

## À la une

- Les tensions géopolitiques se sont considérablement aggravées au cours du mois dernier. Dans le cadre de sa campagne de pression pour acquérir le Groenland, Donald Trump a annoncé des droits de douane supplémentaires de 10% sur 8 pays européens (entrant en vigueur le 1er février). Les dirigeants européens ont promis de prendre des mesures de rétorsion si ces droits de douane étaient appliqués. Bien que Donald Trump soit revenu sur sa menace, nous considérons toujours la possibilité d'une véritable guerre commerciale entre l'UE et les États-Unis comme un risque important pour notre scénario.
- L'offre élevée de pétrole continue de faire baisser les prix du pétrole. Les prix ont baissé de 2,2% en décembre pour atteindre 60,9 USD le baril. Les tensions au Venezuela (qui fournit environ 1 million de barils par jour) avaient poussé les prix à la hausse au début du mois. Toutefois, les contrats à terme ont baissé à moyen terme, car les marchés s'attendent à ce que les États-Unis augmentent la production vénézuélienne dans les années à venir. Les prix du gaz TTF sont restés inchangés à 28 EUR par MWh le mois dernier, la production élevée de GNL aux États-Unis maintenant une pression sur les prix du gaz naturel en Europe.
- L'inflation dans la zone euro est tombée en dessous de l'objectif de la BCE en décembre, passant de 2,1% à 1,9% en glissement annuel. Parmi les composantes non essentielles, l'inflation énergétique a connu une forte baisse, tandis que l'inflation alimentaire s'est raffermie. L'inflation de base a également diminué, passant de 2,4% à 2,3%. Au sein des composantes de base, l'inflation des biens s'est ralentie. Toutefois, la dynamique de l'inflation des services reste élevée et les pressions salariales se sont accrues. Nous prévoyons maintenant une inflation moyenne de 1,7% en 2026 et de 1,9% en 2027.
- L'inflation américaine a dépassé son pic. En décembre, l'inflation globale est restée inchangée à 2,7% en glissement annuel, tandis que l'inflation de base s'est ralentie, passant de 2,7% à 2,6%. L'inflation liée au logement et à l'alimentation a été élevée, tandis que l'inflation des services de base (hors logement) a été modeste. Les prix des biens sont restés inchangés, grâce à une baisse des prix des voitures et des camions d'occasion. Les autres composantes des biens (sensibles aux droits de douane) ont encore enregistré des hausses importantes. Nous prévoyons maintenant une inflation moyenne de 2,6% et 2,4% en 2026 et 2027, respectivement.
- La croissance de la zone euro reste tiède. Le climat des affaires s'est affaibli le mois dernier (tant dans le secteur manufacturier que dans celui des services). La confiance des consommateurs reste faible, ce qui explique le taux d'épargne historiquement élevé des ménages. Les données relatives

à la production industrielle se sont toutefois améliorées. L'orientation budgétaire légèrement stimulante de la zone euro dans son ensemble apportera un soutien modeste aux chiffres de la croissance de cette année. Nous prévoyons une croissance du PIB de 1,0% cette année et de 1,4% l'année prochaine.

- L'économie américaine reste en bonne santé. La croissance du PIB au troisième trimestre 2025 a atteint 1,1% en glissement trimestriel, grâce à la vigueur des dépenses de consommation. La croissance devrait à nouveau être forte au quatrième trimestre, comme l'indiquent la vigueur des ventes au détail et l'augmentation des exportations. La croissance de l'emploi reste faible, mais la productivité augmente rapidement et le taux de chômage reste sous contrôle. Compte tenu des effets de débordement des chiffres élevés du troisième et du quatrième trimestre, nous prévoyons désormais une croissance du PIB de 2,3% en 2026. Nous prévoyons une croissance de 1,9% en 2027.
- Le PIB réel chinois a augmenté de 5% en 2025, atteignant à la fois l'objectif de croissance officiel du gouvernement et le taux de croissance de 2024. La résistance des exportations a soutenu l'économie face à une demande intérieure morose et à des investissements récemment plus faibles. Nous prévoyons donc que le ralentissement structurel à long terme de l'économie se poursuivra en 2026 et 2027, avec une croissance du PIB réel de 4,6% et 4,2%, respectivement.
- Les banques centrales sont confrontées à des environnements économiques différents. L'inflation restant supérieure à l'objectif et le chômage étant jusqu'à présent maîtrisé, nous prévoyons que la Fed maintiendra ses taux inchangés en janvier. Des chiffres d'inflation plus faibles dans les mois à venir permettront probablement à la Fed de réduire ses taux deux fois de plus au premier semestre, ce qui mettra fin au cycle de réduction des taux. En revanche, la BCE reste en bonne position, car l'inflation de l'euro est conforme aux objectifs. Nous nous attendons donc à ce qu'elle maintienne ses taux inchangés cette année et l'année prochaine.

## Contexte international

L'économie mondiale fait preuve de résilience face aux risques géopolitiques accrus et aux tarifs douaniers plus élevés. Cela est particulièrement visible aux États-Unis, où le chiffre de la croissance au troisième trimestre a atteint un niveau élevé de 1,1% en glissement trimestriel. La croissance devrait rester robuste au quatrième trimestre, compte tenu de la forte croissance des exportations, d'une demande décente et d'investissements non résidentiels importants. Le taux de chômage reste également sous contrôle pour l'instant, ce qui, associé à une inflation toujours forte, permettra à la Fed de maintenir son statu quo en janvier. Nous avons également légèrement revu à la hausse nos perspectives pour la Chine, compte tenu de la hausse de la production industrielle et de la résistance des exportations. Le marché immobilier et la faiblesse de la demande intérieure restent toutefois des

sujets de préoccupation importants. Dans la zone euro, les derniers indicateurs de confiance indiquent toujours des perspectives de croissance tièdes. Les mesures de relance budgétaire prises par l'Allemagne pourraient toutefois favoriser une amélioration progressive de la dynamique de croissance en 2026.

La dynamique de l'inflation s'est également améliorée dans le monde entier. Aux États-Unis, l'inflation semble avoir dépassé son point culminant puisque l'inflation de base a diminué en décembre. Dans la zone euro, l'inflation globale s'est encore ralentie et se situe désormais légèrement en dessous de l'objectif de 2%. L'inflation de base, bien que plus élevée, reste également sous contrôle. La BCE devrait donc maintenir les taux directeurs à leurs niveaux actuels dans un avenir prévisible. En Chine, l'inflation globale et l'inflation des prix à la production se sont accélérées en décembre, ce qui laisse espérer que le

pays évitera une spirale déflationniste.

Malgré l'amélioration des perspectives, les risques de détérioration se sont nettement accrus depuis le début de l'année. D'une part, parce que les tensions autour du Groenland se sont rapidement accrues. Trump a récemment annoncé des droits de douane supplémentaires de 10% sur huit pays (Danemark, Norvège, Suède, France, Allemagne, Finlande, Pays-Bas et Royaume-Uni) dans le cadre d'une escalade de sa campagne de pression visant à acquérir le Groenland. Les pays visés ont récemment envoyé des troupes au Groenland dans le cadre d'une "mission de reconnaissance", ce qui a été perçu comme une preuve de soutien militaire. Comme M. Trump est revenu sur sa menace à Davos, une véritable guerre commerciale a été évitée. Cela dit, les tensions entre les États-Unis et l'UE au sujet du Groenland ne sont pas encore résolues et le risque d'une escalade de la guerre commerciale entre l'UE et les États-Unis reste d'actualité.

Entre-temps, l'incertitude reste grande quant au calendrier de mise en œuvre de l'accord commercial entre l'UE et les pays du Mercosur. Signé au début du mois, cet accord commercial est à nouveau suspendu. Le Parlement européen a en effet décidé de saisir la Cour de justice de l'UE afin qu'elle examine la conformité de l'accord entre l'UE et le Mercosur avec les traités européens. L'attente d'une décision pourrait retarder la mise en œuvre de l'accord de deux ans. L'UE peut toutefois appliquer l'accord à titre provisoire, dans l'attente d'une décision, mais il n'est pas certain qu'elle fera usage de cette possibilité.

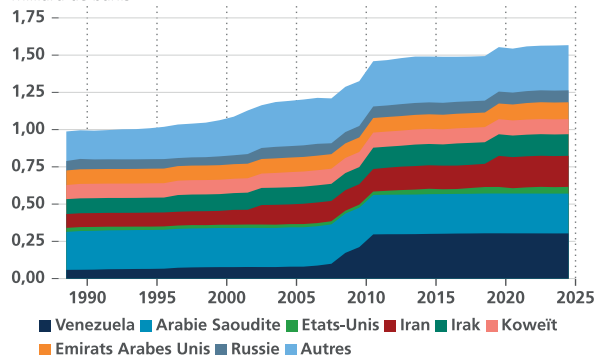
### Les tensions au Venezuela ont un effet limité sur les prix du pétrole

Les prix du pétrole ont enregistré une nouvelle baisse le mois dernier. En raison de l'importance de l'offre non-OPEP+ et de l'augmentation du quota de production de l'OPEP+, ils ont baissé de 2,2% en décembre pour atteindre 60,9 USD le baril. Les prix sont même brièvement passés sous la barre des 60 USD le baril à la mi-décembre. Cependant, lorsque les États-Unis ont commencé à intercepter les pétroliers transportant du pétrole vénézuélien, les prix du pétrole se sont redressés. La capture du président vénézuélien Maduro a encore poussé les prix à la hausse au début du mois.

Le Venezuela dispose d'importantes réserves prouvées

**Figure 1 - Réserves de pétrole**

milliard de barils



Source: KBC Economics d'après OPEC

de pétrole (voir figure 1). Cependant, sa production de pétrole a fortement chuté, passant d'un pic de 3,5 millions de barils par jour en 1998 (5% de la production mondiale) à environ 1 million de barils par jour (moins de 1% de la production mondiale). Les troubles actuels pourraient encore faire baisser la production de pétrole à court terme. Toutefois, compte tenu de l'offre excédentaire actuelle, les marchés pétroliers pourraient facilement absorber une réduction de la production vénézuélienne. À plus long terme, la possibilité d'une levée des sanctions américaines et d'une plus grande participation des grandes compagnies pétrolières américaines pourrait provoquer un important choc positif de l'offre de pétrole. Cependant, le coût d'extraction élevé du pétrole vénézuélien, l'état de délabrement de l'infrastructure pétrolière vénézuélienne et l'incertitude toujours élevée peuvent décourager les investissements au Venezuela. Néanmoins, en prévision d'une augmentation de la production vénézuélienne, la courbe des prix à terme s'est aplatie, les prix diminuant sur la partie la plus longue de la courbe.

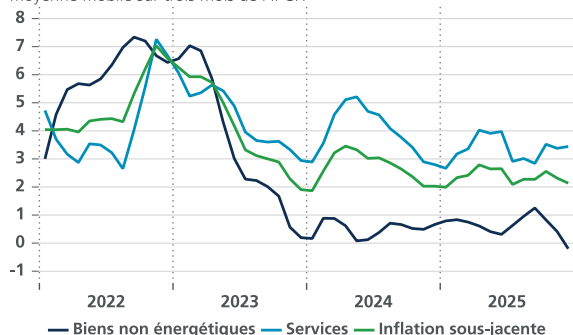
Les prix du gaz naturel sont restés globalement inchangés le mois dernier, clôturant le mois à 28 EUR par MWh. L'offre élevée de GNL aux États-Unis exerce une pression à la baisse sur les prix du gaz. Toutefois, les faibles réserves de gaz de l'UE (remplies à 51,4% de la capacité totale) pourraient exercer une pression à la hausse sur les prix du gaz tout au long de l'année.

### L'inflation de la zone euro juste en dessous de l'objectif

L'inflation globale de la zone euro a clôturé l'année 2025

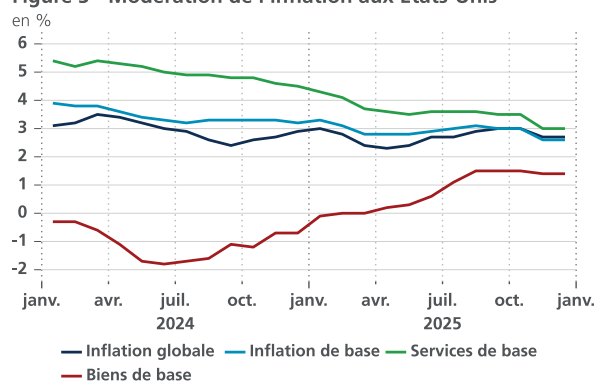
**Figure 2 - Inflation sous-jacente dans la zone euro**

variation en pourcentage annualisée sur les trois mois précédents de la moyenne mobile sur trois mois de l'IPCH



Source: KBC Economics d'après ECB

**Figure 3 - Modération de l'inflation aux États-Unis**



Source: KBC Economics d'après BLS

à 1,9% en glissement annuel, en baisse de 0,2 point de pourcentage par rapport à novembre. L'inflation de base – la composante des biens non énergétiques et des services – a baissé de 0,1 point de pourcentage pour atteindre 2,3% (0,4% pour les biens non énergétiques et 3,4% pour les services). L'inflation des prix de l'énergie a connu la plus forte baisse, passant de -0,5% en novembre à -1,9% en décembre, tandis que l'inflation des prix des denrées alimentaires s'est légèrement accélérée, passant de 2,4% en novembre à 2,5% en décembre.

L'inflation semble donc être de nouveau sur la bonne voie pour se refroidir. Toutefois, cela reste principalement dû aux mouvements erratiques des prix de l'énergie. L'inflation de base, quant à elle, reste tenace. Depuis mai 2025, l'inflation de base a toujours été de 2,3% ou 2,4%. L'analyse de la dynamique à court terme de l'inflation de base montre qu'après une poussée temporaire durant les mois d'été, l'inflation des biens s'est fortement ralentie au cours du dernier trimestre. Mais pour l'inflation des services, la dynamique des derniers mois de 2025 a même été légèrement plus forte que durant les mois d'été (voir figure 2).

Cela est probablement dû à un ralentissement un peu plus lent que prévu de la croissance des salaires, qui est un moteur essentiel de l'inflation des services en particulier. Dans les projections de la BCE de décembre 2025, l'estimation de l'augmentation annuelle de la rémunération par salarié pour 2025 et 2026 a été relevée de 0,6 et 0,5 point de pourcentage, respectivement, à 4,0% et 3,2%, contre 4,5% en 2024. Le rythme de croissance des salaires continue donc à se ralentir, mais moins que prévu initialement. Cela peut expliquer pourquoi l'inflation

des services, en particulier, a moins ralenti que prévu en 2025.

Dans le même temps, un nouveau ralentissement reste probable, mais il sera plus progressif. Nous avons légèrement relevé notre prévision pour l'inflation de base moyenne en 2026 de 2,0% à 2,1% (contre 2,4% en 2025). Pour 2027, nous prévoyons une nouvelle baisse à 2,0%. Comme les prix de l'énergie continueront à exercer un effet à la baisse sur l'inflation globale, l'inflation totale devrait s'établir en moyenne à 1,7% en 2026 et à 1,9% en 2027.

### L'inflation américaine reste inchangée

En dépit d'une inflation très faible (et méthodologiquement imparfaite) en novembre, l'inflation globale est restée inchangée en décembre à 2,7% en glissement annuel (voir figure 3). L'inflation de base s'est modérée de 2,7% à 2,6% (et n'a accéléré que de 0,2% sur une base mensuelle). Au sein des composantes de base, les biens sont restés inchangés. Cela est principalement dû à une forte baisse des prix des voitures et des camions d'occasion. D'autres postes, tels que l'habillement, l'ameublement et les fournitures ménagères, ont connu de fortes augmentations, ce qui indique que la pression tarifaire reste importante. Contrairement aux biens, les prix des logements ont été élevés (augmentation de 0,4% en glissement mensuel). Il s'agira probablement d'une hausse ponctuelle, compte tenu de la modération des indicateurs prospectifs. Les services hors logement ont augmenté modestement de 0,14% en glissement mensuel. Le ralentissement de l'inflation dans les services est probablement dû aux faibles pressions salariales.

Compte tenu de la lenteur des augmentations et de l'accélération de la productivité, les coûts unitaires de main-d'œuvre n'ont augmenté que de 1,2% en glissement annuel au troisième trimestre.

Parmi les composantes non essentielles, les prix de l'énergie ont légèrement augmenté, grâce à une baisse des prix de l'essence. En revanche, les prix des denrées alimentaires se sont accélérés à un rythme rapide. Dans l'ensemble, l'inflation étant conforme à nos attentes, nous maintenons nos prévisions d'inflation et prévoyons une inflation moyenne de 2,6% et 2,4% en 2026 et 2027, respectivement.

### La zone euro attend que le moteur de la croissance allemande se mette en marche

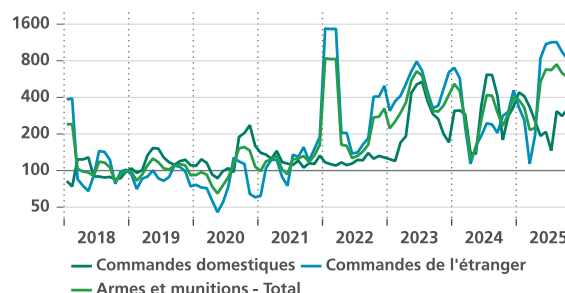
Dans la zone euro, l'économie semble avoir terminé l'année 2025 sur une fausse note. C'est ce que révèlent les enquêtes sur la confiance des entreprises dans l'industrie et les services. Les enquêtes auprès des directeurs d'achat (PMI) et les sondages plus larges de la Commission européenne ont révélé une baisse de la confiance en décembre. L'amélioration de la confiance des consommateurs ne s'est pas non plus poursuivie au cours des deux derniers mois de 2025. Au contraire, il y a eu un (léger) déclin à partir d'un niveau déjà bas.

Heureusement, la confiance des entrepreneurs du secteur de la construction a continué à s'améliorer, bien que cette amélioration semble être surtout évidente chez les entrepreneurs allemands du secteur de la construction. Cela pourrait bien être lié au lancement des programmes d'investissement du gouvernement allemand pour l'amélioration des infrastructures. À la fin de l'année 2025, les commandes dans le secteur de la défense – l'autre composante du vaste plan de relance budgétaire – ont également pris de l'ampleur. Les commandes de défense ont joué un rôle important dans la légère augmentation des nouvelles commandes dans l'ensemble de l'industrie allemande.

C'est ce que montre l'analyse des commandes par sous-secteur industriel (voir figure 4). Les nouvelles commandes des producteurs d'armes et de munitions ont été presque huit fois supérieures à la moyenne de 2018 au cours des trois mois précédant novembre 2025, selon les données de Destatis, l'office statistique allemand. En particulier, les commandes nationales ont augmenté au cours du second semestre 2025, tandis que les commandes en

**Figure 4 - Nouvelles commandes d'armes et de munitions dans l'industrie allemande**

indice de volume, 2018 = 100, moyenne mobile sur 3 mois, échelle logarithmique



Source: KBC Economics d'après DESTATIS

provenance de l'étranger ont légèrement diminué. (En outre, il convient de noter qu'une partie importante de la forte augmentation des commandes dans l'industrie de l'armement remonte à la période qui a suivi l'invasion de l'Ukraine par la Russie en février 2022). En revanche, dans les secteurs manufacturiers traditionnels de l'Allemagne, qui représentent évidemment une part beaucoup plus importante de l'industrie allemande dans son ensemble, l'évolution des nouvelles commandes reste plutôt faible, à un niveau bien inférieur à celui de 2018 : dans l'industrie automobile, par exemple, elle dépasse largement les 10% et dans l'industrie chimique, elle avoisine même les 25%.

Cela peut expliquer pourquoi les sondages de l'institut de recherche allemand Ifo sur les perspectives pour les prochains mois dans l'ensemble de l'industrie allemande ne s'améliorent pas encore et que les consommateurs allemands restent également très prudents. En effet, au cours des cinq dernières années, près de 105 000 emplois (nets) ont été perdus dans l'industrie allemande, principalement dans l'industrie automobile (près de 85 000). Si l'augmentation nette de plus de 4 600 emplois dans l'industrie des armes et des munitions au cours de cette période peut représenter une hausse de 44% pour ce secteur, elle ne compense en aucun cas les pertes substantielles subies dans les autres secteurs. Cela illustre la manière dont les mesures de relance de la politique fiscale doivent rivaliser avec les ajustements structurels que l'industrie allemande – et par extension européenne – doit subir. En outre, tout cela se produit dans un contexte géopolitique difficile et très incertain, notamment en raison du repositionnement nécessaire de l'Europe par rapport aux États-Unis.

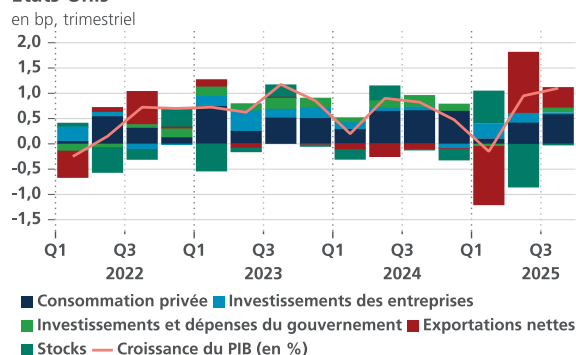
Pour évaluer l'évolution future du cycle économique – et pour juger si les mesures de relance budgétaire feront réellement redémarrer le moteur allemand – nous devons attendre de voir, au cours des prochains mois, dans quelle mesure l'amélioration récente de la confiance des entreprises dans le secteur de la construction sera suivie d'un net renforcement de l'activité de construction. Nous devons attendre les mois à venir pour voir dans quelle mesure l'amélioration récente de la confiance des entreprises dans le secteur de la construction sera suivie d'un net renforcement de l'activité dans ce secteur. Dans ce pays, la précarité des finances publiques nécessite une politique fiscale restrictive, qui risque de peser sur la croissance économique.

Néanmoins, on peut s'attendre à ce que 2026 se présente sous de meilleurs auspices que 2025, surtout pour l'économie allemande. En effet, selon les premières estimations de Destatis, le PIB réel y aurait déjà enregistré une croissance modeste de 0,3% (après correction des effets de calendrier) en 2025, après une contraction de 0,7% en 2023 et de 0,4% en 2024. Pour 2026, nous prévoyons une croissance moyenne du PIB allemand de 0,8%, qui devrait se renforcer pour atteindre 1,6% en 2027. L'Allemagne deviendrait ainsi le moteur de la croissance de la zone euro, aux côtés de l'Espagne. Le fait que la croissance moyenne du PIB réel de la zone euro en 2026 devrait passer de 1,4% en 2025 à seulement 1% environ est uniquement dû à un effet de débordement plus important dû à une croissance forte et inattendue au début de 2025, en prévision des droits de douane américains sur les importations. Dans l'ensemble, la croissance jusqu'en 2026 sera à peu près la même qu'en 2025, mais sa composition sera différente. En effet, la demande intérieure – stimulée par la politique budgétaire – sera beaucoup plus importante en Allemagne.

### La croissance américaine est remarquablement forte

Malgré l'augmentation des droits de douane imposés à la plupart des importations, l'économie américaine continue de surperformer. Au troisième trimestre 2025, l'économie a connu une croissance impressionnante de 1,1% en glissement trimestriel (voir figure 5). Ce chiffre élevé est principalement dû aux dépenses de consommation, qui ont contribué à hauteur de 0,6 point de pourcentage à la croissance globale. Comme l'indiquent les enquêtes de consommation, la croissance est alimentée par les plus hauts revenus, qui ont connu une croissance rapide de leur

**Figure 5 - Contributions à la croissance du PIB réel des États-Unis**



richesse ces dernières années. Les exportations nettes ont également apporté une contribution importante (en partie grâce à l'augmentation des exportations), bien que cela ait été partiellement compensé par une croissance négative des stocks. L'investissement fixe a été plus faible, les investissements résidentiels ayant à nouveau diminué.

La forte croissance devrait se poursuivre au quatrième trimestre. Les ventes au détail ont augmenté de 0,6% en glissement mensuel en novembre. L'augmentation des commandes de biens d'équipement de base laisse également présager des dépenses d'équipement convenables au quatrième trimestre. La balance commerciale s'est également considérablement réduite, en partie grâce à une forte augmentation des exportations de services.

Compte tenu de la lenteur de la croissance de l'emploi, la surperformance actuelle de la croissance peut sembler surprenante. Le nombre d'emplois non agricoles a de nouveau été faible en décembre. Ils n'ont augmenté que de 50 000 le mois dernier, tandis que les chiffres des mois précédents ont été révisés à la baisse de 76 000 au total. Cette faible croissance est en partie due au choc migratoire actuel, qui nuit à l'offre de main-d'œuvre. En effet, malgré la faible croissance de l'emploi, le taux de chômage a baissé de 4,5% à 4,4% le mois dernier.

La forte croissance de la productivité explique la coexistence d'une forte croissance du PIB et d'une faible croissance de l'emploi. La productivité du travail a augmenté de 1,2% en glissement trimestriel au troisième trimestre 2025. Notamment, la croissance de la productivité a été plus élevée dans les services que



dans l'industrie manufacturière, ce qui suggère que la productivité rapide pourrait être due à l'IA. En effet, les services sont plus touchés par le développement récent de grands modèles de langage que l'industrie manufacturière.

Pour les trimestres à venir, nous nous attendons à ce que la croissance reste inférieure à son potentiel, car les effets du choc commercial et migratoire en cours se répercutent sur l'économie. Néanmoins, étant donné les effets importants des chiffres élevés des troisième et quatrième trimestre, nous relevons nos prévisions de croissance du PIB pour 2026 de 1,7% à 2,3%. Pour 2027, nous prévoyons une croissance de 1,9%.

### La Chine atteint l'objectif d'une croissance de 5% en 2025

Tout au long de l'année 2025, l'économie chinoise a fait preuve d'une résistance remarquable face à un paysage économique turbulent. Le PIB réel a augmenté de 5% en 2025, atteignant à la fois l'objectif de croissance officiel du gouvernement et le taux de croissance de 2024. Cette résistance économique reflète la forte croissance des exportations tout au long de l'année, malgré les nouveaux droits de douane imposés par les États-Unis. Au premier trimestre 2025, la fuite en avant des importateurs américains a expliqué une partie de la vigueur des exportations chinoises, mais comme les exportations vers les États-Unis ont fortement chuté pendant le reste de l'année, les exportations vers toutes les autres régions du monde se sont suffisamment redressées pour plus que compenser la baisse des exportations vers les États-Unis. Dans l'ensemble, les exportations nettes ont contribué à hauteur de 1,64 point de pourcentage à la croissance annuelle, contre 1,51 point de pourcentage en 2024.

Entre-temps, la demande intérieure en Chine reste morose, freinée par des défis structurels à long terme (une population vieillissante, un endettement élevé des ménages, un filet de sécurité faible) ainsi que par le ralentissement du secteur immobilier qui dure depuis des années et par la faible confiance des consommateurs. La faiblesse de la demande intérieure exacerbe les problèmes de surcapacité de la Chine (qui se traduisent par de fortes pressions déflationnistes), ce qui accroît les tensions avec les partenaires commerciaux. Par ailleurs, les efforts déployés par les producteurs pour lutter contre les pressions déflationnistes ont contribué à un recul de l'investissement au cours des derniers

mois. Ainsi, le ralentissement structurel de la croissance chinoise se poursuit, la croissance en glissement annuel passant de 5,4% au premier trimestre 2025 à 4,5% au quatrième trimestre 2025. Nous ne relevons donc que marginalement nos perspectives de croissance du PIB pour 2026, en raison de la résistance de la demande extérieure, de 4,4% à 4,6%. Pour 2027, nous prévoyons un nouveau ralentissement de la croissance à 4,2%. Une récente hausse de l'inflation globale à 0,8% en glissement annuel reflète la hausse des prix des denrées alimentaires, tandis que l'inflation de base reste stable à un niveau relativement bas de 1,2% en glissement annuel. Après une baisse de l'inflation globale moyenne annuelle de 0,1% en 2025, nous prévoyons une légère reprise à 0,8% en 2026 et 1,1% en 2027.

### La Fed prend plus de temps pour atteindre la neutralité

Par rapport aux "dot plots" des décideurs de la Fed de décembre 2025, le niveau actuel du taux directeur (3,625%) est toujours supérieur au niveau neutre (3%). Par conséquent, si aucun risque supplémentaire à la hausse pour l'inflation ou à la baisse pour le taux de chômage ne se matérialise, notre scénario de base reste inchangé, car nous prévoyons toujours que la Fed réduira son taux directeur de 50 points de base supplémentaires au total pour le ramener à 3,125% en 2026.

Toutefois, ce mouvement devrait être un peu plus lent que ce que nous avons prévu jusqu'à présent. Après la baisse des taux de décembre, le président de la Fed, M. Powell, a déjà indiqué que la politique de la Fed dépendrait davantage des données à l'avenir. Il s'agissait d'une indication implicite qu'une réduction supplémentaire des taux lors de chacune des réunions suivantes ne serait plus évidente. Ce message a été renforcé par le fait qu'en décembre déjà, deux gouverneurs de la Fed ont voté en faveur d'un taux directeur inchangé. Enfin, l'observation de Powell selon laquelle le taux directeur se situe désormais dans une fourchette d'estimations plausibles du taux neutre a également indiqué que la Fed dépendrait davantage des données.

Dans ce contexte, les dernières données macroéconomiques rendent plus probable une Fed plus attentiste. Les révisions à la hausse de nos prévisions de croissance du PIB réel américain suggèrent que les risques de détérioration du marché du travail se sont quelque peu atténués. En outre, nous maintenons

inchangées nos perspectives d'inflation pour les États-Unis. Ces deux éléments réunis réduisent la nécessité pour la Fed de réduire son taux directeur dès sa réunion de janvier. Cela ne se produira probablement pas avant le mois de mars, avec une réduction de 25 points de base. La deuxième réduction de 25 points de base du taux estimé neutre par la Fed devrait alors avoir lieu au cours du deuxième trimestre, à condition qu'il n'y ait pas de nouveaux revers imprévus. Dans ce scénario, le taux directeur neutre est atteint plus rapidement que dans la trajectoire actuellement prévue par le marché. Selon le marché, les taux directeurs n'atteindront pas le niveau neutre avant septembre.

Nous pensons que la récente attaque politique contre l'indépendance de la Fed n'affectera pas le processus de prise de décision de la Fed. En tant qu'institution, la Fed dispose de suffisamment de freins et de contrepoids pour s'assurer que les décisions politiques sont prises uniquement sur la base de son mandat politique. L'un de ces éléments est le fait que les décisions relatives aux taux d'intérêt ne sont pas prises par des individus, mais par l'ensemble du FOMC, composé de 12 membres votants, y compris les dirigeants des banques fédérales régionales.

### **La BCE est toujours dans une "bonne position"**

Contrairement à la Fed, la BCE a déjà atteint le bas de son cycle d'assouplissement. Avec un taux de dépôt de 2%, la BCE se considère en "bonne position" pour faire face à d'éventuels chocs économiques. La BCE peut se permettre cette position attentiste, car ses perspectives d'inflation, comme les nôtres à partir de 2027, tablent sur une inflation proche de l'objectif de 2%. Le chiffre relativement plus bas de 2026 ne devrait être qu'un phénomène temporaire, compte tenu de l'évolution attendue des prix de l'énergie d'une année sur l'autre, en particulier. En outre, l'affaiblissement récent des indicateurs de confiance européens n'est pas suffisamment grave pour que la BCE abaisse à nouveau son taux directeur par mesure de précaution afin de soutenir le cycle économique.

Dans ce contexte, les attentes actuelles du marché se caractérisent avant tout par une forte conviction que le taux de dépôt de 2% constituera effectivement le point bas de ce cycle. En outre, le marché estime qu'une nouvelle baisse des taux est le scénario alternatif le plus probable. Cela contraste avec l'opinion du

marché, jusqu'à récemment, selon laquelle le prochain mouvement des taux d'intérêt serait à la hausse, ce qui a été alimenté par les commentaires du membre du conseil d'administration de la BCE, M. Schnabel, entre autres. La raison de ce réajustement (limité) des attentes du marché est probablement liée aux récents indicateurs de sentiment quelque peu décevants de la zone euro et à la perspective d'une inflation inférieure à l'objectif en 2026.

### **Le potentiel de hausse des rendements obligataires allemands reste limité**

Avant les derniers événements survenus au Groenland, les rendements des obligations d'État américaines et allemandes à 10 ans étaient restés largement inchangés au cours du mois dernier, avec une légère baisse très récemment pour ces dernières. Cette baisse peut s'expliquer en partie par le fait que, comme indiqué ci-dessus, les marchés ont intégré la (faible) probabilité d'une nouvelle baisse des taux de la BCE.

Si l'on considère les rendements obligataires réels (corrigés des anticipations d'inflation sur la base de swaps d'inflation), la tendance à la hausse des rendements obligataires réels allemands reste clairement visible. Cette tendance repose toujours principalement sur une normalisation à la hausse de la prime de terme. Étant donné que, selon nous, cette normalisation n'est pas encore achevée, nous voyons encore un potentiel de hausse limité pour les taux allemands à 10 ans.

Le rendement des obligations du Trésor américain à 10 ans devrait atteindre le niveau de 4,50% au cours de l'année 2026 et s'y stabiliser. Nous considérons que ce niveau correspond globalement à sa "juste valeur". Notre scénario obligataire suppose que, pour l'instant, la récente montée en flèche de l'incertitude géopolitique et les attaques politiques et juridiques contre la Fed n'entraîneront pas d'augmentation significative ou durable de la prime de risque sur les actifs américains. En effet, les rendements des obligations d'État américaines, les marchés boursiers et le taux de change du dollar ne présentent pas encore de signes clairs en ce sens. Il s'agit toutefois d'un risque que nous continuons à surveiller de près.

### **Le dollar devrait perdre du terrain**

Néanmoins, nous confirmons notre prévision selon laquelle le taux de change du dollar perdra un peu de



terrain par rapport à l'euro au cours de l'année 2026. Cela est dû à une surévaluation structurelle persistante du dollar ainsi qu'à l'évolution attendue des différentiels de taux d'intérêt à court terme. Alors que le marché est convaincu que la BCE maintiendra son taux directeur inchangé et n'envisage qu'une prochaine baisse des taux de la Fed en juin, si la Fed réduit ses taux en mars comme nous le prévoyons, les attentes du marché s'ajusteront en conséquence, ce qui exercera une pression à la baisse sur le dollar par rapport à l'euro.

### **Les écarts de rendement des obligations de l'UEM n'ont plus qu'un potentiel de baisse limité**

Les écarts de taux d'intérêt des gouvernements de l'UEM par rapport à l'Allemagne restent à des niveaux bas et, dans certains cas, poursuivent même légèrement leur tendance à la baisse. Nous ne prévoyons pas de renversement de tendance pour le moment. Cette tendance est générale et non spécifique à un pays. Cependant, les marchés réagissent toujours aux événements politiques spécifiques à un pays, comme cela a été le cas récemment au Portugal après l'élection présidentielle. Un facteur important est probablement la tendance à la hausse du taux d'intérêt de référence allemand lui-même, et plus particulièrement de la prime de terme qu'il contient. Après tout, l'époque où les obligations d'État allemandes étaient rares est révolue. Comme la prime de risque allemande elle-même augmente lentement mais sûrement, la prime de risque relative des autres États membres de l'UEM diminue, de même que leurs écarts de rendement obligataire par rapport à l'Allemagne.

En outre, la tendance à la baisse peut encore être soutenue par l'existence de l'instrument de protection de la transmission de la BCE en tant que filet de sécurité et peut-être aussi par l'attente (peut-être injustifiée) du marché d'une intention tacite de "sauvetage" de la part des autres gouvernements de l'UEM au cas où les finances publiques d'un autre État membre connaîtraient de graves difficultés. Après tout, la dernière chose dont la zone euro a besoin dans le contexte géopolitique actuel est une nouvelle crise de la dette européenne.

## Belgique

La confiance des consommateurs et des entreprises a chuté au cours du dernier mois de 2025, inversant ainsi la tendance à la hausse quasi continue observée au cours des mois précédents (voir figure BE1). Les consommateurs sont devenus plus pessimistes quant à la situation générale de l'économie belge. En janvier, la confiance des consommateurs a de nouveau fortement augmenté, principalement en raison d'une nette diminution des inquiétudes liées au chômage. La confiance des entreprises s'est affaiblie en décembre dans l'industrie, la construction et le commerce, mais est restée relativement stable dans les services aux entreprises. La détérioration du climat en décembre pourrait en partie résulter de l'accord sur le cadre budgétaire pour 2026-2029, conclu par le gouvernement fédéral fin novembre, qui comprend plusieurs mesures fiscales. Étant donné que le climat dans l'ensemble de la zone euro s'est également détérioré, le climat international toujours difficile explique plus probablement le retournement de la confiance en Belgique. Dans ce contexte, la forte baisse des carnets de commandes à l'exportation en décembre pourrait bien être une première indication de l'impact des droits de douane américains sur les exportations belges (voir figure BE2).

### Données révisées sur l'emploi

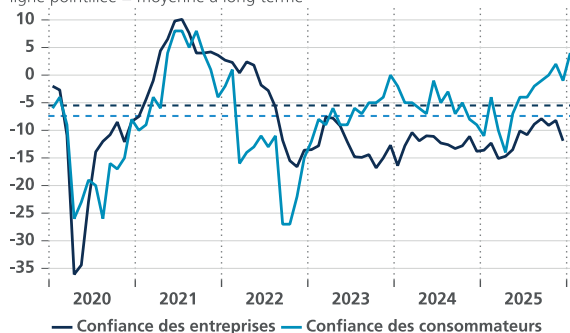
Le mois dernier, nous avons indiqué que le marché du travail belge était resté résistant jusqu'en 2025. Toutefois, les chiffres révisés jettent un éclairage quelque peu différent sur la situation. Les données relatives à

l'emploi pour les trois premiers trimestres de 2025 ont été récemment révisées par l'Institut des comptes nationaux (ICN). En particulier, le chiffre du troisième trimestre 2025 était beaucoup moins bon que ce qui avait été annoncé précédemment, de sorte que le rebond de la dynamique de l'emploi n'est plus visible dans la série de données actualisées (voir figure BE3). En ce qui concerne les secteurs, l'emploi au troisième trimestre dans l'industrie et dans la santé humaine et l'action sociale a été fortement révisé à la baisse. Parallèlement, le taux de chômage harmonisé est resté stable à 6,4% en novembre, après avoir augmenté au cours des mois précédents. Nous prévoyons que ce taux restera légèrement supérieur à 6% dans les années à venir.

Alors que l'inflation globale a encore diminué en décembre (de 2,6% à 2,2%) en raison de la baisse de l'inflation énergétique, le taux d'inflation de base (hors énergie et alimentation) a encore augmenté (de 2,7% à 2,9%). Pour l'ensemble de l'année 2025, le taux d'inflation global s'est établi en moyenne à 3,0%, contre 4,3% en 2024. L'inflation sous-jacente moyenne s'est établie à 2,4% en 2025, contre 3,4% en 2024. Dans le cadre de l'accord budgétaire conclu par le gouvernement fédéral à la fin du mois de novembre de l'année dernière, plusieurs nouvelles mesures fiscales ont été décidées qui devraient exercer une certaine pression à la hausse sur l'inflation. En conséquence, nous avons revu à la hausse nos prévisions pour l'inflation globale moyenne en 2026, de 1,6% à 1,9%. Pour 2027, nous prévoyons que l'inflation belge restera faible (2,0%), l'introduction du système d'échange de quotas d'émission (ETS2) ayant été reportée de 2027 à 2028.

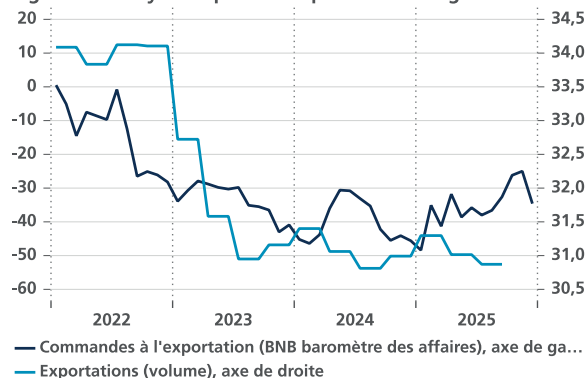
**Figure BE1 - Confiance des consommateurs et des entreprises**

ligne pointillée = moyenne à long terme



Source: KBC Economics d'après NBB

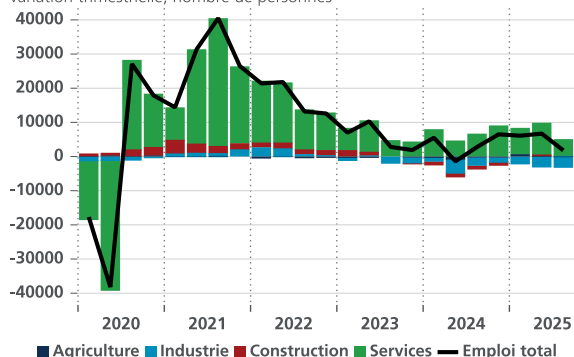
**Figure BE2 - Dynamique des exportations belges**



Source: KBC Economics d'après NBB, Eurostat

**Figure BE3 - L'emploi domestique en Belgique**

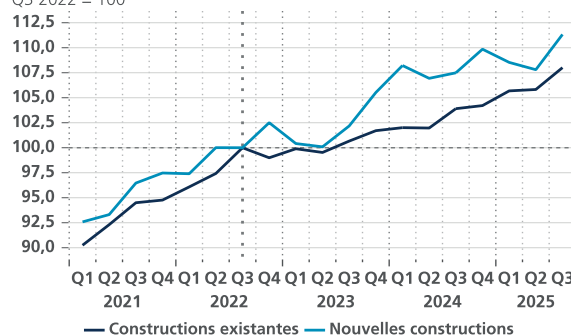
variation trimestrielle, nombre de personnes



Source: KBC Economics d'après NBB

**Figure BE4 - Indice harmonisé des prix des logements Belgique**

Q3 2022 = 100



Source: KBC Economics d'après Eurostat, ABEX, NBB

Malgré l'affaiblissement du sentiment, nous avons décidé de ne pas (encore) modifier les perspectives de croissance du PIB réel belge. Après une croissance moyenne estimée à 1,0% en 2025, nous prévoyons une croissance belge de 1,1% et 1,3% en 2026 et 2027, respectivement. Il s'agit d'un scénario dans lequel la croissance effective du PIB en Belgique converge progressivement vers son taux potentiel (estimé par la CE à 1,4% en 2027). Les risques entourant ce scénario sont toutefois assez importants et sont orientés à la baisse. Il s'agit notamment d'un impact retardé des droits de douane américains ou, pire encore, d'une escalade de la guerre commerciale, d'un marché du travail moins résistant et des nouvelles mesures gouvernementales qui exercent une pression à la baisse sur le pouvoir d'achat et la croissance de la consommation.

### Données sur les prix des logements pour le troisième trimestre

Début janvier, Eurostat a publié des données harmonisées sur les prix des logements pour le troisième trimestre 2025. Les prix ont augmenté de 1,6% par rapport au trimestre précédent dans l'ensemble de l'UE, soit le même taux qu'au deuxième trimestre. La hausse trimestrielle des prix a été la plus forte (plus de 4%) en Lettonie, en Slovaquie et au Portugal. Cinq pays ont enregistré une baisse des prix (Suède, Estonie, Slovaquie, Finlande et Luxembourg). En Belgique, les prix de l'immobilier ont fortement augmenté de 2,4% en glissement trimestriel au troisième trimestre, après une légère baisse de 0,1% au deuxième trimestre. Les prix des logements neufs (+3,3%) ont augmenté un peu plus que les prix des logements existants (+2,1%) (voir figure BE4). Alors que les chiffres du deuxième trimestre

ont quelque peu tempéré le rythme des hausses de prix précédentes, les données du troisième trimestre indiquent clairement que la dynamique des prix des logements se renforce à nouveau. Les données du troisième trimestre nous ont amenés à réviser nos perspectives de croissance des prix de l'immobilier belge en 2025 et 2026 à une moyenne annuelle de 3,3% et 3,4%, respectivement, contre 2,6% et 3,1% précédemment.

## Europe centrale et orientale

### Des voies divergentes vers la stabilité et l'intégration en Europe centrale et orientale

Depuis la mi-décembre 2025, la région a connu des changements structurels importants, notamment l'adhésion de la Bulgarie à la zone euro et une réorientation de la politique budgétaire de la République tchèque sous l'administration Babiš. Alors que l'Union européenne dans son ensemble est confrontée à une croissance atone, les économies des PECO connaissent une reprise à deux vitesses où la résistance de la demande intérieure, alimentée par une forte croissance des salaires réels, compense souvent un profond effondrement de la demande industrielle extérieure, en particulier de la part de l'Allemagne.

Les perspectives économiques pour 2026 suggèrent que la croissance moyenne dans la région des PECO devrait légèrement s'accélérer, mais l'agrégat masque les risques idiosyncrasiques auxquels chaque État est confronté. L'investissement privé restant prudent, l'absorption effective des fonds du Fonds de relance et de résilience (RRF) est passée d'un moteur de croissance supplémentaire à une nécessité budgétaire critique.

### République tchèque : un pivot gouvernemental et la stabilité monétaire

L'économie tchèque est entrée dans l'année 2026 avec une relative stabilité, bien que des changements structurels soient évidents. La croissance du PIB réel pour 2026 est estimée à 2,3%, sous l'effet d'un rebond de la consommation privée, les salaires nominaux ayant finalement dépassé l'inflation. Cependant, la performance industrielle reste le maillon faible, la production manufacturière ayant du mal à se remettre d'une chute prolongée liée à la stagnation de l'économie allemande.

Lors de sa dernière réunion de 2025, le 18 décembre, la Banque nationale tchèque (CNB) a maintenu inchangé son taux de rachat à deux semaines à 3,50%. La décision du conseil d'administration a été prise à l'unanimité, reflétant une attitude prudente face à l'inflation persistante dans le secteur des services, qui s'élevait à 4,6% à la fin de l'année 2025. Le gouverneur Aleš Michl a souligné que si l'inflation globale reste proche de l'objectif

de 2%, l'étroitesse du marché du travail et la hausse des salaires dans les services présentent un risque persistant de spirale prix-salaires. Le consensus du Conseil suggère que les taux d'intérêt devraient rester à un niveau restrictif de 3,5% pendant une grande partie de l'année 2026, d'autant plus que le nouveau gouvernement signale des projets d'augmentation des dépenses budgétaires.

Ces derniers mois, la politique économique s'est concentrée sur le rejet du projet de budget 2026 préparé par le gouvernement sortant. Le nouveau gouvernement Babiš a fait valoir que le déficit proposé de 286 milliards de couronnes tchèques était insuffisant pour couvrir les dépenses sociales et d'infrastructure nécessaires, y compris les subventions hypothécaires et les augmentations de salaire dans le secteur public. Cette expansion budgétaire pourrait rapprocher le déficit du seuil de 3% du PIB fixé par l'UE, annulant ainsi des années d'assainissement progressif.

Le programme du gouvernement Babiš, présenté en janvier 2026, comprend plusieurs mesures destinées à renforcer la souveraineté nationale. La plus notable est la proposition d'inscrire la couronne tchèque dans la constitution en tant que monnaie nationale et de garantir le droit de payer en espèces. Cette mesure vise à bloquer indéfiniment l'adoption future de l'euro, alignant la République tchèque sur les politiques économiques nationalistes observées en Hongrie et en Slovaquie.

### Hongrie : La lutte pour les liquidités et la relance pré-électorale

Au début de l'année 2026, l'économie hongroise est une économie à deux vitesses. Alors que la consommation privée rebondit, la production industrielle est en profonde contraction, ce qui crée un environnement complexe pour la Magyar Nemzeti Bank (MNB). Le gouvernement, dirigé par Viktor Orbán, souhaite stimuler l'économie par des mesures de relance budgétaire avant les élections d'avril 2026, alors que les fonds de l'UE restent largement inaccessibles en raison de différends liés à l'état de droit.

Le secteur industriel hongrois a connu une grave récession à la fin de l'année 2025. Les données préliminaires publiées en janvier 2026 montrent que la production industrielle a chuté de 5,4% en glissement annuel en novembre, ce qui représente une accélération par rapport à la baisse de 2,7% enregistrée en octobre. La baisse a été particulièrement prononcée dans les sous-secteurs

des véhicules et des équipements électriques, qui sont les piliers traditionnels de l'économie d'exportation hongroise. En revanche, les volumes des ventes au détail ont continué à augmenter, ce qui suggère que le secteur des ménages bénéficie d'une forte croissance des salaires nominaux, même si le secteur productif est en perte de vitesse.

La moyenne annuelle de l'inflation basée sur l'IPCH pour 2025 était de 4,4%. Alors que l'inflation globale a diminué pour atteindre 3,3% en décembre, les pressions sous-jacentes restent mitigées. Les prix des services ont fortement augmenté à la fin de l'année, suscitant des inquiétudes quant à la persistance de l'inflation de base. La MNB a maintenu son taux d'intérêt de base à 6,50% lors de sa réunion du 16 décembre, réaffirmant une "approche axée sur la stabilité" pour protéger le forint. Le gouverneur Mihály Varga a noté que, bien que l'inflation puisse descendre en dessous de 3% au début de 2026, elle devrait remonter vers la fin de l'année à mesure que les restrictions de prix imposées par le gouvernement seront levées. Malgré cela, nous maintenons notre prévision d'un taux de base de la MNB à 6% d'ici la fin de l'année.

Entre-temps, le gouvernement hongrois s'est lancé dans un important programme de dépenses préélectorales afin de consolider son soutien. Les mesures de dépenses ont été prises au prix d'un objectif de déficit budgétaire plus élevé, qui a été porté à 5% pour 2025 et 2026. (En fait, nous estimons que le déficit budgétaire de 2026 est encore plus élevé, à 5,3%). Les principales agences de notation, y compris Fitch et S&P, ont averti que cette trajectoire budgétaire, combinée au ratio élevé de la dette au PIB de la Hongrie (près de 75%), pourrait conduire à une dégradation de la note souveraine si les problèmes de financement externe ne sont pas résolus.

### **Slovaquie : Rééquilibrage budgétaire agressif et résilience industrielle**

La Slovaquie aborde l'année 2026 avec une prévision de croissance du PIB de seulement 0,9% cette année, la plus faible de la région des PECO, alors que l'économie absorbe le choc d'un assainissement budgétaire massif. Le troisième programme d'assainissement du gouvernement, qui entrera en vigueur le 1er janvier 2026, représente un changement fondamental visant à ramener le déficit de 5,5% du PIB en 2024 à un objectif de 2% en 2028. Cependant, malgré le coût important que le pays supporte pour l'assainissement budgétaire, nous

ne nous attendons pas à ce que le déficit diminue aussi rapidement.

L'économie slovaque a fortement ralenti en 2025, avec une croissance du PIB réel estimée à seulement 0,7%. Le malaise économique devrait persister en 2026, les mesures d'assainissement freinant la demande intérieure. Paradoxalement, alors que la croissance reste faible, l'inflation moyenne basée sur l'IPCH devrait augmenter (bien que marginalement et temporairement) pour atteindre 4,2% en 2026, sous l'effet d'une hausse de 4 points de pourcentage de la TVA sur de nombreux produits alimentaires et du retrait progressif des plafonds de prix de l'énergie pour les ménages.

Un indicateur positif notable a été l'annonce d'un rebond de l'industrie à la fin de l'année 2025. Après 17 mois consécutifs de baisse, la production industrielle a montré des signes de reprise en novembre et décembre, principalement grâce au secteur automobile.

### **Bulgarie : la frontière de l'adhésion à l'euro et la surveillance de la stabilité des prix**

Le 1er janvier 2026, la Bulgarie est devenue officiellement le 21e membre de la zone euro, marquant ainsi une étape historique pour l'intégration économique du pays dans le noyau européen. Ce passage, effectué à un taux fixe de 1,95583 lev pour un euro, devrait renforcer la stabilité économique, réduire les coûts de transaction pour les PME du pays orientées vers l'exportation et éliminer le risque de change résiduel.

La transition a eu lieu après plusieurs années de préparation intensive, y compris la préalimentation des banques commerciales en billets et pièces en euros à la fin de l'année 2025. Depuis le 1er janvier, 96% des distributeurs automatiques de billets bulgares ont commencé à distribuer des billets en euros, le reste devant être mis en service dans les deux semaines suivantes. Une période de double circulation d'un mois permet au lev d'être utilisé parallèlement à l'euro jusqu'à la fin du mois de janvier 2026, toute la monnaie étant rendue en euros afin de faciliter le retrait rapide de l'ancienne monnaie.

Depuis l'adhésion, les taux d'intérêt en Bulgarie ont commencé à suivre directement les décisions du Conseil des gouverneurs de la BCE. Le gouverneur de la Banque nationale bulgare (BNB) participe désormais, en tant que membre à part entière, à la définition de la politique

monétaire de l'ensemble de la zone euro. Les analystes s'attendent à ce que l'adhésion conduise à une réduction des primes de risque souverain et à un approfondissement des marchés de capitaux du pays.

La Bulgarie entre dans la zone euro avec des taux de croissance du PIB parmi les plus élevés de l'UE, estimés à environ 2,7% pour 2026. Cette expansion est propulsée par une consommation privée soutenue et des investissements publics dans le cadre du plan de relance et de résilience (RRP). Toutefois, le marché du travail est historiquement tendu, le taux de chômage devant tomber à 3,7% en 2026. Cette situation a maintenu la pression sur

les salaires nominaux, qui ont fortement augmenté à la fin de 2025.

L'une des principales préoccupations politiques est l'éventualité d'une augmentation injuste des prix pendant la période de transition. Pour y remédier, la Commission de protection des consommateurs (CPC) surveille quotidiennement les prix de 101 produits fréquemment achetés et publie les résultats sur un site web dédié. Les rapports préliminaires de début janvier 2026 suggèrent que la stabilité des prix a été largement maintenue, le taux d'inflation IPCH devant se stabiliser à 3,4% en 2026 avant de tomber à 2,6% l'année suivante.

## Encadré 1 – L'Europe centrale et orientale se rend aux urnes

En 2026, l'Europe centrale et orientale sera confrontée à une année électorale charnière aux implications économiques importantes. Après le vote de la République tchèque à l'automne dernier, les élections législatives hongroises d'avril pourraient mettre à l'épreuve la longue période de domination du Fidesz, avec des effets potentiels sur la politique budgétaire et le sentiment des investisseurs. La Bulgarie se dirige vers une nouvelle election éclair juste après l'adoption de l'euro, ce qui soulève des questions quant à la stabilité et à la dynamique des réformes. La Slovaquie organisera des élections locales et régionales dans le courant de l'année, ce qui permettra d'évaluer le soutien apporté aux mesures d'assainissement. Ces résultats influenceront sur la discipline budgétaire, l'intégration dans l'UE et les perspectives de croissance de la région.

### Hongrie (élections législatives, 12 avril 2026)

Pour la première fois depuis des années, le Fidesz n'est pas en tête de tous les sondages d'opinion. Le parti Tisza, fondé en 2020 et mis en avant en 2024 par l'ancien politicien du Fidesz Péter Magyar, s'est imposé comme le principal challenger. Une victoire du Fidesz reste possible grâce à un large soutien en dehors des villes. Les sondages suggèrent que trois partis au maximum pourraient franchir le seuil des 5%. Outre le Fidesz et Tisza, le troisième est très probablement le parti d'extrême droite MH. Le parti social-démocrate DK est récemment passé sous la barre des 5% dans les sondages. Les agences de notation surveilleront la politique fiscale après les élections et pourraient mettre à jour les notations en mai et juin. Le programme de M. Tisza reste relativement vague, évitant de prendre des positions fermes sur des questions sensibles afin de plaire à un large public, mais il est probable que les détails de la politique seront précisés dans les mois à venir.

### Slovaquie (élections locales et régionales, automne 2026)

Les élections parlementaires slovaques ne sont pas prévues avant 2027. Suite à des déficits importants, le gouvernement Fico a augmenté les impôts et réduit les dépenses (dans une certaine mesure), ce qui a déclenché des protestations. Une partie du déficit persiste et pourrait se creuser en l'absence de nouvelles mesures, compte tenu de la faiblesse de la croissance. Le parti de Fico est actuellement derrière le parti d'opposition Progressive Slovakia dans les sondages. La préparation et l'issue des élections régionales pourraient encourager une politique budgétaire plus expansionniste en 2026 et surtout en 2027, ce qui augmenterait le risque de hausse de l'inflation sous-jacente.



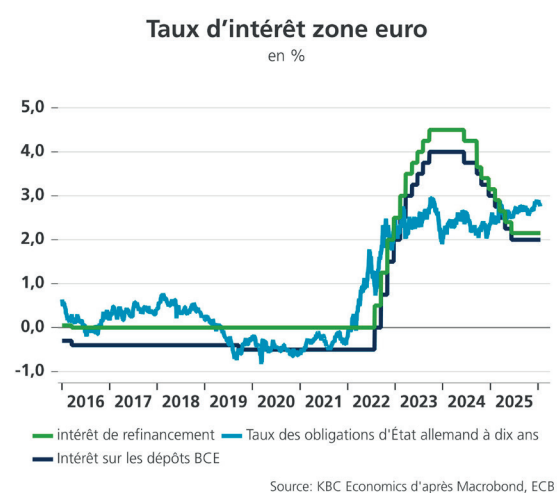
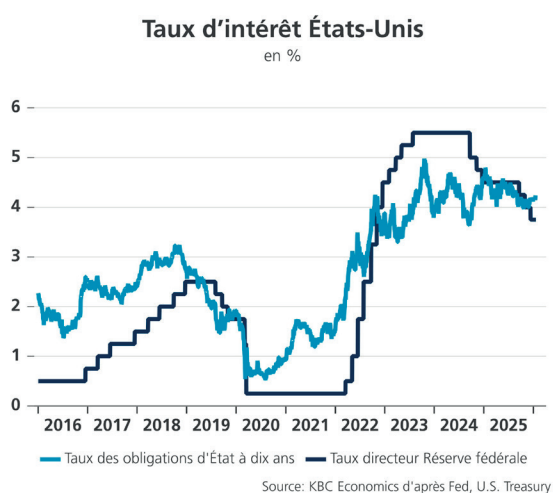
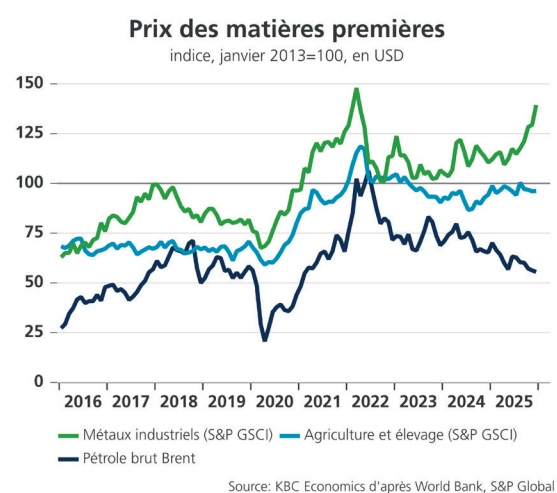
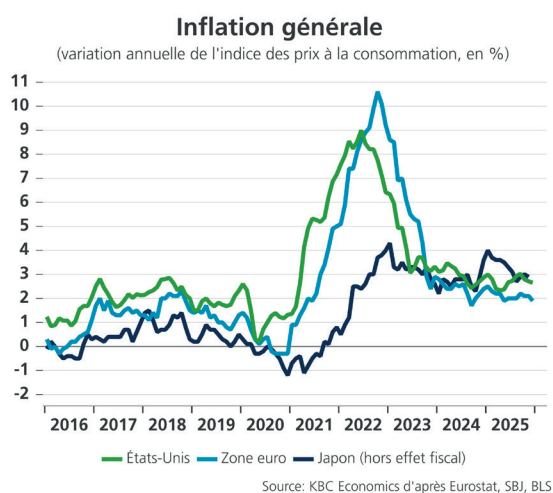
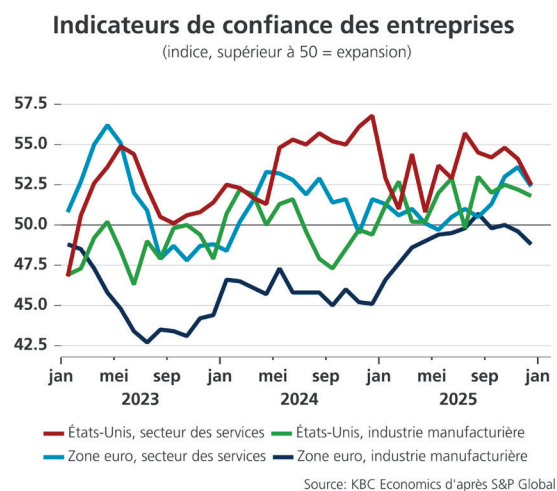
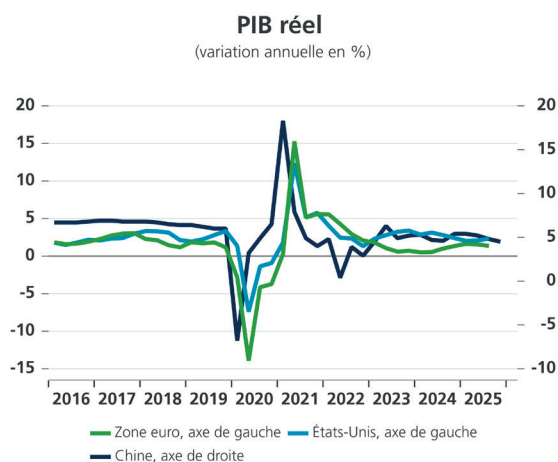
### Bulgarie (élections anticipées prévues au printemps 2026)

Le 11 décembre 2025, le gouvernement Zhelyazkov (GERB), élu en janvier 2025, a démissionné à la suite de manifestations nationales. Le budget 2026 a été retiré et un budget d'extension 2025 a été approuvé, limitant les dépenses mensuelles à un douzième de l'année précédente. Un cabinet intérimaire et des élections anticipées au printemps 2026 sont attendus. Des remaniements parlementaires sont probables, bien que la formation d'un gouvernement stable puisse à nouveau s'avérer difficile. Des élections présidentielles régulières doivent avoir lieu à l'automne 2026, au cours desquelles un nouveau président sera directement élu ; le président sortant ne peut pas se représenter. Le 19 janvier, le président Rumen Radev a annoncé qu'il démissionnerait, ce qui est largement interprété comme une mesure visant à lui permettre de participer aux prochaines élections législatives, éventuellement par l'intermédiaire d'un nouveau parti. Si sa démission est approuvée par la Cour constitutionnelle, la vice-présidente Iliana Iotova assumera temporairement les fonctions présidentielles jusqu'aux élections prévues plus tard dans l'année.

### République tchèque (élections locales et sénatoriales, octobre 2026)

Un nouveau gouvernement dirigé par Andrej Babiš, composé de l'ANO, du SPD et des motoristes, a succédé au cabinet de Petr Fiala, qui avait assaini les finances publiques. Nous estimons le déficit en 2025 à 1,7% du PIB, contre 5% en 2021, et la dette à 43,6% du PIB, ce qui est faible selon les normes de l'UE. Malgré ces progrès, un déficit structurel d'environ 2% subsiste. Nous estimons que le déficit budgétaire est susceptible de dépasser les 300 milliards de couronnes tchèques, les priorités du gouvernement en matière de dépenses n'étant pas assorties de gains de revenus équivalents. Le contexte macroéconomique est favorable, avec une croissance supérieure au potentiel, une inflation proche de l'objectif et un taux de chômage parmi les plus bas de l'UE, mais les engagements du programme dépassent visiblement ce qui peut être couvert par la lutte contre l'économie souterraine ou par une croissance plus rapide. En octobre 2026, un tiers du Sénat et des conseils municipaux seront élus, mais ces élections ne devraient pas modifier notre scénario de base. Nous prévoyons une pause dans l'assainissement exigé par la loi sur la responsabilité budgétaire et un nouveau relâchement budgétaire. L'expansion budgétaire qui en découle fait peser un risque de hausse de l'inflation à moyen terme.

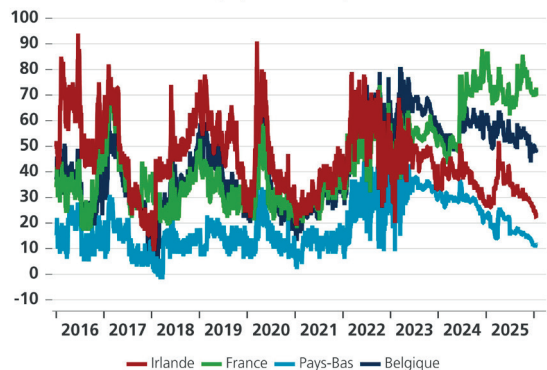
## Figures



## Figures

**Différentiel de taux d'intérêt avec les emprunts d'État allemands à dix ans**

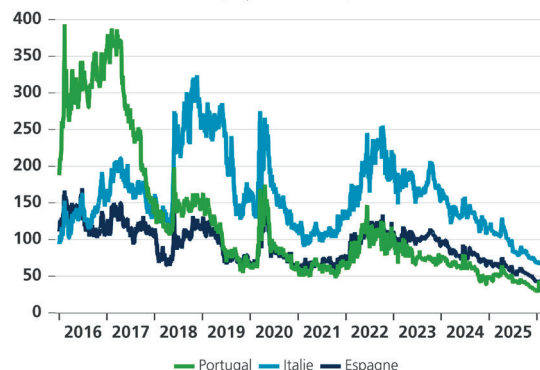
(en points de base)



Source: KBC Economics d'après Macrobond

**Différentiel de taux d'intérêt avec les emprunts d'État allemands à dix ans**

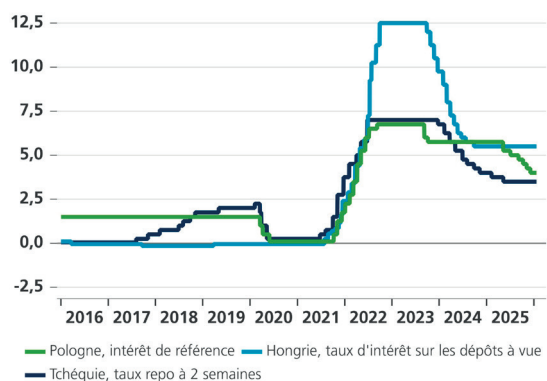
(en points de base)



Source: KBC Economics d'après Macrobond

**Taux directeur Europe centrale**

en %



Source: KBC Economics d'après CNB, MNB, NBP

**Différentiel de taux d'intérêt avec les emprunts d'État allemands à dix ans**

en points de base



Source: KBC Economics d'après Macrobond, AKK, Eurostat

**Taux de change**

indice, janvier 2013=100



Source: KBC Economics d'après Macrobond

**Taux de change**

indice, janvier 2013=100



Source: KBC Economics d'après Macrobond

## Perspectives des principales économies du monde

		Croissance du PIB réel (moyenne de la période, calculé à partir de chiffres trimestriels, en %)			Inflation (moyenne de la période, en %)		
		2025	2026	2027	2025	2026	2027
Zone euro	Zone euro	1,4	1,0	1,4	2,1	1,7	1,9
	Allemagne	0,3	0,8	1,6	2,3	2,0	2,2
	France	0,8	1,1	1,2	0,9	1,1	1,4
	Italie	0,6	0,5	0,9	1,7	1,2	1,7
	Espagne	2,8	2,1	1,9	2,7	1,9	2,0
	Pays-Bas	1,7	1,0	1,3	3,0	2,2	2,4
	Belgique	1,0	1,1	1,3	3,0	1,9	2,0
	Irlande	12,8	3,2	3,4	2,1	2,3	1,8
	Slovaquie	0,7	0,9	1,8	4,1	4,2	3,0
Europe centrale et orientale	Tchéquie	2,6	2,3	2,2	2,4	1,6	2,3
	Hongrie	0,3	2,0	3,0	4,4	3,3	3,5
	Bulgarie	3,1	2,7	2,8	3,5	3,4	2,6
	Pologne	3,3	3,0	3,2	3,3	2,6	2,5
	Roumanie	1,0	1,4	1,4	7,3	6,4	5,5
Reste de l'Europe	Royaume-Uni	1,4	1,0	1,4	3,4	2,5	2,1
	Suède	1,4	2,5	2,1	0,7	0,9	2,1
	Norvège (mainland)	1,8	1,6	1,6	2,9	2,3	2,2
	Suisse	1,3	1,2	1,4	0,2	0,4	0,8
Marchés émergents	Chine	5,0	4,6	4,2	-0,1	0,8	1,1
	Inde*	7,4	6,4	6,5	2,0	4,2	4,3
	Afrique du Sud	1,3	1,5	1,5	3,2	3,6	3,9
	Russie	Temporairement aucune prévision					
	Turquie	3,7	3,5	3,8	34,9	25,1	16,0
	Brésil	2,3	1,5	2,0	5,0	4,2	5,1
Autres économies développées	États-Unis	2,2	2,3	1,9	2,7	2,6	2,4
	Japon	1,2	0,7	0,8	3,1	1,8	1,9
	Australie	1,9	2,2	2,3	2,8	3,1	2,6
	Nouvelle-Zélande	0,3	2,3	2,6	2,7	2,1	2,0
	Canada	1,5	1,2	2,0	2,0	2,3	2,0
* année budgétaire d'avril à mars						20/1/2026	

Taux directeurs (fin de période, en %)		20/1/2026	Q1 2026	Q2 2026	Q3 2026	Q4 2026
Zone euro	Zone euro (refi)	2,15	2,15	2,15	2,15	2,15
	Zone euro (dépo)	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00
Europe centrale et orientale	Tchéquie	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50
	Hongrie (base rate)	6,50	6,50	6,50	6,25	6,00
	Bulgarie	-	-	-	-	-
	Pologne	4,00	3,75	3,50	3,50	3,50
	Roumanie	6,50	6,50	6,50	6,50	6,50
Reste de l'Europe	Royaume-Uni	3,75	3,50	3,50	3,50	3,50
	Suède	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75
	Norvège (mainland)	4,00	4,00	3,75	3,75	3,75
	Suisse	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Marchés émergents	Chine	1,40	1,30	1,20	1,10	1,10
	Inde	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25
	Afrique du Sud	6,75	1,30	1,20	1,10	1,10
	Russie	Temporairement aucune prévision				
	Turquie	38,00	34,50	31,75	28,75	27,00
	Brésil	15,00	14,50	13,50	12,50	12,00
Autres économies développées	États-Unis (taux moyen)	3,625	3,375	3,125	3,125	3,125
	Japon	0,75	0,75	1,00	1,00	1,00
	Australie	3,60	3,60	3,60	3,85	3,85
	Nouvelle-Zélande	2,25	2,25	2,25	2,25	2,50
	Canada	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25

## Perspectives des principales économies du monde

Taux d'intérêt des emprunts d'État à dix ans (fin de période, en %)		20/1/2026	Q1 2026	Q2 2026	Q3 2026	Q4 2026
<b>Zone euro</b>	Allemagne	2,87	2,85	2,88	2,88	2,90
	France	3,55	3,55	3,58	3,58	3,60
	Italie	3,48	3,55	3,58	3,58	3,60
	Espagne	3,27	3,30	3,33	3,33	3,35
	Pays-Bas	2,96	3,00	3,03	3,03	3,05
	Belgique	3,33	3,35	3,38	3,38	3,40
	Irlande	2,98	3,05	3,08	3,08	3,10
	Slovaquie	3,42	3,55	3,58	3,58	3,60
<b>Europe centrale et orientale</b>	Tchéquie	4,49	4,40	4,30	4,30	4,30
	Hongrie	6,84	6,75	6,60	6,50	6,30
	Bulgarie* (EUR)	3,59	3,50	3,53	3,53	3,55
	Pologne	5,19	5,10	5,10	4,90	4,80
	Roumanie	6,80	6,75	6,78	6,78	6,80
<b>Reste de l'Europe</b>	Royaume-Uni	4,46	4,40	4,43	4,43	4,45
	Suède	2,79	2,80	2,83	2,83	2,85
	Norvège	4,25	4,20	4,23	4,23	4,25
	Suisse	0,26	0,25	0,28	0,28	0,30
<b>Marchés émergents</b>	Chine (7-day r. repo)	1,80	1,85	1,85	1,85	1,85
	Inde	6,68	6,67	6,72	6,82	6,97
	Afrique du Sud	8,45	1,85	1,85	1,85	1,85
	Russie	Temporairement aucune prévision				
	Turquie	27,87	28,00	27,00	26,00	24,00
	Brésil	13,86	13,83	13,88	13,98	14,13
<b>Autres économies développées</b>	États-Unis	4,28	4,20	4,25	4,35	4,50
	Japon	2,35	2,25	2,35	2,45	2,50
	Australie	4,80	4,75	4,80	4,90	5,05
	Nouvelle-Zélande	4,55	4,50	4,55	4,65	4,80
	Canada	3,39	3,40	3,45	3,55	3,70
<b>*Attention : marché très illiquide</b>						

Taux de change (fin de période)		20/1/2026	Q1 2026	Q2 2026	Q3 2026	Q4 2026
<b>USD par EUR</b>		1,17	1,18	1,20	1,21	1,22
<b>CZK par EUR</b>		24,31	24,00	23,90	23,90	23,80
<b>HUF par EUR</b>		385,48	385,00	389,00	392,00	395,00
<b>PLN par EUR</b>		4,23	4,25	4,25	4,20	4,20
<b>RON par EUR</b>		5,09	5,11	5,12	5,14	5,15
<b>GBP par EUR</b>		0,87	0,87	0,88	0,89	0,90
<b>SEK par EUR</b>		10,74	10,70	10,67	10,64	10,60
<b>NOK par EUR</b>		11,74	11,70	11,65	11,60	11,50
<b>CHF par EUR</b>		0,93	0,93	0,93	0,93	0,93
<b>BRL par USD</b>		5,37	5,33	5,28	5,26	5,24
<b>INR par USD</b>		90,97	89,96	89,21	88,84	88,48
<b>ZAR par USD</b>		16,45	6,96	6,95	6,94	6,94
<b>RUB par USD</b>		Temporairement aucune prévision				
<b>TRY par USD</b>		43,28	45,00	47,32	49,16	51,00
<b>RMB par USD</b>		6,96	6,96	6,95	6,94	6,94
<b>JPY par USD</b>		157,59	160,00	157,00	153,00	150,00
<b>USD par AUD</b>		0,67	0,67	0,68	0,69	0,70
<b>USD par NZD</b>		0,58	0,58	0,58	0,59	0,60
<b>CAD par USD</b>		1,38	1,38	1,37	1,36	1,35

## Perspectives des marchés stratégiques – Europe Centrale et Orientale

	République tchèque			Slovaquie		
	2025	2026	2027	2025	2026	2027
<b>Croissance du PIB réel (variation annuelle moyenne, calculé à partir de chiffres trimestriels, en %)</b>	2,6	2,3	2,2	0,7	0,9	1,8
<b>Inflation (variation annuelle moyenne, en %, IPC harmonisé)</b>	2,4	1,6	2,3	4,1	4,2	3,0
<b>Taux de chômage (définition Eurostat) (fin de l'année, en % de la population active)</b>	3,2	3,2	3,0	5,4	5,7	5,7
<b>Solde budgétaire du gouvernement (en % du PIB)</b>	-1,7	-2,9	-2,6	-5,1	-5,0	-5,2
<b>Dette publique brute (en % du PIB)</b>	43,9	45,4	47,2	61,5	63,5	63,8
<b>Balance des opérations courantes (en % du PIB)</b>	1,0	0,7	0,7	-4,0	-4,0	-3,3
<b>Prix de l'immobilier (définition Eurostat) (variation annuelle moyenne en %, nombre total de logements)</b>	10,4	7,7	4,5	12,5	6,5	5,0

	Hongrie			Bulgarie		
	2025	2026	2027	2025	2026	2027
<b>Croissance du PIB réel (variation annuelle moyenne, calculé à partir de chiffres trimestriels, en %)</b>	0,3	2,0	3,0	3,1	2,7	2,8
<b>Inflation (variation annuelle moyenne, en %, IPC harmonisé)</b>	4,4	3,3	3,5	3,5	3,4	2,6
<b>Taux de chômage (définition Eurostat) (fin de l'année, en % de la population active)</b>	4,4	4,0	3,7	3,8	3,7	3,6
<b>Solde budgétaire du gouvernement (en % du PIB)</b>	-5,0	-5,3	-4,0	-3,0	-3,0	-3,0
<b>Dette publique brute (en % du PIB)</b>	74,5	74,8	74,3	27,8	31,3	34,2
<b>Balance des opérations courantes (en % du PIB)</b>	1,3	1,0	1,0	-3,3	-3,1	-2,5
<b>Prix de l'immobilier (définition Eurostat) (variation annuelle moyenne en %, nombre total de logements)</b>	19,5	9,0	5,0	15,4	9,0	6,5



## Perspectives des marchés stratégiques – Belgique

Comptes nationaux (croissance réelle en %)			
	2025	2026	2027
Consommation privée	1,8	1,1	1,3
Consommation publique	1,4	1,1	0,5
Investissements en capital fixe	-0,4	3,3	3,4
Investissements des entreprises	2,8	4,1	3,2
Investissements publics	-4,5	3,1	7,0
Investissements en construction	-8,4	0,1	1,9
La demande intérieure finale (hors variation des stocks)	1,2	1,6	1,6
Variation des stocks (contribution à la croissance)	0,2	0,0	0,0
Exportations de biens et de services	-0,3	-1,1	0,6
Importations de biens et de services	0,0	-0,5	1,0
Produit intérieur brut (PIB), calculé à partir de chiffres trimestriels	1,0	1,1	1,3
Revenu disponible des ménages	0,9	0,7	1,0
Taux d'épargne brut des ménages (en % des revenus disponibles)	12,2	11,8	11,6

Indicateurs d'équilibre			
	2025	2026	2027
Inflation (hausse annuelle moyenne, en %)			
Prix à la consommation	3,0	1,9	2,0
Indice santé	2,6	1,9	2,1
Marché du travail			
Emploi intérieur (variation en cours d'année, en '000)	19,6	30,0	40,0
Taux de chômage (fin d'année, définition Eurostat)	6,4	6,2	6,0
Finances publiques (en % du PIB, avec les politiques actuelles)			
Solde de financement	-5,3	-5,5	-4,9
Dette publique	106,9	109,0	110,8
Compte courant (en % du PIB)	-1,1	-1,3	-1,5
Prix des maisons (variation au cours de l'année, logements existants et nouveaux, en %)	3,3	3,4	3,2

## Contact

### KBC Group Economics and Markets (GEM)

Economic Research (KBC)	Market Research (KBC)	CSOB - Prague	CSOB Slovakia	UBB Bulgaria
Dieter Guffens Senior Economist dieter.guffens@kbc.be	Mathias Van der Jeugt Head of Market Research mathias.vanderjeugt@kbc.be	Jan Bureš Chief Economist jabures@csob.cz	Marek Gábris Analyst mgabris@csob.sk	Emil Kalchev Chief Economist Emil.Kalchev@ubb.bg
Johan Van Gompel Senior Economist johan.vangompel@kbc.be	Peter Wuyts FX Analyst peter.wuyts@kbc.be	Martin Kupka Senior Economist mkupka@csob.cz	K&H Bank Hungary	
Lieven Noppe Senior Economist lieven.noppe@kbc.be	Mathias Janssens Analyst mathias.janssens@kbc.be	Jan Cermák Senior Economist jcermak@csob.cz	Dávid Németh Chief Economist david2.nemeth@kh.hu	
Cora Vandamme Senior Economist cora.vandamme@kbc.be		Irena Procházková Analyst iprochazkova@csob.cz	CBC Banque	
Allison Mandra Senior Economist allison.mandra@kbc.be		Wouter Beeckman Senior Economist wbeeckman@csob.cz	Bernard Keppenne Chief Economist CBC bernard.keppenne@cbc.be	
Laurent Convent Economist laurent.convent@kbc.be		Dominik Rusinko Senior Economist drusinko@csob.cz		
Sam Devinck Economist sam.devinck@kbc.be		Mateusz Matloch Economist mmatloch@csob.cz		

### For general information:

KBC.Economic.Research@kbc.be

Notre site web [www.kbceconomics.com](http://www.kbceconomics.com) vous tient au courant de toutes les analyses et prévisions des économistes de KBC.



Contact: kbc.economic.research@kbc.be KBC Group NV, Havenlaan 2, B-1080 Brussels, Belgium

Éditeur responsable: KBC Groep NV, Havenlaan 2 – 1080 Brussel – Belgique – BTW BE 0403.227.515 – RPR Brussel

E-mail: kbc.economic.research@kbc.be

Cette publication a été réalisée par les économistes du groupe KBC. Ni la mesure dans laquelle les scénarios, les risques et les pronostics présentés reflètent les prévisions du marché, ni la mesure dans laquelle ils seront corroborés par la réalité ne peuvent être garanties. Les prévisions sont fournies à titre purement indicatif. Les données de cette publication sont générales et purement informatives. Elles ne peuvent être considérées comme des recommandations en investissement. Cette publication relève de la 'recherche en investissements', telle que visée par la loi et la réglementation sur les marchés d'instruments financiers. Toute transmission, diffusion ou reproduction de ces informations, sous quelque forme et par quelque moyen que ce soit, est interdite sans l'autorisation expresse, préalable et écrite de KBC Groupe SA. KBC et CBC Banque SA ne peut être tenu responsable de leur exactitude ou de leur exhaustivité. Tous les cours historiques, statistiques et graphiques sont d'actualité jusqu'au 19 janvier 2026, sauf stipulation contraire. Les opinions et stratégies décrites sont telles qu'en vigueur le 19 janvier 2026.