

À la une

- Les tensions géopolitiques et le froid hivernal ont entraîné une hausse significative des prix de l'énergie en janvier. Les prix du pétrole ont augmenté de 14,6% pour atteindre 69,7 USD le baril le mois dernier. Les tensions géopolitiques (troubles au Venezuela et en Iran, renforcement des sanctions à l'encontre de la Russie) ont été la principale raison de cette hausse. L'hiver plus froid dans l'hémisphère nord a également entraîné des perturbations de l'offre. Le temps plus froid a également fait grimper les prix du gaz naturel. Les prix du gaz naturel TTF ont augmenté de 42,8% pour atteindre 40,5 EUR par MWh le mois dernier, car la forte demande de gaz a rapidement épuisé les réserves de gaz naturel de l'UE.
- L'inflation de la zone euro a baissé de 2,0% à 1,7% en février. Cette baisse est due en grande partie à une diminution de l'inflation des produits énergétiques. En revanche, l'inflation des denrées alimentaires s'est légèrement accélérée. L'inflation de base s'est également ralentie, passant de 2,3% à 2,2%. Cette évolution est due à une importante décélération de l'inflation des services. Dans le même temps, l'inflation des biens s'est accélérée. Compte tenu de la récente hausse des prix du pétrole et du gaz, nous relevons légèrement notre prévision d'inflation globale moyenne pour 2026 de 1,7% à 1,8%, tout en maintenant notre prévision de 1,9% pour 2027.
- La croissance de la zone euro a dépassé les attentes au quatrième trimestre 2025, le PIB réel ayant augmenté de 0,3% en glissement trimestriel. L'Espagne et le Portugal ont continué à surperformer. Néanmoins, d'autres grandes économies telles que l'Allemagne, l'Italie et les Pays-Bas ont également affiché des chiffres de croissance corrects. Seule l'Irlande a connu une croissance négative. Le marché du travail reste également en bonne santé, le taux de chômage ayant baissé à 6,2%. En raison des effets de débordement liés au chiffre de croissance plus élevé que prévu au quatrième trimestre, nous relevons nos prévisions pour 2026 de 1,0% à 1,2%, tout en maintenant notre prévision de 1,4% pour 2027.
- La croissance américaine continue de résister à la guerre commerciale en cours. Après une forte croissance du PIB réel au troisième trimestre 2025, nous prévoyons une autre performance solide au quatrième trimestre 2025 grâce à des dépenses de consommation et des investissements non résidentiels élevés. Les exportations nettes devraient également apporter une contribution décente, malgré le récent accroissement du déficit commercial. Nous relevons notre prévision de croissance pour 2026 de 2,3% à 2,4%, tout en maintenant notre prévision de 1,9% pour 2027. L'inflation américaine a également dépassé son pic et devrait poursuivre sa descente. Nous maintenons notre prévision d'inflation globale moyenne de 2,6% pour cette année, et la ramenons à 2,4% l'année prochaine.
- Les perspectives pour l'économie chinoise restent inchangées par rapport au mois dernier. Les

signes d'une économie à deux vitesses persistent, la demande extérieure solide l'emportant sur la demande intérieure atone. Nous prévoyons une croissance annuelle moyenne du PIB réel de 4,6% en 2026 et de 4,2% en 2027.

- La Fed et la BCE ont toutes deux maintenu leurs taux inchangés lors de leurs dernières réunions de politique monétaire. La Fed a maintenu son taux directeur en suspens compte tenu de la forte croissance américaine et de l'inflation américaine supérieure à l'objectif. Le président de la Fed, M. Powell, a souligné que les prochaines décisions en matière de taux d'intérêt dépendaient des données. Nous nous attendons à ce que le cycle de réduction des taux ne reprenne qu'au second semestre, lorsque la Fed (sous la direction de son nouveau président, M. Warsh) devrait alors réduire ses taux à deux reprises, pour les ramener à un niveau neutre. La BCE a également maintenu ses taux directeurs inchangés ce mois-ci et devrait continuer à les maintenir en 2026 et 2027. Elle reste dans une position favorable compte tenu d'une inflation légèrement inférieure à l'objectif.

Contexte international

Les tensions commerciales mondiales ont continué à s'apaiser au cours des dernières semaines. À Davos, Donald Trump est revenu sur sa menace d'imposer des droits de douane à huit pays européens. En outre, les États-Unis ont récemment accepté de réduire de 50% à 18% leurs droits de douane sur les produits en provenance de l'Inde. En contrepartie, l'Inde a promis de cesser ses achats de pétrole russe. L'Inde a également conclu récemment un accord commercial avec l'UE, qui se traduira par une baisse des droits de douane sur une série de produits industriels.

Ces bonnes nouvelles commerciales s'inscrivent dans un contexte de résilience de l'économie mondiale. Dans la zone euro, nous avons revu nos prévisions à la hausse, l'économie ayant progressé de 0,3% en glissement trimestriel au quatrième trimestre. Le marché du travail reste également en bonne santé. Aux États-Unis, les fortes dépenses de consommation et les investissements non résidentiels élevés stimulent la croissance. En Chine, les exportations continuent d'augmenter dans le monde entier, la baisse des exportations vers les États-Unis étant compensée par la hausse des exportations dans d'autres régions. La confiance des consommateurs est également en train de rebondir après avoir atteint des niveaux très bas. Parallèlement au renforcement de la croissance, les pressions inflationnistes mondiales ont augmenté le mois dernier, les troubles géopolitiques et le froid hivernal ayant fait grimper les prix de l'énergie.

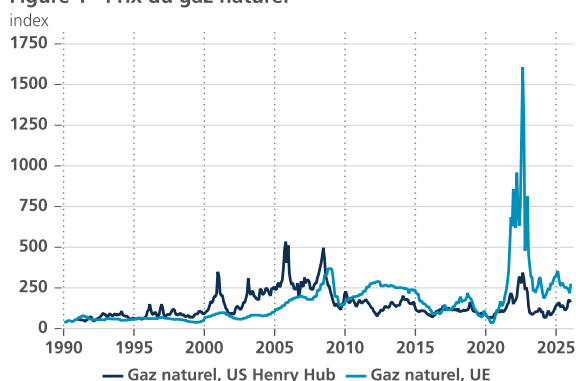
Hausse des prix de l'énergie en janvier

Après des mois de baisse progressive, les prix du pétrole ont augmenté de manière significative en janvier. Ils ont

augmenté de 14,6% pour atteindre 69,7 USD le baril le mois dernier. Cette hausse est en grande partie due à des événements géopolitiques. Au début du mois, la capture par les États-Unis du président vénézuélien Nicolas Maduro a fait grimper les prix du pétrole (le Venezuela produisant environ 1 million de barils par jour). Mais ce sont les tensions en Iran qui ont eu le plus d'impact. Des manifestations de grande ampleur y ont éclaté et ont été suivies d'une répression brutale de la part du régime en place. En réponse, le président américain Donald Trump s'est engagé à soutenir les manifestants. Il a menacé d'attaquer l'Iran si le régime refuse de conclure un accord avec lui. La menace semble crédible, car les États-Unis ont récemment déplacé l'USS Abraham, un porte-avions, ainsi que d'autres plateformes militaires dans la région du Golfe. Une nouvelle escalade serait problématique pour les marchés pétroliers. L'Iran produit 3,2 millions de barils de pétrole brut par jour et en exporte 1,8 million. En outre, le conflit pourrait s'étendre au reste du Moyen-Orient et entraver les échanges commerciaux par le détroit d'Ormuz. Environ 21 millions de barils de pétrole (près de 20% de la consommation mondiale) sont expédiés chaque jour par ce passage.

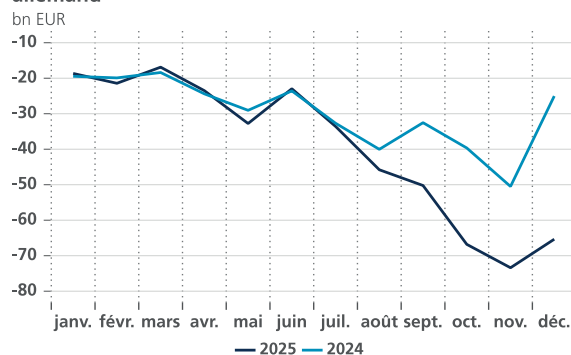
En plus des tensions en Iran et au Venezuela, la Russie est confrontée à des sanctions plus sévères. Le 21 janvier, l'UE a interdit l'importation de produits fabriqués en Russie. En février, l'UE devrait approuver un nouveau train de sanctions qui interdirait aux assureurs européens d'assurer les pétroliers transportant du pétrole russe. Les États-Unis s'en prennent également à la flotte fantôme de la Russie, en saisissant plusieurs navires depuis décembre. Par ailleurs, l'Ukraine a également attaqué plusieurs pétroliers russes depuis novembre. Tout cela pèse sur la capacité d'exportation de la Russie et exerce une pression à la baisse sur les prix du brut de l'Oural.

Figure 1 - Prix du gaz naturel



Source: KBC Economics d'après IMF

Figure 2 - Solde financier du gouvernement fédéral allemand



Source: KBC Economics d'après German Ministry of Finance

En plus des événements géopolitiques, le temps froid dans l'hémisphère nord a poussé les prix à la hausse. C'est notamment le cas aux États-Unis, où une importante tempête hivernale a frappé la production de brut et affecté les raffineries de la côte américaine du Golfe du Mexique. Le 26 janvier, 1,6 million de barils par jour avaient ainsi été mis hors service. La production se rétablit progressivement. Le froid a également réduit la production en Russie. La production de brut au Kazakhstan a également été réduite par un incendie dans le champ pétrolifère de Tengiz.

Le temps froid dans l'hémisphère nord a également fait grimper les prix du gaz naturel le mois dernier, car le froid hivernal fait augmenter la demande de chauffage. Le temps hivernal ayant été plus rigoureux aux États-Unis, l'impact sur les prix du gaz naturel y a été plus important. En effet, l'écart entre les prix du gaz naturel Henry Hub des États-Unis et ceux de l'Europe s'est considérablement réduit (voir figure 1). Néanmoins, l'Europe a également été touchée par la hausse de la demande américaine, qui a réduit les exportations de GNL des États-Unis. Les conditions météorologiques asiatiques plus froides que d'habitude ont également détourné les expéditions de GNL américain vers l'Asie. En outre, la demande européenne a également augmenté en raison du froid hivernal et d'une panne dans une centrale nucléaire française. Tout cela a fait grimper les prix du gaz naturel TTF de 42,8% à 40,5 EUR par MWh.

La croissance du PIB de la zone euro surprend à nouveau positivement

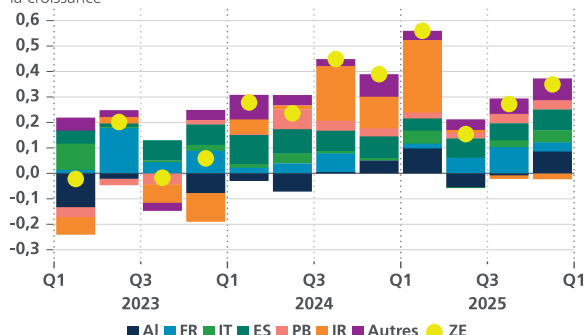
Selon l'estimation rapide (préliminaire) du PIB réel, la

croissance économique dans la zone euro au quatrième trimestre 2025 a été de 0,3% par rapport au trimestre précédent. Cette croissance a été plus importante que prévu et a dépassé les attentes dans tous les principaux pays. Une fois de plus, la croissance la plus forte a été enregistrée en Espagne (0,8%). La consommation privée et l'investissement ont continué à progresser à un rythme soutenu. L'économie néerlandaise a également connu une croissance remarquablement forte (0,5%), les exportations et la consommation publique étant les principaux moteurs de la croissance. En Allemagne et en Italie, le PIB réel du quatrième trimestre a été supérieur de 0,3% à celui du trimestre précédent. Aucune information détaillée sur la composition de la croissance n'est encore disponible pour ces pays, mais les commentaires des offices statistiques concernés suggèrent que la demande intérieure a apporté une contribution importante à la croissance. Destatis, l'office statistique allemand, mentionne en particulier la consommation des ménages et des administrations publiques.

Cette dernière est très probablement due à la relance budgétaire, qui a finalement démarré au quatrième trimestre. Le budget 2025 n'ayant été approuvé par le parlement allemand qu'en septembre 2025, le financement du déficit, pour lequel l'assouplissement substantiel du frein constitutionnel à l'endettement avait déjà ouvert la voie en mars 2025, n'a commencé à augmenter qu'à ce moment-là (voir figure 2). Contrairement aux deux trimestres précédents, l'économie allemande a donc de nouveau contribué positivement à la croissance économique de la zone euro (voir figure 3).

Figure 3 - Croissance du PIB réel de la zone euro

Variation en % par rapport au trimestre précédent et contribution des pays à la croissance



Source: KBC Economics d'après Eurostat

Parmi les grands pays, c'est la France qui a apporté la plus faible contribution à la croissance. Le léger renforcement de la croissance de la consommation des ménages n'a pas suffi à compenser la moindre contribution à la croissance des investissements et de la consommation publique. La croissance du PIB réel est donc restée limitée à 0,2%. Enfin, il est frappant de constater que l'économie irlandaise, qui apportait encore une contribution positive exceptionnellement importante à la croissance en 2024 et au début de 2025, a apporté une contribution légèrement négative au second semestre 2025. Hors Irlande, la croissance du PIB de la zone euro a été de 0,4% au quatrième trimestre au lieu de 0,3%.

Par ailleurs, les indicateurs de confiance en ce début d'année sont meilleurs qu'au dernier mois de l'année précédente. Les enquêtes de la Commission européenne, en particulier, ont enregistré une amélioration significative de la confiance des entreprises. C'était le cas dans tous les grands pays et dans presque tous les secteurs. Les enquêtes auprès des directeurs d'achat (PMI) ont brossé un tableau plus nuancé, avec des améliorations principalement en Allemagne et en Espagne, mais un affaiblissement notable en France et en Italie. La confiance des consommateurs s'est légèrement améliorée mais est restée remarquablement faible, tandis que le taux de chômage est revenu à son niveau historique le plus bas. Apparemment, l'incertitude (géo)politique majeure et les défis socio-économiques structurels, notamment la précarité des finances publiques, continuent de faire obstacle à une reprise plus forte de la confiance des consommateurs.

Néanmoins, les signes timides d'une croissance plus forte

de la consommation et le lancement de mesures de relance en Allemagne sont encourageants et permettent d'espérer que la croissance économique en 2026 sera davantage soutenue par la demande intérieure. Nous maintenons donc notre prévision d'un renforcement progressif de la croissance en glissement trimestriel tout au long de l'année. La croissance plus forte que prévu au dernier trimestre de 2025 augmente en outre l'effet de report de 2025 à 2026. En conséquence, nous relevons de 0,2 point de pourcentage le taux de croissance moyen attendu pour le PIB réel de la zone euro, pour le porter à 1,2% en 2026. Pour 2027, nous maintenons à 1,4% la croissance attendue du PIB réel, tandis que l'estimation de la croissance pour 2025 est actuellement de 1,5% au lieu des 1,4% projetés précédemment.

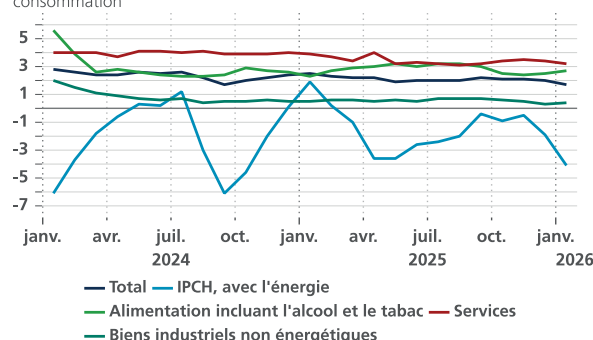
L'inflation tombe sous la barre des 2% dans la zone euro

Selon l'estimation rapide, l'inflation dans la zone euro est passée de 2,0% en décembre à 1,7% en janvier. Malgré la forte hausse des prix du pétrole brut et du gaz naturel en janvier, la forte baisse de l'inflation des prix de l'énergie (de -1,9% en décembre 2025 à -4,1% en janvier) a été la principale cause du ralentissement de l'inflation (voir figure 4). La baisse de l'inflation des prix de l'énergie est due à la hausse des prix de l'énergie en janvier 2025, qui sert de base de comparaison pour l'inflation en janvier 2026. Cet effet de base illustre comment la volatilité des prix de l'énergie continue de brouiller l'image des tendances sous-jacentes de l'inflation.

Cette tendance est mieux reflétée par l'évolution de l'inflation de base, qui exclut les prix de l'énergie et des

Figure 4 - Inflation dans la zone euro

pourcentage de variation annuelle de l'indice harmonisé des prix à la consommation



Source: KBC Economics d'après Eurostat

denrées alimentaires (les prix des denrées alimentaires ont légèrement augmenté pour atteindre 2,7% en janvier). L'inflation de base s'est encore ralentie, passant de 2,4% en novembre et 2,3% en décembre à 2,2% en janvier. Pour la première fois depuis plusieurs mois, cette évolution est due à la baisse de l'inflation des services (dont le poids dans l'indice total harmonisé des prix à la consommation est passé de 45,9% à 46,7% dans la mise à jour annuelle). L'inflation des services a baissé de 0,2 point de pourcentage pour atteindre 3,2%, tandis que l'inflation des biens (hors produits énergétiques) a légèrement augmenté pour atteindre 0,4%.

La baisse de l'inflation des services est rassurante. On s'attendait à ce que le refroidissement de l'inflation des services soit plus lent que celui de l'inflation des biens, mais en 2025, il a progressé encore plus lentement que prévu. Elle confirme l'attente d'une nouvelle amélioration

dans les mois à venir. Cela permettra à l'inflation de base de se rapprocher encore davantage des 2%. L'inflation totale pourrait rester inférieure à 2% au cours des prochains mois, bien que les récentes fluctuations des prix sur les marchés de l'énergie rendent l'évolution des prix à la consommation encore plus incertaine qu'à l'accoutumée.

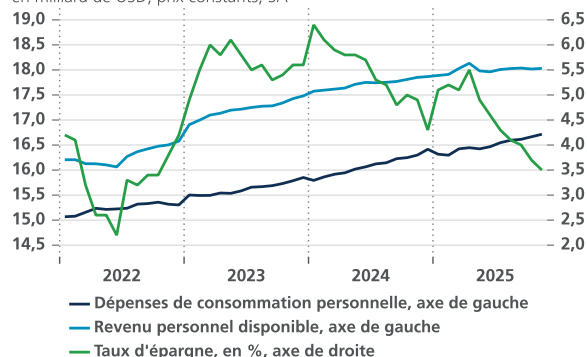
Les prix à la consommation de l'énergie devraient rester inférieurs à ceux d'il y a un an au cours des prochains mois, mais dans une moindre mesure que ce qui avait été prévu au début de l'année. L'inflation des prix de l'énergie contribuera donc moins négativement à l'inflation globale que ce qui était prévu jusqu'à récemment. Nous avons donc légèrement relevé notre prévision pour le taux d'inflation moyen en 2026, de 1,7% à 1,8%. Pour 2027, nous maintenons notre prévision d'une inflation moyenne de 1,9% dans la zone euro.

Les consommateurs stimulent la croissance américaine

La croissance économique américaine reste très résistante. En plus de la très forte croissance de 1,1% en glissement trimestriel au troisième trimestre, nous prévoyons maintenant une croissance de 0,7% en glissement trimestriel au quatrième trimestre. Cette croissance sera principalement alimentée par les dépenses de consommation. Malgré la longue fermeture du gouvernement au quatrième trimestre, les dépenses de consommation réelles ont augmenté de 0,3% en

Figure 5 - Revenu et consommation aux États-Unis

en milliard de USD, prix constants, SA



Source: KBC Economics d'après BEA

octobre et en novembre. Il est important de noter que la confiance des consommateurs reste faible et que les ventes au détail sont restées stables en décembre. En outre, l'augmentation plus lente du revenu disponible réel a poussé le taux d'épargne à des niveaux insoutenables (voir figure 5).

Les investissements non résidentiels devraient également apporter une contribution décente au quatrième trimestre et au-delà, les commandes de biens durables ayant augmenté de 5,3% en octobre. Cette évolution est en partie due aux investissements en cours dans les centres de données. Les livraisons et les nouvelles commandes d'ordinateurs (et d'équipements connexes) et d'équipements de communication augmentent à un rythme très rapide. La contribution des exportations nettes sera toutefois un peu moins importante que ce que nous avons anticipé le mois dernier. Le déficit commercial a connu un rebond très important en novembre, car les exportations ont diminué et les importations ont augmenté. Une partie de l'augmentation des importations peut à nouveau être expliquée par le boom des investissements dans l'intelligence artificielle, car les importations d'ordinateurs et de semi-conducteurs ont fortement augmenté.

Le marché du travail a également fait preuve de résilience ces derniers temps. Le nombre d'emplois non agricoles a augmenté de 130 000 en janvier, malgré une baisse de 42 000 emplois dans le secteur public. Le nombre moyen d'heures travaillées par semaine a augmenté. Le taux de participation a également augmenté, tandis que le taux de chômage est passé de 4,4% à 4,3%. Outre la diminution du nombre de chômeurs, le nombre de personnes

travaillant à temps partiel pour des raisons économiques a également baissé. Seule ombre au tableau, les offres d'emploi ont sensiblement diminué en décembre.

Pour cette année, nous prévoyons toujours un ralentissement de la croissance à mesure que les effets de la guerre commerciale et du choc migratoire se feront sentir. Compte tenu du faible taux d'épargne et de la confiance des consommateurs, nous prévoyons un ralentissement des dépenses de consommation. Néanmoins, le maintien de dépenses d'investissement non résidentiel élevées, ainsi qu'une politique fiscale plus souple, devraient maintenir la croissance trimestrielle à un niveau proche du potentiel. Compte tenu de notre révision à la hausse de la croissance au quatrième trimestre 2025, les effets de surabondance conduisent à une révision à la hausse de notre prévision moyenne du PIB réel pour 2026, qui passe de 2,3% à 2,4%. Nous maintenons notre prévision de 1,9% pour 2027.

L'inflation aux États-Unis a dépassé son point culminant. Les prévisions d'inflation des consommateurs ont considérablement diminué au cours du mois dernier, tant pour l'année à venir que pour les cinq années suivantes. Les pressions salariales diminuent également, ce qui laisse présager un ralentissement de l'inflation dans le secteur des services. Toutefois, la hausse des prix de l'énergie pourrait exercer une certaine pression inflationniste. Néanmoins, nous maintenons nos prévisions de 2,6% pour 2026 et de 2,4% pour 2027.

La croissance chinoise devrait passer sous la barre des 5%

Les perspectives pour l'économie chinoise restent inchangées par rapport au mois dernier. La pratique de l'office statistique chinois consistant à publier des données combinées pour les mois de janvier et février nous prive actuellement de données fraîches. Toutefois, les données de décembre continuent à indiquer une économie à deux vitesses, la production industrielle restant forte (+0,49% en glissement mensuel), soutenue par la demande extérieure, tandis que les ventes au détail restent atones (-0,12% en glissement mensuel) en raison de la faiblesse de la demande intérieure. Les enquêtes sur le climat des affaires sont l'une des rares sources de données disponibles pour le mois de janvier. Toutefois, les indices PMI officiels (Bureau national des statistiques de Chine) et les indices PMI de S&P brossent un tableau divergent du mois dernier, les indices PMI

manufacturiers et non manufacturiers du Bureau national des statistiques étant tous deux inférieurs à 50 (signe de contraction), tandis que les indices PMI manufacturiers et des services de S&P sont tous deux en hausse (à 50,3 et 52,3, respectivement).

En l'absence de données directionnelles claires, les objectifs de croissance des gouvernements locaux fixés pour 2026 constituent un signal important. Comme de nombreux gouvernements locaux auraient réduit ces objectifs par rapport à 2025, cela pourrait indiquer que le gouvernement central annoncera également un objectif de croissance plus faible, probablement de l'ordre de 4,5 à 5%. Ce chiffre est conforme à nos prévisions de croissance moyenne du PIB de 4,6% pour 2026. Nous prévoyons ensuite un ralentissement de la croissance à 4,2% en 2027.

L'inflation chinoise, quant à elle, reste faible. En raison de la baisse des prix des denrées alimentaires et de l'énergie, l'inflation globale de l'IPC a chuté de 0,8% à 0,2% en glissement annuel en janvier. Cette baisse devrait être temporaire, car le décalage de la date du Nouvel An lunaire entraîne des distorsions temporaires. D'un mois sur l'autre, l'inflation globale est restée stable à 0,2% en janvier. L'inflation des prix à la production reste en territoire déflationniste, mais ne s'est contractée que de 1,4% en glissement annuel, contre une baisse plus marquée de 1,9% en décembre. Nous prévoyons une inflation globale moyenne de 0,8% en 2026 et de 1,1% en 2027.

La BCE et la Fed maintiennent leurs taux d'intérêt inchangés

La BCE considère depuis un certain temps que son taux de politique monétaire est en "bonne position" pour répondre de manière adéquate aux futurs chocs économiques. Lors de sa réunion de février, elle a donc maintenu son taux directeur inchangé à 2%. La baisse de l'inflation globale à 1,7% en janvier était conforme aux attentes. L'inflation dans la zone euro sera probablement inférieure à l'objectif de 2% de la BCE au cours de l'année 2026, principalement en raison des variations des prix de l'énergie d'une année sur l'autre. Toutefois, il s'agira normalement d'un phénomène temporaire. La BCE a précisé qu'elle surveillait de près le taux de change de l'euro, car une appréciation trop rapide et trop forte de l'euro pourrait avoir un impact désinflationniste sur la zone euro. Toutefois, selon la BCE, ce n'est pas encore le cas. En outre, la BCE a également évoqué l'effet désinflationniste

de l'augmentation des importations bon marché en provenance de Chine (détournement des échanges), en raison des tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine. Toutefois, cet effet désinflationniste n'est pas encore de nature à inciter la BCE à réduire davantage son taux directeur.

Ainsi, si aucun changement n'est intervenu en ce qui concerne la politique monétaire proprement dite, la présidente de la BCE, Mme Lagarde, a appelé à la poursuite de l'intégration européenne afin de renforcer la compétitivité économique-financière de l'Europe. Elle a notamment plaidé pour l'émission à plus grande échelle d'obligations européennes communes, par exemple pour les dépenses de défense, afin de promouvoir également le rôle international de l'euro.

La Fed a également maintenu son taux directeur inchangé en janvier. Elle considère elle aussi que son taux directeur est actuellement "bien positionné". Selon le président de la Fed, M. Powell, le risque d'inflation à la hausse et le risque à la baisse pour le marché du travail américain (les deux volets de son mandat de politique monétaire) ont tous deux diminué. Par conséquent, la Fed adopte une position attentiste et dépendante des données. Néanmoins, le niveau actuel du taux des fonds fédéraux, actuellement de 3,625%, est toujours supérieur au taux à long terme de 3% indiqué par le FOMC dans ses derniers "dot plots" de décembre. Par conséquent, nous continuons de nous attendre à ce que la Fed réduise encore son taux directeur à un niveau "neutre" de 3,125%. Compte tenu du cadre de risque un peu plus favorable pour la Fed, nous nous attendons à ce que cela se produise à un rythme un peu plus lent. Cela permet à la Fed d'attendre de nouvelles données macro-financières. Dans l'ensemble, nous prévoyons deux nouvelles baisses de taux de 25 points de base chacune, étalées sur le troisième et quatrième trimestre de 2026.

Un facteur crucial dans ce scénario est de savoir si la Fed ajuste ou non sa prévision médiane de taux neutre dans ses dot plots de mars et/ou juin. Nous nous attendons à ce que ce ne soit pas le cas. Nous ne supposons pas non plus que la nomination de Kevin Warsh pour succéder à Powell entraînera un changement fondamental de la politique de la Fed. Après tout, Warsh est un économiste réputé, qui ne dispose que d'une seule voix au sein du FOMC chargé de fixer les taux de la Fed. Cela devrait garantir que la politique monétaire américaine continuera d'être déterminée principalement en fonction

des données économiques et financières.

Les rendements obligataires restent orientés à la hausse

Les rendements des obligations américaines et allemandes à 10 ans ont légèrement augmenté le mois dernier. Cela reflète en partie la position un peu plus attentiste de la Fed dans son cycle d'assouplissement, mais aussi la poursuite de la normalisation à la hausse de la prime de terme allemande. En effet, avec un certain retard, les mesures de relance budgétaire allemandes et les investissements dans les infrastructures et la défense qui y sont associés gagnent du terrain. Un troisième facteur a été la hausse des rendements des obligations japonaises, qui ont augmenté avant les élections législatives anticipées du 8 février. En effet, le futur vainqueur des élections, la Première ministre Takaichi du Parti libéral-démocrate, avait fait des promesses électorales d'une grande portée sur le plan fiscal. Sur les marchés obligataires mondiaux intégrés, cela a également eu un impact à la hausse sur les rendements américains et allemands.

Pour les États-Unis, nous prévoyons que les rendements à 10 ans continueront d'augmenter progressivement pour atteindre environ 4,50% d'ici la fin de l'année 2026. Ce niveau est proche de ce que nous considérons comme une "juste valeur". Pour l'instant, nous ne supposons pas que les marchés obligataires intègrent une prime de risque géopolitique spécifique aux États-Unis sur les obligations américaines. Suite au récent rattrapage plus rapide que prévu des rendements allemands à 10 ans, nous supposons que le potentiel de hausse reste limité en 2026 et que les rendements se stabiliseront autour de 3% à partir du second semestre de l'année.

Dans ce contexte, nous continuons à tabler sur une dépréciation modérée du dollar par rapport à l'euro, principalement pour des raisons fondamentales de surévaluation. Toutefois, le taux de change du dollar reste volatil en raison de l'évolution de l'environnement géopolitique.

Les écarts intra-UE se réduisent encore légèrement

Les écarts de rendement des obligations souveraines de l'UEM par rapport à l'Allemagne continuent de se réduire légèrement. Ceci est principalement dû à l'augmentation

du rendement de référence allemand. En outre, les marchés financiers peuvent également compter sur un renflouement (implicite) par les autorités monétaires et fiscales européennes en cas de problème d'endettement dans un État membre spécifique. Dans le cas de la BCE, il existe explicitement le mécanisme de protection de la transmission. Il n'existe pas de procédure automatique d'assistance par les autorités fiscales européennes, mais les marchés comptent probablement à juste titre sur le fait que l'Europe ne peut pas se permettre une nouvelle crise de la dette dans le contexte géopolitique actuel.

Par conséquent, nous supposons dans notre scénario que le potentiel de baisse des spreads est limité, mais que le faible niveau actuel est durable. Toutefois, cela ne signifie pas qu'il ne peut y avoir de flambées temporaires, par exemple en raison d'événements politiques. Cela a été temporairement le cas après le premier tour de l'élection présidentielle portugaise, et cela pourrait également se produire à l'approche de l'élection présidentielle française, prévue pour avril 2027.

Belgique

L'estimation rapide de la croissance belge au dernier trimestre 2025 est ressortie à 0,2% en glissement trimestriel. Ce chiffre est légèrement inférieur à ce que nous attendions et signale une légère décélération par rapport à la croissance de 0,3% enregistrée en moyenne au cours des trois trimestres précédents. La croissance du quatrième trimestre a été inférieure à celle de la zone euro (+0,3%) et a été tirée par l'activité dans les services (+0,3%) et la construction (+0,4%), tandis que l'industrie a enregistré une croissance négative (-0,6%) (voir figure BE1). Pour l'ensemble de l'année 2025, la croissance du PIB en volume a ralenti à 1,0%, contre 1,1% en 2024. La ventilation des composantes du quatrième trimestre n'a pas encore été publiée, mais les détails des trois premiers trimestres indiquent déjà que la croissance de 2025 a été soutenue par la demande intérieure finale (la consommation privée en particulier) et les variations de stocks, tandis que les exportations nettes ont été un frein. Après avoir connu trois années consécutives de croissance plus forte, la Belgique n'a plus fait mieux que la zone euro en 2025, où la croissance annuelle s'est élevée à 1,5%. Dans une perspective à plus long terme, l'activité économique en Belgique au 4^e trimestre 2025 était supérieure de 8,5% à son niveau d'avant la pandémie (4^e trimestre 2019), contre 7,3% dans la zone euro.

Croissance économique régionale

2025 a été une nouvelle année difficile pour l'industrie belge. Après s'être contractée de 1,0% en 2024, la valeur ajoutée du secteur n'a progressé que de 0,2% en termes

réels en 2025, tandis que celle de la construction et des services a augmenté respectivement de 3,8% et de 0,9%. Les chiffres de la croissance régionale sont publiés avec un certain retard par rapport aux chiffres du PIB national, ce qui signifie que l'on ne sait pas pour l'instant dans quelle mesure l'activité économique a progressé différemment dans les trois régions belges en 2025. La Flandre ayant un secteur manufacturier relativement plus important et une économie plus ouverte que la Wallonie et Bruxelles, la région a probablement été plus affectée par la morosité de l'industrie et l'environnement extérieur toujours tendu.

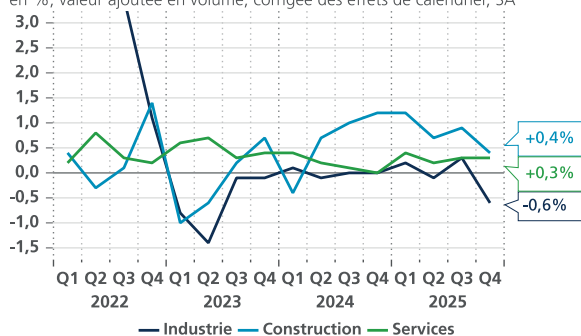
En 2024, année pour laquelle l'Institut des comptes nationaux (ICN) a récemment publié des données sur la croissance régionale, la croissance de la Flandre était déjà fortement affectée par la faiblesse de l'industrie. Cette année-là, la Flandre n'a enregistré qu'une croissance économique générale de 0,7%, contre 1,2% et 1,4% en Wallonie et à Bruxelles, respectivement. Un an plus tôt, en 2023, la croissance dans trois régions était de 1,9% (Flandre), 1,8% (Wallonie) et 1,4% (Bruxelles). C'est donc en 2024 que la Flandre a connu le ralentissement le plus prononcé. Dans une perspective plus longue, la croissance en Flandre depuis 2008 reste néanmoins supérieure à celle des deux autres régions (voir figure BE2).

Scénario inchangé

La hausse de la confiance des entreprises et des consommateurs en janvier a compensé la forte baisse enregistrée au cours du dernier mois de 2025. Le climat s'est redressé dans tous les secteurs étudiés, à l'exception

Figure BE1 - Croissance trimestrielle dans les trois principaux secteurs

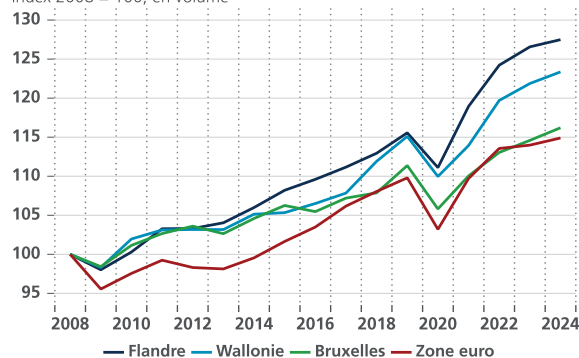
en %, valeur ajoutée en volume, corrigée des effets de calendrier, SA



Source: KBC Economics d'après NBB

Figure BE2 - Evolution du produit régional

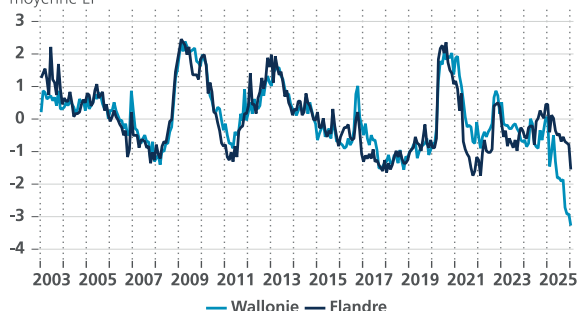
index 2008 = 100, en volume



Source: KBC Economics d'après

Figure BE3 - Prévisions de chômage pour les 12 prochains mois

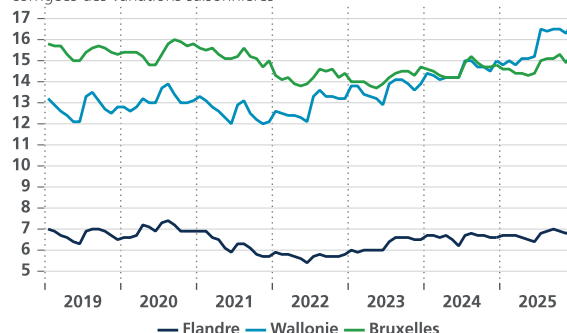
sous-composante confiance des consommateurs, écart type par rapport à la moyenne LT



Source: KBC Economics d'après NBB

Figure BE4 - Taux de chômage régional

en % de la population active, sur la base de données administratives, non corrigées des variations saisonnières



Source: KBC Economics d'après

des services aux entreprises. Dans l'industrie, le rebond est dû à une évaluation plus optimiste des carnets de commandes (totales et à l'exportation). L'utilisation des capacités dans ce secteur a toutefois légèrement diminué. Dans l'enquête auprès des consommateurs, les attentes en matière de chômage ont encore baissé, l'indicateur atteignant un niveau historiquement bas en Wallonie (voir figure BE3). Les personnes interrogées, en particulier en Wallonie, pensent que le chômage diminuera à la suite de la décision politique de limiter la durée des allocations de chômage. Cela contraste avec l'évolution récente des taux de chômage régionaux (basés sur des données administratives). Alors qu'une hausse du taux au second semestre 2025 a été observée dans les trois régions, elle a été plus prononcée en Wallonie (voir figure BE4). Le taux de chômage de la Belgique (basé sur la définition harmonisée d'Eurostat) a également augmenté au second semestre 2025, passant de 6,0% en juillet à 6,4% en décembre. Sur l'ensemble de l'année 2025, le taux harmonisé s'est élevé en moyenne à 6,2%, contre une moyenne de 5,7% en 2024.

Comme en janvier, nous avons décidé de maintenir inchangées les perspectives de croissance du PIB réel belge à 1,1% et 1,3% pour 2026 et 2027, respectivement. Les prévisions pour toutes les autres variables macroéconomiques, y compris l'inflation, sont également restées inchangées. L'inflation belge IPCH pour janvier s'est établie à 1,4% en glissement annuel, en baisse par rapport à 2,2% en décembre. Ce recul est dû à une forte baisse de l'inflation énergétique, de -4,4% à -9,0%, tandis que l'inflation de base (hors énergie et alimentation) a légèrement augmenté, de 3,0% à 3,1%. Au sein de cette dernière catégorie, l'inflation des services a baissé, tandis

que l'inflation des biens industriels non énergétiques a augmenté. L'inflation de base des biens en janvier 2026 a été forte, en raison d'effets de base, car la baisse des prix d'un mois sur l'autre (traditionnellement causée par les soldes d'hiver) a été exceptionnellement forte en janvier 2025. Dans notre scénario, nous continuons à prévoir que l'inflation belge basée sur l'IPCH sera en moyenne de 1,9% et de 2,0% cette année et l'année prochaine, respectivement.

Europe centrale et orientale

Bulgarie : intégration dans la zone euro et cadre budgétaire 2026

La Bulgarie a récemment publié sa première estimation de l'inflation en tant que membre de la zone euro, donnant ainsi un premier aperçu de la dynamique des prix après l'adoption de la monnaie. Contrairement aux craintes historiques selon lesquelles l'introduction de l'euro entraînerait une forte hausse du coût de la vie, les données indiquent une tendance à la modération. L'inflation de l'IPC en janvier était de 3,6% en glissement annuel, contre 5,0% en décembre. L'inflation basée sur l'IPCH a chuté encore plus fortement à 2,3% d'une année sur l'autre en janvier, contre 3,5% en décembre.

Le taux d'inflation d'un mois sur l'autre s'est établi à 0,7%, sous l'effet de sous-secteurs spécifiques plutôt que d'une revalorisation générale liée à la monnaie. Les groupes ayant enregistré les plus fortes hausses mensuelles comprennent les "Soins personnels, protection sociale et biens et services divers", les "Assurances et services financiers" et les "Services de restauration et d'hôtellerie".

Parallèlement à l'adoption de l'euro, le Parlement bulgare a proposé un cadre budgétaire rigoureux pour 2026 qui tente d'équilibrer les dépenses sociales ambitieuses avec les limites fiscales exigées d'un membre de la zone euro. Le projet de loi sur le budget de l'État pour 2026, adopté en première lecture fin janvier, prévoit un déficit budgétaire de 3,0% du PIB et une croissance économique modérée allant jusqu'à 2,7%. Les dépenses publiques totales devraient s'élever à 46% du PIB, ce qui représenterait une augmentation de 12% par rapport à 2025.

L'importance de l'adoption de l'euro par la Bulgarie va au-delà des aspects techniques immédiats du change. Étant donné que la politique de taux d'intérêt de la Bulgarie est désormais directement déterminée par le conseil des gouverneurs de la BCE et que le "petit risque de change" qui persistait même dans le cadre de l'ancien système de caisse d'émission a été éliminé, il faut s'attendre à des primes de risque souverain moins élevées.

République tchèque : résistance économique et patience monétaire

La croissance du PIB réel tchèque devrait atteindre

2,5% en 2025. Nous prévoyons un léger ralentissement pour les deux années suivantes, à 2,3% cette année et 2,2% en 2027. La croissance, jusqu'à présent presque exclusivement tirée par la demande intérieure, devrait en outre être soutenue par l'investissement en capital fixe, qui augmentera de 3% en glissement annuel au moins en 2026 et 2027. La bonne tenue des dépenses de consommation a été alimentée par une croissance continue des salaires réels et une réduction progressive du taux d'épargne élevé des ménages.

La BNC a décidé de maintenir le taux des prises en pension à deux semaines inchangé à 3,50% en février. Cette sixième pause consécutive dans le cycle d'assouplissement reflète la crainte du Conseil qu'une réduction rapide des taux d'intérêt, combinée à une politique budgétaire modérément expansionniste, n'alimente l'inflation des prix des services et de l'immobilier.

Le taux d'inflation national moyen de l'IPC a atteint 2,5% en 2025. La CNB estime que le taux actuel de 3,5% n'est que légèrement supérieur au niveau neutre. Tant la nouvelle prévision de la CNB que les commentaires du gouverneur considèrent clairement la baisse de l'inflation de cette année (+1,6% en glissement annuel en janvier) comme un phénomène ponctuel dû principalement à une énergie moins chère. L'évolution des taux dépendra de l'évolution de la dynamique des salaires et de l'inflation dans les services – les derniers chiffres indiquent toujours une dynamique accrue dans ces deux domaines.

Hongrie : croissance ciblée grâce à l'expansion budgétaire et à la prudence en matière de taux d'intérêt élevés

Après une année 2025 stagnante, où la croissance du PIB est estimée à seulement 0,3%, le gouvernement hongrois a prévu un rebond à 4,1% pour 2026. Toutefois, les données de la fin de l'année 2025 et du début de l'année 2026 présentent un tableau complexe, sur la base duquel nous prévoyons que la croissance annuelle du PIB réel n'atteindra que 1,9% cette année et 3,0% en 2027.

Les données du commerce extérieur publiées en janvier ont montré que l'excédent commercial de la Hongrie s'est contracté de 8% en 2025 par rapport à l'année précédente. Cette diminution est due à une croissance des importations (6,5%) légèrement supérieure à celle des exportations (6,0%), une tendance qui reflète la reprise

de la consommation intérieure dans un environnement industriel européen morose.

Le climat économique s'est dégradé en janvier 2026, tombant à 95,1 contre 100,0 en décembre, avec des baisses particulièrement marquées dans les secteurs de l'industrie et des services.

Le taux d'inflation de l'IPC a ralenti à 3,3% en décembre 2025, ce qui correspond aux attentes, mais l'inflation de base est restée à 3,8%, proche des valeurs de l'été dernier. L'inflation dans le secteur des services, en particulier, a augmenté pour atteindre 6,8%, ce qui suggère que le processus de désinflation se heurte à des résistances. Nous prévoyons que l'inflation moyenne harmonisée de l'IPC sera de 3,3% cette année et de 3,5% en 2027, soit moins que les 4,4% annoncés pour 2025.

La banque centrale hongroise a décidé de maintenir le taux de base à 6,50% lors de sa réunion de janvier. Le commentaire de la MNB a eu un ton "hawkish". La banque centrale a noté que si l'inflation globale est brièvement tombée dans la fourchette de tolérance, les indicateurs d'inflation sous-jacente se sont accélérés. La MNB reste prudente face à l'augmentation du salaire minimum et à d'autres mesures gouvernementales d'augmentation des revenus, qui pourraient maintenir une inflation élevée dans les services. Nous prévoyons que la banque centrale réduira son taux de base de 50 points de base au total au cours de l'année 2026, à partir du troisième trimestre. Le forint s'est renforcé après la réunion de la MNB, testant le niveau de 380 contre l'euro, ce que la MNB considère comme utile pour ancrer les attentes en matière d'inflation.

Le budget 2026 de la Hongrie, décrit par le gouvernement comme "le plus grand programme de réduction d'impôts d'Europe", donne la priorité aux familles et aux retraités. Nous prévoyons que les mesures budgétaires entraîneront une augmentation du déficit public à 5,3% du PIB en 2026, contre 5,0% en 2025 et 2024. Le Conseil fiscal hongrois considère également que des "risques importants" pèsent sur l'objectif de déficit en raison des incertitudes entourant la disponibilité des fonds de l'UE et d'une croissance économique potentiellement plus faible que prévu.

Slovaquie : entre consolidation fiscale et ralentissement industriel

La Slovaquie est actuellement confrontée aux défis

macroéconomiques les plus importants de la région, alors qu'elle tente de mettre en œuvre un programme d'assainissement budgétaire massif et que son secteur industriel, en particulier la construction automobile, lutte contre les vents contraires du commerce mondial.

Les dernières données disponibles révèlent une baisse de 4,5% en glissement annuel de la production industrielle en novembre 2025, après une baisse de 3,8% en octobre. La neuvième contraction de l'année 2025 est due à une chute de 18,8% de la production d'électricité et de gaz et à une baisse de 6,7% du matériel de transport. Le ralentissement du secteur automobile – le moteur de l'économie slovaque – est attribué à une base de comparaison élevée et aux premiers effets des droits de douane américains, qui ont entraîné une diminution des commandes à l'exportation.

Malgré le marasme industriel, l'excédent de la balance commerciale a augmenté de 2,7% d'un mois sur l'autre en novembre. Cela s'explique en partie par une expansion des capacités dans certains segments de l'industrie automobile plus tôt dans l'année, bien que les perspectives pour le second semestre 2026 restent pessimistes en raison de la persistance des tensions commerciales mondiales.

Fin janvier, la mission du FMI a prévu que la croissance du PIB en Slovaquie se maintiendrait à un peu moins de 1,0% en 2026 (ce qui est conforme à nos prévisions). Le Fonds a également évalué le programme d'assainissement du gouvernement pour 2026 comme étant "globalement approprié", mais a averti qu'il était motivé par des "compromis politiques de dernière minute". Nos prévisions concernant le déficit budgétaire du gouvernement sont restées inchangées : -5,0% du PIB cette année et -5,5% en 2027.

En ce qui concerne l'inflation moyenne harmonisée de l'IPC, nous avons légèrement ajusté nos prévisions en réduisant les prévisions pour 2026 (de 4,2% à 3,9%) et en augmentant légèrement les chiffres pour l'année prochaine en raison de la suppression des subventions aux prix de l'énergie et de l'augmentation de la TVA.

Le marché du travail en Slovaquie devrait rester stable avec un taux de chômage harmonisé de fin d'année oscillant entre 5,5% et 5,9% jusqu'à la fin de 2028. La croissance des salaires réels devrait toutefois être négative en 2026, ce qui pèsera sur la consommation privée.

Encadré 1 – De nouvelles opportunités pour les PECO, mais beaucoup de travail reste à faire dans le cadre de l'accord UE-Inde

Le 27 janvier 2026, l'UE et l'Inde ont annoncé leur accord de libre-échange à New Delhi, créant ainsi l'une des plus grandes zones de libre-échange au monde, couvrant près de deux milliards de consommateurs et environ 20% du PIB mondial. L'accord prévoit une libéralisation tarifaire étendue : l'UE supprimera les droits de douane sur plus de 90% des lignes tarifaires (91% de la valeur des échanges) et l'Inde sur 86% (93% des échanges). Si l'on tient compte de la libéralisation partielle, la couverture passe à 99,3% pour l'UE et à 96,6% pour l'Inde.

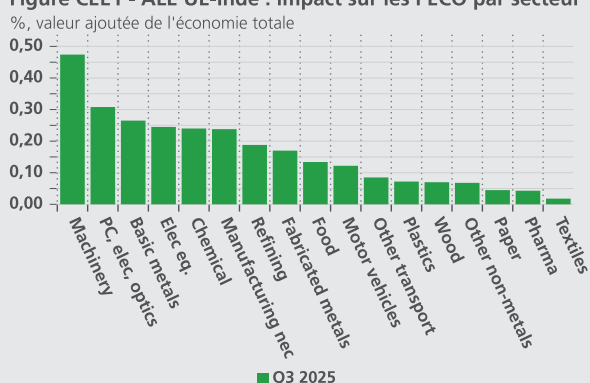
Les principales concessions de l'Inde concernent les biens industriels, sur lesquels les droits de douane s'élèvent actuellement à plus de 16% en moyenne. Les droits sur les produits chimiques (jusqu'à 22%) seront en grande partie supprimés immédiatement ; les cosmétiques seront libéralisés sur une période de 5 à 7 ans ; les plastiques seront partiellement libéralisés à l'entrée en vigueur et totalement dans un délai de sept ans ; et les pièces détachées automobiles sur une période de 5 à 10 ans. La plupart des droits de douane sur les textiles, les vêtements, les céramiques et les bateaux seront éliminés immédiatement, tandis que les machines seront libéralisées en deux étapes sur une période pouvant aller jusqu'à dix ans.

Dans le secteur agroalimentaire, la libéralisation est plus sélective. Les droits de douane sur l'huile d'olive (jusqu'à 45%) seront supprimés immédiatement ou après cinq ans. Les droits de douane sur la bière non alcoolisée et certains jus de fruits (jusqu'à 55%) seront supprimés au bout de cinq ans. Les produits alimentaires transformés soumis à des droits de douane de 33%, tels que les confiseries, les pâtes, le chocolat et les aliments pour animaux de compagnie, verront ces droits supprimés soit immédiatement, soit progressivement. Les droits de douane sur la viande ovine (33%) seront progressivement supprimés. Les droits de douane élevés sur les boissons alcoolisées (parfois 150%) seront ramenés à 30% pour les vins, 40% pour les spiritueux et 50% pour les bières. Les exportations de fruits de l'UE bénéficieront d'un meilleur accès grâce aux contingents tarifaires.

Nous modélisons les effets directs et indirects des mesures annoncées sur l'activité économique par le biais des réductions tarifaires. La mise en œuvre progressive est prise en compte et nous émettons des hypothèses sur la réaction de la demande aux baisses de prix qui en résulteront. Le modèle inclut des effets multiplicateurs à travers les chaînes de production internationales en utilisant des tableaux d'entrées-sorties, et il ajoute un multiplicateur de revenu.

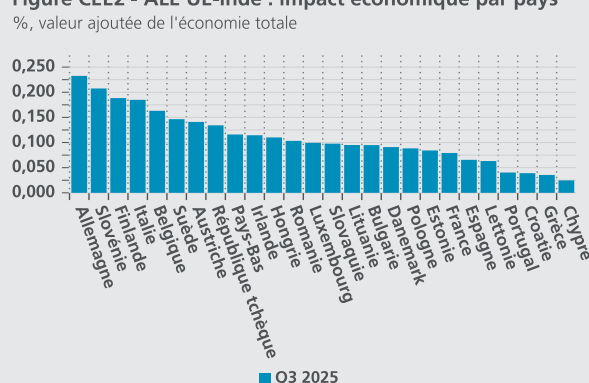
La figure CEE1 illustre l'effet des réductions tarifaires sur des secteurs spécifiques des pays d'Europe centrale et orientale,

Figure CEE1 - ALE UE-Inde : impact sur les PECO par secteur



Source: KBC Economics d'après Eurostat

Figure CEE2 - ALE UE-Inde : impact économique par pays



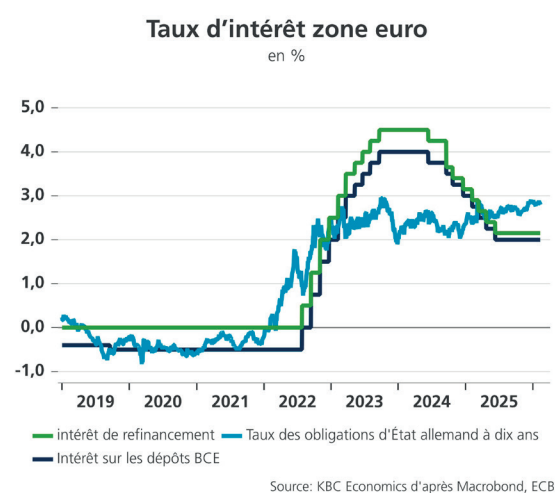
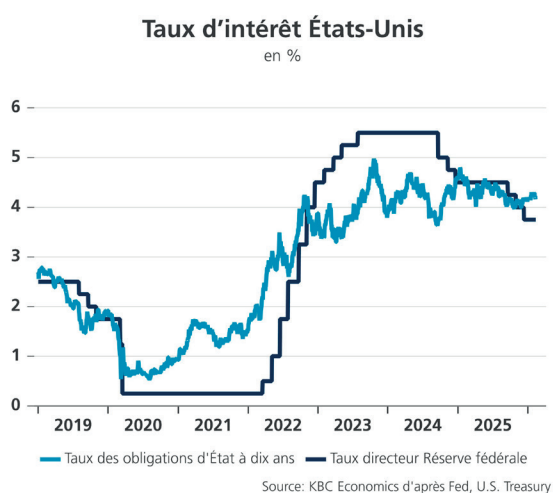
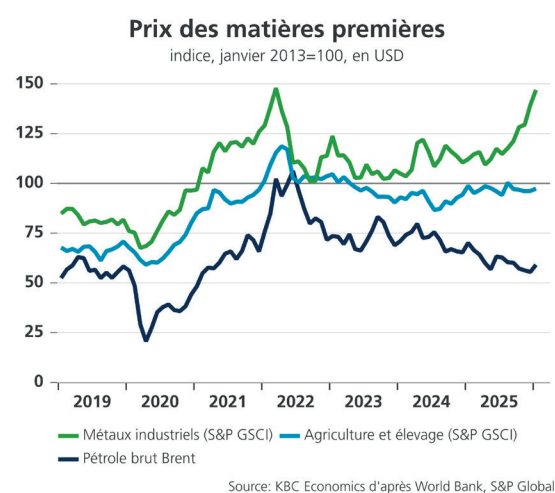
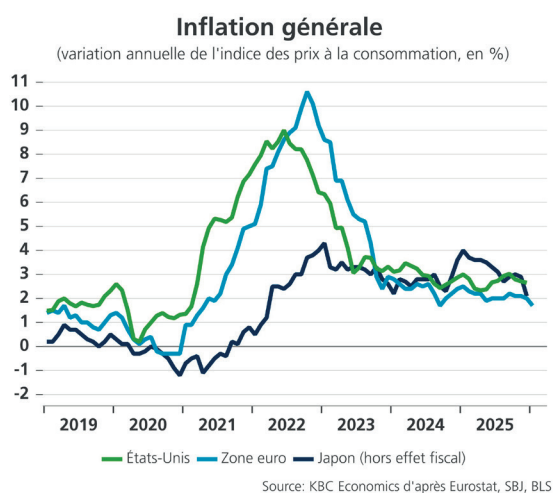
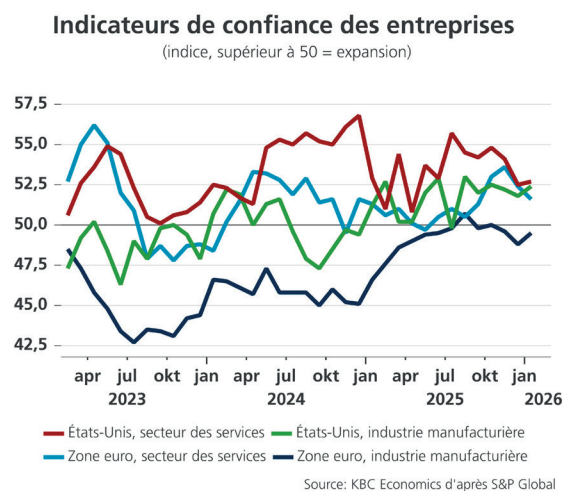
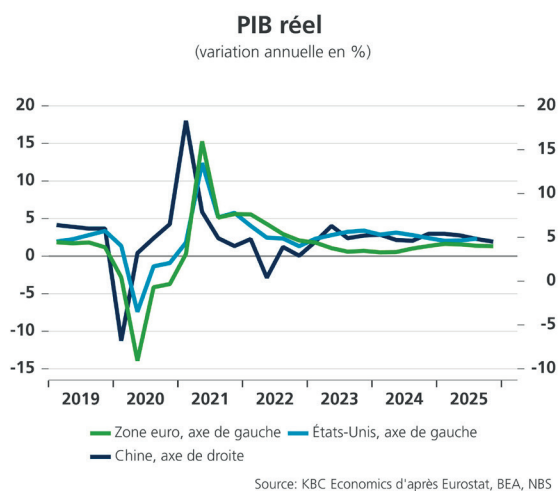
Source: KBC Economics d'après Eurostat, Bank of Greece

mesuré en pourcentage d'augmentation de la valeur ajoutée. C'est le secteur des machines qui gagnerait le plus, de plus de 0,4%. Cela n'est pas surprenant, car les machines et l'équipement électrique constituent le plus grand secteur d'exportation vers l'Inde. D'autres secteurs des PECO en bénéficieraient également, notamment l'électronique, les métaux de base, les plastiques et les produits chimiques. Les véhicules à moteur ne bénéficieraient pas autant de l'accord, même si la réduction tarifaire dans ce secteur est la plus importante, passant de 110% à 10% grâce à des réductions progressives. Il faut tenir compte du fait qu'il est très difficile de pénétrer le marché automobile indien, où plus de 90% des parts de marché sont détenues par des fabricants asiatiques.

La figure CEE2 montre les gains économiques de l'accord de libre-échange dans les différents pays de l'UE. Pour les économies des PECO, à savoir la République tchèque, la Pologne, la Slovaquie, la Hongrie, la Roumanie et la Bulgarie, les recettes de l'accord sont relativement modérées en termes de valeur ajoutée. La République tchèque et la Hongrie se situent dans la partie supérieure de la distribution, ce qui reflète leur exposition relativement importante à l'Inde par le biais des machines, des composants automobiles, des équipements électriques et des produits industriels intermédiaires – des secteurs dans lesquels les droits de douane indiens sont réduits progressivement mais de manière significative. La République tchèque bénéficie également de liens commerciaux étroits avec l'Allemagne. Les gains plus faibles pour la Slovaquie, la Bulgarie et la Pologne peuvent refléter leurs parts d'exportation relativement faibles par rapport aux autres pays de l'UE.

Sur la base des structures commerciales existantes, les gains semblent assez limités. Le marché indien est fragmenté et difficile à pénétrer, et les PECO ont moins de liens commerciaux établis avec l'Inde que d'autres économies européennes. L'Inde offre également un meilleur accès à une main-d'œuvre bon marché, ce qui pourrait réduire en partie l'avantage concurrentiel de la région des PECO au sein de l'Europe. Il sera donc essentiel pour les PECO d'investir dans la modernisation, l'éducation et les technologies avancées. Néanmoins, il existe des possibilités de production à plus forte valeur ajoutée, notamment dans le domaine de l'ingénierie mécanique, des composants automobiles et de l'industrie de la défense. L'intention de collaborer plus étroitement était déjà évidente. Avant même cet accord, de nombreux PECO avaient déjà signé des partenariats stratégiques avec l'Inde.

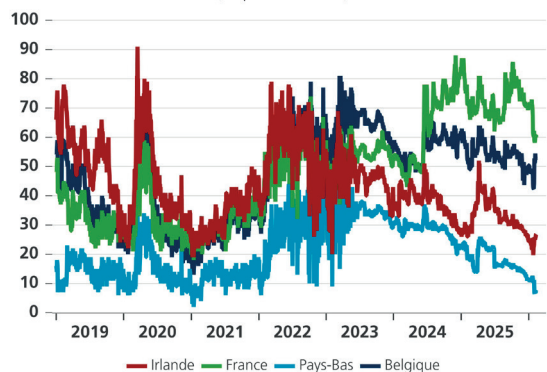
Figures



Figures

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

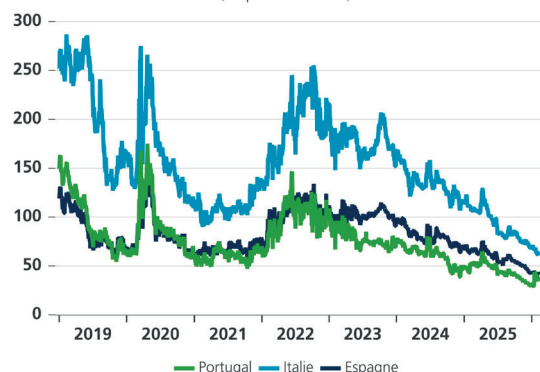
(en points de base)



Source: KBC Economics d'après Macrobond

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

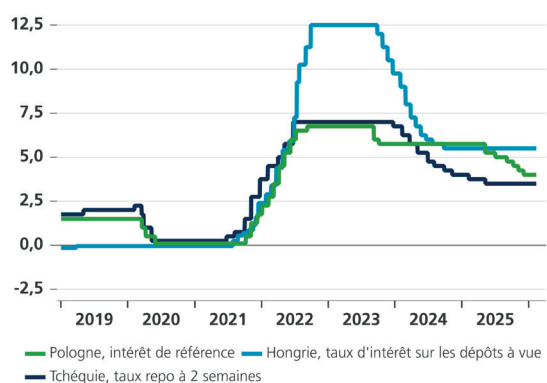
(en points de base)



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

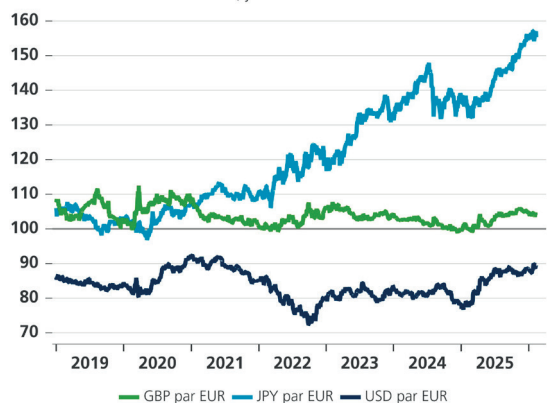
en points de base



Source: KBC Economics d'après Macrobond, AKK, Central Bank of Slovakia

Taux de change

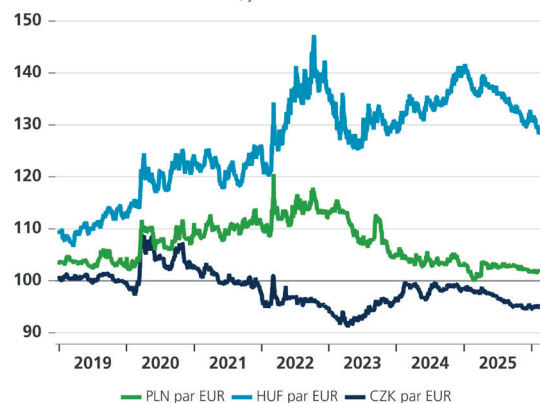
indice, janvier 2013=100



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	1,5	1,2	1,4	2,1	1,8	1,9
	Allemagne	0,4	0,9	1,6	2,2	2,1	2,2
	France	0,9	1,2	1,2	0,9	1,2	1,4
	Italie	0,7	0,7	0,9	1,6	1,3	1,7
	Espagne	2,8	2,4	1,9	2,7	2,0	2,0
	Pays-Bas	1,9	1,0	1,3	3,0	2,3	2,4
	Belgique	1,0	1,1	1,3	3,0	1,9	2,0
	Irlande	12,6	3,2	3,4	2,1	2,3	1,8
	Slovaquie	0,8	0,9	1,8	4,2	3,9	3,1
Europe centrale et orientale	Tchéquie	2,5	2,3	2,2	2,3	1,6	2,3
	Hongrie	0,3	1,9	3,0	4,4	3,3	3,5
	Bulgarie	3,1	2,7	2,8	3,5	3,4	2,6
	Pologne	3,6	3,6	3,3	3,4	2,4	2,5
	Roumanie	1,1	1,4	2,4	6,8	6,5	3,4
Reste de l'Europe	Royaume-Uni	1,4	1,0	1,3	3,3	2,4	2,2
	Suède	1,7	2,6	2,3	2,6	0,9	1,9
	Norvège (mainland)	1,8	1,6	1,7	2,8	2,3	2,2
	Suisse	1,3	1,2	1,5	0,1	0,4	0,7
Marchés émergents	Chine	4,9	4,6	4,2	0,0	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	3,5	3,5
	Russie	Temporairement aucune prévision					
	Turquie	3,7	3,5	3,7	34,9	24,9	18,6
	Brésil	2,3	1,5	2,0	5,0	4,0	4,0
Autres économies développées	États-Unis	2,3	2,4	1,9	2,7	2,6	2,4
	Japon	1,2	0,8	1,0	3,2	1,8	1,9
	Australie	1,9	2,2	2,3	2,9	3,1	2,6
	Nouvelle-Zélande	0,3	2,3	2,6	2,8	2,2	2,0
	Canada	1,7	1,3	1,9	2,2	2,2	2,1
* année budgétaire d'avril à mars						9/2/2026	

		9/2/2026	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
	Pologne	4,00	3,75	3,50	3,50	3,50
	Roumanie	6,50	6,50	6,50	6,25	5,75
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	1,40	1,30	1,30	1,20
	Inde	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25
	Afrique du Sud	6,75	6,75	6,50	6,25	6,25
	Russie	Temporairement aucune prévision				
	Turquie	37,00	35,00	32,00	30,00	28,00
	Brésil	15,00	14,50	13,50	12,50	12,00
Autres économies développées	États-Unis (taux moyen)	3,625	3,625	3,625	3,375	3,125
	Japon	0,75	0,75	1,00	1,00	1,00
	Australie	3,85	3,85	3,85	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 %)						
		9/2/2026	Q1 2026	Q2 2026	Q3 2026	Q4 2026
Zone euro	Allemagne	2,85	2,90	2,95	3,00	3,00
	France	3,45	3,50	3,55	3,60	3,70
	Italie	3,47	3,50	3,55	3,60	3,60
	Espagne	3,22	3,30	3,35	3,40	3,40
	Pays-Bas	2,92	3,00	3,05	3,10	3,10
	Belgique	3,26	3,30	3,35	3,40	3,40
	Irlande	2,93	3,00	3,05	3,10	3,10
	Slovaquie	3,40	3,50	3,55	3,60	3,60
Europe centrale et orientale	Tchéquie	4,43	4,40	4,30	4,30	4,30
	Hongrie	6,60	6,50	6,60	6,40	6,30
	Bulgarie*	3,53	3,55	3,60	3,65	3,65
	Pologne	5,10	5,10	5,10	4,90	4,80
	Roumanie	6,55	6,60	6,65	6,70	6,70
Reste de l'Europe	Royaume-Uni	4,54	4,65	4,70	4,75	4,75
	Suède	2,67	2,70	2,75	2,80	2,80
	Norvège	4,22	4,25	4,30	4,35	4,35
	Suisse	0,26	0,30	0,35	0,40	0,40
Marchés émergents	Chine (7-day r. repo)	1,81	1,90	2,00	1,95	1,85
	Inde	6,76	6,83	6,93	6,98	7,03
	Afrique du Sud	8,03	8,12	8,22	8,27	8,32
	Russie	Temporairement aucune prévision				
	Turquie	27,93	28,00	27,00	26,00	24,00
	Brésil	13,58	13,69	13,79	13,84	13,89
Autres économies développées	États-Unis	4,22	4,30	4,40	4,45	4,50
	Japon	2,29	2,30	2,35	2,45	2,50
	Australie	4,85	4,95	5,05	5,10	5,15
	Nouvelle-Zélande	4,57	4,65	4,75	4,80	4,85
	Canada	3,41	3,50	3,60	3,65	3,70

*Attention : marché très illiquide

Taux de change (fin de période)					
	9/2/2026	Q1 2026	Q2 2026	Q3 2026	Q4 2026
USD par EUR	1,19	1,18	1,19	1,20	1,22
CZK par EUR	24,22	24,00	23,90	23,90	23,80
HUF par EUR	376,58	380,00	384,00	387,00	390,00
PLN par EUR	4,21	4,25	4,22	4,20	4,20
RON par EUR	5,09	5,10	5,12	5,14	5,15
GBP par EUR	0,87	0,87	0,88	0,89	0,90
SEK par EUR	10,63	10,70	10,67	10,66	10,65
NOK par EUR	11,41	11,45	11,45	11,45	11,45
CHF par EUR	0,91	0,92	0,92	0,91	0,91
BRL par USD	5,18	5,23	5,21	5,19	5,15
INR par USD	90,67	90,98	90,59	90,22	89,48
ZAR par USD	15,89	16,08	16,01	15,95	15,82
RUB par USD	Temporairement aucune prévision				
TRY par USD	43,60	44,72	46,79	48,91	51,03
RMB par USD	6,92	6,94	6,93	6,92	6,90
JPY par USD	155,74	157,00	157,00	156,00	155,00
USD par AUD	0,71	0,70	0,71	0,72	0,73
USD par NZD	0,61	0,60	0,61	0,62	0,63
CAD par USD	1,36	1,36	1,36	1,35	1,35

Perspectives des marchés stratégiques – Europe Centrale et Orientale

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

	Hongrie			Bulgarie		
	2025	2026	2027	2025	2026	2027
Croissance du PIB réel (variation annuelle moyenne, calculé à partir de chiffres trimestriels, en %)	0,3	1,9	3,0	3,1	2,7	2,8
Inflation (variation annuelle moyenne, en %, IPC harmonisé)	4,4	3,3	3,5	3,5	3,4	2,6
Taux de chômage (définition Eurostat) (fin de l'année, en % de la population active)	4,5	4,1	3,7	3,3	3,7	3,6
Solde budgétaire du gouvernement (en % du PIB)	-5,0	-5,3	-4,0	-3,0	-3,0	-3,0
Dette publique brute (en % du PIB)	74,5	74,8	74,3	27,8	31,3	34,2
Balance des opérations courantes (en % du PIB)	1,3	1,0	1,0	-3,3	-3,1	-2,5
Prix de l'immobilier (définition Eurostat) (variation annuelle moyenne en %, nombre total de logements)	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	1,7	1,0	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	0,0	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 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 9 février 2026, sauf stipulation contraire. Les opinions et stratégies décrites sont telles qu'en vigueur le 9 février 2026.