BELGIQUE

UNE PERFORMANCE SOLIDE MALGRÉ L'INCERTITUDE

La croissance belge a fluctué au 1er semestre 2025 : après un bon T1, le T2 a été marqué par un ralentissement. Néanmoins, notre *Nowcast* pour le T3 table sur une croissance de 0,3 % t/t grâce à un regain de confiance des ménages et des entreprises. Une croissance qui se maintient malgré l'atonie des exportations (liée aux droits de douane et à l'incertitude qui en découle). Toutefois, celles-ci pourraient à l'avenir bénéficier d'une progression des salaires désormais plus modérée en Belgique qu'ailleurs en Europe, ce qui permettrait d'améliorer la compétitivité belge. Dans l'immobilier, la rareté des logements se renforce, en raison d'un faible volume de constructions neuves, et les prix continuent de croître. Enfin, le gouvernement doit composer avec un ratio d'endettement qui augmente de 2 points de pourcentage par an et des engagements accrus envers l'OTAN, qui creusent le déficit. Il devra prendre des décisions difficiles pour le réduire.

CROISSANCE RÉSILIENTE

La croissance a ralenti à 0,2% t/t juste avant l'été, après une forte progression au premier trimestre (0,4 %). Pour le T3, notre *Nowcast* de 0,3% t/t pointe vers une résilience de l'économie. La confiance des ménages est à son plus haut niveau depuis un an, ce qui coïncide avec une augmentation des dépenses de consommation et une reprise progressive du marché immobilier. Le climat des affaires continue de s'améliorer dans tous les secteurs depuis avril (un peu moins dans les services). Sur la base de notre analyse mensuelle des transactions financières d'un sous-ensemble d'entreprises belges, nous observons une forte augmentation des niveaux d'activité.

À plus long terme, les exportations belges devraient bénéficier de l'accélération de la croissance en Allemagne. Toutefois, en parallèle, le renforcement de la consolidation budgétaire en Belgique pèsera sur la croissance. Ces effets se compenseront et la croissance annuelle devrait rester stable (1,1% pour 2025 et 2026).

Les disparités géographiques belges devraient s'accentuer, le Nord (la Flandre) devançant la région de Bruxelles-Capitale et le sud de la Wallonie. L'un des principaux facteurs est la part importante des services marchands dans l'économie flamande. En outre, une simulation récente du Bureau du Plan belge souligne que le nombre de travailleurs bruxellois et wallons se rendant en Flandre pour y travailler va augmenter, ce qui renforcera la domination économique de la région.

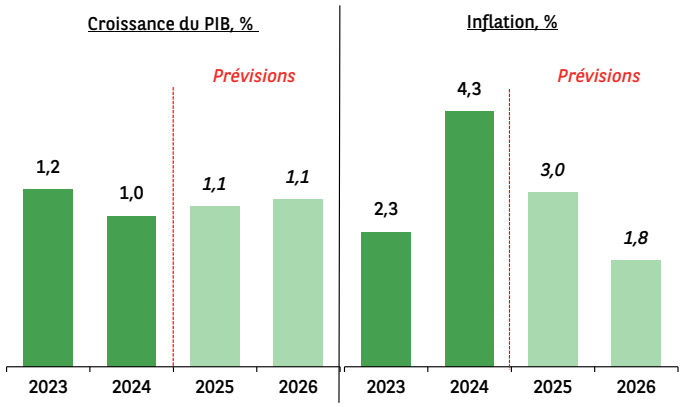
MARCHÉ DU TRAVAIL : ATTERRISSAGE EN DOUCEUR, « ÉPISODE 241 »

Le taux de chômage oscille légèrement au-dessus des 6% depuis le début de l'année, après avoir atteint son niveau le plus bas pendant la pandémie, à 5%. Les indicateurs avancés signalent un ralentissement depuis un certain temps déjà. Le taux d'emplois vacants dans le secteur privé, qui a atteint un pic de 6% en 2022, est désormais redescendu à 4,8%, un niveau toutefois élevé. La crainte du chômage, un sous-indicateur du sentiment des ménages, est en hausse depuis 2024.

Récemment, toutefois, cette crainte s'est atténuée. La croissance totale de l'emploi s'est accélérée depuis 2025, soutenue par les services non marchands. À l'avenir, il devrait pâtir de la consolidation budgétaire. Dans ce contexte, le développement de l'emploi indépendant (dont le taux de croissance a doublé par rapport à l'avant-Covid) est un coup pouce bienvenu. Nous prévoyons que le taux de chômage augmentera encore légèrement, mais qu'il se stabilisera avant d'atteindre 7%.

Parallèlement, le soutien politique au marché du travail pourrait contribuer à accélérer la création totale d'emplois, mais pas autant que l'espère le gouvernement fédéral actuel (*voir ci-dessous*).

CROISSANCE ET INFLATION (MOYENNE ANNUELLE)



GRAPHIQUE 1 SOURCES : FORTIS, BNP PARIBAS

INFLATION : NORMALISATION DE L'INFLATION SOUS-JACENTE

Après avoir connu la plus forte inflation au sein de l'UE (avec la Roumanie) pendant la majeure partie de l'année 2024, la croissance de l'indice harmonisé belge a ralenti, passant de 4,4% a/a en janvier à 2,6% en août. Au cours de la même période, l'inflation sous-jacente a également ralenti pour s'établir à 2,2%, ce qui a entraîné un ralentissement de la croissance des salaires (indexés sur l'inflation). Cette dernière devrait se maintenir à ce niveau. En effet, la marge maximale de croissance des salaires réels négociés collectivement pour la période 2025-2026 a récemment été fixée à zéro par la Banque centrale.

En outre, les nouvelles mesures annoncées par le gouvernement fédéral, telles que le plafonnement des cotisations sociales, devraient faire baisser les cotisations patronales et, par conséquent, les coûts de main-d'œuvre. L'inflation énergétique devrait d'abord baisser en raison de l'amélioration des conditions d'approvisionnement et de la faiblesse du dollar américain, avant de remonter en 2027 avec l'introduction du système EU ETS2.

POLITIQUE BUDGÉTAIRE : TOUT LE MONDE A UN PLAN…

Le déficit budgétaire s'élevait à 4,5% du PIB en 2024. Après de longues négociations pour former un gouvernement, le Premier ministre Bart De Wever a réaffirmé l'objectif de son parti de réduire le déficit. Cependant, la réalité a rapidement sapé ses ambitions. En effet, l'accroissement des engagements de dépenses de l'OTAN et la hausse des dépenses

d'intérêts - qui devraient augmenter de 0,3 point de pourcentage du PIB chaque année dans un avenir prévisible - rendent cet objectif plus difficile à atteindre. En outre, la stratégie du gouvernement reposait en partie sur une augmentation de l'emploi afin de renforcer les recettes et de réduire les dépenses sociales. Mais l'objectif de créer plus de 500 000 emplois en quatre ans est difficile à atteindre dans les conditions actuelles. Par conséquent, le déficit devrait encore augmenter, la dette publique devant progresser de plus de 2 points de pourcentage du PIB par an au cours de la période de prévision.

Le gouvernement a pris des mesures qui devraient permettre de redresser la barre à plus long terme, telles que la réduction des retraites des fonctionnaires qui permettra de limiter l'explosion des dépenses liées au vieillissement.

DES PRIX DE L'IMMOBILIER EN HAUSSE

La problématique de l'accès au logement se fait de plus en plus prégnante, le marché immobilier belge étant victime de son propre succès. Les prix immobiliers ont augmenté plus rapidement depuis mi-2022 que ceux pratiqués en France et en Allemagne, et leur niveau atteint celui des Pays-Bas. Cela a contribué à consolider l'idée que cette classe d'actifs pourrait continuer à s'apprécier à un rythme régulier, soutenue par des fondamentaux solides.

Cependant, le prix n'est qu'un aspect parmi d'autres. Le volume des transactions sur le marché secondaire a chuté de 15% au cours des trimestres qui ont suivi les premières hausses de taux. Si la situation semble récemment s'être améliorée, la construction neuve continue de se contracter. Celle-ci est un moyen important d'améliorer la durabilité du parc immobilier. Pourtant, le nombre de nouveaux permis de construire continue de baisser et est désormais inférieur de 35% à son niveau de 2022. Les logements neufs ne sont accessibles qu'à une minorité de ménages de plus en plus réduite.

Alors que nous prévoyons que les prix immobiliers continueront à augmenter de 2% par an au cours des prochaines années, de nouvelles initiatives en matière d'accession à la propriété paraissent urgentes.

LES EXPORTATIONS NETTES PÈSENT SUR L'ÉCONOMIE

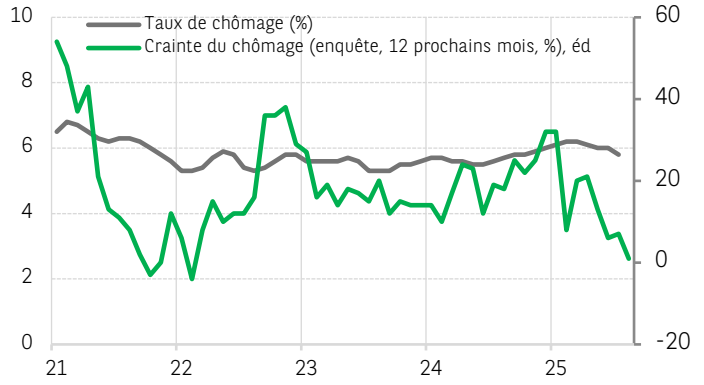
L'excédent de la balance commerciale belge s'est amélioré au 1er semestre 2025 par rapport au S1 2024. Ce résultat s'explique, en grande partie, par les exportations anticipées à destination des États-Unis au cours des premiers mois de 2025. Toutefois, il apparaît clairement que les exportations nettes ont freiné la croissance du PIB et que cette situation ne changera pas de sitôt.

À l'avenir, la diminution des flux commerciaux liés à la Covid-19 et la perte de compétitivité de la Belgique pendant le cycle d'indexation des salaires 2022-2023 continueront à peser sur les exportateurs. Cela dit, le handicap salarial de la Belgique devrait s'atténuer à mesure que les pays voisins rattraperont leur retard, créant ainsi des opportunités pour récupérer les parts de marché perdues à l'exportation. La France, l'Allemagne et les Pays-Bas restent les partenaires commerciaux les plus importants du pays, et la perspective d'une augmentation des dépenses budgétaires (notamment en Allemagne) constituerait un soutien à la reprise économique du pays.

Achevé de rédiger le 5 septembre 2025

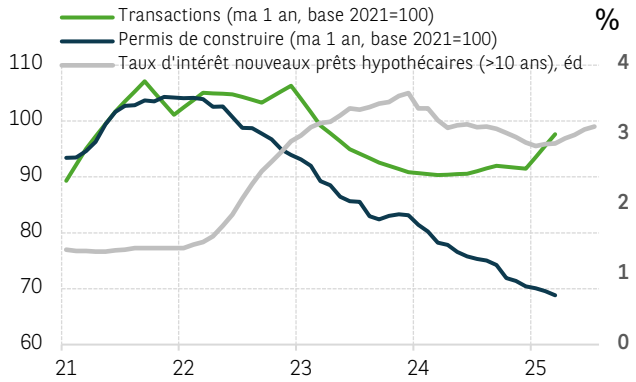
Arne Maes
arne.maes@bnpparibas.com

MARCHÉ DE L'EMPLOI BELGE : TAUX DE CHÔMAGE ET SENTIMENT



GRAPHIQUE 2 SOURCE : BANQUE NATIONALE DE BELGIQUE

BELGIQUE : CONDITIONS DU MARCHÉ IMMOBILIER



GRAPHIQUE 3 SOURCES : BANQUE NATIONALE DE BELGIQUE, STATISTIQUES BELGIQUE