021 et 2022 durant la même période.

Par ailleurs, 2023 a été caractérisée par d'importants mouvements entre les différents types d'actifs financiers détenus par les ménages. Tout au long de l'année, les taux d'intérêt sur les comptes et dépôts bancaires sont en effet demeurés faibles au regard de ceux offerts sur d'autres produits financiers de court terme. En conséquence, dès le début de l'année et pour la première fois depuis 1999, les particuliers ont drainé des fonds disponibles sur leurs comptes à vue pour les placer sur des comptes à

Graphique 7.6

Les ménages ont transféré une partie de leurs dépôts bancaires vers des actifs plus rémunérateurs



Source : BNB.

1 Cette rubrique inclut les droits nets des ménages sur les réserves techniques d'assurance, sur les fonds de pension et sur les réserves de garanties standard.

2 Dans le volet du centre, cette rubrique comprend, dans la mesure où ils sont recensés, les crédits commerciaux et divers actifs sur les administrations publiques et sur les institutions financières. Dans le volet droit du graphique, cette rubrique reprend en outre les billets, pièces et dépôts.

terme. En août et en septembre, ce mouvement s'est accéléré et a également touché les montants conservés sur les dépôts d'épargne, à la suite de l'émission du bon d'État à un an par le Gouvernement fédéral, dont la rémunération était plus avantageuse que celle des produits bancaires (cf. encadré 7).

Au total, entre janvier et septembre, 56 milliards d'euros ont été puisés dans les comptes à vue et les dépôts d'épargne pour être investis principalement, d'une part, dans des comptes à terme (à hauteur de 32 milliards) et, d'autre part, dans le bon d'État (pour un montant de 22 milliards d'euros).

Ainsi, le taux de croissance des dépôts bancaires est devenu négatif pour la première fois depuis 20 ans, s'affichant à $-5,5\%$ en septembre.

Par ailleurs, les ménages ont également investi une partie de leur épargne dans des instruments plus risqués, ces glissements s'étant opérés essentiellement au cours du premier trimestre de l'année. Entre janvier et septembre, les particuliers ont acquis des parts de fonds d'investissement à hauteur de 6 milliards d'euros. De même, les actions, cotées comme non cotées, et autres participations ont été plébiscitées pour un total de 1,9 milliard d'euros.

Les effets de valorisation qui résultent de l'évolution des cours sur les marchés financiers ont été positifs en 2023. Ils n'ont toutefois pas compensé les pertes de valeur subies par les fonds d'investissement, actions et produits d'assurance des ménages en 2022, compte tenu de la montée des taux d'intérêt et du repli des marchés boursiers. Au cours des neuf premiers mois de 2023, les particuliers ont engrangé des valorisations pour un montant de 12,9 milliards d'euros; celles-ci ont principalement bénéficié aux actifs placés dans des OPC mixtes et d'actions, ainsi que dans des actions et participations. Les avoirs en produits d'assurance ont également été concernés.

À la suite des mouvements opérés entre les différents types de produits financiers, des nouveaux placements et des effets de valorisation, la structure des actifs financiers des ménages s'est légèrement modifiée. L'épargne en numéraire et en dépôts, de même que celle sous la forme d'actions et de participations, en représentent toujours les

catégories principales (avec, respectivement, 465 et 438 milliards d'euros, soit 31 et 29 % du patrimoine financier à la fin du troisième trimestre de 2023), mais les titres de créance ont gagné en importance à la faveur de l'émission du bon d'État en septembre. Le montant alloué aux titres de créance totalisait ainsi 57 milliards d'euros à la fin de septembre 2023, contre 27 milliards à la fin de 2022.

Considéré dans son ensemble, le patrimoine financier des ménages belges était estimé à 1 510 milliards d'euros en septembre 2023, soit en hausse par rapport aux 1 484 milliards recensés à la fin de 2022. En termes relatifs, toutefois, la valeur de ce patrimoine a diminué au cours des trois premiers trimestres de 2023, revenant de 267,9 à 261,4 % du PIB. Cette différence peut sembler minime, mais la tendance est à l'œuvre depuis plusieurs années. Ainsi, entre 2011 et 2019, la richesse financière des ménages belges oscillait aux alentours de 300 % du PIB.



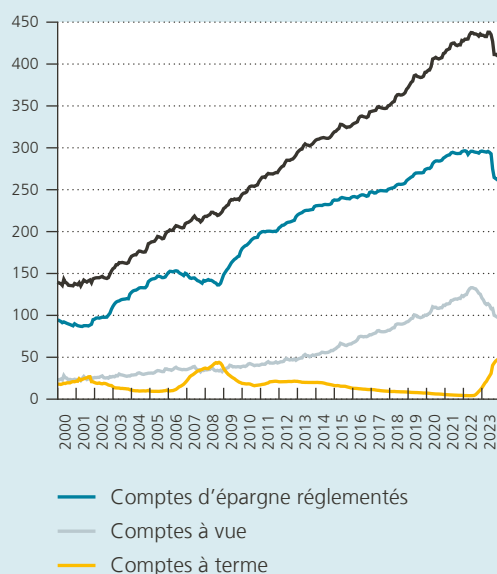
L'émission du bon d'État à un an

En 2023, l'Agence Fédérale de la Dette a émis son premier bon d'État à un an, dont l'échéance a été fixée au 4 septembre 2024. En émettant un produit d'investissement sans risque et assorti d'une courte maturité, qui s'apparente donc à un compte d'épargne¹, le ministre des Finances poursuivait un triple objectif : stimuler la concurrence pour l'épargne et pousser ainsi les taux des dépôts bancaires à la hausse ; envoyer un signal positif aux marchés financiers quant à la capacité d'épargne des Belges ; et, enfin, offrir aux ménages une possibilité d'investissement à court terme sûre et attrayante.

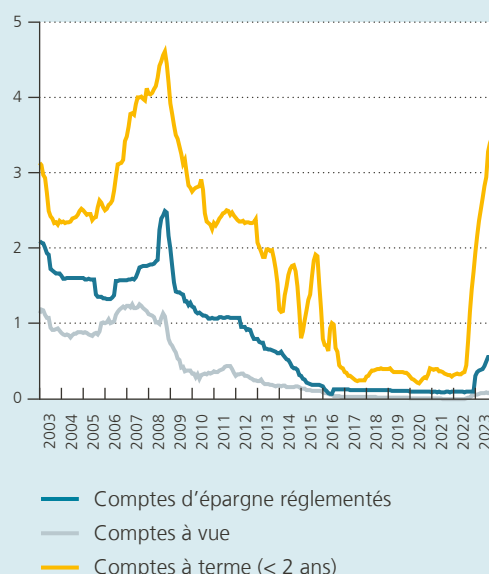
L'engouement des ménages pour ce nouveau bon d'État a été énorme : plus de 500 000 épargnants y ont souscrit, pour un montant total de 21,9 milliards d'euros. Le succès de cette émission a été tel qu'elle a battu le record détenu précédemment par les « bons d'État Leterme », qui avaient permis de lever 5,7 milliards d'euros en décembre 2011. Les souscriptions au bon d'État à un an par les épargnants ont en outre donné lieu à une sortie de fonds considérable pour les banques. Les 21,9 milliards d'euros récoltés représentent en effet 5 % de la valeur totale des dépôts des ménages (telle que mesurée en juillet 2023).

Encours et taux des dépôts des ménages belges auprès de banques actives en Belgique

Encours des dépôts bancaires des ménages
(milliards d'euros)



Taux des dépôts bancaires des ménages¹
(pourcentages)



Source : BNB.

¹ Ces données sont tirées d'une enquête sur les taux d'intérêt réalisée auprès des banques. Avant juillet 2016, le taux des comptes d'épargne n'incluait que le taux de base. Depuis juillet 2016, les primes (telles que les primes de fidélité ou de croissance) sont également incluses là où elles sont applicables. En pratique, il est possible d'observer un certain délai entre l'ajustement des primes de fidélité par les banques et leur répercussion sur ces données.

Les retraits de dépôts des ménages en août et en septembre 2023 ont en effet été les plus élevés jamais observés depuis l'établissement des statistiques bancaires². Au total, la diminution enregistrée entre juillet et septembre 2023 a atteint près de 24 milliards d'euros. Pour souscrire au bon d'État, les ménages ont principalement puisé dans leurs comptes d'épargne. Les comptes d'épargne réglementés ont en effet accusé une baisse de 28 milliards d'euros entre juillet et septembre. Ce recul s'explique, d'une part, par l'émission du bon d'État et, d'autre part, par une demande accrue pour les comptes à terme. Ceux-ci offrent effectivement un rendement généralement plus attractif que les comptes d'épargne, et les transferts vers ce type de compte ont été favorisés par les conditions temporairement très intéressantes offertes par certaines banques en guise d'alternative au bon d'État. Le compte d'épargne réglementé reste toutefois la catégorie de dépôt la plus importante, avec un encours de 265 milliards d'euros en décembre (ce qui équivaut aux deux tiers des dépôts des ménages).

Le succès de ce bon d'État belge auprès des épargnants s'explique par son rendement attractif, alors que la transmission du relèvement des taux d'intérêt sur les marchés des capitaux aux taux offerts sur les dépôts par les banques belges était particulièrement lente. Le coupon brut de 3,30 %, combiné à une réduction du précompte mobilier applicable à ce bon, se traduit par un rendement de 2,81 % après impôts. Ce rendement était alors plus élevé que les taux d'intérêt offerts par les banques sur les dépôts des ménages.

Même si l'émission du bon d'État a bouleversé le marché de l'épargne, la rémunération des comptes d'épargne reste faible. De fait, par rapport à l'évolution des taux de dépôt observée dans d'autres pays et à celle des taux sur les marchés financiers, la progression de la rémunération des comptes d'épargne des particuliers en Belgique s'est révélée plus lente qu'attendu. Le taux moyen appliqué aux dépôts d'épargne réglementés s'élevait à 0,55 % en septembre 2023. Ce taux a ensuite légèrement augmenté jusqu'à 0,65 % en décembre.

1 En Belgique, les comptes d'épargne sont en partie rémunérés par une prime de fidélité. Celle-ci est fixée au moment où un dépôt est effectué et s'ajoute au taux de base, à condition que la somme versée reste de façon ininterrompue sur le compte d'épargne pendant une période de douze mois. Cette période correspond à la maturité du bon d'État à un an.

2 La période de souscription à ce titre courait du 24 août au 1^{er} septembre. La diminution des dépôts des ménages observée en août est principalement imputable aux paiements anticipés effectués par les investisseurs qui ont souscrit directement auprès de l'Agence Fédérale de la Dette plutôt que par l'intermédiaire de banques commerciales. Les souscriptions effectuées par le biais de ces dernières, qui constituent la plus grande proportion, apparaissent quant à elles dans les données de septembre.



De nombreux ménages vivent dans la pauvreté

La richesse financière nette des ménages (mesurée par l'ensemble de leurs actifs financiers desquels on soustrait leur endettement) a augmenté tendanciellement depuis 2000, à l'exception de quelques périodes bien circonscrites. Deux moments sont plus particulièrement à épinglez à cet égard : la crise financière de 2008 et la crise énergétique de 2021-2022.

Exprimé relativement au PIB, qui mesure la production annuelle de richesse (et le revenu annuel) en Belgique, le patrimoine financier net tend à osciller autour de 230 % mais, en 2022, une baisse significative a été enregistrée. Alors que le niveau était de 235 % du PIB à la fin de 2019, il est tombé à 206 % au troisième trimestre de 2022 et s'est encore tassé au troisième trimestre de 2023, chutant à 201 %. Cette période de baisse se maintient plus durablement que lors des phases

d'affaiblissement antérieures. Durant les crises du COVID-19 et de l'énergie, qui se sont caractérisées, entre autres, par une forte inflation et par des taux d'intérêt élevés, les ménages belges, considérés dans leur ensemble, se sont donc relativement appauvris.

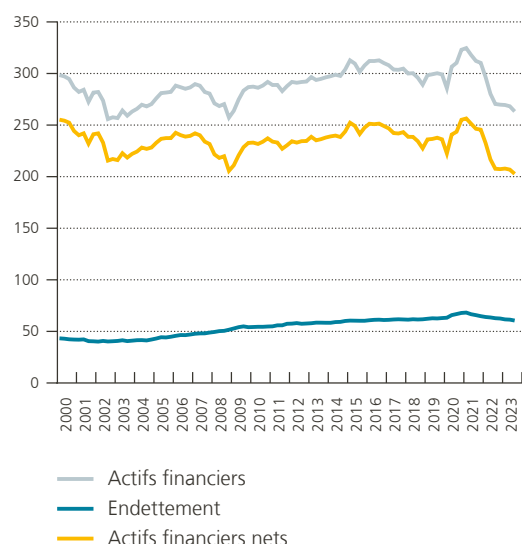
Bien que les ménages belges possèdent un patrimoine important, cette richesse est inégalement répartie. Une grande partie de ce patrimoine est entre les mains des plus nantis. En plus d'être propriétaires de leur logement, ceux-ci détiennent aussi la plupart des autres avoirs immobiliers et des actifs financiers. Le quintile le plus pauvre de la population, quant à lui, possède à peine plus d'actifs qu'il n'a de dettes. Les affirmations telles que « les Belges sont riches », qui se fondent sur le patrimoine agrégé des ménages, relèvent donc de la généralisation abusive et doivent être nuancées.

La distribution inégale des richesses rend certains groupes de la population plus ou moins vulnérables aux aléas financiers. Ainsi, les

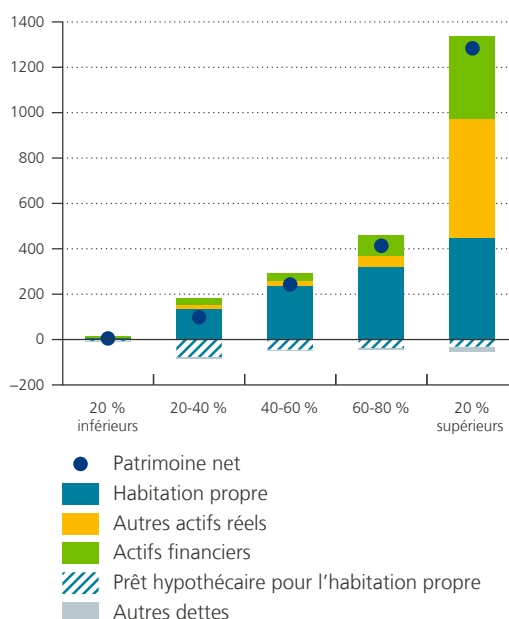
Graphique 7.7

La richesse financière nette des ménages est demeurée stable à un bas niveau en 2023, mais leur patrimoine est réparti de manière inégale

Richesse financière des ménages
(pourcentages du PIB)



Distribution de la richesse nette
(moyennes par quintile de patrimoine en milliers d'euros, en 2020)



Source : BNB.

ménages moins fortunés sont relativement plus souvent locataires, tandis que les plus prospères sont fréquemment propriétaires de leur logement. L'évolution des prix de l'immobilier résidentiel, des taux d'intérêt hypothécaires et des loyers affectera donc diversement les différents types de ménages. Lorsque l'on examine les composantes financières du patrimoine, il convient de garder à l'esprit que celles-ci sont principalement détenues par les ménages les plus fortunés. Enfin, sur le plan de l'endettement, les exigences de solvabilité et de garanties des établissements financiers se révèlent souvent rédhibitoires pour les ménages les plus pauvres, ce qui les contraint parfois à se tourner vers d'autres formules de crédit très coûteuses.

Les ménages disposant d'un patrimoine limité perçoivent la plupart du temps aussi de faibles revenus. Le nombre de personnes en situation de pauvreté est donc généralement estimé sur la base du revenu, qui est également plus simple à déterminer. Tandis que le patrimoine peut comprendre des composantes très disparates, dont il n'est pas

toujours aisé de calculer la valeur présente, le revenu fournit une indication actuelle chiffrée des ressources mensuelles dont dispose un ménage, qui peut être comparée aux dépenses à couvrir.

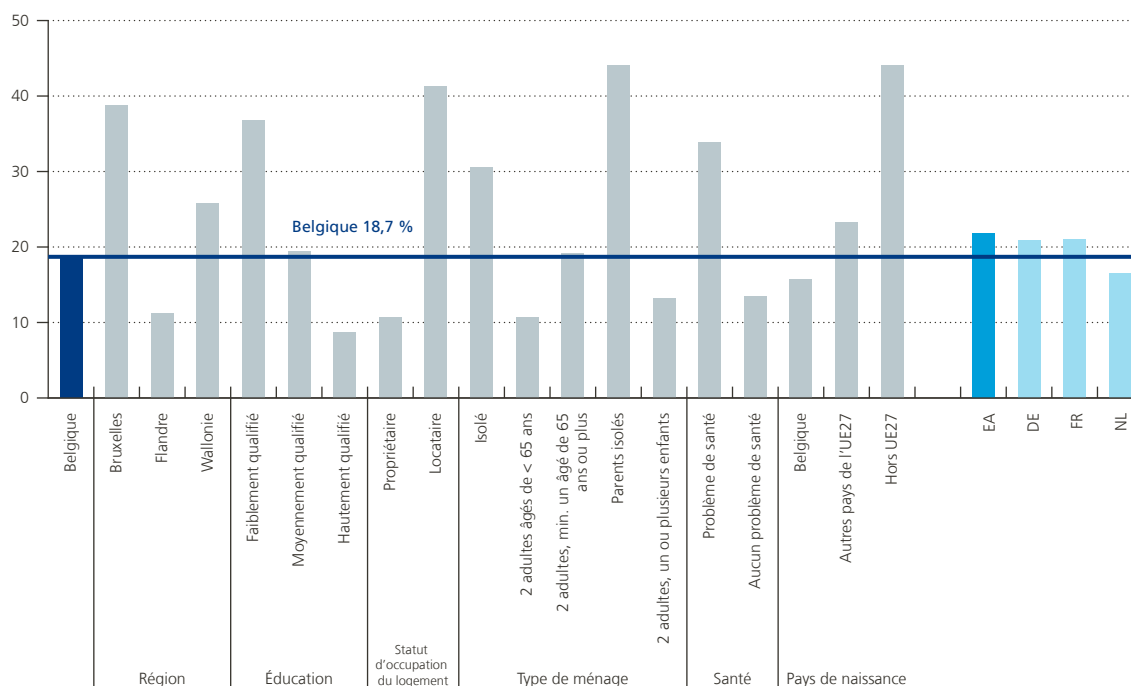
Environ un cinquième de la population est confronté à un problème de pauvreté. Selon l'indicateur AROPE¹, 18,7 % de la population belge étaient menacés de pauvreté ou d'exclusion sociale en 2022, c'est-à-dire que le revenu de ces ménages était inférieur au seuil de pauvreté, que leur potentiel de main-d'œuvre était sous-exploité ou qu'ils faisaient face à de graves privations matérielles ou sociales. Certaines catégories de la population sont particulièrement vulnérables: les personnes faiblement qualifiées, les chômeurs et les inactifs, les locataires, les isolés (en particulier les parents isolés) et les personnes nées en dehors de l'UE. Les habitants des (grandes) villes présentent aussi souvent

¹ AROPE est un acronyme anglais signifiant « at risk of poverty or social exclusion ». Il s'agit de l'indicateur utilisé par l'UE dans le cadre de ses objectifs de lutte contre la pauvreté à l'horizon 2030.

Graphique 7.8

La pauvreté se concentre dans certaines catégories de la population

(risque de pauvreté ou d'exclusion sociale, 2022, pourcentages de la population correspondante)



Source: Statbel (SILC).

un profil plus précaire, d'où le pourcentage élevé enregistré en région bruxelloise.

Au-delà des risques structurels auxquels sont exposées certaines catégories de la société, des circonstances concrètes peuvent également conduire à la pauvreté. Ainsi, les épisodes de crise économique tendent à accroître le nombre de pauvres car les personnes en situation relativement plus fragile perdent plus fréquemment leur emploi et, partant, au moins une partie de leur revenu. Lorsque cela se produit, plusieurs mécanismes susceptibles de limiter la perte de revenus s'enclenchent. Les travailleurs licenciés ont par exemple généralement droit à des allocations de chômage. Outre ces « stabilisateurs automatiques », les pouvoirs publics peuvent aussi prendre des dispositions spécifiques pour atténuer les conséquences d'une période de crise. C'est ainsi que, lors de la pandémie de COVID-19 et de la crise énergétique, des mesures gouvernementales de grande ampleur ont été adoptées pour réduire la perte de revenus ou pour contenir l'augmentation des factures (cf. les Rapports 2020 et 2022).

Le nombre de bénéficiaires du revenu d'intégration n'a guère progressé depuis 2020, mais la

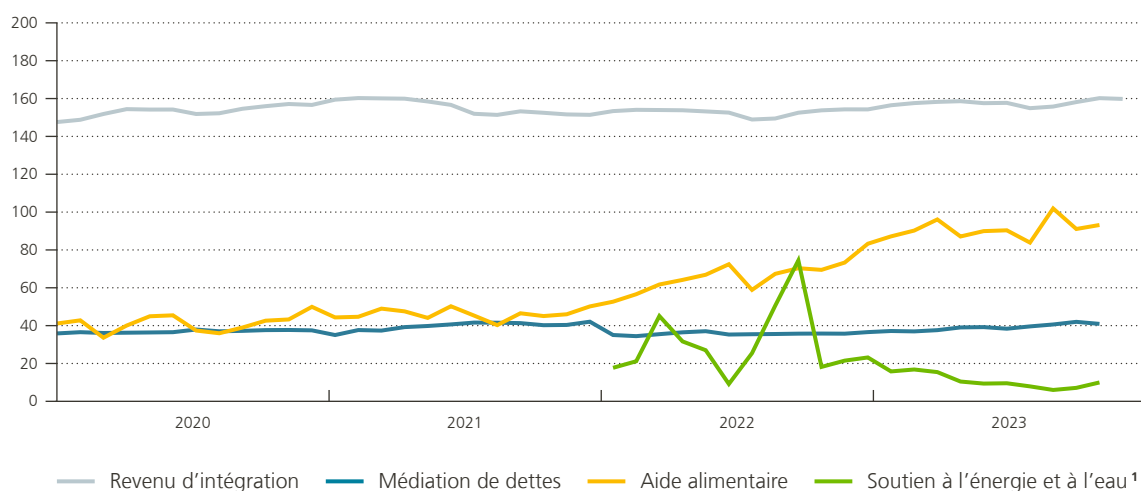


demande visant d'autres formes de soutien s'est renforcée. Depuis 2022, le nombre de personnes recevant une aide alimentaire de la part des CPAS s'est nettement élargi. Cette année-là, un soutien important a également été apporté pour le paiement des factures d'énergie et d'eau. Pour ce dernier type d'aide, une diminution a été observée en 2023, qui est vraisemblablement liée à la baisse des prix de l'énergie. La croissance des revenus peut également y avoir contribué: le mécanisme d'indexation fonctionne en

Graphique 7.9

En période de crise, plusieurs formes de soutien public sont plus fréquemment sollicitées

(milliers de bénéficiaires)



Source: SPP Intégration sociale.

¹ Les données pour la série « Soutien à l'énergie et à l'eau » ne sont disponibles qu'à partir de 2022.

effet avec un certain décalage, si bien que la forte inflation de 2022 a encore induit une hausse des salaires et des prestations en 2023. Au cours de cette dernière année, quelque 91 000 et 11 000 personnes en moyenne ont encore eu recours, respectivement, à une aide alimentaire ou à une aide au paiement des factures d'énergie et d'eau. Enfin, le nombre de personnes faisant l'objet d'une procédure de médiation de dettes est continuellement resté assez stable, aux alentours de 40 000, depuis le début de la crise du COVID-19. Cela confirme le constat déjà posé sur la base des taux de défaut (cf. ci-avant).

La Belgique est mieux parvenue que d'autres pays d'Europe à endiguer les retombées de la pandémie de COVID-19 et de la crise énergétique sur le niveau de pauvreté. Grâce notamment

à l'intervention vigoureuse des pouvoirs publics, l'indicateur AROPE en Belgique s'est même replié d'un point de pourcentage environ au cours de la période 2019-2022, là où la zone euro a en moyenne enregistré une augmentation de la même proportion. Le risque de pauvreté s'est également aggravé en Allemagne et en France, tandis qu'il s'est stabilisé aux Pays-Bas. En conséquence, la Belgique fait actuellement un peu mieux que de nombreux autres pays européens sur le plan de la pauvreté. Alors que le risque de pauvreté en Belgique s'élevait à quelque 19 % en 2022, il atteignait en moyenne près de 22 % dans la zone euro et avoisinait 21 % en Allemagne et en France. Pour autant, la Belgique n'occupe qu'une position médiane dans le classement européen, les Pays-Bas (16,5 %), entre autres, présentant un risque de pauvreté nettement moindre.



7.3 Les entreprises ont contracté moins de dettes en 2023

Les entreprises belges ont entamé l'année 2023 en jouissant d'une santé financière globalement très solide, une situation qu'elles doivent en grande partie aux bénéfices qu'elles ont pu engranger au cours des années précédentes. Comme on l'a déjà évoqué au chapitre 4, leurs marges bénéficiaires ont sensiblement augmenté depuis 2014. Cela tient notamment à une structure de l'activité économique davantage orientée vers des secteurs plus rentables, à une moindre consommation de capital fixe, ainsi qu'à une évolution de la

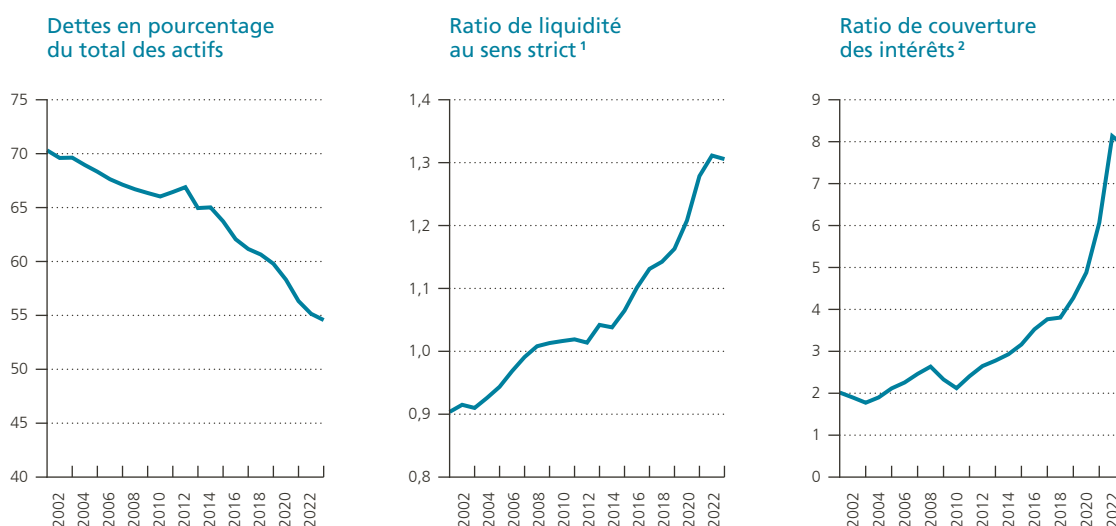
productivité du travail supérieure à celle des coûts salariaux. Par ailleurs, dans le contexte de la politique monétaire particulièrement accommodante mise en œuvre jusqu'en 2022, la rentabilité des entreprises a également été favorisée par la faiblesse des coûts du financement bancaire de leur investissements et de leur fonds de roulement¹.

¹ Cf. Piette Ch. et J. Tielens (2023), « Comment les entreprises belges ont-elles tiré parti de trois décennies de baisse des taux d'intérêt ? », BNB, *Revue économique*.

Graphique 7.10

Les ratios financiers des entreprises ont évolué très favorablement jusqu'en 2022

(valeurs médianes calculées sur l'ensemble de la population des sociétés non financières)



Source: BNB.

¹ Rapport entre, d'une part, la somme des valeurs disponibles de l'entreprise, ses placements de trésorerie et ses créances à un an au plus et, d'autre part, ses dettes à un an au plus.

² Rapport entre, d'une part, le bénéfice avant le paiement des impôts et des charges financières et, d'autre part, les charges financières.

La progression de leurs bénéficiaires a permis aux entreprises de renforcer leurs fonds propres et leurs réserves de trésorerie. Ainsi, le ratio d'endettement médian calculé pour l'ensemble de la population des sociétés non financières ne s'élevait plus qu'à 55 % en 2022, contre 65 % dix ans auparavant, tandis que leurs coussins de liquidités correspondent dans la plupart des cas à au moins 130 % du montant de leurs dettes à un an au plus. Combinée à la baisse de leurs coûts de financement, leur rentabilité croissante a également rendu la charge de leur dette plus soutenable. En 2022, leurs revenus représentaient, toujours en termes médians, huit fois le montant de leur charges financières.

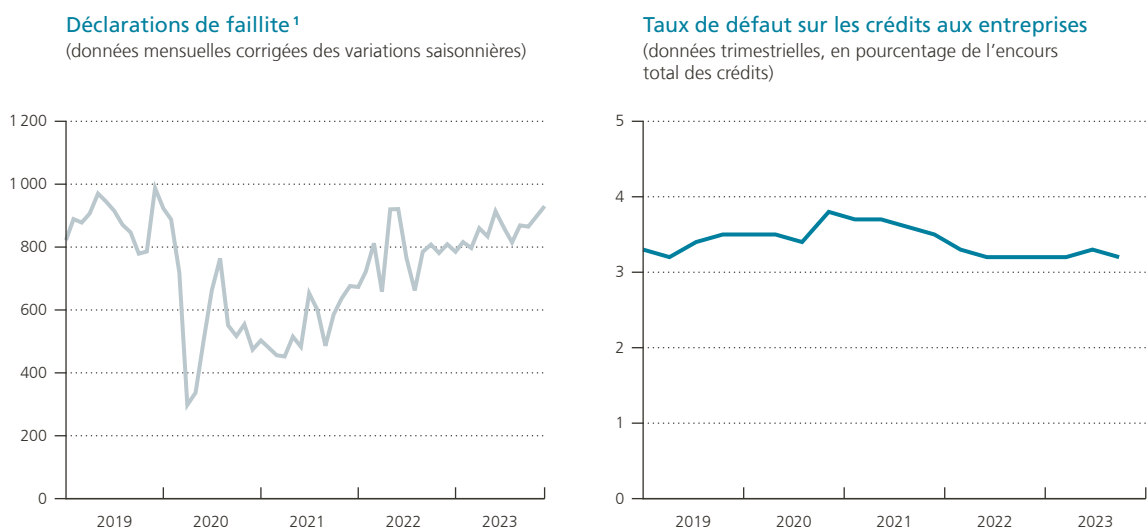
Le ralentissement de l'activité économique en 2023 et la hausse progressive des taux d'intérêt débiteurs pratiqués par les banques n'ont jusqu'ici pas eu d'effet substantiel sur la capacité des entreprises d'honorer leurs engagements financiers. Bien qu'elle ait été attendue après l'arrêt des mesures de soutien et des différents moratoires sur les dettes bancaires, fiscales et sociales mis en place lors de la crise du COVID-19, l'augmentation des faillites d'entreprise est en effet restée modérée.

À la fin de 2023, leur nombre était encore inférieur à celui enregistré à la fin de 2019, soit avant le début de la pandémie. La bonne santé financière des entreprises belges se reflète également dans l'évolution du nombre de prêts défaillants figurant à l'actif des banques. Leur part dans le total de l'encours des crédits bancaires aux sociétés non financières était retombée à un plancher à la fin de 2022, à 3,2 %, un niveau qui s'est maintenu jusqu'au troisième trimestre de 2023. Les risques liés à l'octroi de crédits aux entreprises ont donc encore été marginaux pour les banques.

Plusieurs facteurs ont contribué à freiner l'octroi de prêts bancaires aux entreprises belges. Cela tient notamment à l'évolution des prêts à court terme. Ces derniers avaient fortement contribué au pic atteint par la croissance des crédits bancaires en juillet 2022, à savoir 6,4 % en glissement annuel. À la suite de la hausse soudaine des coûts de l'énergie, les entreprises faisaient alors face à des besoins de liquidités plus pressants qu'à l'accoutumée, le renchérissement des intrants et l'indexation des salaires ayant entraîné un élargissement de leurs besoins en fonds de roulement. Cet effet s'est depuis lors atténué, et

Graphique 7.11

Les faillites et les défauts sur les emprunts bancaires restent contenus

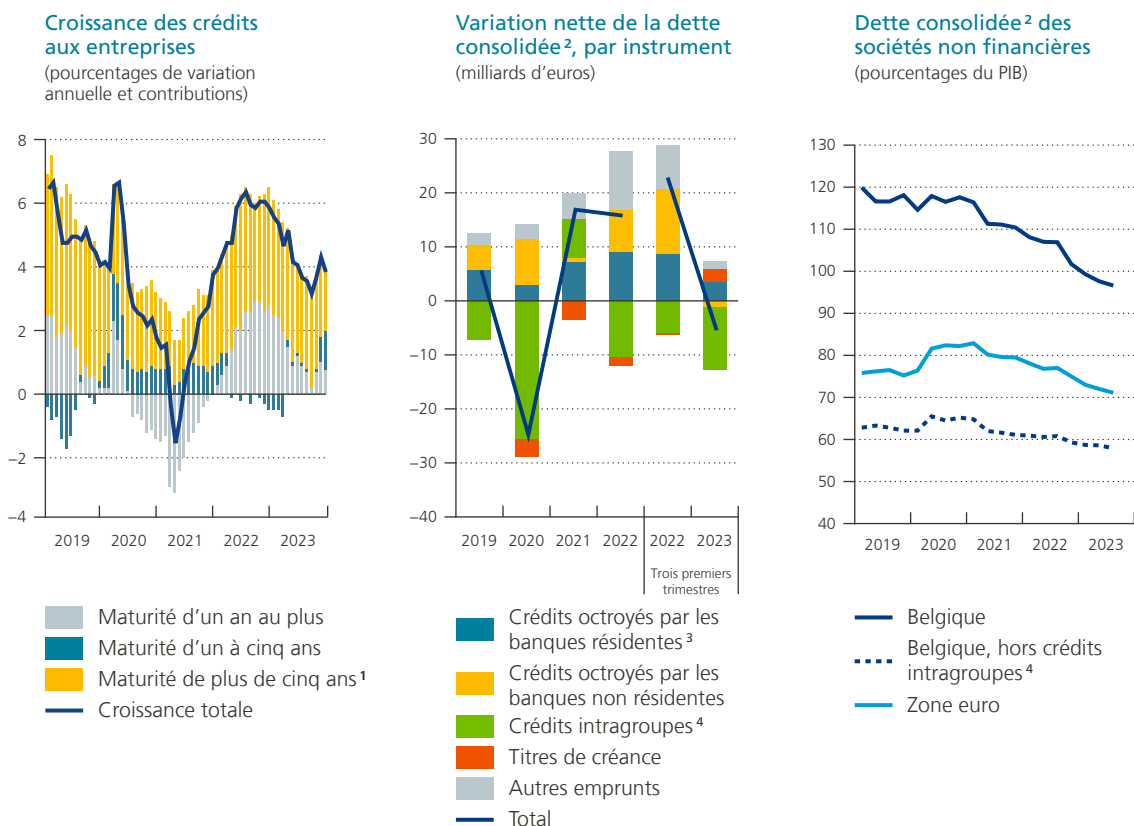


Sources : Statbel, BNB.

¹ Les données couvrent les déclarations de faillite des personnes physiques qui exercent une activité professionnelle à titre indépendant, des personnes morales et des organisations sans personnalité juridique.

Graphique 7.12

La croissance des emprunts bancaires des sociétés non financières a ralenti en 2023, et leur dette totale s'est contractée



Source: BNB.

1 Y compris les crédits titrisés ou autrement cédés.

2 Les emprunts contractés par des sociétés non financières résidentes auprès d'autres sociétés non financières résidentes ne sont pas pris en compte dans la définition de la dette consolidée.

3 Y compris les crédits figurant à l'actif du bilan des véhicules de titrisation.

4 Les crédits intragroupes sont définis comme les crédits octroyés par les prêteurs non institutionnels et par le secteur non financier étranger.

la croissance des crédits bancaires aux entreprises a ainsi reculé jusqu'en septembre 2023. Les emprunts à court et à moyen termes sont toutefois repartis à la hausse au dernier trimestre de l'année, portant la croissance totale des crédits à 3,9 % à la fin de 2023. La progression des emprunts à plus long terme a quant à elle été moins vive qu'en 2022, ce qui suggère que les investissements substantiels réalisés par les entreprises en 2023 ont été davantage financés par leurs réserves de trésorerie et dans une moindre mesure par des crédits bancaires.

Alors qu'elle avait augmenté en 2022 du fait de l'importance des emprunts bancaires, la dette des entreprises s'est contractée de 5,2 milliards

d'euros au cours des trois premiers trimestres de 2023. Cela découle essentiellement de l'évolution des transactions intragroupes entre, d'une part, les sociétés non financières résidentes et, d'autre part, des sociétés établies à l'étranger ou des prêteurs non institutionnels installés en Belgique. Sur les neuf premiers mois de 2023, ces transactions se sont soldées par des remboursements nets de 11,5 milliards d'euros effectués par des entreprises belges. Les remboursements d'emprunts contractés auprès d'institutions de crédit étrangères ont également contribué à la diminution de la dette des entreprises, pour un montant de 1,1 milliard d'euros. La principale source de financement externe utilisée par les entreprises belges en 2023 a dès lors été l'emprunt auprès des



banques résidentes, dont l'encours s'est élargi de 3,6 milliards d'euros durant les trois premiers trimestres. Leurs engagements sous la forme de titres de créance ou d'emprunts obtenus auprès d'autres types d'intermédiaires financiers que les banques ont pour leur part augmenté de, respectivement, 2,3 et 1,4 milliards d'euros. Au final, l'encours de la dette consolidée des sociétés non financières belges se chiffrait à 557,9 milliards d'euros, soit 96,6 % du PIB, à la fin du troisième trimestre de 2023. Si on fait abstraction des dettes intragroupes, ce montant retombe à 334,4 milliards d'euros, soit 57,9 % du PIB.

7.4 Le secteur financier demeure résilient face aux différents chocs macroéconomiques

Comme indiqué au chapitre 1 et dans la partie « Réglementation et contrôle prudentiels », le secteur bancaire mondial a traversé une période de turbulences en mars et en avril 2023 à la suite de la faillite de certaines banques régionales américaines et de la banque helvète Credit Suisse. La crise de confiance ne s'est toutefois pas propagée à d'autres pays européens ni au secteur bancaire belge. Outre l'exposition négligeable aux établissements gravement touchés, la position financière plus solide des banques et leur modèle d'entreprise diversifié, une meilleure gestion des risques, l'efficacité de la surveillance, ainsi que la qualité et la quantité des coussins de liquidité et de fonds propres sont autant de facteurs qui ont joué un rôle important à cet égard.

Le secteur financier belge avait déjà prouvé sa bonne résistance lors de la pandémie, des graves inondations de l'été de 2021 et de la période de fort renchérissement des prix de l'énergie en 2022. Cette résilience a également permis au secteur d'utiliser le cas échéant sa position financière solide, soutenue par les coussins constitués, afin d'absorber des chocs inattendus, dans le but d'apporter des solutions aux clients sévèrement touchés.

Si la rentabilité des banques est favorisée par la hausse des taux, celles-ci restent néanmoins tributaires des dépôts des ménages

Le secteur bancaire belge joue un rôle crucial dans le financement des ménages et des entreprises en Belgique, étant donné que l'octroi de crédits y prend essentiellement la forme de prêts bancaires. Les banques belges suivent

majoritairement un modèle classique d'intermédiation financière selon lequel les dépôts (à court terme) de leurs clients financent les crédits (à long terme). La rémunération de cette transformation des échéances correspond principalement au revenu net d'intérêts : si le rendement moyen des actifs dépasse celui des passifs, les banques génèrent une marge d'intérêt positive.

Avec l'élévation des taux directeurs et des autres taux du marché, la rentabilité de cette activité bancaire phare s'est nettement améliorée en 2022 et en 2023, et ce tant pour les grandes que pour les plus petites banques (d'épargne).

L'activité principale des établissements bancaires belges étant d'attirer des dépôts pour octroyer des crédits, le revenu net d'intérêts constitue la principale composante du résultat financier du secteur, représentant 68 % du produit d'exploitation total. Dans un environnement de taux d'intérêt bas, voire négatifs, ce modèle d'entreprise a été mis sous pression ces dernières années. En effet, le revenu d'intérêt moyen que les banques ont perçu pour les prêts qu'elles ont octroyés a sensiblement reculé, tandis que le taux d'intérêt moyen qu'elles ont acquitté pour leur financement ne pouvait diminuer davantage et que la marge commerciale sur les dépôts s'est réduite comme une peau de chagrin. Les banques ont toutefois augmenté le volume de leurs prêts pendant la période de taux d'intérêt bas, ce qui en a atténué les retombées sur le résultat net. Les relèvements successifs rapides des taux d'intérêt observés depuis 2022 ont entraîné un élargissement des marges d'intérêt. En effet, les liquidités des banques, leurs investissements à court terme et les prêts nouvellement contractés ont immédiatement été plus fortement rétribués, là où la rémunération d'une grande partie

des dépôts n'a été revalorisée que très lentement et avec retard. Les actifs étant réévalués plus rapidement que les passifs, la marge d'intérêt s'est améliorée. Les flux d'intérêt sur les instruments utilisés pour couvrir le risque de taux ont également contribué à ce redressement du résultat d'intérêts.

Une transformation des échéances, par exemple lorsque les soldes des comptes d'épargne réglementés sont utilisés pour financer un prêt hypothécaire à long terme assorti d'un taux fixe, comporte des risques de crédit, de liquidité et de taux d'intérêt. Les banques doivent veiller à gérer et à couvrir ceux-ci soigneusement afin de préserver leur stabilité financière. Le risque de crédit ou de défaillance survient lorsque le client n'est pas en mesure de rembourser son emprunt dans les délais impartis. Dans la mesure où les prêts sont remboursés sur une longue période, alors que les dépôts d'épargne sont exigibles immédiatement, la banque est en outre exposée à un risque de liquidité. De surcroît, le rendement des prêts hypothécaires étant immuable alors que le taux d'intérêt des dépôts peut évoluer, la banque est également confrontée à un risque de taux.

Afin de gérer correctement ce risque de taux d'intérêt, il est essentiel pour les banques qu'il y

ait un équilibre structurel entre la sensibilité aux variations de taux des dépôts à vue et des dépôts d'épargne, au passif, et des prêts, à l'actif.

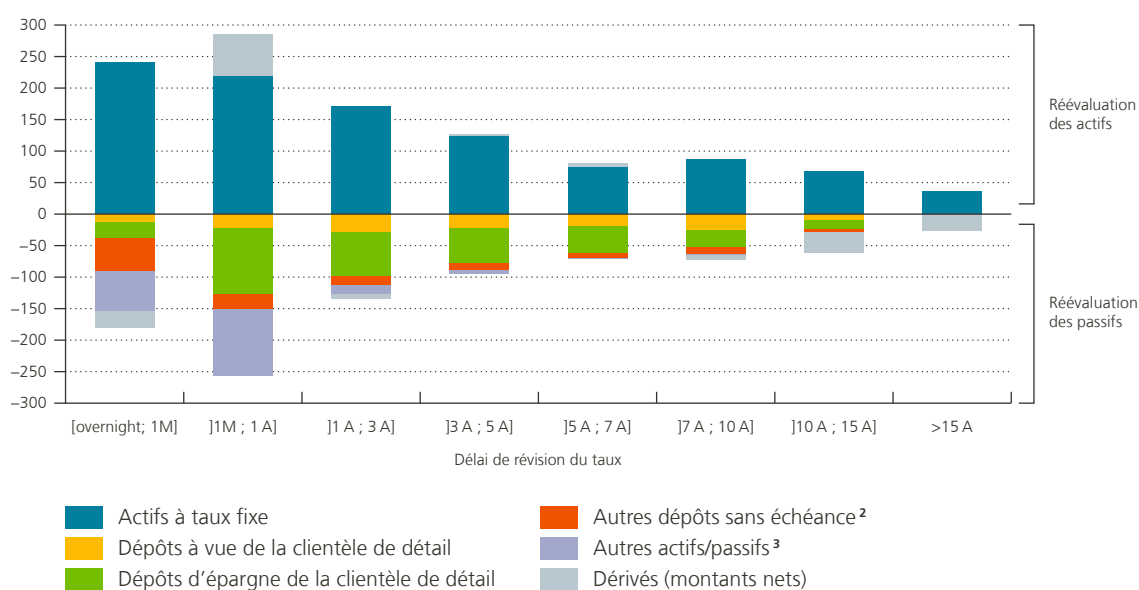
Le graphique 7.13 illustre la manière dont le secteur bancaire belge gère le risque de taux. Il catégorise les actifs et les passifs sensibles aux taux d'intérêt en fonction du délai dans lequel ceux-ci sont susceptibles de faire l'objet d'une nouvelle réévaluation. À titre d'exemple, pour un prêt hypothécaire dont le taux d'intérêt sera révisé dans les cinq ans, le solde restant dû à ce stade sera placé dans la catégorie]3A, 5A]. Les dépôts d'épargne sont répartis sur l'échelle des taux en fonction de l'estimation de la mesure dans laquelle un choc permanent de taux d'intérêt se répercutera, après une période donnée, sur les rémunérations de ces dépôts d'épargne. Les modèles internes des banques indiquent la vitesse à laquelle celles-ci ont historiquement réévalué leurs taux d'épargne à la suite d'un choc de taux. Selon les modèles bancaires des dépôts d'épargne, en moyenne dans le secteur, 38 % d'une majoration des taux d'intérêt sont répercutés sur les taux d'épargne au cours de la première année suivant le choc et 29 % supplémentaires le sont dans les deux années qui suivent. En d'autres termes, un choc permanent de taux d'intérêt de 1 point de pourcentage entraînera une élévation de 0,38 point de pourcentage du taux de dépôt moyen sur l'encours la première année, suivie d'une augmentation



Graphique 7.13

Le profil de révision¹ des taux d'intérêt des actifs et des passifs est très équilibré

(données consolidées pour les six plus grandes banques, après hypothèses de modélisation, juin 2023, milliards d'euros)



Source : BNB.

1 Les montants indiqués dans ce graphique comprennent les paiements à la fois de principal et d'intérêts découlant des actifs et des passifs sensibles aux taux d'intérêt, exprimés par rapport à la durée résiduelle jusqu'à leur révision, dans l'hypothèse d'un bilan en run-off, et conformément à l'environnement des taux d'intérêt en juin 2023. Les hypothèses de modélisation se réfèrent, par exemple, à celles formulées dans les modèles bancaires concernant les échéances des éléments dont le délai de révision n'est pas fixe (tels que les comptes d'épargne), les remboursements anticipés des prêts à taux fixe, les remboursements anticipés des dépôts à terme, etc. Les données utilisées sont établies sur la base du banking book.

2 Il s'agit notamment des dépôts sans échéance auprès d'entreprises et d'établissements financiers, à l'exclusion des comptes à terme.

3 Il s'agit notamment des titres de créance émis et des dépôts à terme.

supplémentaire de 0,29 point de pourcentage les deux années suivantes. Pour les échéances pour lesquelles la réévaluation progressive des taux d'intérêt sur les dépôts à vue et les dépôts d'épargne ne constitue (comme par le passé) pas une couverture adéquate des actifs à revenu fixe, les banques utilisent des produits dérivés de taux d'intérêt pour équilibrer la sensibilité aux taux de l'actif et du passif en fonction des échéances. Ces produits dérivés de taux d'intérêt sont principalement utilisés pour maintenir en équilibre le risque de taux pour les instruments dont le délai de révision est (très) long et pour lesquels l'importance des dépôts à vue et des dépôts d'épargne joue un moindre rôle dans la gestion dudit risque.

La stabilité et la transmission progressive des taux du marché à la rémunération des comptes à vue et des comptes d'épargne permettent aux banques belges d'émettre une grande proportion d'actifs à taux fixe, préservant ainsi les ménages emprunteurs des fluctuations des

taux d'intérêt. Dans les pays où une large part des prêts bancaires sont assortis d'un taux d'intérêt variable, des augmentations assez marquées des taux des dépôts ont été enregistrées, étant donné que les banques y ont également bénéficié presque immédiatement d'une rémunération majorée sur le portefeuille de prêts (hypothécaires). En Belgique, en revanche, une grande proportion des prêts sont émis à taux fixe. À titre d'exemple, plus de 70 % des emprunts hypothécaires octroyés aux ménages belges le sont à taux fixe. Cette pratique les protège des variations de taux d'intérêt et signifie pour les banques que les revenus d'intérêts qu'elles tirent des prêts augmentent moins rapidement lorsque les taux du marché grimpent. Cet état de fait pourrait à son tour restreindre la marge disponible pour ajuster les taux d'intérêt sur les dépôts.

De manière générale, le graphique 7.13 montre que les actifs et les passifs des banques belges sont répartis assez équitablement par échéance

et que celles-ci sont donc bien protégées contre les risques de fluctuation des taux d'intérêt.

Les faits que le taux d'épargne n'ait pas augmenté aussi rapidement que les banques ne l'avaient elles-mêmes modélisé dans leur gestion du risque de taux d'intérêt et que la marge commerciale sur les dépôts se soit redressée indiquent qu'il existait un degré de latitude pour appliquer aux dépôts une rémunération plus forte que celle qui a été observée. La rémunération limitée des dépôts étant devenue un thème de société, trois propositions de loi ont été déposées, qui stipulaient que les banques devraient offrir une rémunération plus élevée en liant le taux d'intérêt des dépôts d'épargne au taux de dépôt de la Banque centrale européenne ou au taux des OLO à dix ans. Dans ce contexte, le ministre des Finances a également sollicité l'avis de la Banque (cf. aussi la section B.2 de la partie « Réglementation et contrôle prudentiels »). La Banque a mis en garde contre les risques considérables qui pesaient en matière de gestion du risque de taux d'intérêt, de solvabilité et de rentabilité et, par

extension, qui menaçaient la stabilité financière dans l'éventualité d'une intervention telle que visée dans les propositions de loi. Cela étant, eu égard à la répartition équilibrée des actifs et des passifs sensibles aux taux d'intérêt et au rendement très élevé des fonds propres, la Banque a confirmé qu'il existait bel et bien une marge permettant d'appliquer un relèvement progressif de la rémunération des dépôts d'épargne.

Dans le cadre de la stabilité financière, il est en effet également crucial de préserver la stabilité des dépôts en tant que source de financement du secteur bancaire belge, ce qui implique que leur rémunération reste en phase avec l'évolution des conditions du marché. Si les épargnants jugent insuffisante la rémunération des dépôts d'épargne, ils se mettront en quête de rendements plus élevés ailleurs. La popularité du bon d'État émis en septembre 2023, et qui a permis de lever 21,9 milliards d'euros (cf. aussi encadré 7 de ce chapitre), a également mis cette réalité en évidence.

Tableau 7.1

La rentabilité du secteur bancaire belge a augmenté

(compte de résultats des établissements de crédit belges; milliards d'euros, sauf mention contraire)

	Trois premiers trimestres				
	2020	2021	2022	2022	2023
Résultat net d'intérêts	14,2	14,4	15,3	11,1	13,5
Résultat hors intérêts	8,2	7,6	7,9	6,0	6,1
Résultat net des rémunérations et des commissions ¹	5,6	6,4	6,5	5,0	5,0
Profits et pertes, tant réalisés que non réalisés, sur les instruments financiers	0,0	0,6	0,8	0,6	0,4
Autres revenus hors intérêts	2,6	0,6	0,6	0,4	0,6
Produit d'exploitation (produit bancaire)	22,4	22,0	23,2	17,1	19,6
Dépenses opérationnelles	-13,8	-13,3	-14,2	-10,8	-11,7
Résultat brut d'exploitation (avant réductions de valeur et provisions)	8,6	8,7	9,1	6,3	7,9
Réductions de valeur et provisions	-3,1	-0,2	-1,1	-0,7	-0,4
Autres composantes du compte de résultats²	-1,2	-0,7	-0,3	-0,2	-0,4
Profit ou perte net(te)	4,3	7,8	7,6	5,4	7,2
Rendement des fonds propres (pourcentages)	5,9	10,2	9,9	9,4	12,5
Rendement des actifs (pourcentages)	0,4	0,7	0,7	0,6	0,8
Ratio coûts/revenus (pourcentages)	61,7	60,4	61,0	63,3	59,5

Source: BNB.

1 Y compris les commissions versées aux agents bancaires (indépendants).

2 Cette rubrique inclut, entre autres, les impôts, le résultat exceptionnel, le goodwill négatif comptabilisé en résultat ou perte et la part dans les bénéfices ou les pertes des investissements dans les filiales et les coentreprises (joint ventures).

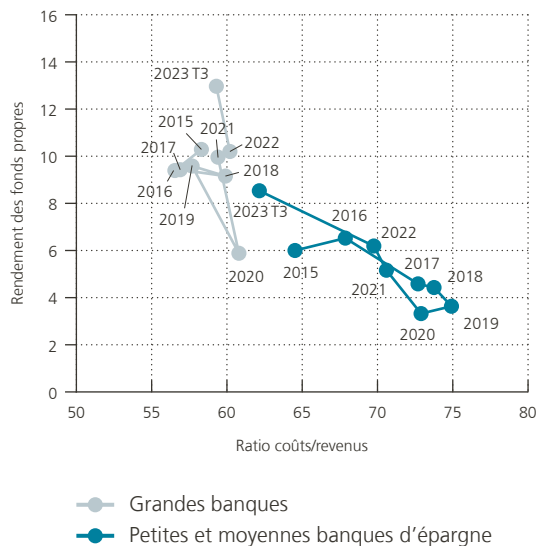
L'accroissement des revenus nets d'intérêts (+2,4 milliards d'euros), dû en partie à la lenteur de la révision des taux des livrets d'épargne, mais aussi au redressement de la marge commerciale sur les dépôts à vue et à la rémunération accrue des actifs à taux variable, a soutenu la rentabilité élevée du secteur bancaire belge au cours des neuf premiers mois de 2023. La rentabilité du secteur a en effet atteint un niveau historique de 7,2 milliards d'euros dans ce laps de temps et a augmenté de 1,9 milliard d'euros par rapport à la même période de 2022 (cf. tableau 7.1). Le rendement des fonds propres (RoE) du secteur bancaire belge s'est en moyenne chiffré à 12,5 % (contre 9,4 % au cours de la période correspondante de 2022). Le ratio coûts/revenus s'est également amélioré, revenant de 63,3 à 59,5 %.

Les banques d'épargne ont également enregistré en 2023 des taux de rentabilité beaucoup plus robustes qu'auparavant, resserrant ainsi l'écart avec les grandes banques, ce qui leur a permis de revaloriser les rémunérations des dépôts. Si la banque d'épargne type a pu tabler sur un rendement moyen des fonds propres de 8,5 % au cours des neuf premiers mois de 2023, ce chiffre grimpe à 13 % pour les grandes banques. Cet écart de longue date s'explique principalement par le fait que les banques de grande taille réalisent des économies d'échelle beaucoup plus importantes parce qu'elles peuvent répartir leurs dépenses (tels les investissements informatiques) sur une base d'actifs plus large et que le modèle d'entreprise typique des petites banques d'épargne, qui consiste à collecter des dépôts pour accorder des prêts, a été soumis à de fortes pressions dans le contexte de taux d'intérêt bas. Le graphique 7.14 montre néanmoins que l'élargissement de la marge d'intérêt a permis aux banques d'épargne de doper considérablement leurs rendements au cours de la période écoulée (de 4,8 % au cours des neuf premiers mois de 2022 à 8,5 % pour la même période en 2023).

Entre les trois premiers trimestres de 2022 et la période correspondante de 2023, les frais ont enflé de 0,9 milliard d'euros, un accroissement qui s'explique principalement par l'alourdissement des coûts opérationnels. Plus particulièrement, l'inflation et l'indexation automatique des salaires qui y sont associées ont fait grimper les coûts. Parallèlement, les provisions pour pertes de crédit ont permis de comprimer les coûts enregistrés.

Graphique 7.14

Le rendement des fonds propres et le ratio coûts/revenus des grandes banques et des petites et moyennes banques d'épargne se sont nettement améliorés



Source : BNB.

En effet, le stock de provisions pour pertes de crédit est revenu au niveau qu'il affichait avant la pandémie. Par ailleurs, les pertes de crédit proprement dites ont été limitées, enregistrant un recul de 0,4 milliard par rapport aux neuf premiers mois de 2022, et ce malgré la vive hausse des taux d'intérêt et le ralentissement de la croissance de l'économie. La bonne qualité des crédits aux entreprises et aux ménages explique cette situation.

Les nouvelles provisions nettes pour pertes de crédit se sont repliées. La Banque ayant notamment jugé que ces provisions étaient trop faibles en période d'incertitude macroéconomique, le coussin de fonds propres contracyclique a été réactivé en octobre 2023, afin que les banques belges disposent de suffisamment de liquidités pour absorber toute perte future inattendue (cf. également section B.2. de la partie « Réglementation et contrôle prudentiels »).

Le fait que les problèmes rencontrés par les banques américaines et par le Credit Suisse ne se soient pas propagés aux établissements bancaires de la zone euro, et aux banques belges en particulier, atteste la solidité et la résilience de ces dernières. Grâce aux amples et solides coussins

de fonds propres et de liquidité qu'elles détiennent, les banques peuvent constituer, et demeurer, un levier majeur pour l'économie belge afin de soutenir l'économie réelle, y compris lorsque les circonstances macroéconomiques sont moins favorables. Les ratios de fonds propres et de liquidité dépassent largement les exigences minimales. Le ratio moyen de fonds propres de base de catégorie 1 (ratio CET 1) du secteur bancaire belge est ressorti à 16,9 % au troisième trimestre de 2023, affichant ainsi un résultat supérieur à la moyenne de la zone euro (16 % en juin 2023). Le ratio de couverture de liquidité (LCR) se montait à 157 % au niveau du secteur à la fin du troisième trimestre de 2023, alors que l'exigence minimale est de 100 %. Malgré l'ampleur des liquidités à l'actif du bilan des banques, ce ratio a légèrement décliné pour diverses raisons. D'une part, les banques ont puisé dans les réserves de liquidités existantes pour rembourser une partie des opérations de refinancement à plus long terme de la BCE (TLTRO III), qui arriveront complètement à échéance dans le courant de 2024. D'autre part, les sorties de dépôts en faveur du bon d'État ont eu un effet négatif sur la position de liquidité des banques belges. Cela étant, l'incidence de cette situation sur le ratio de couverture de liquidité semble plus limitée qu'initialement prévu, la plupart des banques belges ayant adopté plusieurs mesures pour renforcer leur position de liquidité, telles que des opérations intragroupes et l'émission d'obligations sécurisées ou d'autres titres de créance commerciaux.

Le relèvement des taux d'intérêt a aussi exercé une incidence positive sur le secteur de l'assurance

Le secteur de l'assurance a fait preuve de résilience ces dernières années et a entamé 2023 sur des bases saines. En 2020, la pandémie de COVID-19 n'avait que peu affecté le secteur, grâce notamment aux mesures de confinement qui avaient, de manière globale, induit une diminution de la sinistralité. Celui-ci partait donc d'une situation robuste lorsqu'il a dû faire face aux inondations qui ont durement frappé le pays en juillet 2021. Pour rappel, sur la base du cadre législatif en vigueur à ce moment-là, ainsi que des accords exceptionnels pris en marge de ces inondations, il avait été convenu que la charge des sinistres serait supportée par plusieurs acteurs publics et privés, dont les entreprises d'assurance et leurs réassureurs éventuels. En 2022, la crise énergétique qui avait suivi l'invasion russe en Ukraine s'était

accompagnée d'une hausse du risque de crédit dans le portefeuille d'investissements du secteur de l'assurance. Cette augmentation n'avait cependant pas eu d'effet négatif notable. Enfin, les incidences directes du conflit actuel au Moyen-Orient sur le secteur restent très limitées pour l'instant, mais des effets de second tour ne sont toutefois pas à exclure. En termes de rentabilité, le secteur affichait un résultat net de 3,7 milliards d'euros en 2022, contre 2,6 milliards à la fin de 2021. C'est principalement le résultat net non technique qui avait fait grimper la profitabilité du secteur, tandis que les résultats nets des branches vie et non-vie étaient restés relativement stables entre ces deux périodes.

La hausse des taux maintient la solvabilité des entreprises d'assurance à un niveau structurellement plus élevé que dans un environnement de taux bas. Durant l'année 2022, la solvabilité du secteur de l'assurance avait fortement bénéficié de la remontée rapide des taux d'intérêt. Le taux de couverture du capital de solvabilité requis (ratio SCR) avait atteint 221 % au troisième trimestre de l'année 2022. L'augmentation des taux sans risque avait poussé à la baisse la valeur de marché actualisée des engagements vis-à-vis des assurés. Étant donné que, au niveau sectoriel, la maturité moyenne des passifs est structurellement plus longue que celle des actifs (avec comme conséquence une sensibilité accrue aux variations de taux d'intérêt), cette diminution de la valeur de marché avait été relativement plus importante au passif qu'à l'actif. Cela avait conduit, de manière mécanique, à un effet positif sur le niveau de capital net du secteur. Au quatrième trimestre de 2022, le ratio SCR s'était replié à 209 %, à la suite notamment de l'inversion de la courbe des taux. Celui-ci était ensuite resté relativement stable durant les deux premiers trimestres de l'année 2023. Au troisième trimestre de 2023, le ratio SCR s'est légèrement dégradé, revenant de 211 à 207 %.

La hausse des taux fortifie le modèle d'entreprise de l'assurance-vie à taux garantis. Celui-ci était resté résilient dans l'environnement de taux bas. Afin de dégager des marges suffisantes pour honorer des contrats vie de la branche 21 conclus dans le passé et garantissant des taux d'intérêt parfois encore très élevés, les entreprises d'assurance-vie ont continué de s'adapter. D'une part, la réduction du taux garanti moyen sur le stock de contrats existants s'est poursuivie, grâce notamment aux programmes de cession de portefeuilles de contrats assortis de taux élevés

à d'autres entreprises d'assurance. D'autre part, ces entreprises d'assurance-vie ont continué de dégager des rendements en réorientant leurs investissements vers des actifs plus risqués et souvent moins liquides (cf. infra). Dans l'environnement de taux d'intérêt plus élevés, les entreprises d'assurance ont également eu l'opportunité de réinvestir les montants générés par les actifs arrivant à échéance dans des actifs bénéficiant de rendements accrus. Entre 2021 et 2022, le rendement des actifs détenus en couverture des contrats de la branche 21 est remonté de 2,9 à 3,2 %, tandis que le taux garanti moyen sur le stock de contrats vie est revenu de 1,9 à 1,8 %. Sur ce dernier volet, il est important de souligner que l'environnement de taux actuel a permis à plusieurs entreprises d'assurance d'offrir récemment des taux plus élevés sur la nouvelle production de contrat vie à taux garantis.

L'inflation se répercute sur l'évaluation des sinistres mais aussi, progressivement, sur la (re)tarification des primes de certaines branches d'activité. D'après le monitoring mené par la Banque, l'impact négatif de l'inflation a été relativement bien absorbé par les entreprises d'assurance. Au plus haut du pic d'inflation atteint en 2022, les simulations concluaient à une baisse de trois points de pourcentage du ratio SCR du secteur pour les trois premiers trimestres de cette année-là. L'inflation affecte notamment le passif des entreprises d'assurance en augmentant, d'une part, leurs frais généraux (salaires, frais opérationnels etc.) et, d'autre part, le coût des sinistres à indemniser. Tel est principalement le cas de certaines branches non-vie et santé pour lesquelles les garanties sont exprimées à prix courants. Du côté de l'actif, l'adaptation de la tarification des primes collectées se fait graduellement, notamment dans les branches pour lesquelles les primes sont calculées en fonction d'indices qui sont eux-mêmes affectés par l'évolution de l'inflation (assurance-habitation etc.). Néanmoins, la concurrence actuelle dans certaines branches du secteur non-vie limite les possibilités de majorer les primes. Les modifications des conditions de réassurance auxquelles les entreprises d'assurance sont confrontées jouent également un rôle dans la (re)tarification à la hausse de certaines primes (cf. infra).

¹ Dans le cadre réglementaire de Solvabilité II, les bilans des entreprises d'assurance sont exprimés en valeur de marché. Les variations de valeur dans le portefeuille d'investissements du secteur sont donc la résultante d'effets de prix (qui découlent des fluctuations de la valeur des actifs sur les marchés) et d'effets de volume (flux nets).

Malgré un contexte de taux plus élevés, les entreprises d'assurance restent confrontées à une série de risques

Le rééquilibrage du portefeuille d'investissements s'est poursuivi en 2023, essentiellement dominé par des effets de valorisation. À la suite de la remontée des taux amorcée à la fin de l'année 2021, la valeur de toute une série d'actifs détenus en portefeuille par les entreprises d'assurance s'est dépréciée. C'est notamment le cas, entre autres, des obligations souveraines. Bien que celles-ci représentent encore une grande partie des investissements du secteur, surtout pour les entreprises proposant des contrats vie à taux garantis, leur part relative est revenue de 44 % en septembre 2021 à 39 % en septembre 2023. Ce repli est principalement dû à des effets de valorisation¹, les baisses enregistrées avant l'année 2022 étant quant à elles essentiellement dues à des effets de volume dans un contexte de quête de rendement et d'appétence accrue pour les expositions plus risquées et moins liquides. Au fil des ans, le secteur a augmenté ses expositions envers certaines classes d'actifs à rendement attractif, comme l'immobilier, les prêts ou encore les fonds d'investissement. Le secteur de l'assurance est donc devenu progressivement plus vulnérable aux chocs potentiels sur ces marchés.

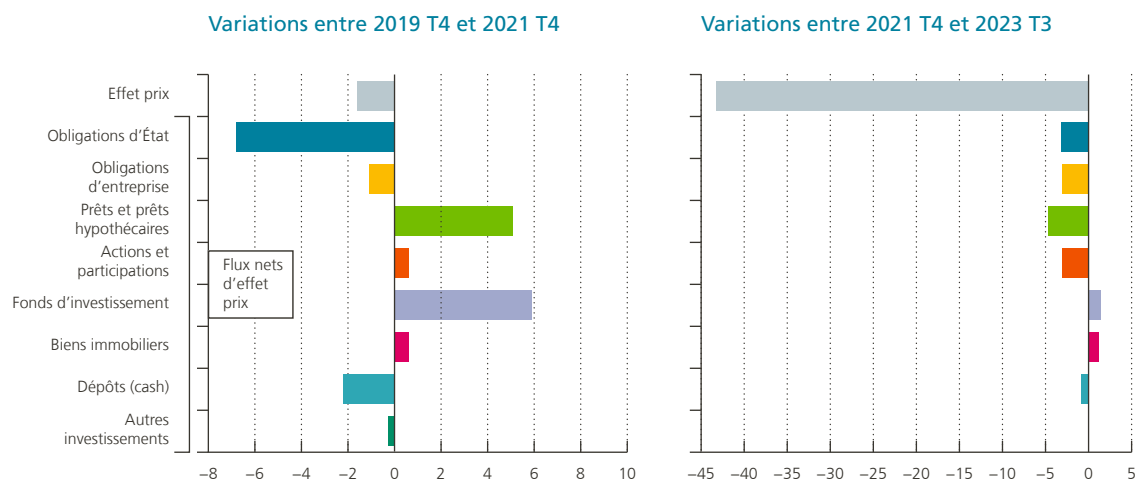
Les expositions au secteur immobilier sont importantes et restent potentiellement sujettes à une correction de marché. À la fin de l'année 2022, les expositions à l'immobilier résidentiel représentaient 20 milliards d'euros (estimation basse), soit 8 % du portefeuille d'investissements hors investissements de la branche 23. Les expositions à l'immobilier commercial (CRE), qu'elles soient directes ou indirectes, se chiffraient quant à elles à 24,5 milliards d'euros, ce qui équivalait à 10 % du portefeuille d'investissements au troisième trimestre de 2023. Bien que, depuis la fin du troisième trimestre de 2022, on observe une diminution sensible des expositions CRE, due notamment à des effets de prix, le suivi de l'évolution de la valorisation de certains de ces actifs immobiliers reste un point d'attention dans le contexte macroéconomique qui prévaut actuellement.

La vigilance est de mise concernant la gestion du risque de liquidité. Dans un environnement de taux d'intérêt en hausse, les entreprises d'assurance-vie font face à un risque de liquidité accru, et

Graphique 7.15

Essentiellement dominé par les effets de valorisation, le rééquilibrage du portefeuille d'investissements (hors branche 23) s'est poursuivi en 2023, alors que les effets de volume étaient quant à eux prédominants avant la remontée des taux

(données trimestrielles non consolidées Solvabilité II, milliards d'euros)



Source : BNB.

ce pour deux raisons. D'une part, des taux d'intérêt plus élevés peuvent inciter une partie des ménages à résilier le contrat d'assurance-vie qu'ils avaient conclu dans le passé à un taux plus bas pour se tourner vers des investissements devenus plus attractifs. D'autre part, en cas de relèvement des taux, les entreprises d'assurance qui utilisent des produits dérivés, dont des swaps de taux d'intérêt, pour couvrir le risque (de baisse) de taux, peuvent être confrontées à des appels de marge. Afin de compenser les variations de leurs positions dans ces transactions, ces entreprises doivent être à même de mobiliser des liquidités, souvent sous la forme de numéraire et sur une base journalière, dont les montants peuvent s'avérer relativement substantiels. Dans la pratique, s'agissant du premier volet, les taux de rachat des contrats vie à taux garanti enregistrés en 2023, exprimés en pourcentage de l'encaissement, restent actuellement stables, bien que la situation soit très hétérogène d'une entreprise d'assurance à l'autre, et en deçà des taux de rachat observés durant la pandémie de COVID-19. Il convient de noter que la fiscalité, entre autres, joue un rôle considérable dans les décisions de rachat des ménages. Quant au second volet, on a également constaté en 2023 une grande hétérogénéité entre les entreprises d'assurance, tant sur le plan de l'ampleur de l'utilisation de produits dérivés

que sur celui de l'importance des appels de marge qui y sont liés. D'un point de vue sectoriel, les actifs liquides représentaient encore 41 % du portefeuille d'investissements du secteur au troisième trimestre de 2023 (soit 188 % des passifs liquides), ce qui offre une marge de manœuvre confortable en cas d'accroissement du risque de liquidité.

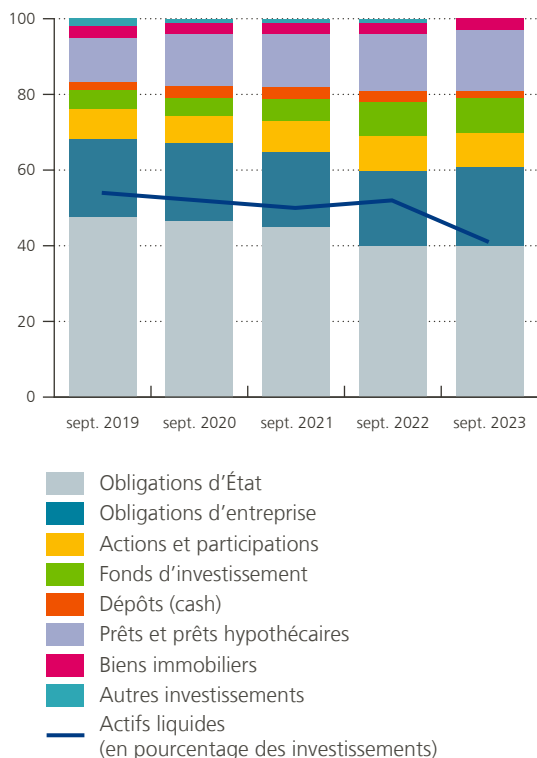
Les risques climatiques et cyber continuent de mériter un suivi attentif.

Les risques financiers induits par le risque climatique, qu'il soit physique ou de transition, sont non négligeables pour les entreprises d'assurance. D'une part, la sinistralité liée aux dégâts climatiques est en progression en Belgique, et la finalisation de l'adaptation du cadre légal de couverture des catastrophes naturelles reste en ce sens absolument nécessaire. D'autre part, le portefeuille d'investissements des entreprises d'assurance est lui-même exposé au risque de transition au travers des actifs qui le composent. Selon une cartographie mise à jour par la Banque, environ 48 % du portefeuille d'obligations d'entreprise, 51 % du portefeuille d'actions et 45 % du portefeuille de prêts commerciaux détenus par le secteur de l'assurance sont exposés à des industries susceptibles de pâtir des risques associés à la transition vers une économie décarbonnée. Au niveau individuel, les expositions au risque

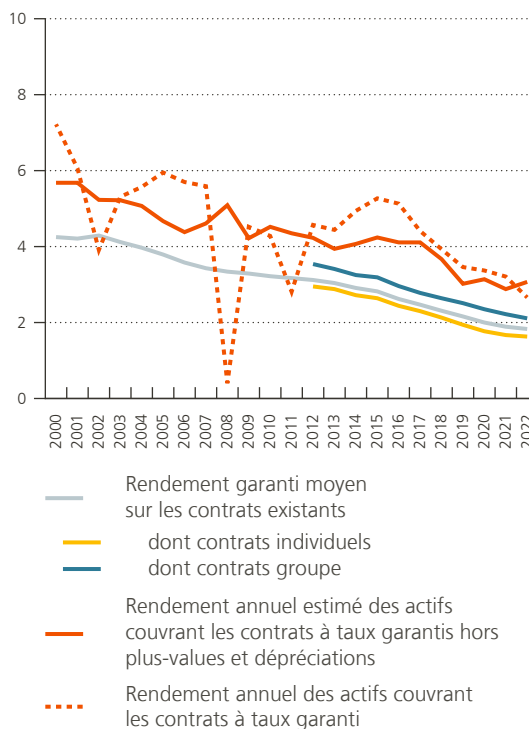
Graphique 7.16

Les actifs liquides représentent encore une part non négligeable du portefeuille d'investissements du secteur et le modèle d'entreprise de l'assurance-vie à taux garanti est quant à lui revigoré

Évolution du portefeuille d'investissements du secteur (hors branche 23), par type d'actifs (pourcentages)



Évolution du taux moyen garanti des contrats de la branche 21 et des rendements obtenus sur les actifs détenus en couverture de ceux-ci (pourcentages)



Source : BNB.

climatique se révèlent très hétérogènes et peuvent parfois présenter un niveau fort élevé pour certaines entreprises d'assurance. Vu notamment le risque climatique croissant et, de manière plus générale, le contexte macroéconomique actuel, les conditions de réassurance auxquelles les entreprises d'assurance souscrivent ont également été revues de manière significative par les entreprises de réassurance. Les entreprises d'assurance font face à des augmentations de tarifs substantielles et peuvent donc être amenées à devoir adapter leur niveau de réassurance. Même si ce dernier reste adéquat, le secteur de l'assurance est dorénavant davantage confronté à des contraintes de capacité pour la couverture de certains risques, et ce dans un contexte de hausse de la fréquence des petits sinistres.

Enfin, la pandémie de COVID-19 a favorisé l'évolution numérique du secteur, tandis que l'invasion russe en Ukraine a mis en lumière la montée en puissance du cyber-risque. La Banque continue de prendre des initiatives dans ces domaines. Le chapitre consacré à la numérisation dans la partie « Réglementation et contrôle prudentiels » du présent Rapport y revient plus en détail.



8. Finances publiques et politique budgétaire



8.1	Situation générale et enjeux	231
	Encadré 8 – Le nouveau cadre budgétaire européen	
8.2	La dégradation du solde primaire est imputable à l'alourdissement des dépenses	242
8.3	L'augmentation des taux d'intérêt induit une hausse progressive des charges d'intérêts sur la dette	252
8.4	Des déficits primaires élevés augmentent structurellement la dette publique, tandis que le différentiel favorable entre taux d'intérêt et taux de croissance disparaît	256

8.1 Situation générale et enjeux

Le solde budgétaire s'est fortement détérioré en 2023, malgré la poursuite du retrait progressif des mesures de soutien temporaires

En 2023, le déficit budgétaire de la Belgique s'est creusé de 0,7 point de pourcentage du PIB, pour ressortir à 4,2 % du PIB. Après une nette embellie du solde de financement au cours des deux années précédentes, à la faveur principalement de la reprise économique et de la levée systématique des mesures de soutien adoptées en réaction à la pandémie, cette tendance s'est interrompue en 2023. Néanmoins, des facteurs temporaires ont eu un impact positif sur l'évolution du solde budgétaire. Le retrait presque complet des mesures temporaires dites « corona » en 2023 a ainsi induit une amélioration supplémentaire du solde de 0,5 point de pourcentage du PIB.

L'incidence budgétaire des facteurs temporaires liés à la crise énergétique et à l'invasion de l'Ukraine par la Russie s'est réduite de 0,4 point de pourcentage du PIB. Cela étant, les mesures adoptées afin de soutenir le pouvoir d'achat des ménages (comme le forfait énergétique de base), de préserver la rentabilité des entreprises (telle la réduction temporaire des cotisations de sécurité sociale pour les employeurs) et de faire face à l'invasion russe de l'Ukraine (comme les dépenses consenties en faveur des réfugiés) sont demeurées similaires à celles prises en 2022. Parallèlement, les recettes supplémentaires temporaires servant à financer ces mesures ont fortement augmenté en 2023. Ainsi, tant les recettes tirées de l'impôt temporaire sur les surprofits des producteurs d'électricité que la contribution du secteur nucléaire ont sensiblement enflé. Par ailleurs, le gouvernement fédéral a également perçu en 2023

Tableau 8.1

Solde de financement de l'ensemble des administrations publiques

(pourcentages du PIB)

	2019	2020	2021	2022	2023 e
Recettes	49,9	49,9	49,5	49,6	49,9
dont: recettes fiscales et parafiscales	42,9	42,8	42,6	42,6	42,9
Dépenses primaires	49,9	56,8	53,2	51,6	52,4
Dépenses courantes	46,6	53,2	49,4	48,0	48,6
Dépenses en capital	3,4	3,6	3,8	3,6	3,7
Solde primaire	0,0	-6,9	-3,7	-2,0	-2,5
Charges d'intérêts	2,0	1,9	1,7	1,5	1,8
Solde de financement	-2,0	-8,9	-5,4	-3,5	-4,2

Sources : ICN, BNB.

des recettes additionnelles au titre de l'impôt des sociétés, issues du rendement lié aux avoirs russes gelés détenus en Belgique.

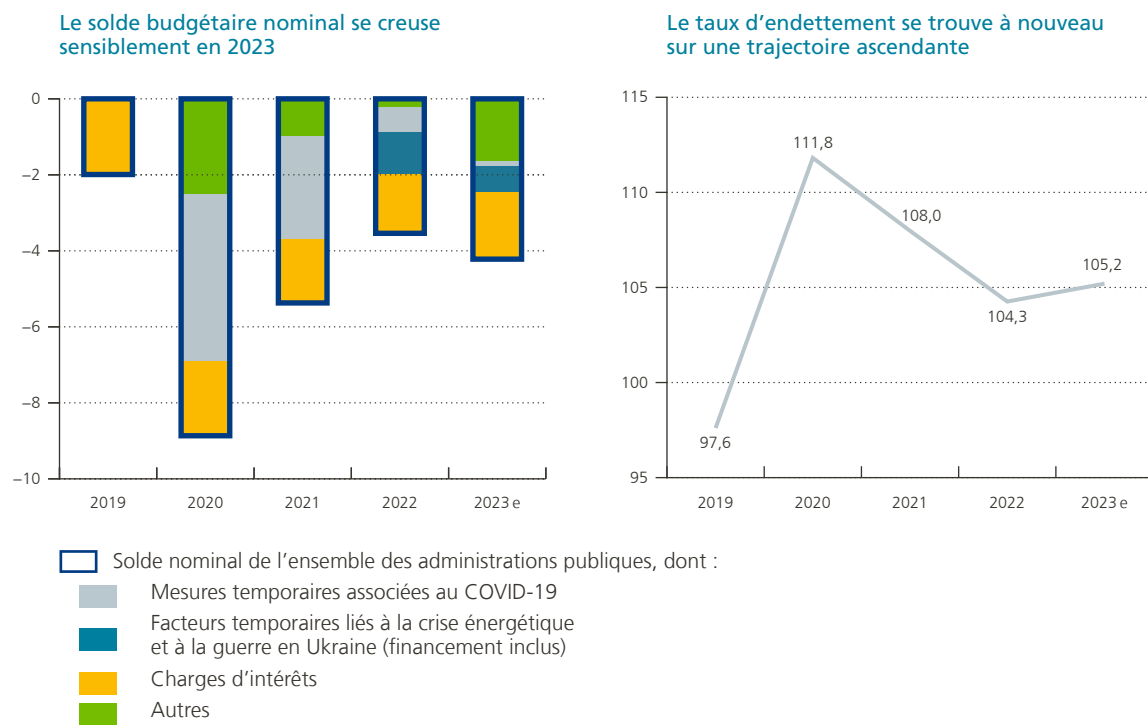
La croissance des dépenses primaires a lourdement grevé le déficit primaire en 2023, les portant à un niveau bien supérieur à celui qu'il affichait avant la crise du coronavirus. Cette nette appréciation, qui concerne principalement les dépenses courantes, s'explique par plusieurs facteurs. D'abord, il y a eu les retombées des mesures politiques telles qu'un nouveau relèvement des allocations minimales au niveau fédéral et le renforcement de la politique sociale en Flandre. À cela s'ajoute le fait que les coûts du vieillissement démographique continuent de s'accroître de façon structurelle. Ensuite, l'indexation automatique des prestations sociales et des traitements du personnel de la fonction publique a aussi fait grimper le ratio des dépenses en 2023. Enfin, les investissements publics ont aussi enflé sous l'impulsion de projets d'infrastructure régionaux.

Abstraction faite des facteurs temporaires liés à la pandémie, à la crise énergétique et à la guerre en Ukraine, les recettes fiscales se sont contractées en 2023. Ce recul est dû principalement à la tendance baissière des impôts indirects. Ceux-ci sont en effet altérés, d'une part, par la réduction permanente du taux de TVA sur l'électricité et sur le gaz naturel, qui n'est pas entièrement financée par les droits d'accises, et, d'autre part, par le fléchissement des recettes des droits d'enregistrement lié au ralentissement du marché immobilier. Par ailleurs, les recettes provenant des prélèvements sur le travail se sont amplifiées grâce à une forte croissance des salaires occasionnée par le retard de l'indexation automatique. C'est au niveau de l'évolution des cotisations de sécurité sociale que ce phénomène a été le plus marqué. En effet, les recettes de l'impôt des personnes physiques ont également été comprimées par la vive indexation des barèmes fiscaux, laquelle repose sur l'inflation de l'année précédente. Celle-ci a largement dépassé l'indexation automatique des salaires en 2023.

Graphique 8.1

La situation budgétaire de la Belgique se détériore structurellement

(pourcentages du PIB)



Sources : ICN, BNB.

Sur fond d'un déficit primaire de 2,5% du PIB, la politique budgétaire est restée expansionniste en 2023. Alors que l'activité économique a presque atteint son niveau potentiel en 2023, les administrations publiques ne sont pas parvenues à réduire davantage le déficit primaire. Depuis la fin de la crise du COVID-19, le solde primaire s'est systématiquement redressé, fût-ce insuffisamment au regard du rebond de l'activité économique. Comparativement, en 2019, l'économie était proche de son niveau potentiel et le solde primaire était en équilibre. La politique budgétaire est donc restée très favorable en 2023. De fait, depuis 2019, les dépenses primaires se sont alourdies de manière structurelle, tandis que les mesures accommodantes adoptées en réaction à la crise énergétique n'ont pas fait l'objet d'un retrait rapide.

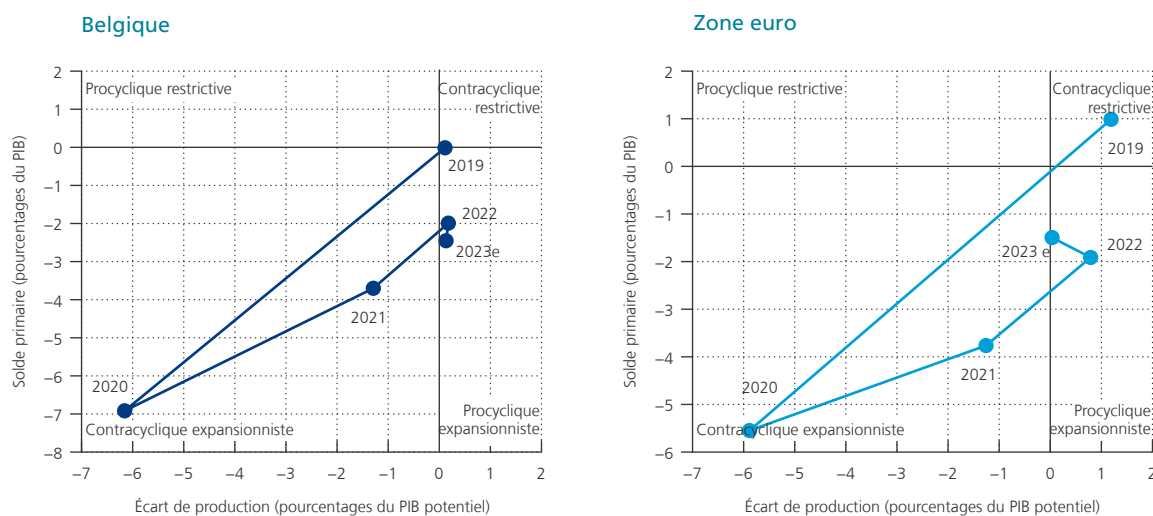
Les charges d'intérêts ont augmenté pour la première fois depuis longtemps, portées par de nouvelles remontées des taux d'intérêt à court et à long termes. Le relèvement des taux d'intérêt amorcé au début de 2022 s'est également traduit par une accélération graduelle des charges d'intérêts depuis cette année-là. Si celles-ci avaient encore légèrement décliné en 2022, dans la mesure où la dette arrivant à échéance avait encore pu être refinancée à un taux plus avantageux, le taux d'intérêt moyen

sur l'encours de la dette (taux implicite) est reparti à la hausse en 2023. Les charges d'intérêts devraient progresser de 0,2 % du PIB en moyenne par an dans les prochaines années.

Sous l'effet, notamment, d'un déficit primaire prononcé, le ratio d'endettement s'est accru en 2023 et est demeuré nettement supérieur au niveau qu'il affichait avant la pandémie. En 2023, le taux d'endettement brut de la Belgique s'est amplifié de 0,9 point de pourcentage, pour s'établir à 105,2 % du PIB. Le dénominateur, à savoir le PIB nominal, s'est aussi vivement apprécié en 2023, entraîné par l'inflation intérieure encore substantielle (croissance du déflateur du PIB). L'effet favorable du dénominateur a néanmoins été partiellement compensé par l'impact du déficit élevé. Qui plus est, l'émission largement plébiscitée du bon d'État à un an en septembre 2023 a induit un gonflement temporaire de 1,5 point de pourcentage de la dette brute (de même qu'une augmentation correspondante des réserves de trésorerie). Dans les années à venir, la persistance d'importants déficits primaires menace de grossir encore l'endettement, d'autant que les taux d'intérêt implicites continueront de grimper. Le taux d'endettement de la Belgique est donc structurellement orienté à la hausse, un constat qui vaut tant pour le pouvoir

Graphique 8.2

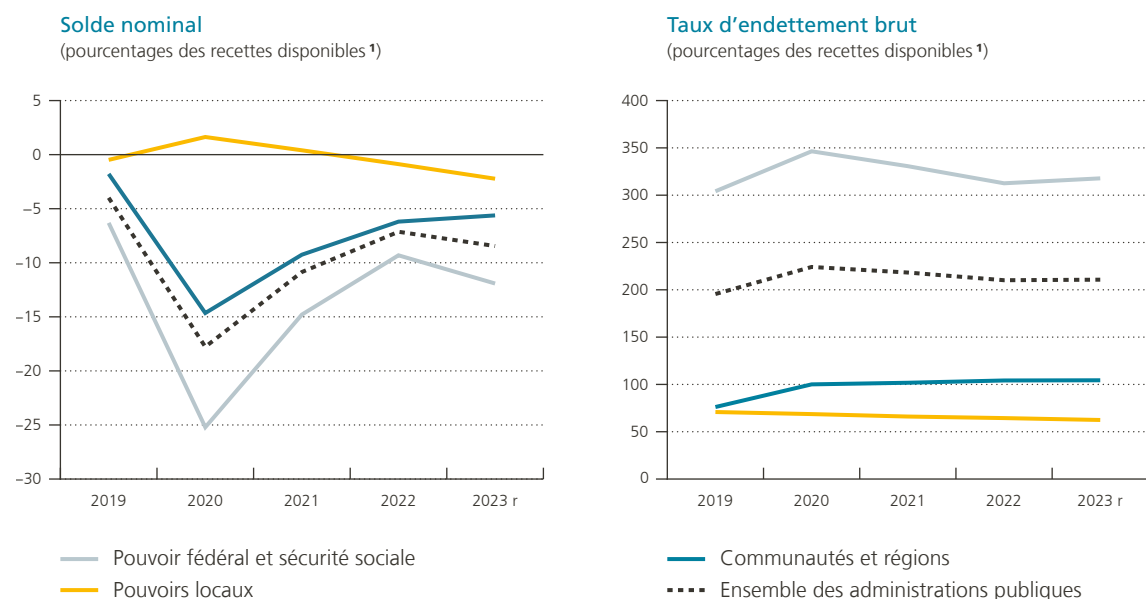
La politique budgétaire de la Belgique reste expansionniste



Sources : CE, BNB.

Graphique 8.3

Les soldes budgétaires fédéral et régionaux restent structurellement plus défavorables qu'avant la crise du coronavirus



Sources: ICN, BNB.

¹ Les recettes disponibles comprennent uniquement les revenus dont dispose réellement une administration publique pour mettre en œuvre une politique. Plus précisément, les recettes publiques ont été ajustées pour tenir compte des transferts versés aux autres administrations publiques.

fédéral que pour l'ensemble des communautés et des régions.

Le bond du déficit public en 2023 se situe presque entièrement au niveau fédéral. Le déficit public du pouvoir fédéral et de la sécurité sociale s'est creusé de 0,6 point de pourcentage du PIB en 2023, ce qui correspond à peu de choses près à l'élargissement du besoin de financement de l'ensemble des administrations publiques. Les dépenses primaires ont largement enflé à ce niveau, en partie sous l'effet de l'alourdissement structurel des coûts liés au vieillissement. À l'échelon régional, le déficit est demeuré quasiment stable. Si l'on exprime le solde de financement des différentes entités en pourcentage de leurs recettes disponibles, ce qui permet une comparaison plus fidèle, il appert que les déficits tant des administrations fédérales que des communautés et des régions sont encore bien supérieurs à ce qu'ils étaient avant la crise du coronavirus. Enfin, comme en 2022, les administrations locales ont enregistré un léger déficit, reflétant le cycle d'investissements local à l'approche des élections de 2024.

Dans les prochaines années, le déficit budgétaire doit être ramené en deçà des 3% du PIB, de manière à imprimer une trajectoire descendante au taux d'endettement

Une amélioration sensible du solde budgétaire s'impose pour garantir la soutenabilité des finances publiques. Tout d'abord, il convient d'entraîner le déficit sous la barre des 3% du PIB pour comprimer le taux d'endettement public. Ensuite, élément caractéristique d'une politique tournée vers l'avenir, il importe de constituer des réserves dans des circonstances économiques normales pour pouvoir faire face à de futurs revers. Qui plus est, une politique budgétaire plus stricte contribue à contenir l'inflation et sert la politique monétaire.

Un cadre budgétaire européen performant joue un rôle de premier plan dans l'assainissement des finances publiques. Un accord politique sur un nouveau cadre politique européen a été conclu à la fin de l'année au sein du Conseil Ecofin, dont le volet budgétaire constitue un aspect important. L'objectif premier de ce nouveau dispositif est de renforcer

la soutenabilité des finances publiques, tout en soutenant l'emploi et en promouvant une croissance durable et inclusive. Les États membres devront présenter des plans budgétaires structurels à moyen terme d'une durée de quatre ou cinq ans. Ces plans respecteront une trajectoire budgétaire propre à chaque pays, qui dépendra du risque pesant sur la soutenabilité de ses finances publiques. La trajectoire sera ensuite convertie en critère d'évolution des dépenses qui permettra d'assurer un suivi. L'encadré 8 revient sur les principales composantes de ce nouveau cadre.

En mars, la Commission européenne (CE) a demandé à la Belgique de conduire le déficit de financement sous la valeur de référence des 3 % du PIB d'ici 2026 au plus tard et d'imprimer une trajectoire baissière à moyen terme au ratio d'endettement. Si ces lignes directrices pour la Belgique reposent sur l'ancien cadre budgétaire, elles contiennent également une série d'éléments qui devraient figurer dans le nouveau dispositif. La CE a également annoncé qu'elle proposerait au Conseil Ecofin, au printemps de 2024, d'engager des procédures de déficit public excessif pour les pays qui ne respectent pas les exigences, sur la base des chiffres observés de 2023. Dans son avis d'avril, la section « Besoins de financement des pouvoirs publics » du Conseil supérieur des Finances a repris les objectifs en matière de déficit et de dette proposés par la CE. Elle a insisté pour que l'assainissement budgétaire requis soit entamé sans délai, au plus tard dans le budget 2024, afin de parvenir au redressement nécessaire de la politique budgétaire à très brève échéance.

Dans ses recommandations par pays publiées en juillet, le Conseil Ecofin a invité la Belgique à fournir un effort structurel d'au moins 0,7 point de pourcentage du PIB en 2024, en contenant l'augmentation nominale des dépenses primaires nettes financées au niveau national¹ à 2 % au maximum. C'était la première fois depuis l'entrée en vigueur de la clause dérogatoire générale qu'une recommandation quantitative était formulée. Le Conseil a également enjoint à la Belgique de supprimer graduellement, dès que possible, les mesures d'urgence actuelles de soutien à l'énergie et d'allouer les économies ainsi réalisées à la réduction du déficit public. Pour la période postérieure à 2024, il a été recommandé de mener une stratégie budgétaire axée sur un assainissement progressif et durable, combinée à des investissements et à des réformes propices à une croissance durable plus élevée, de manière à parvenir à une position budgétaire prudente à moyen terme.



¹ Il s'agit des dépenses financées au niveau national, déduction faite des mesures de recettes discrétionnaires, des charges d'intérêts et des dépenses conjoncturelles en matière de chômage.

Le nouveau cadre budgétaire européen

À la fin de décembre, un accord politique a été conclu au sein du Conseil Ecofin sur un nouveau cadre de gouvernance européen, dont le volet budgétaire constitue un élément important¹.

Le cadre de gouvernance européen se compose d'un ensemble d'institutions, de règles et de procédures visant à coordonner les politiques économique et budgétaire dans l'UE et à procéder à leur suivi. L'accord relatif à un nouveau cadre est l'aboutissement provisoire d'un processus entamé au début de février 2020, avec la publication d'une évaluation du cadre existant par la Commission européenne. Il devait encore être présenté au Parlement européen et pouvait encore être adapté². Le nouveau cadre devrait être progressivement introduit à partir de 2024.

Le cadre existant a été adapté pour remédier à un certain nombre de manquements et pour tenir compte de plusieurs nouveaux défis. Selon une évaluation de la CE, l'ancien cadre présentait une série d'imperfections, telles que la complexité des règles, l'absence d'*ownership* national, le caractère souvent procyclique de la politique budgétaire, le manque d'attention accordée aux réformes et aux investissements, ainsi que le respect et l'application limités des règles. Les parties prenantes ont également demandé qu'il soit mieux tenu compte de l'hétérogénéité accrue dans les États membres et des défis auxquels l'UE est confrontée. Ceux-ci portent notamment sur la réalisation des transitions numérique et climatique, sur la garantie de la sécurité énergétique, sur le vieillissement de la population, sur le niveau élevé des déficits budgétaires et des dettes publiques après les crises des années précédentes, ainsi que sur le renforcement de la sécurité stratégique.

Le nouveau cadre budgétaire conserve plusieurs composants importants de l'ancien cadre et introduit une série d'adaptations et de nouveaux aspects relatifs à la politique budgétaire des États membres. Plusieurs éléments majeurs de l'ancien cadre budgétaire ont été maintenus, comme les valeurs de référence de 3 % et de 60 % du PIB concernant, respectivement, le déficit de financement et la dette publique, la répartition en un volet préventif et un volet correctif, le semestre européen comme instrument de coordination des politiques, de même que l'existence de clauses dérogatoires³. Les principaux nouveaux éléments sont expliqués aux paragraphes suivants.

Les plans budgétaires structurels nationaux à moyen terme d'une durée de quatre ou cinq ans (en fonction de la durée de la législature) constituent la pierre angulaire de ce nouveau cadre de politique. Ils remplacent les actuels programmes de stabilité, de convergence et de réforme nationaux. Dans ces plans, les États membres s'engagent concernant tant des objectifs budgétaires que des objectifs en termes de réformes et d'investissements. L'objectif est de contribuer à un processus cohérent et rationalisé et de renforcer l'*ownership* national. La trajectoire budgétaire figurant dans le plan restera inchangée pendant toute sa durée. Les États membres doivent déposer chaque année auprès de la Commission européenne un rapport d'avancement sur la mise en œuvre de leur plan, et ce pour le 30 avril au plus tard.

¹ Cf. Conseil de l'Union européenne, *Réexamen de la gouvernance économique: le Conseil marque son accord sur une réforme des règles budgétaires*, Communiqué de presse, 21 décembre 2023.

² Un accord a été conclu entre le Conseil Ecofin et le Parlement européen le 10 février 2024. Cet accord ne contient pas de modifications fondamentales sur le fond.

³ Les principaux éléments qui ont été supprimés concernent la réalisation de l'objectif à moyen terme (OMT), la convergence vers cet objectif, la diminution annuelle du taux d'endettement à hauteur d'1/20^e de l'écart vis-à-vis de la référence de 60 % du PIB et les programmes de stabilité, de convergence et de réforme nationaux.





La CE établit, pour les pays dont le déficit est supérieur à 3 % du PIB et/ou dont le taux d'endettement dépasse 60 % du PIB, une trajectoire budgétaire technique, sur laquelle ceux-ci s'appuient pour préparer leur plan national¹. Cette trajectoire est au cœur du volet préventif du cadre budgétaire. Elle est exprimée en termes de croissance nominale maximale des dépenses primaires nettes financées au niveau national² et couvre une période d'ajustement de quatre ans, qui peut être prolongée pour une durée maximale de trois ans. Ce délai plus long peut être accordé si les États membres réalisent certaines réformes et certains investissements qui améliorent le potentiel de croissance et favorisent la soutenabilité budgétaire.

Cette trajectoire technique se fonde sur une analyse de la soutenabilité des finances publiques par pays et garantit que, d'une part, au plus tard à la fin de la période d'ajustement, le ratio de la dette publique attendu suivra une trajectoire descendante ou se maintiendra en dessous de 60 % du PIB à moyen terme³, en l'absence de nouvelles mesures budgétaires, et, d'autre part, au cours de la période d'ajustement, le déficit public attendu sera ramené sous la valeur de référence de 3 % du PIB à moyen terme³ et se maintiendra sous ce niveau, en l'absence de nouvelles mesures budgétaires.

La trajectoire technique doit également remplir deux conditions supplémentaires: primo, permettre de réduire chaque année, en moyenne au cours de la période d'ajustement, le ratio d'endettement projeté d'au moins un point de pourcentage du PIB si le taux d'endettement dépasse 90 % du PIB et d'un demi-point de pourcentage du PIB s'il est compris entre 60 et 90 % du PIB et, secundo, garantir la poursuite de l'effort budgétaire jusqu'à atteindre un déficit ménageant une marge de sécurité structurelle de 1,5 % du PIB par rapport à la valeur de référence de 3 % du PIB. Cette marge requiert une amélioration du solde primaire structurel de 0,4 % du PIB par an, qui retomberait à 0,25 % du PIB en cas d'allongement de la période d'ajustement.

1 Aucun ajustement budgétaire n'est requis de la part des pays dont le déficit ne dépasse pas la valeur de référence de 3 % du PIB et dont le ratio d'endettement ne dépasse pas la valeur de référence de 60 % du PIB. La CE peut toutefois, sur demande, donner des orientations techniques.

2 Il s'agit des dépenses publiques déduction faite des mesures de recettes discrétionnaires, des charges d'intérêts, des dépenses en matière de chômage conjoncturel et des dépenses liées aux programmes de l'UE entièrement couvertes par des recettes provenant de fonds de l'Union. Les mesures ponctuelles et temporaires sont également exclues des dépenses nettes.

3 Sur la base des propositions législatives de la Commission européenne d'avril 2023, il est supposé qu'il s'agit d'une période de 10 ans.



Selon les simulations du groupe de réflexion Bruegel, la trajectoire technique pour la Belgique nécessiterait un effort budgétaire annuel de 0,7 point de pourcentage du PIB pendant sept ans ou de 1,2 point de pourcentage du PIB pendant quatre ans¹. Le solde primaire structurel tendrait alors vers un excédent de quelque 2,5 % du PIB. Ces simulations sont basées sur les prévisions d'automne de la CE, qui tablent sur un déficit de 4,9 % du PIB en 2024, et sont réalisées suivant sa méthodologie actuelle d'analyse de la soutenabilité de la dette.

Les États membres déterminent eux-mêmes la voie qu'ils entendent suivre en matière d'ajustement; celle-ci peut s'écarter de la trajectoire technique proposée par la CE. Elle doit néanmoins être étayée par des facteurs objectifs et approuvée par la CE et par le Conseil Ecofin.

Pour les États membres qui présentent un endettement supérieur à 60 % du PIB et qui s'éloignent trop de la trajectoire convenue, de même que pour ceux dont le déficit se situe durablement au-dessus de 3 % du PIB, la procédure concernant les déficits excessifs (PDE) est engagée. Celle-ci constitue toujours le volet correctif du cadre budgétaire.

Les règles de la PDE en matière de dépassement de la norme de 60 % s'appliquant à l'endettement sont renforcées. S'agissant des États membres dont la dette excède 60 % du PIB et dont le solde de financement n'est ni proche de l'équilibre ni excédentaire, la CE lancera une PDE si leur trajectoire des dépenses nettes s'écarte significativement de la trajectoire convenue. L'écart est considéré comme significatif si la variation effective des dépenses nettes dévie de plus de 0,3 point de pourcentage du PIB au cours d'une année particulière ou de plus de 0,6 point de pourcentage du PIB cumulativement par rapport à la trajectoire définie dans le plan national. Ce plafonnement de l'écart cumulé autorisé sur plus de deux ans constitue une nouveauté. La trajectoire corrective des dépenses nettes est au moins aussi exigeante que la trajectoire convenue, de plus elle corrige les écarts cumulés des années précédentes.²

Les règles de la procédure concernant les déficits excessifs fondées sur le critère du déficit ont été conservées. Dans l'éventualité où le déficit demeurerait supérieur à 3 % du PIB, la trajectoire corrective des dépenses nettes à suivre est en principe la même que la trajectoire convenue, avec un effort structurel annuel minimum de 0,5 % du PIB. Les États membres ont convenu que la CE pourrait ajuster ce dernier au cours de la période de transition 2025-2027 pour tenir compte de l'alourdissement des charges d'intérêts.

L'amende qui sera imposée en cas de non-respect des recommandations du Conseil au titre de la PDE a été allégée. Là où l'ancien mécanisme la fixait à 0,5 % maximum du PIB de l'année précédente par an, elle s'élève à 0,05 % maximum du PIB de l'année antérieure par périodes de six mois dans le nouveau. Le versement de l'amende doit se poursuivre jusqu'à ce que le Conseil estime que ses recommandations ont été respectées. Ce dernier peut par ailleurs décider de renforcer les sanctions.

Un Comité budgétaire européen (CBE) permanent et plus indépendant devrait jouer un rôle accru. Le rôle du CBE est renforcé par l'élargissement de sa fonction consultative dans le processus

¹ Cf. Zettelmeyer J., *Assessing the Ecofin compromise on fiscal rules*, 21 December 2023, Bruegel.org.

² Les écarts annuels par rapport à la trajectoire convenue des dépenses nettes sont cumulés par la CE pour chaque État membre dans un compte de contrôle.



de gouvernance. À cette fin, son indépendance et son accès à l'information seraient améliorés. Le rôle des institutions budgétaires nationales indépendantes est confirmé en l'état et n'est donc pas renforcé. Les autorités nationales peuvent toutefois se tourner vers elles afin d'évaluer le respect de la trajectoire des dépenses nettes. Pour autant, les analyses qui en résultent ne sont pas contraignantes pour la CE.

Une évaluation provisoire du nouveau cadre de gouvernance européen dresse un tableau en demi-teintes. Le nouveau dispositif comporte de nettes améliorations par rapport au précédent. Tel est en particulier le cas de l'utilisation d'un critère d'évolution des dépenses comme seule variable opérationnelle, de l'accent mis sur le moyen terme pour les plans nationaux qui restent inchangés pendant les années auxquelles ils s'appliquent, de l'incitation à une plus grande responsabilisation des États membres par le biais de parcours individualisés, et des règles renforcées pour la PDE en cas de dépassement de la norme d'endettement. Il n'en appelle pas moins d'ores et déjà certaines réserves. Ainsi, le recours à l'analyse de soutenabilité comme point d'ancrage pour déterminer la trajectoire technique ne conduira pas à une simplification. Cette méthode induit par ailleurs un effort de financement en amont des coûts croissants du vieillissement, ce qui rend les exigences à l'égard de la Belgique particulièrement strictes. Les conditions supplémentaires concernant la trajectoire technique et la période de transition 2025-2027 compliquent encore la donne. En outre, l'extension possible de la période d'adaptation à un maximum de sept ans peut poser question quant à l'application des critères utilisés à cette fin. Seul le temps dira si ces adaptations permettront d'améliorer le respect et l'application des règles. Les implications précises pour la politique budgétaire belge ne sont pas encore tout à fait claires, car elles dépendent des paramètres utilisés pour calculer la trajectoire technique et du recours au pouvoir discrétionnaire des institutions européennes dans l'exécution des règles.

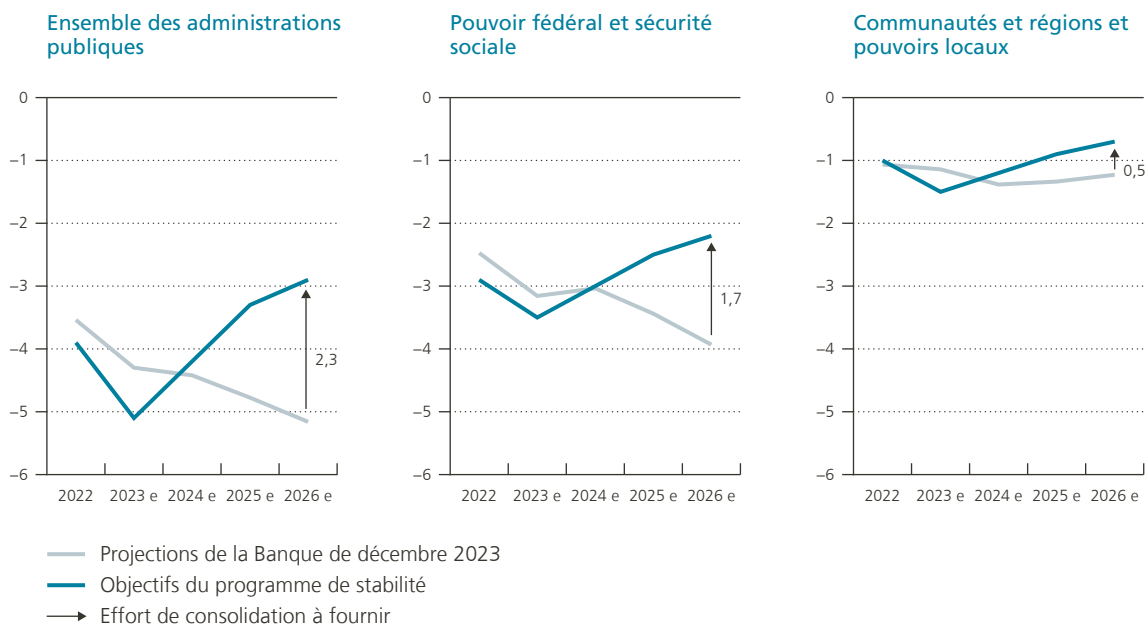
Dans le programme de stabilité de la Belgique présenté en avril 2023, les différents gouvernements ont proposé une trajectoire qui pourrait ramener le déficit sous la barre des 3 % du PIB en 2026 mais qui permet une nouvelle augmentation du taux d'endettement les années suivantes. L'objectif est d'abaisser le déficit de financement nominal de l'ensemble des administrations publiques à 2,9 % du PIB d'ici 2026. Pour ce faire, le déficit du gouvernement fédéral et de la sécurité sociale retomberait à 2,2 % du PIB, tandis que celui des communautés et des régions et des pouvoirs locaux reviendrait à 0,7 % du PIB. Une amélioration structurelle de 0,8 point de pourcentage du PIB est visée pour 2024, laquelle doit être presque entièrement réalisée par les communautés et les régions. Cet effort suppose un déficit nominal de 5,1 % du PIB en 2023, ce qui est plus pessimiste que les estimations plus récentes.

Cette année encore, la coordination de la politique budgétaire entre les différents niveaux de pouvoir en Belgique n'a pas été satisfaisante. En effet, les diverses autorités ne sont pas parvenues à s'accorder sur les objectifs budgétaires pour la période 2023-2026 au sein du Comité de concertation. Depuis l'entrée en vigueur de l'accord de coopération du 13 décembre 2013, les gouvernements n'ont jamais réussi à s'entendre sur un objectif budgétaire commun – sauf en 2018 – et sur la manière de le ventiler entre les entités dans le programme de stabilité. Mettre en œuvre la consolidation nécessaire requerra pourtant l'implication de tous les niveaux de pouvoir en Belgique ainsi qu'une collaboration appropriée entre eux. Il est donc grand temps de conclure des arrangements clairs et contraignants quant à la répartition de ces efforts entre les différents niveaux de l'administration publique.

Graphique 8.4

Des efforts substantiels doivent être consentis pour atteindre les objectifs du programme de stabilité

(solde de financement nominal des administrations publiques, pourcentages du PIB)



Sources : SPF BOSA, BNB.

Les projections de décembre de la Banque indiquent qu'un effort substantiel s'impose pour atteindre les objectifs du programme de stabilité. À politique inchangée, une nouvelle aggravation du déficit de financement est en effet prévue au cours des prochaines années, qui irait à l'encontre de ces objectifs. Le déficit budgétaire de l'ensemble des administrations publiques augmenterait légèrement en 2024. L'amélioration structurelle envisagée, de l'ordre de 0,8 point de pourcentage du PIB, ne serait donc en aucun cas réalisée. Le solde budgétaire se dégraderait encore de 0,4 point de pourcentage du PIB par an tant en 2025 qu'en 2026, pour s'établir à 5,2 % du PIB en 2026. Le déficit du gouvernement fédéral et de la sécurité sociale se creuserait, tout comme celui des communautés et régions et des pouvoirs locaux. Les pouvoirs publics devraient donc produire un effort considérable, de 2,3 points de pourcentage du PIB, pour respecter les objectifs à l'horizon 2026, dont 1,7 point de pourcentage du PIB devrait provenir du gouvernement fédéral et de la sécurité sociale.

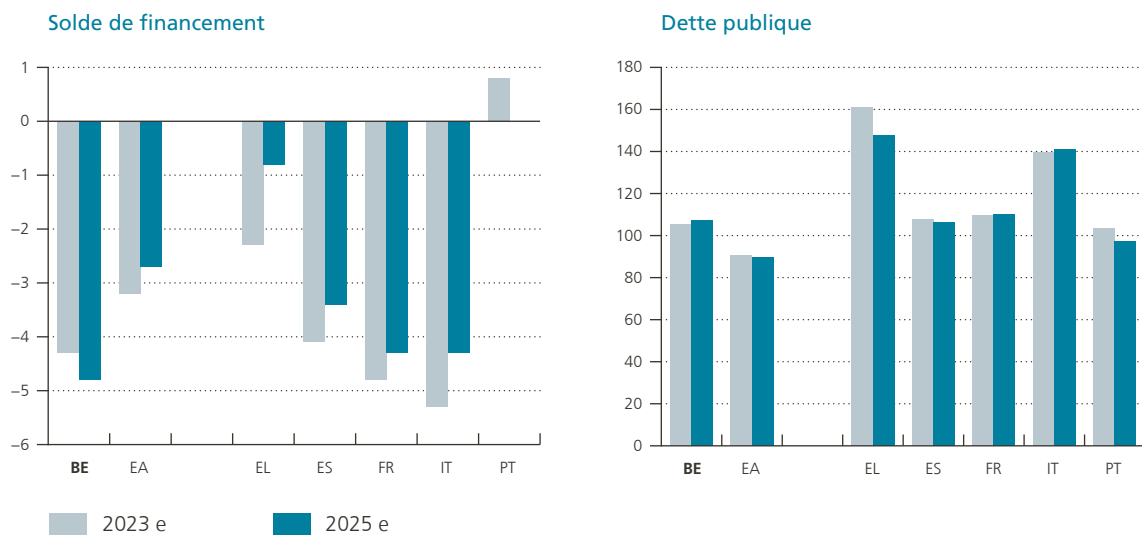
En se fondant sur ses prévisions d'automne, la Commission européenne a estimé que la trajectoire budgétaire pour 2024 pourrait ne pas être conforme aux recommandations émises par le Conseil Ecofin en juillet, une conclusion qu'elle a formulée dans son évaluation des projets de plans budgétaires des États membres pour l'année 2024. Selon les prévisions de la CE, la croissance nominale des dépenses primaires nettes financées au niveau national se monterait à 3,8 %, dépassant ainsi la hausse maximale recommandée de 2 %. La Commission a donc invité la Belgique à prendre les mesures nécessaires dans le cadre de la procédure budgétaire nationale pour faire en sorte que sa politique budgétaire soit, en 2024, conforme à ces recommandations.

La Belgique fait partie des pays dont la soutenabilité des finances publiques à moyen terme est la plus à risque. Les perspectives en matière de finances publiques sont moins favorables en Belgique que dans la plupart des autres pays de la zone euro. Par opposition à l'évolution escomptée en Belgique,

Graphique 8.5

Selon les projections, les finances publiques devraient évoluer moins favorablement en Belgique que dans les autres pays de la zone euro

(pourcentages du PIB)



Sources: CE (projections de novembre 2023), BNB (projections de la Banque de décembre 2023).

les prévisions de la CE suggèrent que le solde budgétaire s'améliorerait dans la zone euro et dans les autres pays fortement endettés, à l'exception du Portugal, qui devrait atteindre un équilibre budgétaire en 2025. La Belgique accuserait le déficit le plus élevé de ces pays. Son taux d'endettement s'accroîtrait, alors que celui de la zone euro devrait reculer. S'agissant des autres pays très endettés, une légère augmentation du taux d'endettement n'est anticipée qu'en France et en Italie.

8.2 La dégradation du solde primaire est imputable à l'alourdissement des dépenses

La dégradation significative du solde primaire depuis 2019 est entièrement imputable à l'alourdissement des dépenses primaires. En 2023, les recettes ont retrouvé leur niveau de 2019, soit l'année qui a précédé les crises. Cette section examine successivement l'évolution des dépenses primaires et des recettes, au cours de l'année écoulée, d'une part, et par rapport à 2019, d'autre part. Une distinction est systématiquement opérée entre, d'un côté, les facteurs temporaires attribuables à la pandémie de coronavirus, à la crise énergétique et à la guerre en

Ukraine, et, de l'autre, l'évolution sous-jacente abstraction faite de ces facteurs temporaires.

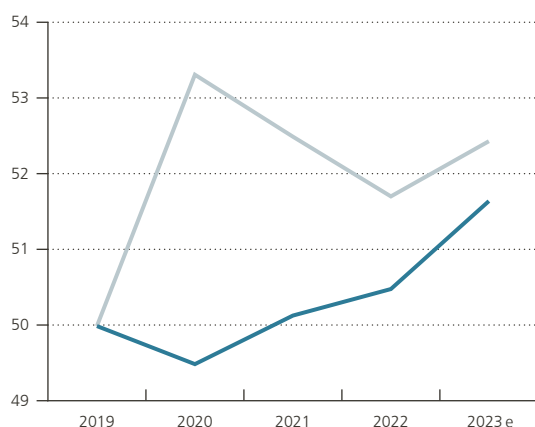
Les dépenses primaires poursuivent leur hausse structurelle, indépendamment des facteurs temporaires

Les budgets 2023 des administrations publiques ont encore prévu des dépenses de soutien temporaires aux ménages et aux entreprises afin de

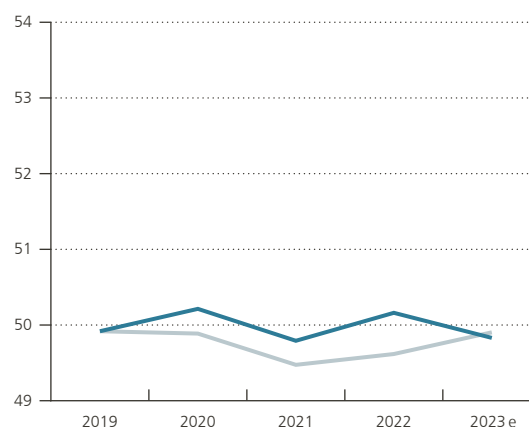
Graphique 8.6

La récente dégradation du solde primaire est imputable aux dépenses publiques

Les dépenses primaires ont davantage augmenté que le PIB potentiel
(pourcentages du PIB potentiel)



Les recettes sont revenues à leur niveau d'avant la crise
(pourcentages du PIB)



— Évolution nominale — Évolution sous-jacente¹

Sources: ICN, BNB.

¹ Variation des dépenses et des recettes à l'exclusion des facteurs temporaires induits par la pandémie de COVID-19, l'invasion russe en Ukraine et la crise énergétique, y compris les facteurs temporaires de financement.

leur permettre de faire face à la hausse des prix de l'énergie. L'ampleur de ces aides (3,2 milliards d'euros en dépenses, soit 0,5 % du PIB) est demeurée stable par rapport à l'année 2022, en dépit du reflux des prix sur les marchés internationaux. Les ménages ont encore bénéficié du forfait de base pour le gaz et l'électricité durant tout le premier trimestre. Le volet du tarif social élargi aux bénéficiaires de l'intervention majorée (BIM) a pris fin le 30 juin. À ce sujet, le tarif social ordinaire, qui n'est pas considéré comme temporaire, a vu son coût budgétaire fortement diminuer dans le sillage de la baisse des prix de l'énergie. Au niveau régional, en fonction des marges budgétaires disponibles en Flandre, à Bruxelles et en Wallonie, diverses subventions ont été dégagées pour aider les entreprises et les ASBL à honorer leurs factures d'énergie.

L'invasion russe en Ukraine a de nouveau généré des dépenses publiques importantes à l'échelle de la Belgique. Une grande partie des réfugiés ukrainiens ont reçu une aide sociale équivalente au revenu d'intégration. Des fonds ont par ailleurs été alloués pour l'hébergement – provisoire ou durable – des immigrants. S'y ajoutent l'aide humanitaire et le

soutien militaire apportés sur les lieux du conflit. Si l'on classe également parmi les dépenses exceptionnelles certaines mesures visant à relever le niveau de préparation de l'armée belge, il appert que cette crise a mobilisé un budget d'environ 1,2 milliard d'euros (soit 0,2 % du PIB) sur l'année 2023.

A contrario, la crise du COVID-19 n'a pratiquement plus eu aucune implication budgétaire. Elle a généré des dépenses résiduelles estimées à quelque 200 millions d'euros, loin des 2,7 milliards d'euros qui avaient encore été déboursés en 2022 (ce qui représente une baisse égale à 0,5 % du PIB).

Abstraction faite de ces divers facteurs temporaires, l'évolution sous-jacente des dépenses est clairement orientée à la hausse. Pour se faire une idée plus fidèle de la dynamique à l'œuvre dans la variation des dépenses publiques, il importe en effet d'exclure les dépenses exceptionnelles induites par les différentes crises traversées dernièrement (COVID-19, Ukraine, énergie). En outre, il est pertinent de les rapporter au dénominateur le plus approprié, à savoir le PIB potentiel. Cette approche est adoptée dans les paragraphes qui suivent.



En l'espace de quatre ans, les dépenses primaires ont affiché une augmentation équivalant à 1,7 point de pourcentage du PIB potentiel.

En d'autres termes, l'évolution sous-jacente des dépenses publiques depuis 2019 a dépassé la croissance potentielle de l'économie belge. Cet écart s'est sensiblement creusé en 2023. Cette hausse est majoritairement imputable au pouvoir fédéral et à la sécurité sociale.

Les prestations sociales représentent plus de la moitié de la progression des dépenses enregistrée entre 2019 et 2023. Elles émanent principalement de la sécurité sociale. Ce poste s'alourdit en grande partie sous l'effet du vieillissement de la population, qui pèse sur la charge des pensions et sur le coût des soins de santé. À cet effet de volume s'ajoutent la poursuite du relèvement graduel des minima sociaux prévu dans l'accord de gouvernement fédéral, ainsi que l'écart observé entre l'indexation effective et l'inflation intérieure mesurée par le déflateur du PIB.

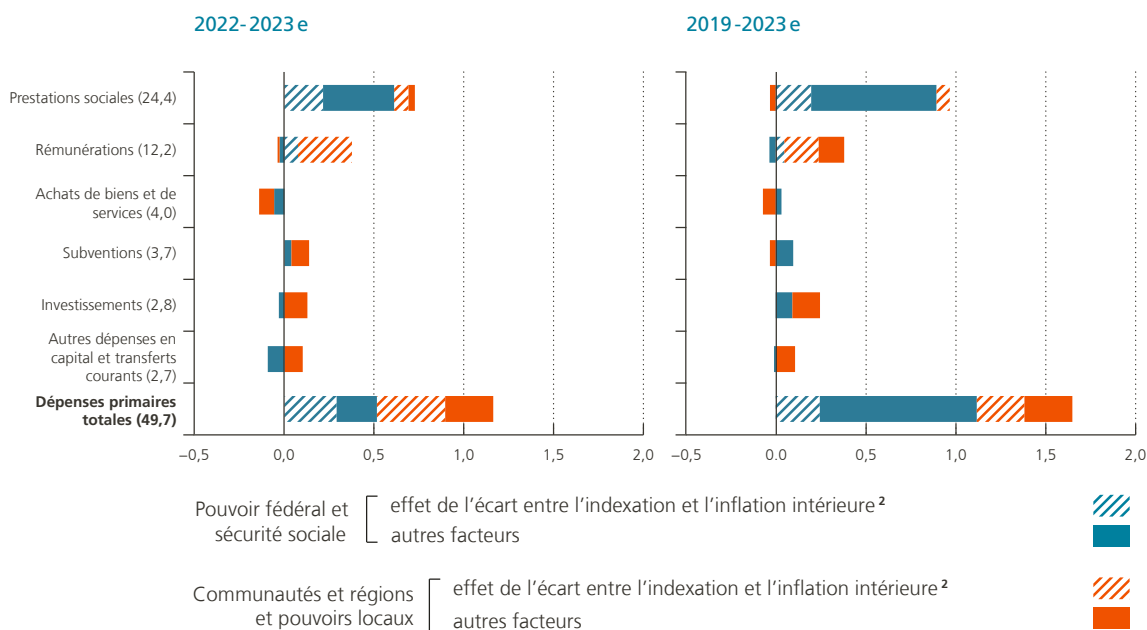
Les pensions constituent le principal soutien à la croissance des prestations sociales.

Relevons aussi que, ces quatre dernières années, les indemnités versées pour incapacité de travail ont davantage augmenté que l'enveloppe dédiée au remboursement des soins de santé. Il est vrai que les prestations de soins ont temporairement diminué pendant la crise du COVID-19 en raison de la suspension des consultations et hospitalisations non urgentes. Depuis 2022, les soins de santé profitent toutefois d'une norme de croissance réelle rehaussée à 2,5%. En revanche, le coût budgétaire du chômage a enregistré une tendance baissière au cours de la période analysée. Le marché du travail s'étant montré résilient durant la crise et la croissance ayant été riche en emplois au cours de la reprise économique, le nombre de bénéficiaires d'allocations de chômage est en recul depuis quelques années. À cela s'ajoute l'influence de facteurs structurels qui ont accru l'emploi de certaines catégories de travailleurs, tels les 55-64 ans et les femmes.

Graphique 8.7

Les prestations sociales contribuent largement à la progression des dépenses

(évolution sous-jacente¹ en points de pourcentage du PIB potentiel; entre parenthèses: poids des catégories en pourcentage du PIB potentiel en 2022)



Sources: ICN, BNB.

¹ Variation des dépenses à l'exclusion des mesures temporaires induites par la pandémie de COVID-19, l'invasion russe en Ukraine et la crise énergétique.

² Effet de l'écart observé entre le niveau de l'indexation automatique et celui de l'inflation intérieure mesurée par le déflateur du PIB.

L'indexation automatique des allocations sociales et des rémunérations des fonctionnaires a indéniablement pesé sur les dépenses. En 2023, l'évolution de l'indice-santé a bel et bien ralenti par rapport à l'année précédente. L'indice pivot, qui déclenche l'indexation, n'a été franchi qu'une seule fois. Mais l'année sous revue a essuyé, sur le plan budgétaire, les effets décalés des cinq dépassements survenus en 2022. Ainsi, l'inflation des postes de dépenses soumis à l'indexation automatique s'est établie entre 6 et 7%. Pareille hausse soutient le ratio des dépenses, dans la mesure où la croissance du déflateur du PIB s'est limitée à 4%. Globalement, ce décalage entre l'indexation et l'inflation mesurée par le déflateur du PIB a contribué à la progression sous-jacente des dépenses à hauteur de 0,5 % du PIB depuis 2019.

Dans les faits, le gonflement de la masse salariale des administrations publiques ne s'observe que dans les communautés et régions et les

pouvoirs locaux. En 2023, l'écart d'indexation évoqué ci-avant a joué un rôle majeur. Depuis 2019, la hausse des rémunérations est en outre alimentée par une tendance ascendante de l'emploi public, concentrée aux niveaux régional et local. A contrario, les frais de personnel semblent sous contrôle à l'échelon fédéral, où le niveau de l'emploi est assez stable.

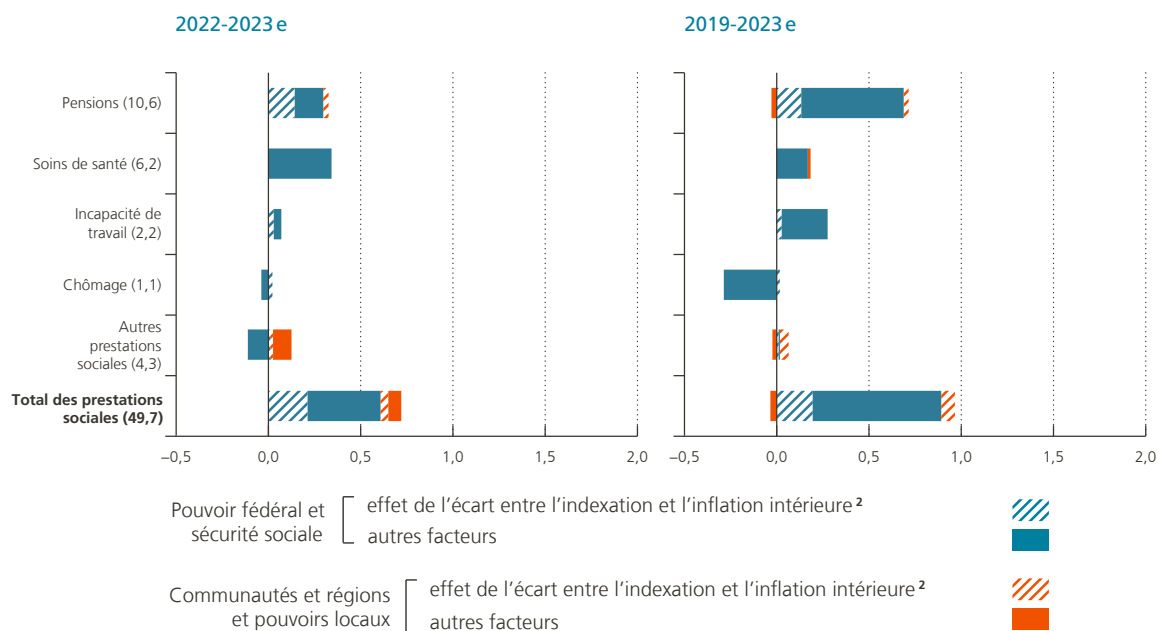
Les achats de biens et de services constituent la seule catégorie dont la croissance sous-jacente est quasiment nulle. Ces dépenses se sont même légèrement repliées en 2023. Les frais de fonctionnement n'ont été que partiellement ajustés à la forte inflation mesurée ces dernières années, ce qui explique cette relative stabilité.

Les subventions affichent une progression comparativement modeste depuis 2019. Dans cette catégorie, les dispenses de versement du précompte professionnel ont augmenté plus rapidement que le

Graphique 8.8

Les dépenses sociales s'alourdissent sous l'effet du vieillissement

(évolution sous-jacente¹ en points de pourcentage du PIB potentiel; entre parenthèses : poids des catégories en pourcentage du PIB potentiel en 2022)



Sources : ICN, BNB.

1 Variation des dépenses à l'exclusion des mesures temporaires induites par la pandémie de COVID-19, l'invasion russe en Ukraine et la crise énergétique.

2 Effet de l'écart observé entre le niveau de l'indexation automatique et celui de l'inflation intérieure mesurée par le déflateur du PIB.

PIB potentiel, tandis que les réductions ciblées des cotisations sociales et les subventions accordées aux entreprises de titres-services ont évolué à un rythme comparable à celui de l'activité économique. Le secteur non marchand a bénéficié d'un financement fédéral additionnel par le biais du fonds blouses blanches et de l'accord social visant à revaloriser les conditions de travail dans les hôpitaux. Les régions ont adopté des mesures similaires en faveur des maisons de repos.

S'agissant des dépenses en capital, l'année 2023 s'est distinguée par une croissance soutenue, principalement aux niveaux régional et local. Les investissements des pouvoirs locaux ont été robustes, comme c'est souvent le cas l'année qui précède les élections communales. En Flandre, le gigantesque chantier Oosterweel, qui prévoit le bouclage du ring d'Anvers, s'est accéléré. Les projets de relance ont aussi gagné en vigueur, générant essentiellement des investissements publics directs et des aides publiques à l'investissement. Cette dynamique favorable qui s'est dessinée dans la foulée de la crise du COVID-19 a néanmoins mis du temps à se concrétiser. Elle concerne de nombreux projets, assortis ou non d'un financement européen (cf. infra).

À défaut de réformes d'envergure, la dérive des dépenses est appelée à durer

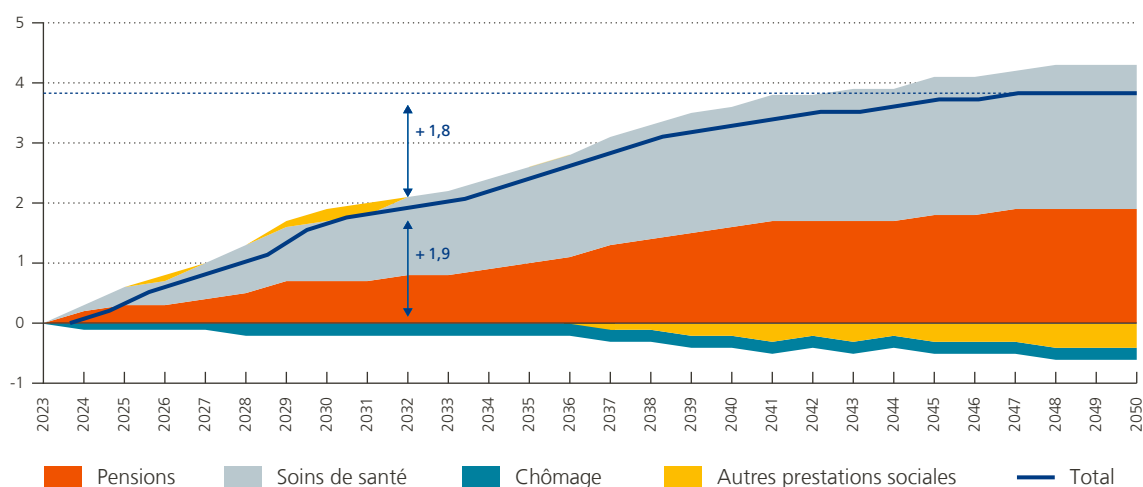
Sans réformes budgétaires majeures, les dépenses courantes vont inévitablement poursuivre leur ascension. Le vieillissement de la population joue un rôle déterminant dans ce mouvement. La charge budgétaire des pensions et des soins de santé va continuer de s'alourdir de ce fait. S'ajoute à ce facteur démographique la progression inquiétante des malades de longue durée, qui grèvent de plus en plus les finances publiques de la Belgique. À politique inchangée, le Comité d'étude sur le vieillissement (CEV) s'attend à ce que le coût des prestations sociales augmente de 3,7 points de pourcentage du PIB à l'horizon 2050. La moitié de ce renchérissement s'observerait durant les neuf prochaines années.

Dans l'ensemble, les réformes des pensions adoptées depuis 2011 ont indéniablement permis d'atténuer la hausse attendue des coûts du vieillissement. Ainsi, la proportion de pensionnés parmi les seniors sera comprimée par le prochain relèvement de l'âge légal du départ à la retraite et par le report, déjà effectif, de l'âge requis pour pouvoir prétendre à une pension anticipée. A contrario, le gouvernement

Graphique 8.9

À politique inchangée, le coût des pensions et des soins de santé va s'alourdir

(évolution par rapport à 2023 en points de pourcentage du PIB)



Source: CEV.

De Croo a procédé à l'accroissement graduel des pensions minimales, tout en revalorisant la pension des indépendants et de certains salariés. Ces augmentations des prestations ont été partiellement compensées par plusieurs mesures adoptées en juillet 2023, dont la plus importante est l'introduction d'un plafond à la progression des pensions des fonctionnaires.

Dans un article récent¹, la Banque a procédé à des simulations esquissant diverses façons de garder sous contrôle la facture des pensions.

Cet exercice a montré qu'il est possible de raboter sensiblement les dépenses de pensions rapportées au PIB (ou à tout le moins de freiner leur évolution) en orientant les déterminants de ce ratio vers la moyenne des pays de la zone euro. Il est vrai que cela nécessitera de nouvelles mesures rigoureuses. La politique la plus favorable consiste à relever le taux d'emploi des seniors, ce qui restreindrait les dépenses de pensions, et augmenterait le PIB tout en atténuant le risque de pauvreté chez les aînés. Plus généralement, les politiques visant à accroître le PIB en stimulant l'emploi ou la productivité présentent aussi l'avantage de réduire le ratio des dépenses globales des pouvoirs publics. Cependant, un rebond de la productivité ne conduira à une baisse du ratio des dépenses de pensions que si les pensions des retraités actuels ne sont pas augmentées dans les mêmes proportions. Enfin, une diminution éventuelle (de la hausse) de la pension légale moyenne devrait se faire de préférence au détriment des pensions les plus élevées, afin de ne pas accentuer le risque de pauvreté.

Le budget de l'INAMI est lui aussi appelé à enfler dans les années à venir.

Les soins de santé sont concernés au premier chef par le vieillissement de la population, alors que les nouveaux traitements médicaux rendus possibles par les progrès technologiques entraînent également une augmentation des dépenses. Dans ce secteur, les économies devraient être réalisées sans affecter la qualité des soins. À cette fin, la prévention mériterait des efforts accrus, afin d'épargner à de nombreux patients des traitements s'avérant coûteux pour la sécurité sociale. Ces actions préventives ne produisant leurs effets qu'à long terme, leur mise en œuvre devrait idéalement s'opérer sans délai. L'autre mission confiée à l'INAMI concerne le versement d'indemnités en cas d'incapacité de travail. Le budget y consacré a explosé ces dernières années, porté par des maladies de longue durée comme le burn-out ou la dépression. Jusqu'à présent, les mesures censées s'attaquer à ce problème n'ont pas encore permis d'en

inverser la tendance. Signalons l'introduction, sous la législature en cours, du plan «Retour au travail», qui prévoit un trajet de réintégration pour les personnes malades mais néanmoins aptes à travailler. Dans ce domaine également, une prévention renforcée, notamment sur le plan de la santé mentale, profiterait à toutes les parties concernées (travailleurs, employeurs et collectivité). Combinée à la remise à l'emploi des malades de longue durée, elle serait particulièrement bénéfique pour les finances publiques.

Contrairement aux dépenses courantes, les dépenses en capital devraient être stimulées, à condition d'être bien ciblées.

Depuis quelques années, les gouvernements ont réalisé l'importance des investissements publics et ont entrepris de redresser leur trajectoire. À cet égard, le Plan national pour la reprise et la résilience (PNRR), qui jouit d'un financement européen, a servi de catalyseur à d'autres programmes financés sur les fonds propres du pouvoir fédéral et des communautés et régions. Durant l'année sous revue, la Belgique a soumis aux instances européennes, qui l'ont approuvée, une version révisée de son plan. Ce dernier couvre désormais des projets totalisant 5,3 milliards d'euros. Leur financement provient majoritairement de dotations (5 milliards, dont 4,5 milliards fournis par la Facilité pour la reprise et la résilience, le solde étant issu du programme REPowerEU et d'une partie de la Brexit Adjustment Reserve). Ces subventions, générant une dette pour l'UE, sont complétées par un prêt d'un peu plus de 250 millions d'euros.

Dans ce contexte, il importe de poursuivre l'exécution des projets initiés et la mise en œuvre des réformes attendues, de manière à exploiter dans leur intégralité les moyens alloués à la Belgique.

Il s'avère que les projets retenus nécessitent souvent plus de temps que prévu dans les calendriers budgétaires. Les délais caractéristiques du secteur de la construction ont récemment été exacerbés par les pénuries de main-d'œuvre et de matériaux. La hausse des prix et l'indexation des salaires ont aussi çà et là contrarié le déploiement des investissements programmés. Enfin, la Belgique n'a pas été prompte à approfondir sa réforme des pensions, pourtant considérée comme un jalon essentiel pour la libération d'une nouvelle tranche de fonds européens.

1 Cf. Deroose M., W. Melyn, P. Stinglhamber et S. Van Parys (2023), « Les dépenses publiques de pensions en Belgique sont-elles soutenables ? Une comparaison avec d'autres pays de la zone euro », BNB, *Revue économique*.

Les recettes sont revenues à leur niveau de 2019

Les mesures temporaires de soutien liées à la crise de l'énergie et du COVID-19 ont continué de peser sur les recettes, à hauteur de 0,4 % du PIB en 2023. En 2022, ces mesures atteignaient encore 0,6 % du PIB. Les baisses temporaires du taux de TVA sur l'électricité et sur le gaz n'ont porté que sur le premier trimestre, pour un coût environ trois fois moindre que l'année précédente. Il en va de même des réductions des droits d'accises sur les produits

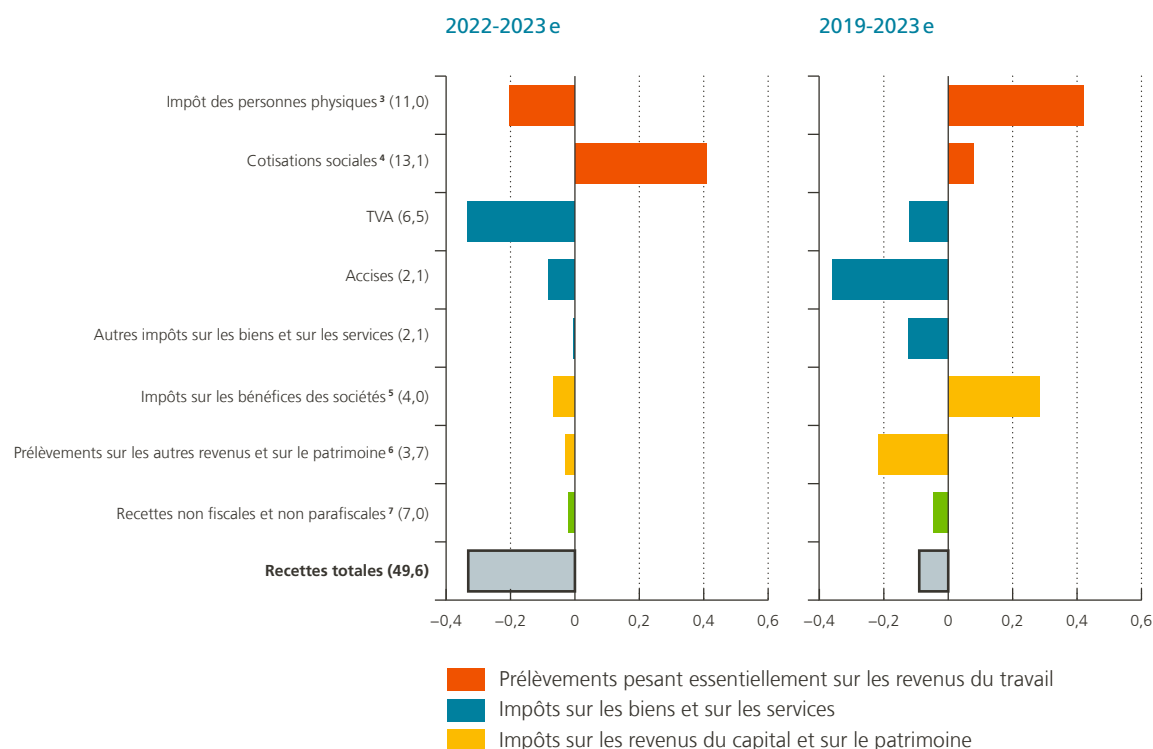
pétroliers. Quant aux cotisations sociales, elles ont été marquées par une mesure d'exonération temporaire de 7 % au cours des deux premiers trimestres de l'année, pour un coût évalué à environ 1 milliard. Les mesures de soutien aux entreprises prises dans le cadre de la crise du COVID-19 ont encore grevé les recettes de 0,1 % du PIB.

Les facteurs temporaires de financement liées à la crise de l'énergie et à la situation en Ukraine ont gonflé les recettes à concurrence de 0,5 % du PIB en 2023, contre 0,1 % du PIB en 2022.

Graphique 8.10

Au total, les recettes des administrations publiques¹ sont revenues à un niveau proche de celui de 2019

(évolution sous-jacente² en points de pourcentage du PIB ; entre parenthèses : poids des catégories en pourcentage du PIB en 2022)



Sources : ICN, BNB.

1 Conformément au SEC 2010, les recettes de l'ensemble des administrations publiques n'incluent ni le produit des droits de douane que celles-ci transfèrent à l'UE, ni les recettes directement perçues par l'UE.

2 Variation des recettes à l'exclusion des facteurs temporaires induits par la pandémie de COVID-19, l'invasion russe en Ukraine et la crise énergétique.

3 Principalement le précompte professionnel, les versements anticipés, les rôles et le produit des centimes additionnels à l'impôt des personnes physiques.

4 Y compris la cotisation spéciale pour la sécurité sociale et les contributions des non-actifs.

5 Principalement les versements anticipés, les rôles et le précompte mobilier des sociétés.

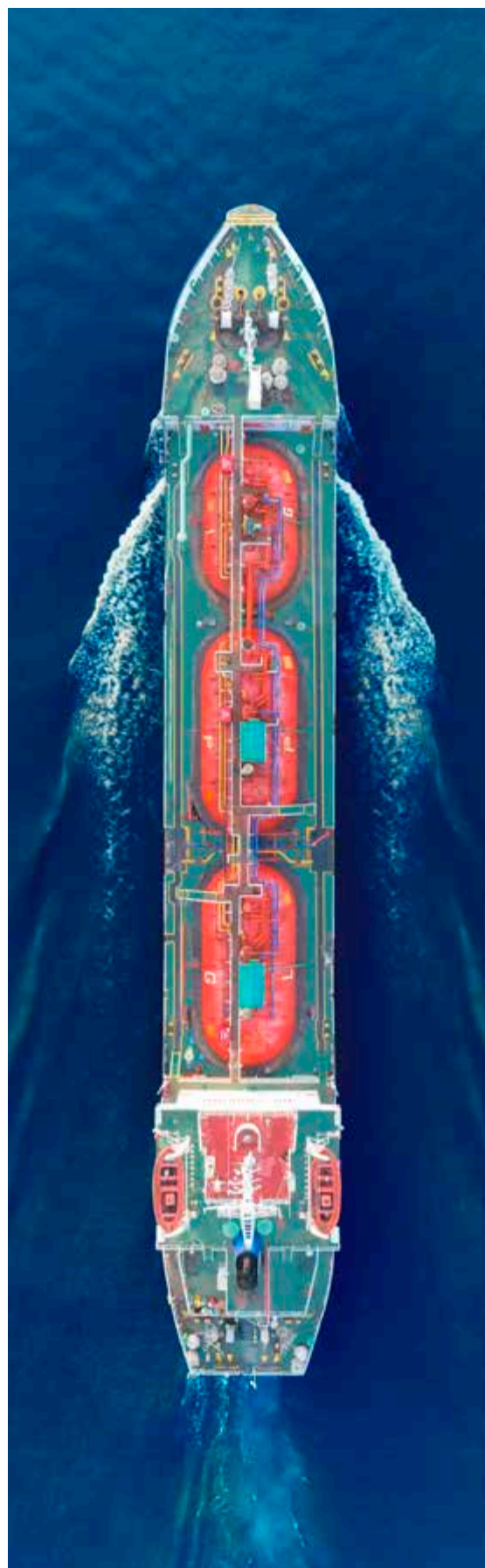
6 Principalement le précompte mobilier des particuliers, le précompte immobilier (y compris le produit des centimes additionnels), les droits de succession et les droits d'enregistrement.

7 Revenus de la propriété, cotisations sociales imputées, transferts courants et en capital en provenance des autres secteurs et ventes de biens et de services produits, en ce compris les rémunérations des garanties octroyées par l'État sur les prêts interbancaires.

Il s'agit en particulier de la taxation des bénéfices excédentaires des producteurs d'électricité, qui a atteint son maximum au cours de l'année, et de la contribution spécifique du secteur du transport du gaz. La hausse des revenus tirés de la taxation de la production d'électricité d'origine nucléaire, favorablement impactés par les prix élevés enregistrés en 2022, a également participé à ce financement. De plus, à partir de 2023, les recettes de l'impôt des sociétés ont augmenté en raison des revenus liés aux actifs russes détenus par Euroclear en vertu des sanctions internationales imposées à la Russie. L'entreprise détient les liquidités correspondant aux revenus de ces actifs et aux titres arrivés à échéance. Le placement de ces liquidités lui procure des bénéfices exceptionnels qui sont soumis à l'impôt des sociétés.

Si l'on exclut l'impact des facteurs temporaires mentionnés ci-dessus, les recettes ont diminué de 0,3 % du PIB en 2023 et sont revenues à un niveau proche d'avant les crises. Compte tenu de l'incidence significative des facteurs temporaires sur l'évolution et sur le niveau des différentes catégories de recettes, l'analyse qui suit, tout comme le graphique, fait abstraction de ceux-ci. Une quasi-stabilisation des recettes sous-jacentes totales par rapport à 2019 est alors observée, qui est la résultante de mouvements en sens contraires au sein des différentes composantes. Les prélèvements pesant essentiellement sur les revenus du travail (cotisations sociales et impôt sur le revenu des personnes physiques) ont fortement augmenté par rapport au PIB, principalement parce que la masse salariale a gonflé davantage que le PIB. Les impôts sur la consommation (TVA et accises) sont en 2023 inférieurs aux niveaux d'avant la crise. Enfin, au sein des impôts sur les revenus du capital et du patrimoine, la hausse de l'impôt sur les sociétés est presque entièrement compensée par une baisse des prélèvements sur les autres revenus et sur le patrimoine.

Comparés à 2019, les prélèvements sur les revenus du travail exprimés en pourcentage du PIB se sont accrus sous l'impulsion de l'indexation automatique des salaires qui a été plus marquée que la progression du déflateur du PIB. Le net alourdissement de l'impôt sur le revenu des personnes physiques (0,4 % du PIB) en est le facteur principal. Au cours de cette période, les mesures prises en matière d'impôt des personnes physiques (IPP) ont peu contribué à cette tendance. Des mesures haussières, comme les réformes progressives des anciens systèmes de bonus logement régionaux, ont été largement compensées



par des mesures baissières, comme la suppression partielle de la contribution spéciale de sécurité sociale. En 2023, les recettes provenant de l'IPP se sont globalement stabilisées. L'effet favorable de l'indexation automatique des salaires de 7,5 %, sur les recettes de l'IPP, a été tempéré par la croissance des barèmes fiscaux du précompte professionnel, qui s'est chiffrée à 9,5 % sur la base de la vive inflation de l'année précédente. De plus, en 2023 le calcul du précompte professionnel a été adapté afin de resserrer à l'avenir l'écart par rapport à l'impôt final, ce qui exerce temporairement un effet baissier. Par ailleurs, la correction qui intervient après le calcul définitif de l'impôt et qui se traduit habituellement en moyenne par un remboursement en faveur des contribuables avait été artificiellement tempérée en 2022, grevant de la sorte les recettes en 2023. Les cotisations sociales, quant à elles, ont peu augmenté par rapport au PIB depuis 2019, bien qu'elles aient également bénéficié de la dynamique de la masse salariale. Cela s'explique par des réductions de cotisations plus importantes pour les employeurs, dans le sillage du « tax shift », et, pour les salariés principalement par l'extension du « bonus à l'emploi » visant les bas salaires.

Les taxes pesant principalement sur la consommation se sont inscrites en retrait sur la période 2019-2023. Le recul des recettes de la TVA proportionnellement au PIB reflète en grande partie l'abaissement permanent des taux de TVA sur le gaz et sur l'électricité décidé en 2023 dans le sillage de la crise énergétique. Ces réductions de 21 à 6 %, qui étaient encore temporaires au premier trimestre de 2023, ont été rendues permanentes à partir du deuxième trimestre. Elles ont été partiellement compensées par un relèvement, lui aussi permanent, des accises sur ces produits. Malgré cette augmentation observée en 2023 et en dépit des hausses de tarifs successives pour les produits du tabac, les accises affichent sur l'ensemble de la période une baisse par rapport au PIB. En effet, ces taxes indirectes étant définies comme des montants forfaitaires par quantité vendue, leur produit ne suit pas automatiquement l'inflation. Quant aux autres taxes sur les biens et sur les services, elles ont enregistré une légère diminution.

La progression de l'impôt des sociétés au cours de la période 2019-2023 est à mettre en parallèle avec celle des paramètres macroéconomiques



reflétant la base taxable. En effet, sur l'ensemble de la période, la croissance de l'excédent brut d'exploitation a été plus marquée que celle du PIB nominal. Un autre facteur est lié à l'évolution moins prononcée des amortissements, qui sont déductibles fiscalement. Les amortissements fiscaux sont évalués sur la base du stock de capital aux prix historiques, de sorte qu'ils suivent les hausses de prix avec un certain retard. Comme l'expansion des amortissements a été moindre que celle de l'excédent brut d'exploitation, le résultat imposable a été encore plus élevé.

Abstraction faite des facteurs favorables temporaires, l'impôt des sociétés a crû plus lentement que le PIB en 2023, tout en demeurant à un niveau élevé dans une perspective historique. La stagnation de l'excédent brut d'exploitation au niveau macroéconomique a pesé sur la croissance de ces recettes. En outre, après la forte croissance des versements anticipés en 2022, les montants perçus après le calcul de l'impôt dû sur les bénéfices de l'année précédente ont fortement diminué. L'impact à la baisse de ces facteurs n'a été que partiellement compensé par les mesures favorables

aux recettes. Les principales sont la diminution des déductions d'impôts pour le secteur bancaire, ou encore l'adoption de mesures de réduction temporaire des déductions auxquelles les grandes sociétés peuvent prétendre.

L'évolution des prélèvements sur les autres revenus et sur le patrimoine est largement déterminée par le vif repli des recettes perçues sur les opérations immobilières. La baisse significative des tarifs des droits d'enregistrement pour l'achat d'une habitation dite « propre et unique » décidées en Flandre en 2022 s'ajoute à l'incidence considérable du ralentissement du marché immobilier en 2023. Cet essoufflement s'est traduit tant par une diminution du nombre de transactions donnant lieu au paiement de ces droits que par une décélération de la hausse des prix auxquels les transactions sont effectuées. Dans l'ensemble, les autres composantes de ces recettes, qui comprennent notamment les précomptes mobilier et immobilier, ont évolué à un rythme proche de celui du PIB au cours de la période, et ce malgré l'augmentation de la taxe sur les comptes-titres.

8.3 L'augmentation des taux d'intérêt induit une hausse progressive des charges d'intérêts sur la dette

Pour la première fois depuis plusieurs décennies, les charges d'intérêts sur la dette publique se sont alourdies

Dans la ligne de la hausse observée en 2022, les taux d'intérêt ont encore grimpé, en moyenne, en 2023. Ainsi, le taux d'intérêt à dix ans des obligations publiques belges, qui était de 1,8 % en moyenne en 2022, s'est établi à 3,1 % en moyenne en 2023.

Au cours des deux derniers mois de l'année, cependant, le taux de référence a quelque peu reflué, repassant sous le niveau qui avait été observé à la fin de l'année précédente. En ce qui concerne les taux à court terme, le taux des certificats de trésorerie à trois mois était de 0,1 % en moyenne en 2022 et de 3,3 % en moyenne en 2023. Globalement, le financement du déficit public sur les marchés financiers est ainsi plus coûteux que dans le passé, et les refinancements des titres arrivés à échéance se font à des taux moins favorables.



Le niveau des spreads suggère que les marchés financiers ont toujours confiance dans les titres du gouvernement belge. La prime de risque par rapport à d'autres pays n'a que faiblement augmenté en 2023 comparativement à 2022. L'écart entre le taux à dix ans des obligations publiques belges et celui des emprunts publics allemands – qui sont considérés comme les plus solvables et les plus liquides de la zone euro – est resté stable au cours de l'année 2023, à environ 63 points de base. C'est également le cas vis-à-vis de la France, à quelque 10 points de base sur l'ensemble de l'année. À titre de comparaison, en 2022, le spread de la Belgique par rapport à l'Allemagne était de l'ordre de de 55 points de base, contre 4 points de base à l'égard de la France.

L'augmentation des taux d'intérêt s'applique aux besoins de (re)financement. Au niveau fédéral, en 2023, outre le financement du déficit en base caisse de 27,4 milliards d'euros, des OLO sont arrivées à échéance pour un montant d'environ 21 milliards d'euros. Celles-ci avaient été émises à un taux moyen proche de 1,5 %. La dette à long terme

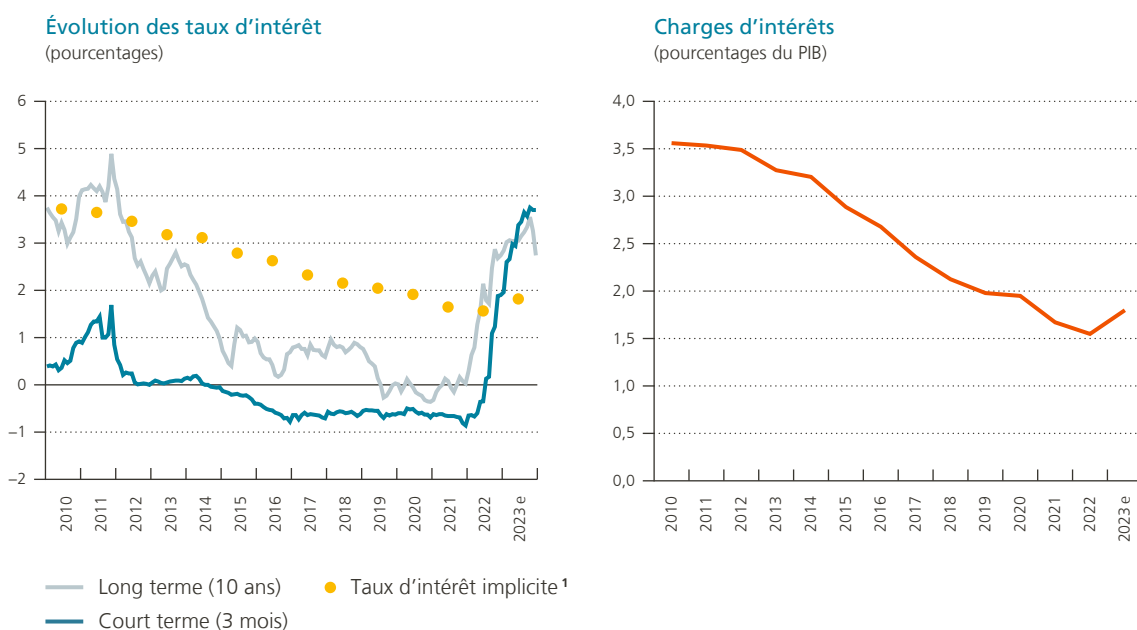
émise en 2023 par l'Agence Fédérale de la Dette était quant à elle assortie d'un taux annuel moyen de 3,2 % (contre 1,7 % en 2022 et 0,1 % en 2021). Les refinancements à court terme ont eux aussi été nettement plus onéreux que dans le passé. Le stock des certificats de trésorerie à refinancer plusieurs fois dans l'année était de quelque 20 milliards d'euros à la fin de l'année 2023. Il a été revu à la baisse de 10 milliards d'euros en cours d'année (cf. infra).

Pour la première fois depuis plusieurs décennies, les charges d'intérêts sur la dette payées par l'ensemble des administrations publiques se sont alourdies. Alors qu'elles s'élevaient à 1,5 % du PIB en 2022, elles ont été de l'ordre de 1,8 % du PIB en 2023. Le taux d'intérêt implicite sur la dette publique, c'est-à-dire le rapport entre les charges d'intérêts de l'année en cours et l'endettement à la fin de l'année précédente, a également progressé en 2023, passant de 1,6 à 1,8 %.

Le relèvement des taux directeurs de la BCE pèse sur les résultats de la Banque, ce qui conditionne la répartition bénéficiaire revenant à

Graphique 8.11

En 2023, la hausse des taux d'intérêt s'est traduite par un alourdissement historique des charges d'intérêts sur la dette publique



Sources: ICN, BNB.

¹ Rapport entre les charges d'intérêts de l'année en cours et l'endettement à la fin de l'année précédente.

L'État belge. Ces dernières années, la Banque a acquis une grande quantité d'obligations publiques belges assorties de faibles taux jusqu'à leur échéance. Ces achats sont financés par des dépôts des banques, sur lesquels est dû un taux de dépôt qui entre-temps a sensiblement augmenté. Cette situation explique le résultat négatif auquel la Banque s'attend ces prochaines années.

L'année 2023 a été marquée par l'émission, au début de septembre, d'un bon d'État qui a rencontré un vif succès. Près de 22 milliards d'euros ont été levés lors de cette émission, dotée d'une échéance historiquement courte d'un an (cf. aussi l'encadré 7 au chapitre 7) dont le coupon brut de 3,3 %¹ offre un rendement net de 2,8 % après

¹ Après déduction d'une commission bancaire de 30 points de base. Au moment de cette émission, le rendement des obligations de l'État belge à un an sur le marché secondaire s'élevait à environ 3,60 %.

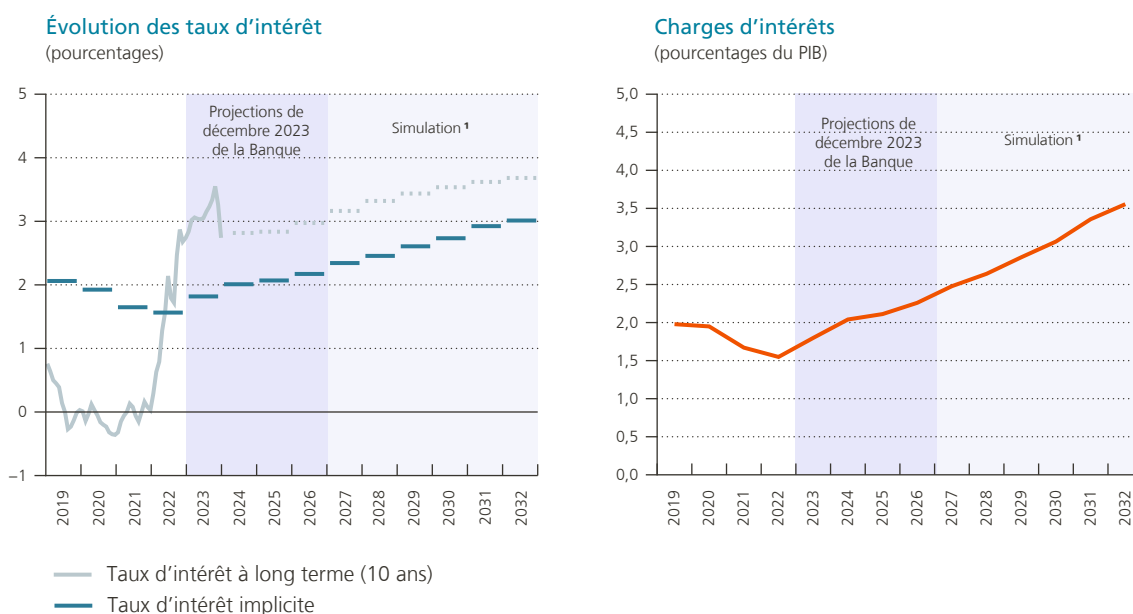
déduction d'un précompte mobilier réduit à 15 %. Le succès de ce bon d'État s'explique tant par sa brève échéance que par les taux bas offerts par les banques commerciales sur les autres produits d'épargne. Il s'agit de l'émission de bons d'État ayant engrangé le plus gros montant jamais levé. Jusqu'à présent, le record était détenu par les « bons d'État Leterme », qui avaient permis de récolter un total de 5,7 milliards d'euros en décembre 2011, avec des échéances de trois, cinq ou huit ans.

Le plan de financement de l'Agence Fédérale de la Dette a été révisé à la suite de l'émission du bon d'État. En particulier, l'encours des certificats de Trésorerie a été réduit de plus 10 milliards d'euros en 2023. Les émissions de dette à moyen et à long termes ont été revues à la baisse de 2,25 milliards d'euros. L'excédent de trésorerie restant, soit environ 9 milliards d'euros, a été réinvesti dans des titres à court terme assortis d'un rendement au moins égal

Graphique 8.12

L'effet de la hausse des taux d'intérêt sur les charges d'intérêts et sur le taux d'intérêt implicite sur la dette publique sera progressif au cours de la prochaine décennie

(pourcentages, sauf mention contraire¹)



Sources : Administrations régionales, Agence Fédérale de la Dette, CEV, ICN, BNB.

¹ La simulation utilise les projections de décembre 2023 de la Banque, à l'exception des charges d'intérêt des administrations publiques. Celles-ci sont calculées sur la base des anticipations de marché de janvier 2024 selon lesquelles le taux d'intérêt à 10 ans des titres de l'État belge passe de 2,8 % en 2024 à 3,7 % en 2032. À partir de 2027, (1) le PIB réel est dérivé des projections du PIB potentiel de décembre 2023, (2) l'inflation s'établit à 2 %, ce qui correspond à l'objectif de stabilité des prix, (3) le solde primaire (en pourcentage du PIB) correspond à celui de 2026 et est majoré de l'augmentation annuelle attendue des coûts du vieillissement (telle que calculée dans le rapport 2023 du Comité d'étude sur le vieillissement), et (4) il n'y a pas de facteurs exogènes dans le changement de la dette.

à celui du bon d'État lui-même. Cet investissement a induit une hausse temporaire de la dette brute des administrations publiques (cf. section 8.4).

L'émission du bon d'État n'a pas eu d'incidence significative sur la stratégie de gestion de la dette fédérale. Une fois de plus, des émissions à très long terme ont été effectuées. Sur l'ensemble de l'année 2023, la maturité moyenne des nouveaux emprunts à long terme était de 17,3 ans. À la fin de 2023, la maturité moyenne résiduelle de l'ensemble de l'encours était de dix ans et cinq mois, soit légèrement plus que l'année précédente et largement au-delà des niveaux observés au début des années 2010.

Au cours des prochaines années, les charges d'intérêts devraient augmenter constamment, mettant sous pression le solde de financement des administrations publiques

En janvier 2024, les marchés s'attendaient à ce que le taux d'intérêt à long terme soit de l'ordre de 3,5 % à l'horizon 2030. Ces taux d'intérêt plus élevés, dont la matérialisation demeure bien sûr incertaine, provoqueraient une hausse graduelle et soutenue des charges d'intérêts sur la dette publique. Selon une simulation¹ basée sur ces attentes de marché, les charges d'intérêts passeraient de 1,8 % du PIB en 2023 à environ 3,6 % du PIB en 2032. Le taux d'intérêt moyen sur la dette passerait quant à lui de 1,8 % en 2023 à 3 % en 2032.

Au cours de la prochaine décennie, les charges d'intérêts devraient progresser de 0,2 % du PIB en moyenne par an, contribuant à la détérioration du solde. Durant la décennie précédente, c'est l'inverse qui s'était produit : les charges d'intérêts baissaient alors d'environ 0,2 % du PIB par an. Au vu de l'alourdissement des charges d'intérêts, l'effort budgétaire requis pour contrôler le solde budgétaire et la dynamique de la dette sera de plus en plus important.

¹ Pour plus d'informations sur la simulation, voir la note de bas de page du graphique 8.12.

8.4 Des déficits primaires élevés augmentent structurellement la dette publique, tandis que le différentiel favorable entre taux d'intérêt et taux de croissance disparaît

La dette ne fond plus comme neige au soleil

La dette publique de la Belgique s'est accrue de 0,9 point de pourcentage pour atteindre 105,2 % du PIB en 2023, demeurant ainsi nettement plus élevée qu'avant la pandémie. En 2021 et en 2022, le taux d'endettement avait continué de se contracter – en dépit des hauts déficits primaires – sous l'effet de la contribution très favorable du différentiel entre taux d'intérêt et taux de croissance. En effet, la combinaison d'un taux d'intérêt implicite sur la dette publique historiquement bas et d'une croissance du PIB nominal exceptionnellement forte a rendu ce différentiel largement négatif. Cela signifie que le dénominateur du ratio d'endettement augmente davantage que le numérateur. En 2023, le différentiel entre taux d'intérêt et taux de croissance a également exercé un effet de réduction de la dette (–3,7 points de pourcentage du PIB), mais cet effet s'est atténué. D'une part, la croissance nominale du PIB s'est quelque peu tassée et, d'autre part, le taux d'intérêt implicite sur la dette a grimpé en raison de la remontée des taux directeurs et des taux du marché. Toutefois, le déficit primaire élevé (2,5 % du PIB) et les facteurs exogènes¹ (2,1 % du PIB) l'ont emporté sur la dynamique favorable entre taux d'intérêt et taux de croissance, ce qui a conduit à un alourdissement du ratio de la dette.

Un facteur exogène important qui a temporairement gonflé la dette a été la position de réserve de trésorerie en hausse de 9 milliards d'euros, en raison du succès de l'émission du bon d'État à un an en septembre 2023. Les prêts octroyés par la Région flamande dans le cadre de la politique en

matière de logements sociaux ont eux aussi creusé la dette. La gestion de la dette a exercé le même effet, puisqu'en 2023, de nombreux titres publics ont été émis avec une décote: la valeur d'émission était inférieure à la valeur faciale, le taux du marché étant supérieur au taux du coupon. La dette a donc temporairement augmenté, à titre correctif, à concurrence du montant de la décote². La différence comptable dans l'enregistrement – respectivement dans le solde et dans la dette – des recettes fiscales et des dépenses d'investissement de la défense a également fait augmenter temporairement la dette.³ En revanche, la progression des facteurs exogènes a été tempérée, entre autres, par la vente d'une partie des actions détenues par le pouvoir fédéral dans BNP Paribas, ce qui a rapporté quelque 2 milliards d'euros.

Une dangereuse dynamique de la dette se profile

À politique inchangée, la persistance de déficits primaires élevés alourdira encore la charge de la dette. Selon les projections de décembre de la Banque, le déficit public primaire se creuserait encore

1 Les facteurs exogènes influencent directement la dette, c'est-à-dire sans passer par le solde budgétaire, et concernent, par exemple, l'achat et la vente d'actifs financiers par les pouvoirs publics

2 Au cours des prochaines années, la dette sera à nouveau ajustée à la baisse à hauteur de la différence entre (1) les charges d'intérêts qui sont calculées sur la base du taux du marché plus élevé (et qui sont incluses dans le solde) et (2) les charges qui sont calculées sur la base du taux plus faible du coupon qui est effectivement versé par l'État.

3 En effet, selon le SEC, les recettes et les dépenses sont incluses dans le solde budgétaire au moment où la transaction économique a lieu, alors que la dette publique est déterminée sur la base des flux en caisse, qui ont parfois lieu à un moment différent.

pour atteindre 2,7 % du PIB en 2026, poussant le taux d'endettement structurellement à la hausse.

En outre, la contribution favorable du différentiel entre taux d'intérêt et taux de croissance est incertaine. Les charges d'intérêts devraient sensiblement enfler. Le numérateur du ratio d'endettement augmentera alors considérablement, tandis que la croissance du PIB nominal reviendra à un rythme plus normal, si bien que le dénominateur du ratio d'endettement fera moins office de contrepoids. Selon une simulation, qui met à jour les projections de décembre de la Banque avec les anticipations de taux d'intérêt à partir de janvier 2024, le différentiel entre taux d'intérêt et taux de croissance reste favorable

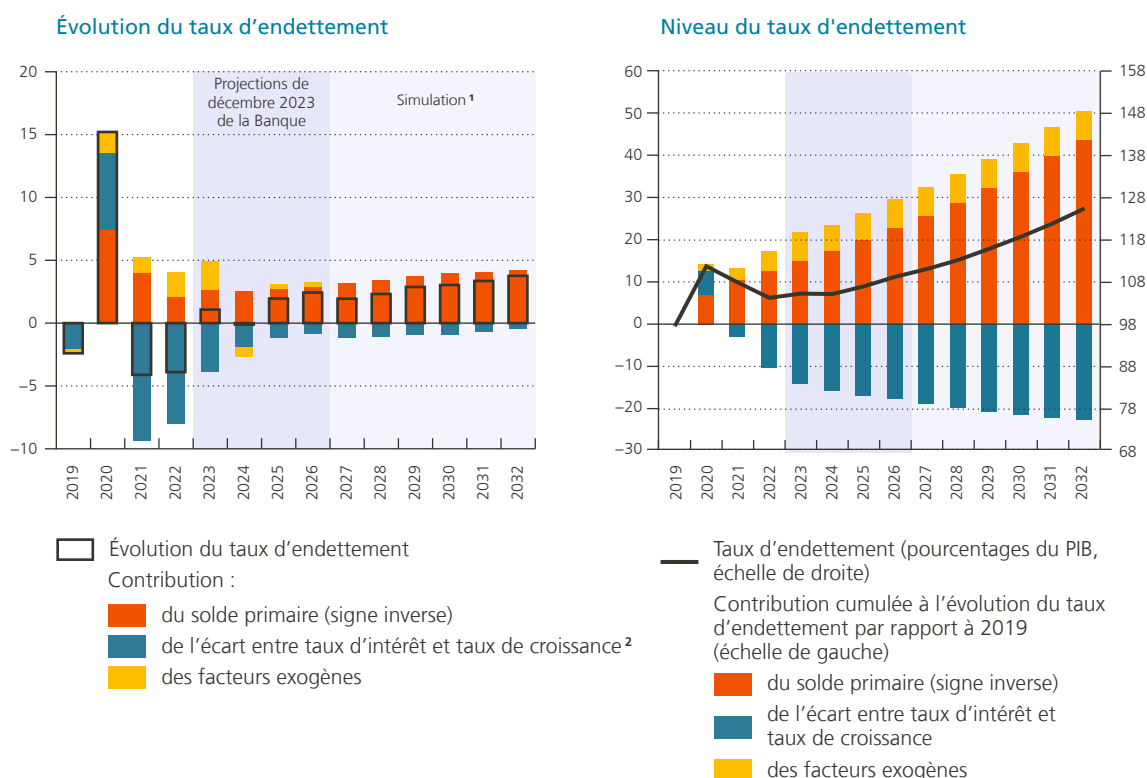
(c'est-à-dire négatif) mais se réduit progressivement. Un différentiel positif entre taux d'intérêt et taux de croissance placerait le taux d'endettement belge sur une trajectoire ascendante plus prononcée. Le taux d'endettement s'accroîtrait alors spontanément en raison d'un processus auto-alimenté dans lequel le numérateur augmente plus rapidement que le dénominateur. En raison du taux d'endettement élevé, cet effet boule de neige des taux d'intérêt peut rapidement devenir important.

Si la soutenabilité de la dette publique n'est pas compromise à court terme, à long terme la dynamique haussière de la dette n'est pas tenable. La Commission européenne estime, elle aussi, que

Graphique 8.13

Le différentiel favorable entre taux d'intérêt et taux de croissance se réduit

(points de pourcentage du PIB)



Sources : Administrations régionales, Agence Fédérale de la Dette, CEV, ICN, BNB.

1 La simulation utilise les projections de décembre 2023 de la Banque, à l'exception des charges d'intérêt des administrations publiques. Celles-ci sont calculées sur la base des anticipations de marché de janvier 2024 selon lesquelles le taux d'intérêt à 10 ans des titres de l'Etat belge passe de 2,8 % en 2024 à 3,7 % en 2032. À partir de 2027, (1) le PIB réel est dérivé des projections du PIB potentiel de décembre 2023, (2) l'inflation s'établit à 2 %, ce qui correspond à l'objectif de stabilité des prix, (3) le solde primaire (en pourcentage du PIB) correspond à celui de 2026 et est majoré de l'augmentation annuelle attendue des coûts du vieillissement (telle que calculée dans le rapport 2023 du Comité d'étude sur le vieillissement), et (4) il n'y a pas de facteurs exogènes.

2 Différence entre le taux d'intérêt implicite sur la dette et la croissance nominale du PIB, multipliée par le taux d'endettement à la fin de l'année précédente.

les risques qui pèsent sur la soutenabilité à plus long terme des finances publiques belges sont « élevés »¹.

Ainsi, selon les simulations, à politique inchangée, la dette de la Belgique s'établirait à 126 % du PIB en 2033. D'autres pays très endettés, notamment la Grèce, le Portugal et l'Espagne, semblent mieux maîtriser la dynamique de leur dette à moyen terme. À très long terme également, la Belgique sera confrontée à un énorme défi budgétaire, dans une perspective tant historique qu'euro-péenne. La stabilisation de la dette d'ici 2070 nécessiterait, selon la Commission européenne, un effort budgétaire structurel de près de 5 % du PIB à partir de 2024, compte

tenu aussi des coûts croissants du vieillissement. Un effort structurel supplémentaire de 1 % du PIB s'imposerait pour atteindre à ce moment l'objectif du cadre budgétaire européen, à savoir un ratio d'endettement de 60 % du PIB.

Les nouvelles règles budgétaires européennes se concentreront avant tout sur l'analyse de la soutenabilité car celle-ci déterminera dans une large mesure la trajectoire budgétaire à suivre.

Les pays présentant un risque d'endettement élevé, parmi lesquels la Belgique, devront consentir de plus gros efforts. À la fin de la période d'ajustement, leur ratio d'endettement devra être inférieur au niveau de départ et continuer de diminuer par la suite, et ce pendant dix ans (cf. encadré 8).

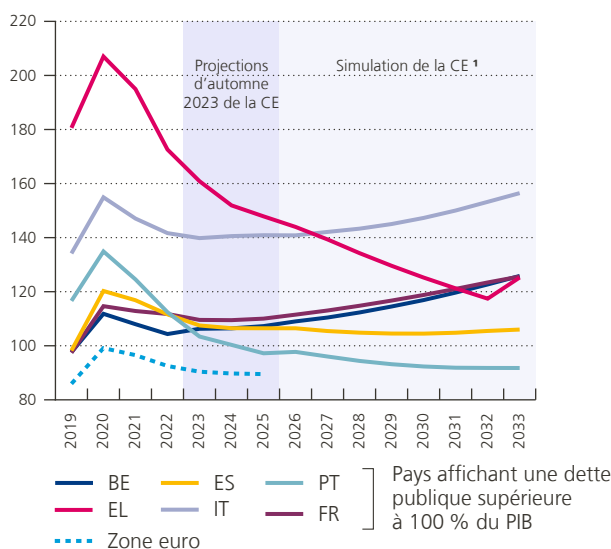
Pour imprimer une trajectoire descendante au ratio d'endettement, il faudra consentir un

¹ Sur la base d'une vaste analyse, la Commission européenne esquisse les risques pesant sur la soutenabilité des finances publiques dans les États membres de l'UE à court, à moyen et à long termes. Des informations plus détaillées sur la méthodologie sont disponibles dans le Debt Sustainability Monitor 2022.

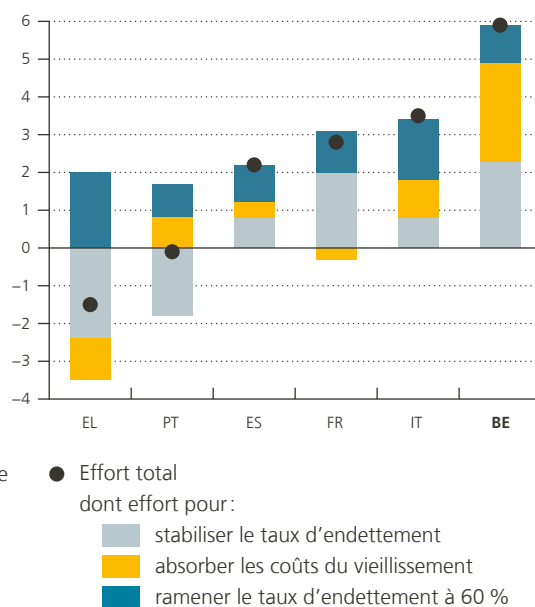
Graphique 8.14

Plus le niveau d'endettement initial est élevé et sa hausse sensible, plus les risques pesant sur la soutenabilité sont importants

Dette publique
(pourcentages du PIB)



Effort budgétaire nécessaire pour ramener le taux d'endettement à 60 % du PIB d'ici 2070²
(points de pourcentage du PIB)



Source: CE.

¹ Simulation de la dette basée sur les projections du printemps 2023 de la CE, reprises dans les rapports par pays du semestre européen.
² Il s'agit de l'indicateur S1 utilisé par la CE dans son analyse de soutenabilité de la dette. Il mesure l'ajustement permanent du solde primaire structurel en 2024, par rapport à un scénario de base, qui garantit que le taux d'endettement est inférieur à 60 % du PIB d'ici à 2070.

effort d'assainissement considérable. Plus spécifiquement, le déficit devrait être ramené à moins de 3 % du PIB dans les années à venir. Ensuite, un amortisseur sera également nécessaire pour faire face aux futurs revers imprévus. Compte tenu des évolutions attendues qui grèveront les dépenses publiques – dont le vieillissement, la transition climatique et les charges d'intérêts –, cette tâche sera complexe mais indispensable. La combinaison de ressources limitées et de besoins d'investissement importants contraindra les décideurs politiques à fixer des priorités. Assainir les finances publiques s'avérera essentiel pour maintenir la confiance des marchés financiers, ne pas laisser augmenter la prime de risque sur les obligations publiques belges et ainsi éviter ou minimiser l'effet boule de neige du taux d'endettement. Plus l'effort de consolidation sera rapide, moins il faudra dépenser en charges d'intérêts supplémentaires.

