





## 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.

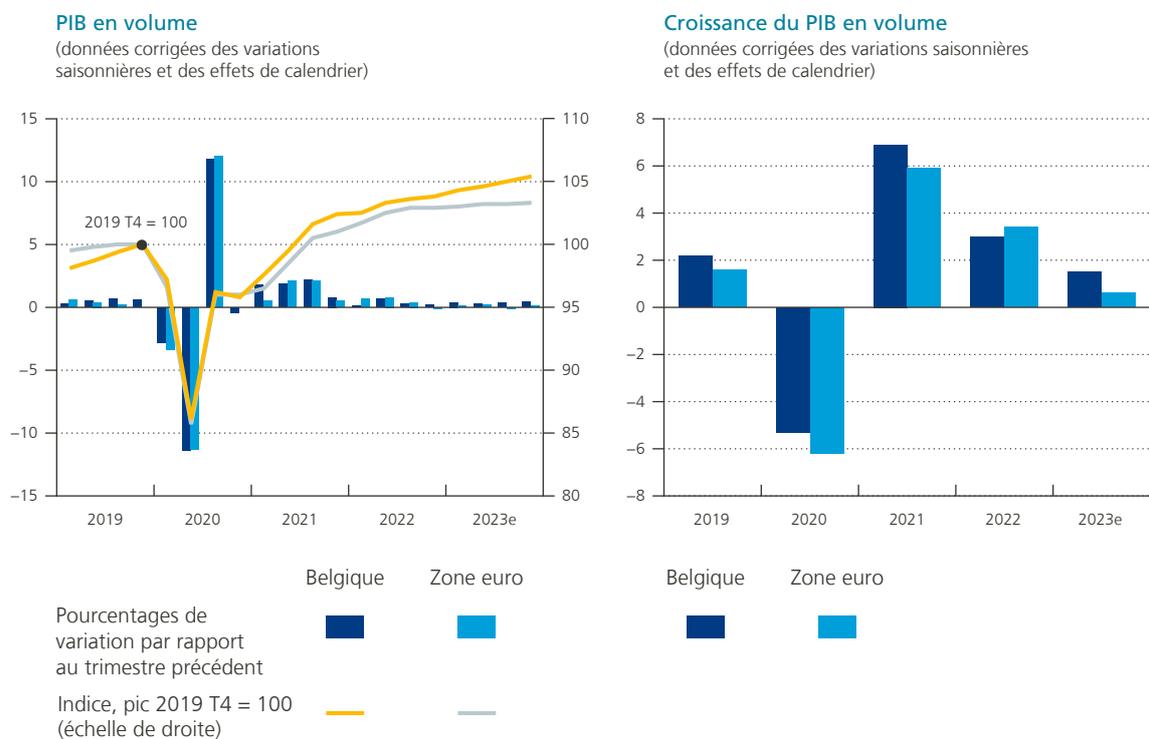
**Au total, la croissance annuelle du PIB s'est élevée à 1,5 % en 2023.** Malgré une dynamique trimestrielle comparable à celle de 2022, il s'agit d'un ralentissement puisque la croissance annuelle était précédemment ressortie à 3 %. La différence tient principalement au fait que, en 2022, elle avait 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**



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.

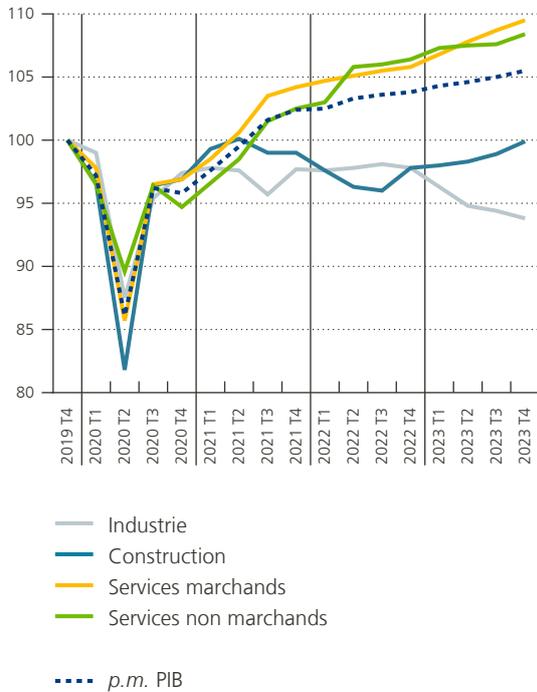


## Graphique 4.2

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

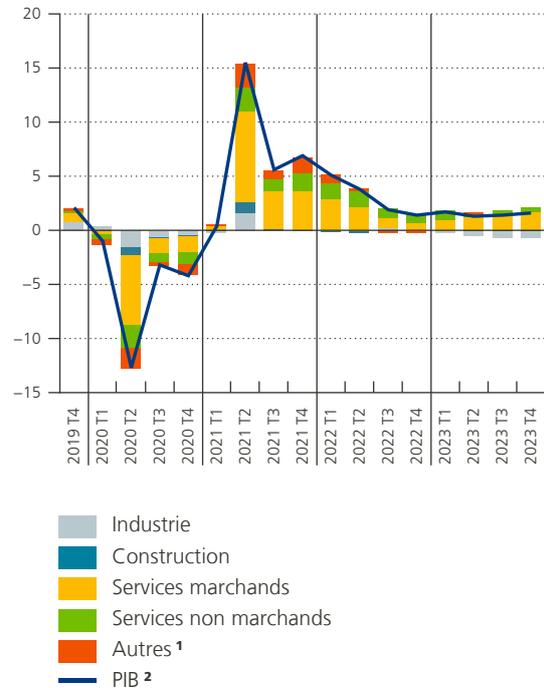
#### Évolution de la valeur ajoutée en volume

(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 décembre<sup>1</sup>, 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> <sup>1</sup>	2,6	-5,6	5,7	2,6	2,0
Variation des stocks <sup>2</sup>	-0,7	-0,6	0,4	0,4	0,2
Exportations nettes de biens et de services <sup>2</sup>	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
<b>PIB</b>	<b>2,2</b>	<b>-5,3</b>	<b>6,9</b>	<b>3,0</b>	<b>1,5</b>

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 Belgique<sup>1</sup>. 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 facilité<sup>2</sup>.

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.

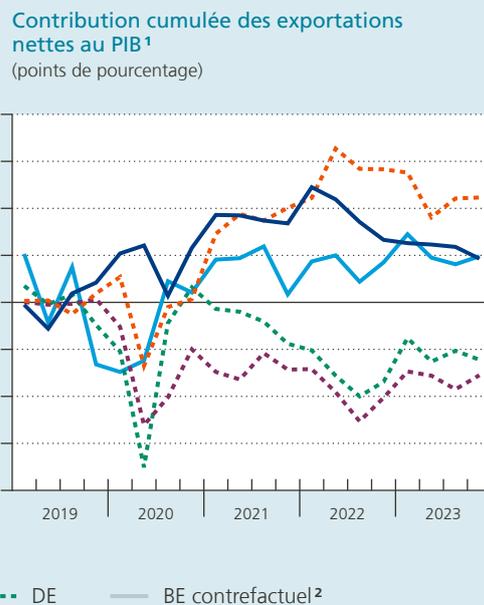
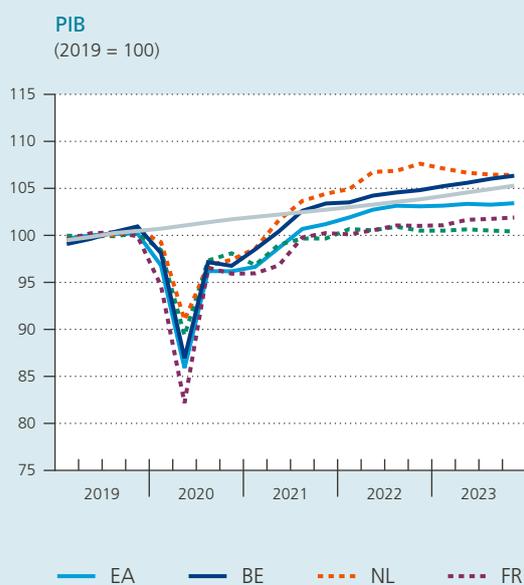


**L'investissement résidentiel a été impacté, dans un premier temps, par les ruptures dans les chaînes d'approvisionnement et par le renchérissement concomitant des matériaux de construction, puis, dans un second temps, par l'augmentation du coût des emprunts.** Parmi les cinq économies étudiées ici,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



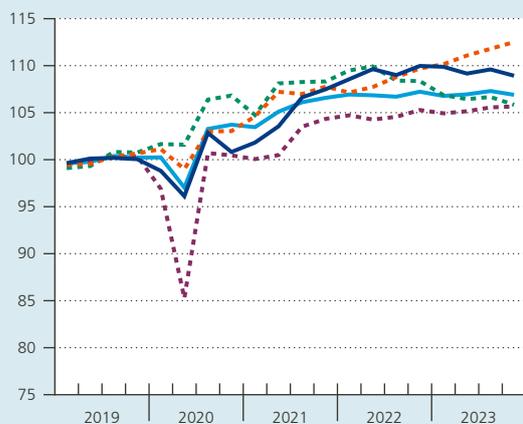
**Même si, depuis 2022, les exportations nettes et la consommation publique ne soutiennent plus la croissance, l'activité économique en Belgique a bien résisté à la récente crise énergétique, affichant un taux de croissance proche de sa moyenne historique.** Cette bonne performance tient à la croissance 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



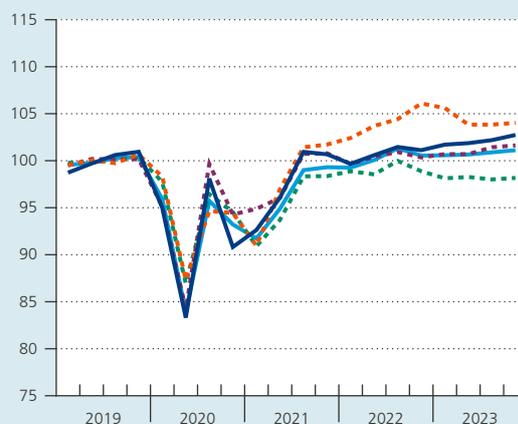
### Consommation publique

(2019 = 100)



### Consommation privée

(2019 = 100)



### Investissements en logements

(2019 = 100)



### Investissements des entreprises

(2019 = 100)



— EA — BE — NL — FR — DE — BE contrefactuel<sup>2</sup>

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

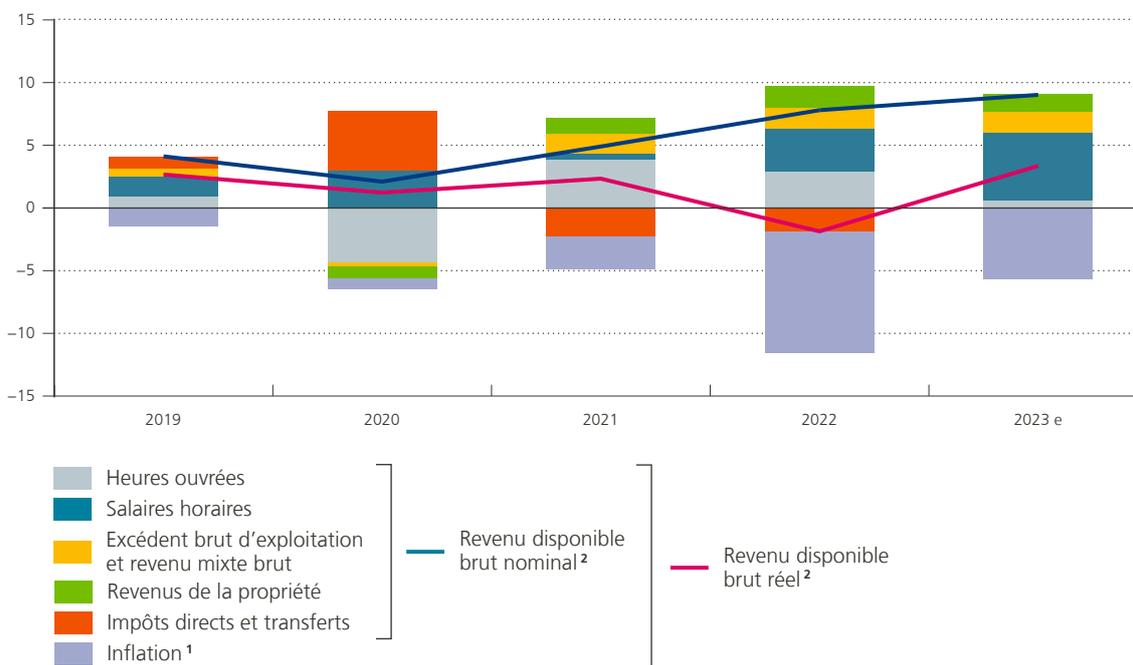
revenus n'ont été ajustés pour la forte accélération de l'inflation observée en 2022 qu'au début de 2023. L'excédent brut d'exploitation et les revenus bruts mixtes ont quant à eux continué de grimper en 2023, affichant une progression totale de près de 8 %. Cette dernière est imputable à la croissance 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.**

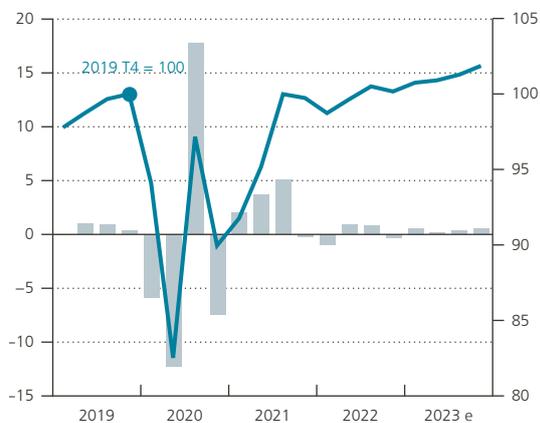
En 2022, afin de contrebalancer – du moins en partie – la contraction de leur pouvoir d'achat, les ménages avaient puisé dans leur épargne, qui était particulièrement importante après deux années marquées par les effets de la pandémie de COVID-19. Le taux d'épargne s'était ainsi inscrit en baisse d'un 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

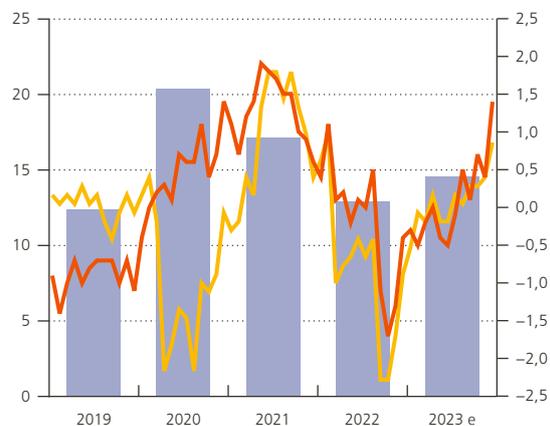
(données corrigées des variations saisonnières et des effets de calendrier)



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

#### Épargne des particuliers et confiance des consommateurs

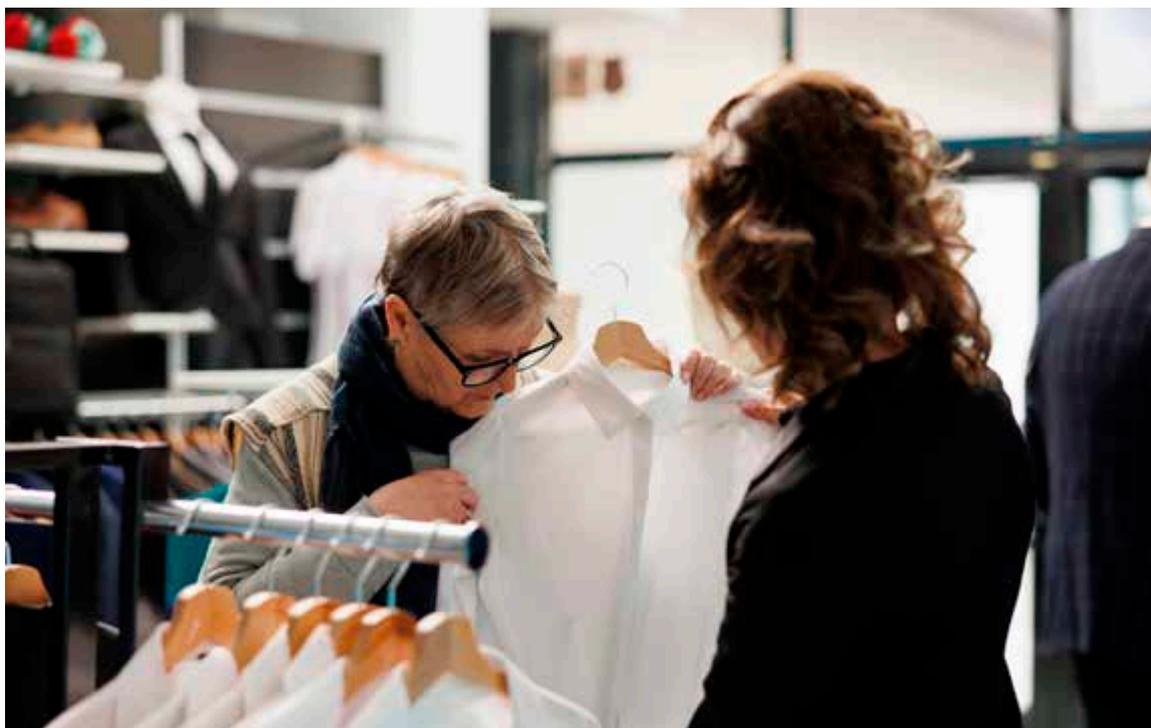
(en pourcentage du revenu disponible des particuliers, sauf mention contraire)



■ Taux d'épargne des particuliers  
 — Indicateur de confiance des consommateurs<sup>1</sup> (échelle de droite)  
 — Prévisions des ménages relatives à leur épargne<sup>1</sup> (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.

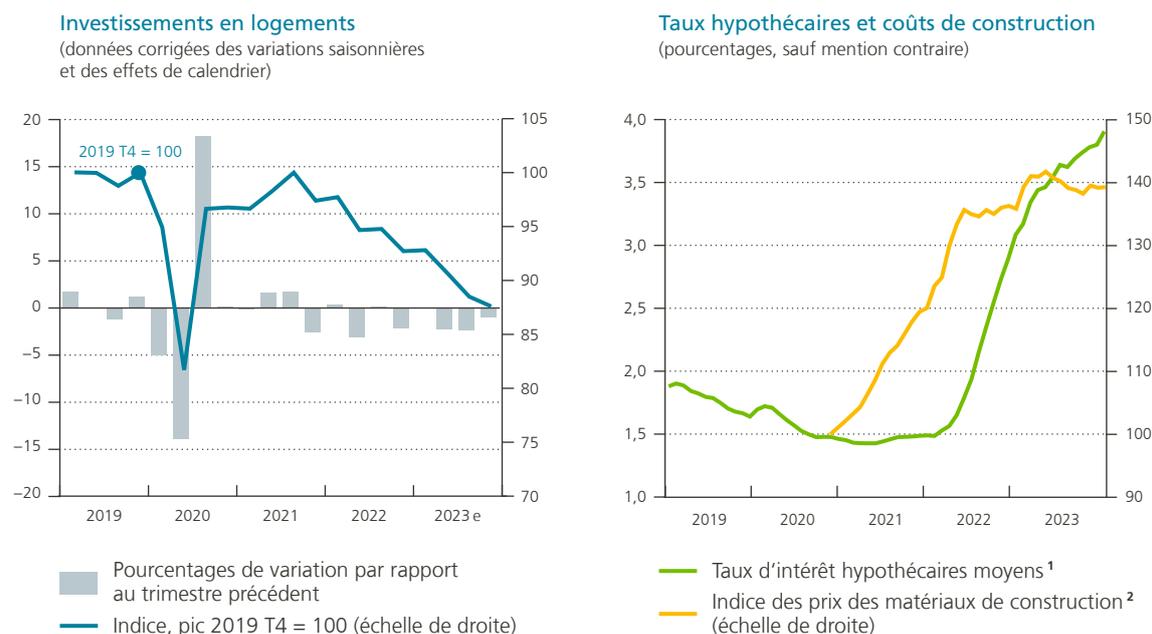
**Les investissements en logements ont continué de se replier en 2023.** Affichant une baisse de 5,4 % par rapport à l'année précédente, leur recul s'est par ailleurs accéléré depuis 2021. Comparés au niveau observé avant la crise sanitaire engendrée par la propagation du COVID-19, les investissements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

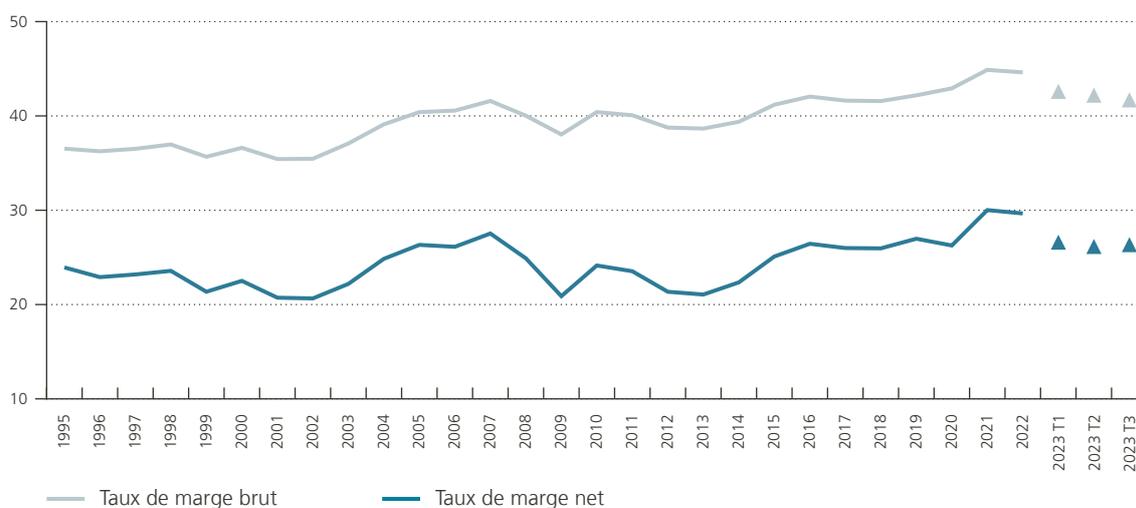
**Même si elles ont diminué depuis 2022, les marges bénéficiaires des entreprises belges demeurent élevées.** Les marges bénéficiaires brutes des entreprises belges rendent compte de la proportion de la valeur ajoutée brute qui reste disponible pour procéder à des investissements et pour rémunérer le 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.

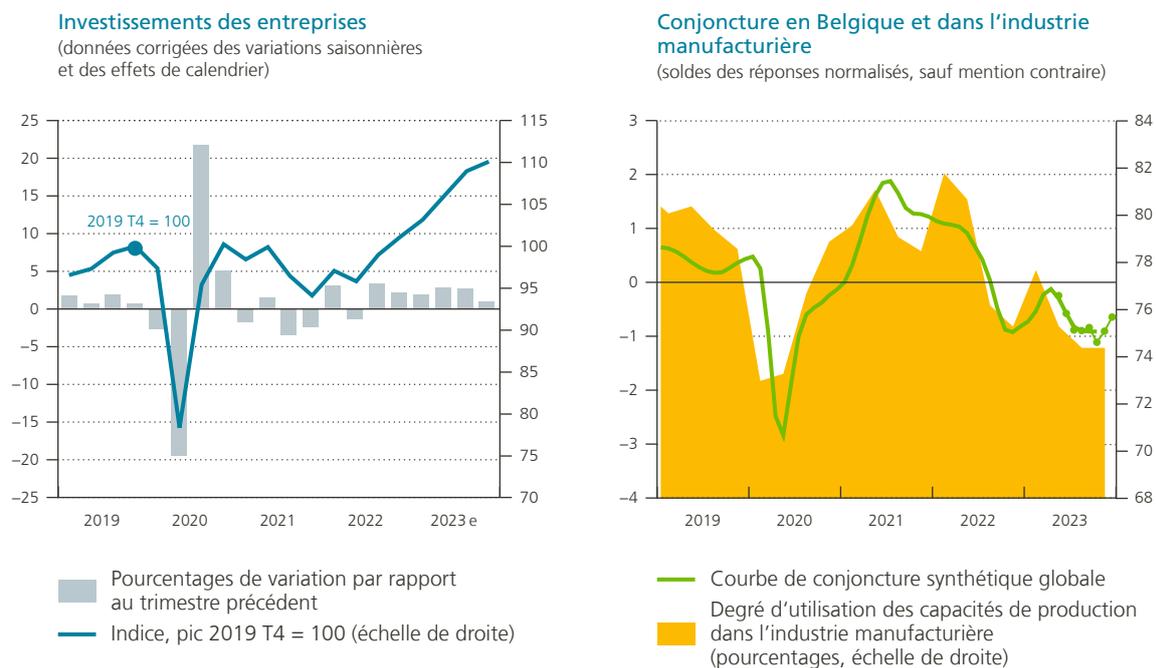
### Les entreprises ont exceptionnellement investi

**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

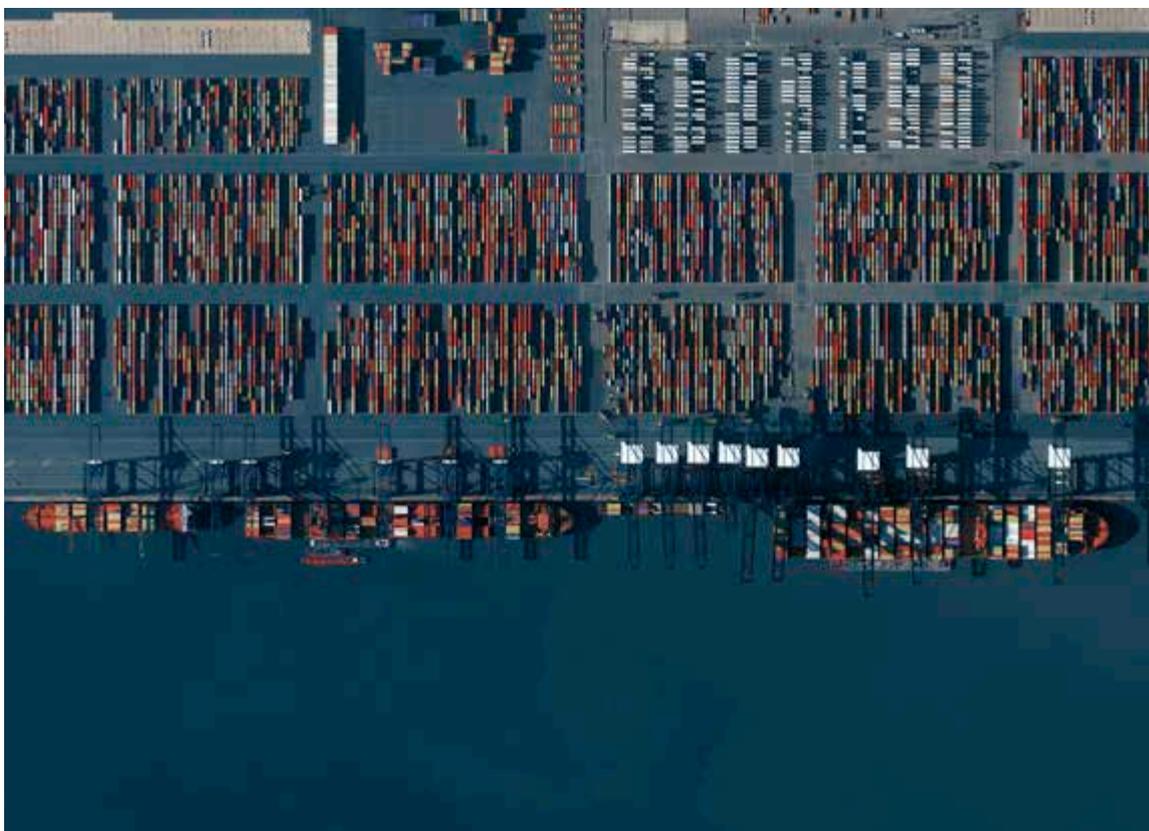
dans de nouveaux produits ainsi que le verdissement des processus de production ont également constitué des facteurs de soutien à la formation de capital fixe. La croissance de cette dernière s'est toutefois quelque peu modérée à la fin de l'année, concomitamment à une légère dégradation de la confiance 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

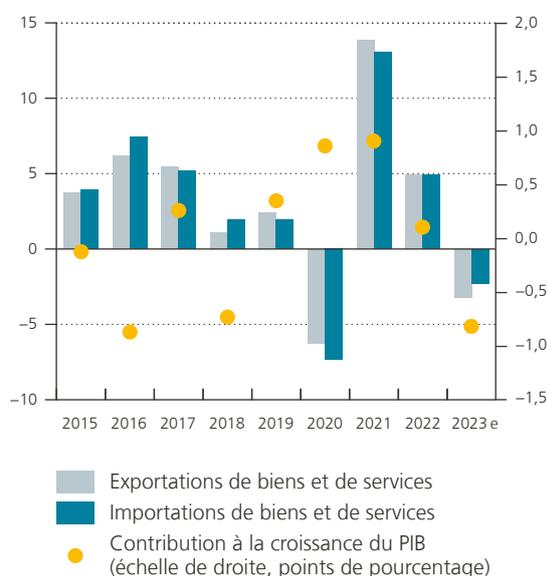


## Graphique 4.8

### 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.

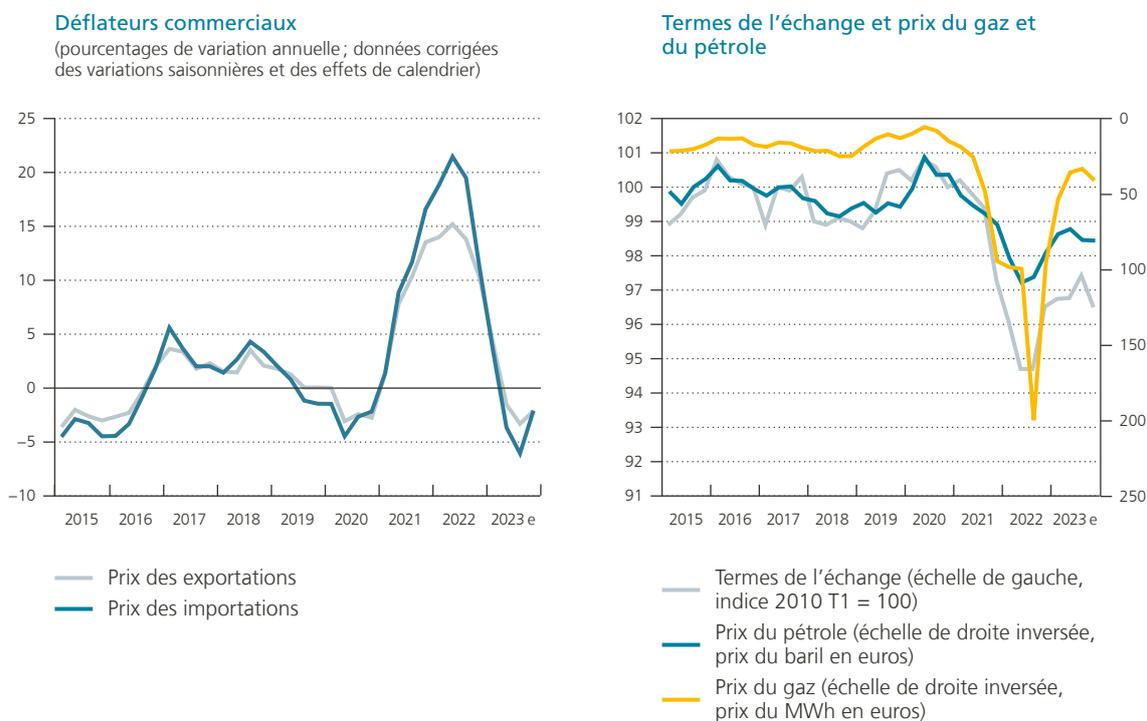
que de 4,9% en volume au cours de l'année 2022, de sorte que les exportations nettes de biens et de services n'avaient que marginalement influé sur la croissance économique. En 2023, cette contribution à la croissance de l'activité en Belgique s'est encore effritée, pour apparaître négative, à quelque -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.

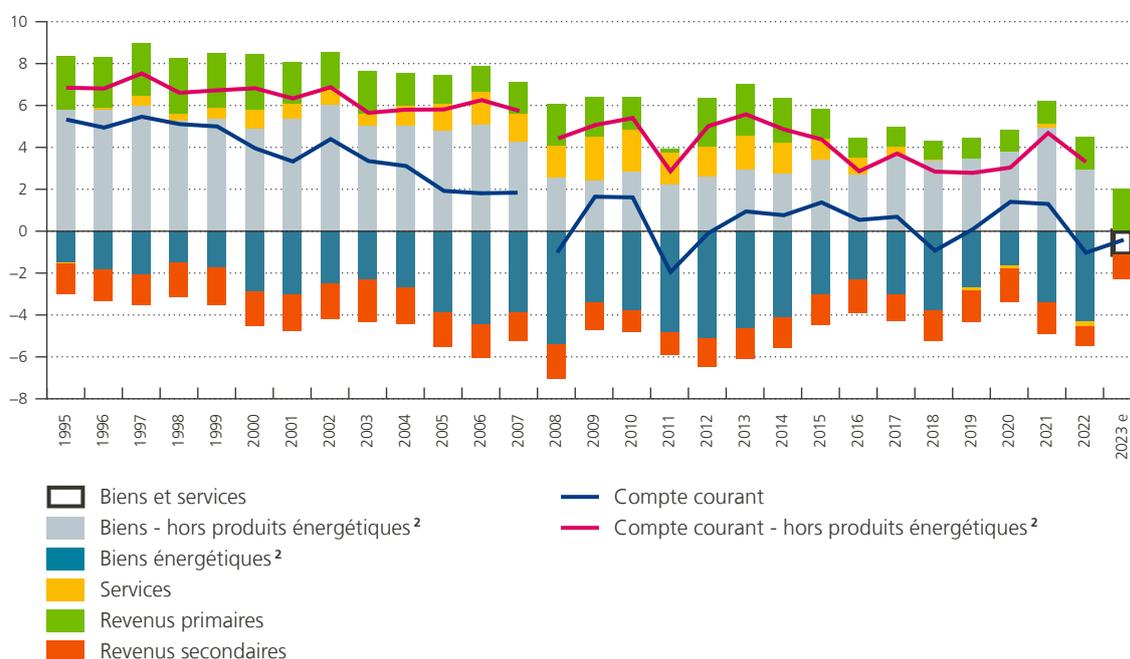
**Le solde courant ne s'est que peu contracté ces dernières années et affiche un déficit limité, ce qui génère un besoin de financement limité pour l'économie belge**

**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 paiements<sup>1</sup>)



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.

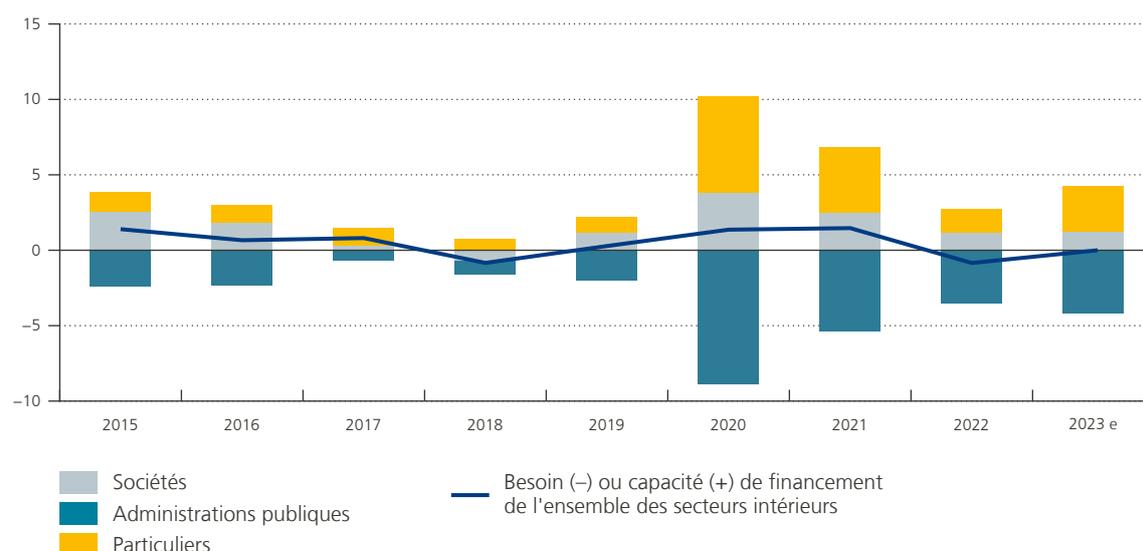
**Les revenus primaires et secondaires nets ont contribué à soutenir le compte courant de la Belgique.** Alors qu'ils présentaient une relative stabilité au cours des dernières années, les revenus primaires et secondaires nets avec le reste du monde ont respectivement vu leur excédent s'accroître et 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.