

EDITORIAL

Au 3^{ème} trimestre 2024, l'économie belge a progressé de 0,3% comparativement au trimestre précédent, ce rythme de croissance étant similaire à celui des deux premiers trimestres. Nos estimations indiquent que l'économie belge a conservé ce rythme de croissance au 4^{ème} trimestre, ce qui porte sa croissance moyenne sur l'ensemble de l'année à 1,0%.

En 2025, la croissance de l'économie belge devrait rester modeste. Fin 2024, la confiance des ménages et celle des entreprises étaient en effet toujours fragiles. En particulier, la conjoncture industrielle demeure fortement déprimée, en raison d'une faiblesse persistante de la demande. L'emploi n'a par ailleurs que très faiblement progressé en 2024. Du fait de la baisse de l'inflation et des taux d'intérêt, la croissance de l'économie belge pourrait néanmoins être un peu plus soutenue qu'elle ne l'a été en 2024. Nous prévoyons ainsi qu'elle atteindra 1,3% en base annuelle moyenne. Elle serait à nouveau principalement soutenue par la consommation des ménages même si l'investissement et les exportations pourraient se raffermir en seconde partie d'année.

En 2025, les créations d'emploi devraient progressivement redevenir plus nombreuses, ce qui aura pour effet de freiner la progression du chômage (cf. Encadré 1).

Fin 2024, le taux d'inflation générale était de 3,2%, comparativement à 1,4% fin 2023. L'inflation devrait recommencer à faiblir en 2025, où elle atteindrait 1,8% en fin d'année.

Encadré 1. Résumé des prévisions

- L'économie belge devrait croître de **1,3%** en 2025.
- L'emploi **augmenterait** de **39.000** unités entre fin 2024 et fin 2025.
- Le nombre de demandeurs d'emploi inoccupés **augmenterait** de **10.000 unités** entre fin 2024 et fin 2025.
- L'inflation générale des prix à la consommation s'élèverait en moyenne à **2,4%** en 2025.
- Le déficit budgétaire des administrations publiques s'élèverait à **4,7%** en 2025.

Selon notre modèle de prévision immédiate, **l'économie belge s'est relevée de 0,3% entre septembre et décembre 2024, ce rythme de croissance étant similaire à celui du 3^{ème} trimestre¹. Avec cette performance, la croissance de l'économie belge atteint 1,0% pour l'ensemble de l'année 2024.**

D'après notre analyse des conditions conjoncturelles récentes, le rythme trimestriel de progression de l'économie belge en 2025 devrait être assez similaire à celui enregistré en 2024 (graphique 1). Comme en 2024, la consommation des ménages devrait être le principal moteur de la croissance économique belge en 2025. En début

¹ Selon les modèles de prévision de la BNB, la croissance de l'économie belge au 4^{ème} trimestre 2024 serait de l'ordre de 0,3%. Source : National Bank of Belgium, *Business Cycle Monitor*, December 2024.

d'année, l'investissement et les exportations devraient être peu soutenus, mais ils pourraient se raffermir en cours d'année.

En 2024, la **consommation des ménages belges** a progressé à un rythme trimestriel particulièrement soutenu, celle-ci ayant notamment bondi de 1,4% entre juin et septembre selon les données récentes des comptes nationaux de l'ICN. Pourtant, la confiance des ménages est apparue plutôt fragile tout au long de l'année. Elle s'est même affaiblie en seconde partie d'année si bien que, fin 2024, elle se situait en deçà de sa moyenne de longue période. Cet affaiblissement traduit principalement une inquiétude accrue des ménages à propos des perspectives économiques générales et du risque de chômage. La croissance soutenue de la consommation privée en 2024 semble dès lors trouver son origine principale dans un relèvement important du pouvoir d'achat des ménages. Nous estimons en effet que le revenu disponible réel des ménages a augmenté de 1,8% en 2024, du fait notamment d'un ralentissement significatif de l'inflation. En 2025, le pouvoir d'achat des ménages devrait à nouveau croître de manière significative : +1,3%. L'inflation devrait en effet continuer à se replier tandis que les créations d'emplois devraient redevenir un peu plus nombreuses. En 2024, le taux d'épargne des ménages est resté inchangé. Pour 2025, nous nous attendons à ce qu'il diminue, du fait de la baisse des taux d'intérêt et du recul de l'inflation. Dans ce contexte, nous prévoyons que la croissance de la consommation privée en 2025 s'élèvera à 1,8% (en base annuelle moyenne).

En 2024, l'évolution de **l'investissement des entreprises** fut particulièrement volatile, en raison de plusieurs opérations exceptionnelles importantes ayant eu lieu en première partie d'année¹. Abstraction faite de ces opérations exceptionnelles, la croissance de l'investissement des entreprises fut modeste en 2024, du fait de conditions financières restrictives et de l'état déprimé de la conjoncture industrielle. Elle fut néanmoins positive, sous l'effet des investissements réalisés par les entreprises en matière de digitalisation, d'amélioration de la productivité et de réduction de leurs besoins en énergie. En 2025, comme l'indique une enquête récente de la BNB², les entreprises belges continueront très probablement à investir dans la digitalisation de leur activité et dans la mise en place d'un outil de production plus efficient. Leur effort d'investissement devrait par ailleurs être soutenu par un contexte monétaire moins restrictif. C'est ainsi que, de manière générale, les entreprises belges considèrent que les conditions de financement, interne ou externe, ne sont pas actuellement une entrave à leurs investissements³. Les conditions conjoncturelles semblent en revanche moins favorables, notamment dans le secteur industriel manufacturier où les pressions de la demande demeurent faibles et les capacités de production sont toujours largement sous-utilisées. En 2024, l'investissement des entreprises devrait avoir progressé de +1,6% (en base annuelle moyenne). Sa croissance se renforcerait légèrement en 2025, à 1,9%.

Après avoir diminué en 2022 et 2023, **l'investissement résidentiel** s'est à nouveau contracté en 2024 : -4,3%, selon nos estimations. Les perspectives pour 2025 semblent plus positives. L'assouplissement des conditions monétaires s'est en effet accompagné d'une diminution des taux d'intérêt hypothécaire, ce qui devrait donner un nouvel élan à la demande des ménages pour des projets de construction (et rénovation) résidentielle. Les résultats des dernières enquêtes de conjoncture font d'ailleurs état d'une amélioration significative des perspectives de la demande dans le secteur du gros œuvre résidentiel. A court terme, l'investissement résidentiel pourrait encore diminuer, du fait

¹ Les opérations exceptionnelles d'investissement dont il est question sont une vente de pétroliers par une société belge (Euronav) à une société étrangère (Frontline) en 2024q1 et un investissement de Google dans ses sites de stockage de données dans le Hainaut (Farciennes et Saint-Ghislain) en 2024q2.

² Voir NBB Business Echo, December 2024.

³ Pour plus de détail à ce sujet, voir NBB Business Echo, December 2024.

de la contraction passée de la demande¹. Ainsi, en moyenne sur l'ensemble de l'année 2025, la croissance de l'investissement résidentiel ne serait que très faiblement positive : +0,3%.

En 2024, l'économie belge a été confrontée à un environnement économique international déprimé, la croissance économique en zone euro demeurant très peu soutenue. Ainsi, après avoir déjà fortement diminué en 2023, **les exportations belges de biens et services** devraient à nouveau accuser une forte contraction en 2024 : -4,4%, selon nos estimations. La croissance des exportations belges de biens et services devrait rester modeste à court terme. Ainsi, en décembre, les industriels belges avaient toujours une appréciation très négative à propos du niveau de leur carnet de commandes étrangères, celui-ci étant toujours considéré très inférieur à la moyenne de longue période. L'environnement extérieur immédiat des entreprises belges demeure en effet peu porteur. On observe notamment dans les résultats récents des enquêtes Markit (PMI) que, depuis novembre, l'indicateur PMI composite pour la zone euro se situe à nouveau en deçà du seuil critique de 50 qui marque la frontière entre une situation de récession (<50) et d'expansion (>50)². L'état de la conjoncture industrielle en zone euro est particulièrement problématique, le PMI industriel de la zone euro étant de seulement 45,1 en décembre. La demande étrangère pourrait se raffermir courant 2025. Si, comme attendu, la baisse des taux d'intérêt mondiaux contribue à relancer l'investissement au niveau mondial, un raffermissement du commerce international devrait avoir lieu. Malgré cela, nous prévoyons que la croissance des exportations de la Belgique sera encore légèrement négative en 2025 : -0,7% (en base annuelle moyenne).

Tableau 1. Hypothèses
(données fin de période)

| | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 |
|--|------|------|------|------|-------------|-------------|
| Prix du pétrole (1) | 52,0 | 88,0 | 85,0 | 93,0 | 74,0 | 72,0 |
| Taux de change €-\$ | 1,22 | 1,12 | 1,06 | 1,06 | 1,04 | 1,06 |
| Taux de politique monétaire : Etats-Unis (2) | 0,00 | 0,00 | 4,50 | 5,50 | 4,25 | 3,50 |
| Taux de politique monétaire : zone euro (3) | 0,00 | 0,00 | 2,00 | 4,00 | 3,00 | 2,50 |

(1) Baril de Brent, en \$

(2) Taux d'intérêt sur les fonds fédéraux, en %

(3) Taux d'intérêt de la facilité de dépôt

A l'instar des exportations, les **importations belges de biens et services** ont reculé de manière significative aux 2^{ème} et 3^{ème} trimestres 2024. On s'attend à ce qu'elles se contractent encore légèrement au dernier trimestre, de sorte que leur évolution moyenne sur l'ensemble de l'année serait nettement négative : -4,5%. Dès lors que, en Belgique, l'évolution des importations de biens et services est fortement déterminée par celle des exportations, d'une part, et celle de la demande intérieure privée, d'autre part, les importations seraient encore en légère baisse en 2025 : -0,5% (en base annuelle moyenne).

¹ Le nombre de permis accordés pour des travaux de construction (rénovation) résidentielle au cours des 8 premiers mois de 2024 est inférieur de 10% (4%) par rapport à la même période un an plus tôt. Le délai de réalisation des projets de construction est d'environ 9 à 12 mois à partir de la date d'octroi du permis.

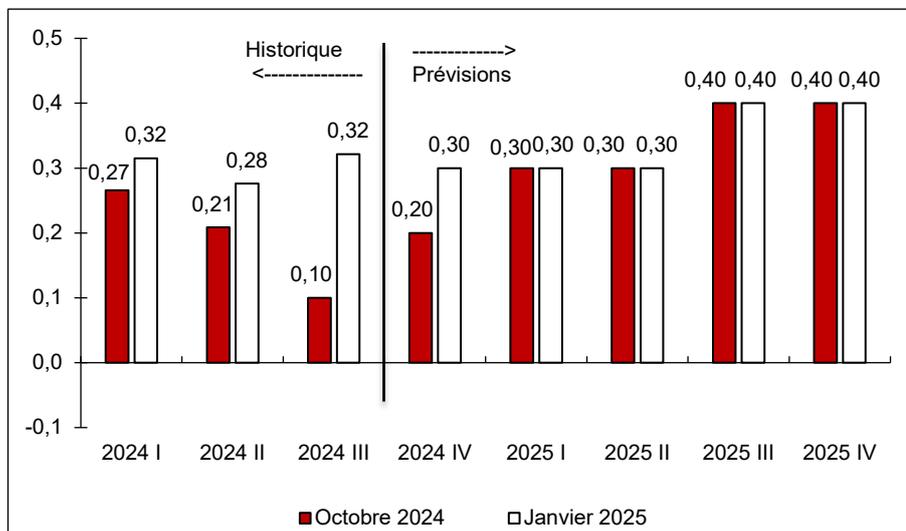
² Il était de 48,3 en novembre et de 49,5 en décembre.

Compte tenu des évolutions projetées des échanges extérieurs, **la contribution du commerce extérieur à la croissance du PIB belge** serait négative en 2024 (-0,1 ppc) et elle le resterait en 2025 : -0,2 ppc.

Au total, la croissance de l'économie belge se raffermirait très légèrement en 2025, en atteignant 1,3% en base annuelle moyenne.

Graphique 1.
Projections de la croissance trimestrielle du PIB réel de la Belgique

Historique : ICN et calculs IRES
Prévisions : Service d'analyse économique de l'IRES



Entre décembre 2023 et septembre 2024, **l'emploi** en Belgique a augmenté de 5.000 personnes, ce chiffre étant le plus faible depuis la période de la crise sanitaire et, hormis cette période, depuis 2013. Le nombre d'emplois détruits en raison de faillites fut en effet élevé en 2024 alors que, d'un autre côté, les embauches ont été freinées par l'incertitude sur les perspectives économiques et la forte hausse des coûts salariaux nominaux. Les résultats récents des enquêtes de conjoncture montrent que les intentions d'embauches des entreprises étaient modestes fin 2024 dans les principaux secteurs d'activité, à l'exception notable du secteur de la construction. Dès lors que nous prévoyons que la croissance de l'économie belge restera stable sur la période de projection, nous estimons néanmoins que les créations d'emploi devraient redevenir progressivement à la hausse. *Endéans* 2024, la hausse de l'emploi serait de seulement 9.200 personnes¹. Elle s'intensifierait en 2025, où elle s'élèverait à 38.900 personnes.

Le nombre de demandeurs d'emploi *inoccupés* (DEI) a augmenté de manière significative en 2024 : +3,8% entre novembre 2023 et novembre 2024. Du fait de l'augmentation des créations d'emplois qui est attendue en 2025, la progression du **chômage** ralentira progressivement dans les mois à venir. Elle devrait également être freinée par une croissance plus faible de la population active en 2025 : +0,6%, contre +0,9% en 2024. Dans ce contexte, **l'augmentation du nombre de DEI serait limitée à +10.000 unités endéans 2025**. Le taux de chômage harmonisé Eurostat augmentera très légèrement en 2025, passant de 5,8% fin 2024 à 5,9% fin 2025.

L'**inflation** s'est très légèrement relevée au cours du trimestre écoulé. En décembre, la croissance sur un an (*yoy*) de l'indice général des prix à la consommation s'élève en effet à 3,2%, alors qu'elle était de 3,1% en septembre. Au cours du trimestre écoulé, l'inflation sous-jacente a également faiblement augmenté : elle est de 2,9% en décembre, contre 2,8% en septembre. L'inflation sur un an des prix de l'énergie s'est en revanche relevée un peu plus nettement au cours des derniers mois. Elle passe en effet de 6,7% en septembre à 7,4% en décembre.

¹ Les variations *endéans* l'année sont les variations mesurées entre la fin d'une année donnée (ex. 2024) et la fin de l'année qui précède (ex. 2023).

L'augmentation de l'inflation des prix de l'énergie au cours du dernier trimestre 2024 trouve en partie son origine dans une hausse du prix du gaz, lequel est passé de 39€ le kWh (*Dutch TTF*) en septembre à 49€ le kWh en décembre. Pour ce qui concerne les prix du pétrole, leur niveau moyen en décembre, de 73\$ (baril de *Brent*) était en revanche proche de celui enregistré en septembre (74\$ le baril de *Brent*). Selon les prévisions des marchés financiers, le prix du pétrole devrait très légèrement diminuer en 2025, de même que celui du prix du gaz¹. Dans cette perspective, l'inflation des prix de l'énergie devrait s'estomper progressivement au cours des prochains mois. L'inflation sous-jacente devrait également faiblir courant 2025. Les pressions de la demande sont en effet contenues et, du fait de la baisse des tensions sur le marché du travail, la croissance salariale devrait rester modérée. Dans ce contexte, l'inflation des prix des services, qui a diminué durant le dernier trimestre 2024, devrait continuer à faiblir en 2025.

Selon l'évolution des différentes catégories de prix qui est anticipée, le taux annuel d'inflation générale diminuera lentement en 2025, pour atteindre 1,8% fin 2025. En base annuelle moyenne, l'inflation générale s'établirait à 2,4% en 2025, contre 3,1% en 2024.

Le dernier dépassement de l'indice pivot date d'avril 2024. Selon nos projections, **un seul dépassement de l'indice pivot aura lieu sur la période de projection, en janvier 2025.**

Risques

Les principaux risques qui entourent les perspectives économiques présentées ci-dessus sont orientés à la baisse (cf. Encadré 2).

Un premier risque important est dû à l'existence de **tensions géopolitiques fortes**, en raison notamment de la présence de différents conflits armés au Moyen-Orient. Une aggravation de ces conflits pourrait provoquer une perturbation de l'approvisionnement pétrolier en provenance de la région, avec comme conséquence probable une hausse brutale des prix pétroliers et une reprise de l'inflation au niveau mondial. Si cela devait se produire, le pouvoir d'achat et la confiance des ménages seraient directement affectés. Cela aurait également pour effet de ralentir le processus d'assouplissement des conditions monétaires, freinant de ce fait la reprise attendue de l'investissement (résidentiel et non résidentiel) et de la consommation de biens durables.

Un autre risque important vient d'un **rétablissement possible de politiques commerciales protectionnistes**. La nouvelle administration présidentielle américaine a en effet fait part de son intention d'imposer des tarifs douaniers importants sur les importations de nombreux pays. Si cela devait être le cas, on peut s'attendre à ce que les pays pénalisés par ces tarifs imposent également des restrictions aux échanges commerciaux internationaux. L'ensemble de ces restrictions aura des conséquences multiples, pour la plupart défavorables à l'expansion économique mondiale : déstabilisation du commerce international, hausse du prix des importations et des coûts de production, perturbations des chaînes d'approvisionnement au niveau mondial.

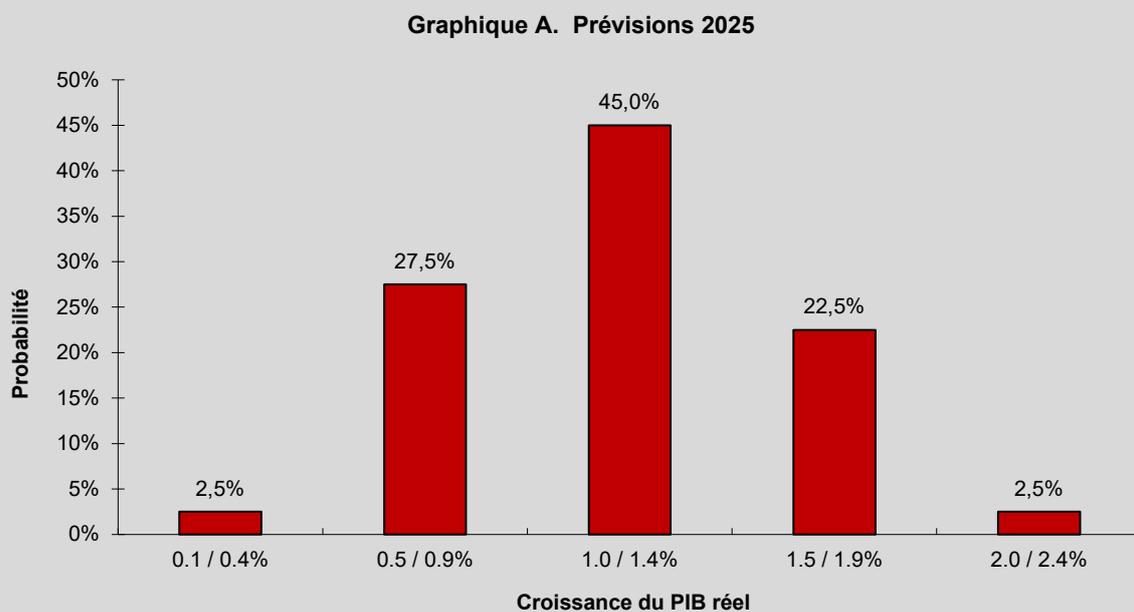
Enfin, des **vulnérabilités financières** existent, lesquelles pourraient s'aggraver en cas de report des assouplissements monétaires, d'un nouveau durcissement des conditions financières et d'une appréciation généralisée du dollar. Une hausse des taux d'intérêt à long terme risque en effet d'altérer la capacité des acteurs économiques, dont certains Etats lourdement endettés, à assurer le service de leur dette. L'augmentation du coût de la dette pourrait par ailleurs contrairement certains Etats à une plus grande rigueur budgétaire. L'appréciation du dollar augmente aussi les risques de crise financière pour

¹ Fin décembre 2024, les prévisions des marchés financiers fixaient le prix du pétrole *Brent* et celui du gaz *Dutch TTF* à respectivement 72\$ le baril et 45€ le kWh fin 2025.

les pays émergents et en voie de développement qui ont une dette importante en dollar. Ces développements pourraient fragiliser la situation financière de certaines institutions bancaires et financières, occasionnant des remous sur les marchés financiers et, probablement, un nouveau durcissement général des conditions d'accès au crédit bancaire

Encadré 2. La prévision... au-delà du chiffre de croissance du PIB

Comme c'est le cas pour beaucoup d'études conjoncturelles, le chiffre de croissance du PIB est sans aucun doute l'élément central autour duquel s'articule notre projection. Même s'il est particulièrement commode de pouvoir résumer nos perspectives économiques en un seul chiffre, une telle pratique a néanmoins pour défaut de ne pas rendre compte de manière chiffrée de l'incertitude qui entoure n'importe quelle prévision. En présentant notre prévision sous la forme de probabilités attribuées à différents intervalles de croissance du PIB, les graphiques ci-dessous visent à combler cette lacune d'une manière simple*.



Source : IRES, Service d'analyse économique

* Les intervalles correspondent à ceux qui sont définis par la BCE dans son enquête sur la zone euro auprès des prévisionnistes professionnels.

Tableau 2. Prévisions belges et internationales

(pourcentage de variation par rapport à l'année précédente, sauf indications contraires)

| | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024P | 2025P |
|--|------|------|------|------|-------------|-------------|
| Environnement international | | | | | | |
| PIB Etats-Unis | -2,2 | 6,1 | 2,5 | 2,9 | 2,8 | 2,3 |
| PIB Zone euro | -6,3 | 6,2 | 3,6 | 0,5 | 0,8 | 1,2 |
| PIB Chine | 2,3 | 8,1 | 3,0 | 5,2 | 4,9 | 4,7 |
| Commerce international | -6,2 | 10,7 | 4,1 | 0,5 | 3,0 | 3,4 |
| Economie belge | | | | | | |
| PIB | -4,8 | 6,2 | 4,2 | 1,3 | 1,0 | 1,3 |
| Consommation privée | -7,2 | 5,6 | 3,6 | 0,6 | 1,9 | 1,8 |
| Consommation publique | -0,2 | 4,1 | 3,3 | 3,2 | 3,6 | 1,0 |
| Investissement | -5,1 | 4,3 | 1,7 | 3,5 | 1,1 | 1,1 |
| Entreprises | -5,8 | 4,3 | 4,1 | 5,1 | 1,6 | 1,9 |
| Ménages | -5,9 | 4,2 | -3,2 | -2,5 | -4,2 | 0,3 |
| Administrations | 0,7 | 4,5 | -2,3 | 5,9 | 7,9 | -1,7 |
| Demande intérieure (hors variation des stocks) | -5,0 | 4,9 | 3,1 | 1,9 | 2,1 | 1,5 |
| Variation des stocks (1) | -0,4 | -0,3 | 1,1 | -0,1 | -1,0 | 0,0 |
| Demande intérieure totale | -5,4 | 4,6 | 4,2 | 1,8 | 1,1 | 1,5 |
| Exportations de biens et services | -6,0 | 14,7 | 5,8 | -7,1 | -4,4 | -0,7 |
| Importations de biens et services | -6,7 | 12,8 | 5,8 | -6,8 | -4,5 | -0,5 |
| Exportations nettes (1) | 0,6 | 1,6 | 0,1 | -0,5 | -0,1 | -0,2 |
| Prix à la consommation | 0,7 | 2,4 | 9,6 | 4,1 | 3,1 | 2,4 |
| Indice «santé» | 1,0 | 2,0 | 9,2 | 4,4 | 3,3 | 2,5 |
| Revenu disponible réel des ménages | 0,8 | 2,4 | -1,2 | 2,2 | 1,8 | 1,3 |
| Taux d'épargne des ménages | 19,4 | 16,9 | 13,0 | 14,4 | 14,3 | 13,9 |
| Emploi intérieur | 0,1 | 1,7 | 1,9 | 0,8 | 0,3 | 0,5 |
| Demandeurs d'emploi inoccupés | 3,7 | -6,0 | -2,3 | 7,8 | 8,3 | 1,9 |
| Taux de chômage | 5,6 | 6,3 | 5,6 | 5,5 | 5,7 | 5,8 |
| Solde net de financement des administrations publiques (en % du PIB) | -9,0 | -5,4 | -3,6 | -4,2 | -4,6 | -4,7 |

(1) Contribution à la croissance du PIB

(2) En pourcentage du revenu disponible

Sources : ICN, Belgostat, INS**Prévisions :** IRES

Louvain-la-Neuve, le 6 janvier 2025