

À la une

- La guerre en Iran et la fermeture du détroit d'Ormuz qui en a résulté ont provoqué un choc majeur et négatif sur l'approvisionnement en énergie. Les prix du pétrole et du gaz naturel ont augmenté de 63% et de 91% depuis le début de l'année. Les marchés semblent tabler sur une réouverture du détroit d'Ormuz au cours du premier semestre de l'année et sur une modération des prix par la suite. Cela dit, même dans un tel scénario, une prime de risque plus élevée sera intégrée dans les prix de l'énergie, les laissant au-dessus de leurs niveaux d'avant-guerre à moyen terme. En outre, un conflit plus long, avec des dommages plus importants aux installations énergétiques, constitue un risque majeur pour nos perspectives économiques.
- L'inflation dans la zone euro s'est accélérée de 1,7% à 1,9% en glissement annuel en février. Cette accélération a été causée par une augmentation des composantes de base, l'inflation de base étant passée de 2,2% à 2,4%. L'inflation des biens et des services s'est accélérée, bien que cette dernière ait pu être légèrement faussée par les Jeux olympiques d'hiver en Italie. En ce qui concerne l'avenir, l'inflation dans la zone euro s'accélérera fortement en 2026 en raison de la hausse des prix du pétrole et du gaz naturel, ce qui nous amène à réviser l'inflation moyenne pour 2026 à la hausse, de 1,8% à 2,7%. Les effets de base et la baisse des prix de l'énergie ramèneront l'inflation à 1,9% en 2027.
- L'inflation américaine est restée inchangée à 2,4% en glissement annuel en février. Les composantes non essentielles (alimentation et énergie) ont enregistré de fortes augmentations. L'inflation de base est également restée inchangée à 2,5%. L'inflation des biens a connu une hausse modeste, les prix des véhicules ayant baissé. L'inflation du logement s'est également modérée, tandis que les services (hors logement) ont augmenté à un rythme plus soutenu. En ce qui concerne l'avenir, la hausse des prix de l'essence poussera l'inflation à la hausse dans les mois à venir. Nous relevons donc notre prévision d'inflation moyenne pour 2026 de 2,6% à 3,1%. Les effets de base et la baisse des prix de l'énergie ramèneront l'inflation à 2,2% en 2027.
- La croissance du PIB de la zone euro au quatrième trimestre a été révisée à la baisse de 0,3% à 0,2% en glissement trimestriel en raison d'une importante révision à la baisse du chiffre irlandais. La consommation a apporté une contribution décente, tout comme la formation brute de capital. Les exportations nettes ont apporté une contribution négative. Le marché du travail reste en bonne santé, le taux de participation augmentant, tandis que le taux de chômage a atteint un niveau historiquement bas. Le choc énergétique aura malheureusement un impact négatif important sur la croissance, étant donné la dépendance de l'Europe à l'égard des importations d'énergie. Nous ramenons donc la croissance pour 2026 et 2027 de 1,2% à 0,7% et de 1,4% à 1,3%, respectivement.

- L'économie américaine n'a progressé que de 0,2% en glissement trimestriel au quatrième trimestre. Cette situation s'explique principalement par une forte baisse des dépenses publiques en raison de la fermeture de l'économie. Cependant, la consommation et les investissements ont également apporté de faibles contributions. La croissance devrait reprendre au premier trimestre, grâce à une reprise des dépenses publiques et des exportations nettes. Le marché de l'emploi reste cependant faible, avec une baisse de 92 000 emplois non agricoles en février. La crise énergétique devrait avoir un léger impact net sur la croissance américaine, étant donné que les États-Unis sont devenus un exportateur net d'énergie. Compte tenu de la faiblesse des chiffres du quatrième trimestre, nous ramenons nos prévisions de croissance pour 2026 de 2,4% à 2,1%, tout en maintenant notre prévision de 1,9% pour 2027.
- L'économie chinoise dispose d'importants amortisseurs qui l'aideront à résister au choc actuel des prix de l'énergie avec des dommages économiques minimes, du moins à moyen terme. Le bon début du premier trimestre devrait compenser la dynamique de croissance plus faible du deuxième trimestre, ce qui laisse inchangées les perspectives de croissance du PIB réel pour 2026, à 4,6%.
- La guerre au Moyen-Orient met les banques centrales dans l'embarras. Compte tenu de la trajectoire incertaine de la guerre, la BCE et la Fed devraient rester attentistes. La Fed devrait maintenir le taux directeur inchangé à son niveau actuel, légèrement restrictif, tout au long de l'année, car les effets de la crise actuelle sur la croissance des États-Unis sont limités, tandis que l'inflation américaine devrait augmenter. Nous prévoyons toujours deux baisses de taux l'année prochaine, à mesure que l'inflation se modérera. Nous pensons que la BCE ne tiendra pas compte du choc énergétique actuel et qu'elle maintiendra ses taux inchangés cette année. Cela dit, si le choc actuel se prolonge plus que prévu, ou si l'inflation énergétique montre des signes de répercussion sur l'inflation de base, la BCE et la Fed poursuivront probablement des politiques monétaires plus restrictives.

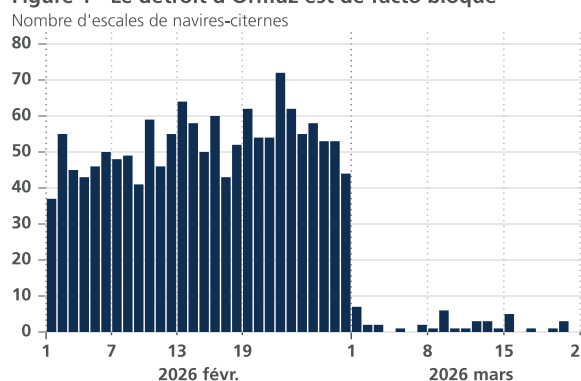
Contexte international

La guerre en Iran fait grimper en flèche les prix de l'énergie

La guerre au Moyen-Orient a provoqué un choc majeur sur les marchés mondiaux de l'énergie. Le mardi 24 mars, les prix du pétrole Brent ont augmenté de 63% depuis le début de l'année pour atteindre 99 USD le baril. Les prix du gaz naturel ont également connu des hausses importantes. Ils ont augmenté de 91% depuis le début de l'année pour atteindre 54 euros par MWh. Bien qu'il ait perdu des parts de marché sur les marchés mondiaux de l'énergie au cours des dernières décennies, le Moyen-Orient reste essentiel pour les marchés mondiaux de l'énergie. Le Moyen-Orient fournit environ 30% de la production mondiale de pétrole et 17% de la production mondiale de gaz naturel. L'Iran lui-même fournit 4,5% de la production mondiale de pétrole et 7% de la production mondiale de gaz naturel. La fermeture du détroit d'Ormuz,

par lequel transitent environ 20% des approvisionnements mondiaux en pétrole et en GNL, est particulièrement problématique pour les marchés de l'énergie. Le passage par le détroit s'est pratiquement arrêté (voir figure 1).

Figure 1 - Le détroit d'Ormuz est de facto bloqué



Source: KBC Economics d'après IMF

La capacité de réacheminement du pétrole par les oléoducs est limitée. Sur les 20 millions de barils qui transitent habituellement par le détroit, on estime que seuls 5 millions peuvent être redirigés. Alors que les pays du Moyen-Orient remplissent leurs réservoirs de pétrole, ils sont de plus en plus contraints de réduire leur production. Dans son rapport phare sur le marché pétrolier (publié le 12 mars), l'Agence internationale de l'énergie (AIE) estime que les pays du Golfe ont déjà réduit leur production de 10 millions de barils par jour. Certaines mesures ont été prises pour compenser la perte de l'offre du Moyen-Orient. Les pays membres de l'AIE ont accepté de libérer 400 millions de barils de pétrole de leurs réserves d'urgence. Les sanctions à l'encontre de la Russie ont également été allégées, les États-Unis ayant accordé une dérogation de 30 jours à l'Inde pour l'achat de pétrole brut maritime russe. Les prix élevés inciteront également les producteurs de schiste américains, entre autres, à augmenter leur production. Néanmoins, l'offre restera largement insuffisante en mars (8 millions de barils par jour selon les projections de l'AIE). La demande diminuera également en mars (de 1 million de barils par jour selon l'AIE), en raison des prix élevés, des annulations de vols et des perturbations de l'approvisionnement en GPL.

La situation sur les marchés du gaz naturel est tout aussi problématique. Le Qatar, qui représente habituellement environ 19% de l'offre mondiale de GNL, a interrompu sa production. En outre, les installations de gaz naturel sont de plus en plus souvent prises pour cible. Israël a récemment frappé le champ gazier iranien de South Pars, tandis que le terminal d'exportation de GNL de Ras Laffan, au Qatar, a été frappé par l'Iran. Pour l'Europe, la hausse des prix de l'énergie survient à un moment particulièrement difficile. Les réserves de gaz sont faibles et devront être reconstituées à des prix élevés.

Nos perspectives actuelles reposent sur l'hypothèse d'une reprise des flux à travers le détroit d'Ormuz à court terme. Cela dit, même lorsque les flux à travers le détroit reprendront, il faudra plusieurs semaines pour que les chaînes d'approvisionnement en énergie se normalisent (compte tenu du temps nécessaire pour relancer la production et pour faire entrer et sortir les navires-citernes du Moyen-Orient). Nous nous attendons également à ce que cette guerre ait un impact à long terme sur les marchés de l'énergie. Plusieurs installations énergétiques ont été prises pour cible et il faudra des années pour les réparer. En outre, même lorsque le conflit

prendra fin, les marchés intégreront une prime de risque géopolitique plus élevée dans les prix de l'énergie, car une éventuelle fermeture du détroit d'Ormuz sera une épée de Damoclès suspendue au-dessus des marchés mondiaux de l'énergie. Notre scénario de base est donc conforme aux courbes actuelles des contrats à terme sur l'énergie.

D'autres matières premières sont également touchées par le conflit actuel. Une grande partie des engrais mondiaux provient du Moyen-Orient (22% de l'urée et 45% du soufre). Les prix des engrais ont donc grimpé en flèche, ce qui aura un impact négatif sur la production alimentaire (en particulier dans l'hémisphère nord, où la saison des semis bat son plein). Les prix de l'aluminium ont également augmenté, car 24% du métal provient de la région. Les prix de l'hélium (un sous-produit du GNL) ont également augmenté rapidement. L'hélium est notamment utilisé pour refroidir les supraconducteurs utilisés dans la fabrication des puces à semi-conducteurs.

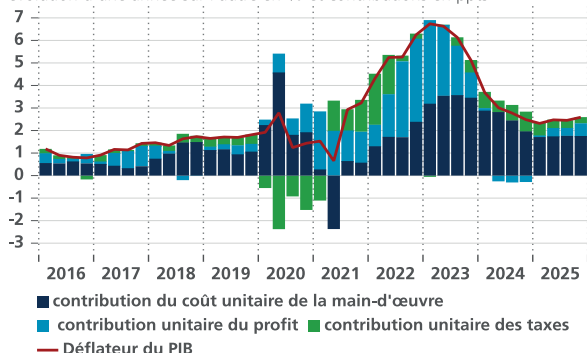
La zone euro sur une trajectoire d'inflation ascendante

Par rapport au mois précédent, l'inflation dans la zone euro a augmenté de 0,2 point de pourcentage pour atteindre 1,9% d'une année sur l'autre en février. Cette augmentation est principalement due à une hausse de l'inflation de base qui est passée de 2,2% en janvier à 2,4%. L'inflation des prix des denrées alimentaires a légèrement diminué de 2,6% à 2,5%, tandis que l'inflation des prix de l'énergie a augmenté de -4,0% en janvier à -3,1% en février. La hausse de l'inflation de base a surpris. Elle s'explique en partie par une inflation des services plus forte en Italie, en raison des Jeux olympiques d'hiver. La fin d'une période de soldes en France a également joué un rôle.

Il s'agit de facteurs temporaires qui contribuent néanmoins à la poursuite de l'atténuation des pressions inflationnistes sous-jacentes dans la zone euro, qui s'opère assez lentement et difficilement. Cela ressort également de l'évolution du déflateur du PIB, dont le taux de croissance annuel a légèrement augmenté au quatrième trimestre 2025 pour atteindre 2,6%, contre 2,5% au cours des deux trimestres précédents et 2,3% au premier trimestre 2025. La contribution des coûts salariaux unitaires s'est stabilisée à 1,8 point de pourcentage, mais celle du bénéfice (d'exploitation) a augmenté de 0,2 point de pourcentage (voir figure 2).

Figure 2 - Déflateur du PIB dans la zone euro

évolution d'une année sur l'autre en % et contributions en ppts



Source: KBC Economics d'après Eurostat

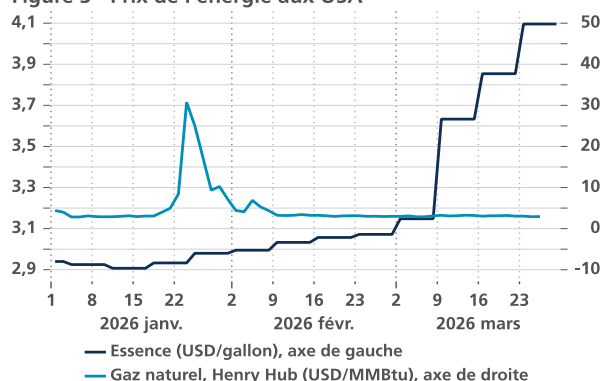
Entre-temps, tous les regards sont naturellement tournés vers le nouveau choc inflationniste provoqué par la récente flambée des prix de l'énergie. L'impact inflationniste de ce choc dépend principalement de l'ampleur et de la durée des hausses de prix sur les marchés internationaux de l'énergie. La volatilité des attentes du marché à cet égard – elle-même le reflet de l'évolution des attentes concernant la guerre au Moyen-Orient – rend l'évaluation difficile.

Dans nos perspectives, nous supposons que l'inflation moyenne dans la zone euro atteindra 2,7% en 2026, soit 0,9 point de pourcentage de plus que notre estimation de février dernier. Nous maintenons notre prévision pour l'inflation moyenne en 2027 à 1,9%. Ce faisant, nous prenons en compte l'impact direct des hausses de prix sur les marchés de l'énergie sur les prix à la consommation des produits énergétiques et un impact indirect limité sur les prix des denrées alimentaires. Nous n'avons pas encore pris en compte les effets indirects plus larges sur les prix d'autres biens et services. Plus la flambée des prix de l'énergie sur les marchés des matières premières est prononcée et prolongée, plus ces effets sont susceptibles de se produire, même si les mesures prises par les pouvoirs publics peuvent les atténuer dans une certaine mesure. Plus la poussée inflationniste se prolonge, plus elle risque d'avoir des effets secondaires sous la forme d'une augmentation des salaires. Tout cela souligne le niveau extrêmement élevé d'incertitude entourant les perspectives d'inflation.

Les prix élevés de l'essence aux États-Unis devraient accroître l'inflation américaine

L'inflation américaine est restée inchangée en février,

Figure 3 - Prix de l'énergie aux USA



Source: KBC Economics d'après EIA

à 2,4% en glissement annuel. Sur une base mensuelle, les prix ont augmenté de 0,3% en glissement mensuel. Cette hausse importante a été largement alimentée par des composantes non essentielles. Les prix des denrées alimentaires ont augmenté de 0,4%, tandis que les prix de l'énergie ont augmenté de 0,6% le mois dernier, en raison d'une forte augmentation des prix du pétrole.

L'inflation de base est également restée inchangée à 2,5%. Sur une base mensuelle, l'augmentation a été modeste (0,2%). Les biens de base ont enregistré une hausse modeste de 0,1%, les prix des produits de transport et des médicaments ayant baissé. Les prix de l'habillement ont de nouveau bondi, peut-être en raison des droits de douane élevés. Les prix des logements ont augmenté modestement de 0,2% le mois dernier, malgré une hausse des prix des hôtels. Les loyers du marché continuent d'indiquer un nouveau ralentissement de la composante logement. Les prix des services de base (hors logement) ont augmenté de 0,3% le mois dernier. Ce chiffre modeste est en partie dû à la baisse des prix des assurances, une tendance encourageante. Étant donné que les pressions salariales s'atténuent et que la productivité s'accélère, l'inflation des services pourrait continuer à se modérer dans les mois à venir.

En ce qui concerne l'avenir, la guerre au Moyen-Orient poussera l'inflation à la hausse à court terme. Les prix de l'essence ont grimpé en flèche depuis le début de la guerre (voir figure 3). Les États-Unis seront moins touchés par la hausse des prix mondiaux du gaz naturel, en raison de leur importante production intérieure. Les prix du Henry Hub sont restés sous contrôle depuis le début du conflit. Dans l'ensemble, compte tenu de la hausse des prix de l'essence, nous relevons notre prévision d'inflation

moyenne pour 2026 de 2,6% à 3,1%. Les effets de base et la baisse des prix de l'énergie devraient faire baisser l'inflation en 2027. Nous revoyons donc à la baisse nos prévisions pour 2027, de 2,4% à 2,2%.

Croissance plus faible dans la zone euro

Dans la zone euro, la croissance du PIB réel au quatrième trimestre 2025 (par rapport au trimestre précédent) a été révisée à la baisse de 0,3% à 0,2%. Ceci est dû à la forte contraction de l'économie irlandaise de 3,8%, contre une contraction de 0,6% estimée précédemment. Il n'y a pas eu de révisions significatives dans les principaux pays de la zone euro. Si l'on exclut l'Irlande, la croissance s'est établie à près de 0,4%, ce qui représente une légère accélération par rapport au troisième trimestre (0,3%) et implique que l'économie de la zone euro s'est rapprochée de son taux de croissance potentiel au cours des derniers mois de l'année 2025.

Toutes les composantes de la demande intérieure finale ont contribué à la croissance. La contribution la plus importante a été celle de la consommation des ménages, qui a doublé, passant de 0,1 point de pourcentage au troisième trimestre à 0,2 point de pourcentage au quatrième trimestre. La contribution de la consommation publique est restée constante à 0,1 point de pourcentage. La contribution à la croissance de la formation brute de capital a diminué de 0,3 point de pourcentage au troisième trimestre à 0,1 point de pourcentage au quatrième. Toutefois, cette baisse est entièrement imputable à l'économie irlandaise, puisque, si l'on exclut l'Irlande, la contribution de l'investissement à la croissance aux troisième et quatrième trimestre a été de 0,2 point de pourcentage (voir figure 4). L'économie irlandaise est

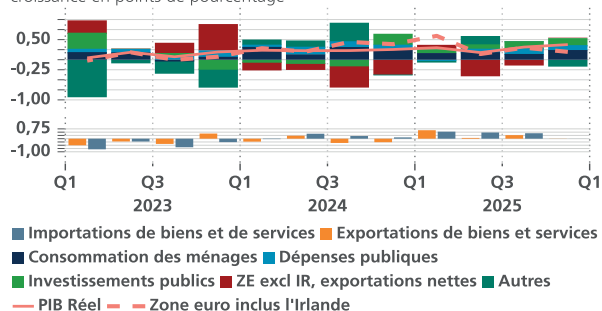
également responsable de la contribution négative des exportations nettes à la croissance, car sans l'Irlande, la différence entre les exportations de biens et de services et les importations de ces mêmes biens et services n'a apporté qu'une très faible contribution positive.

En raison de la guerre au Moyen-Orient, la fin de l'année 2025 semble déjà une éternité. L'amélioration de la confiance qui, au début de 2026, sous-tendait les attentes d'un nouveau renforcement progressif de la demande intérieure au cours de l'année a été complètement sapée par la guerre. Le choc de confiance et le niveau élevé d'incertitude ne sont pas les seuls à entraîner une forte détérioration des perspectives économiques. L'Europe étant importatrice nette de pétrole et de gaz, la hausse des prix de l'énergie entraîne une détérioration des termes de l'échange, avec pour corollaire une baisse de compétitivité pour les entreprises et une perte de pouvoir d'achat pour les ménages. La menace de pénuries d'énergie et le risque de nouvelles perturbations des chaînes d'approvisionnement pourraient accroître considérablement les dommages économiques. Tout cela nécessite une révision significative à la baisse des prévisions de croissance. Toutefois, l'incertitude considérable qui entoure l'évolution et la durée de la guerre, ainsi que ses conséquences réelles - notamment en termes de destruction de la capacité de production d'énergie au Moyen-Orient - rend très précaire une évaluation précise de ces développements.

Nous avons revu à la baisse nos prévisions de croissance, en particulier pour le deuxième trimestre 2026 et, dans une moindre mesure, pour les trimestres restants de l'année. En supposant que la guerre ne se prolonge pas pendant des mois et que les destructions restent quelque peu sous

Figure 4 - Croissance du PIB réel dans la zone euro, hors Irlande

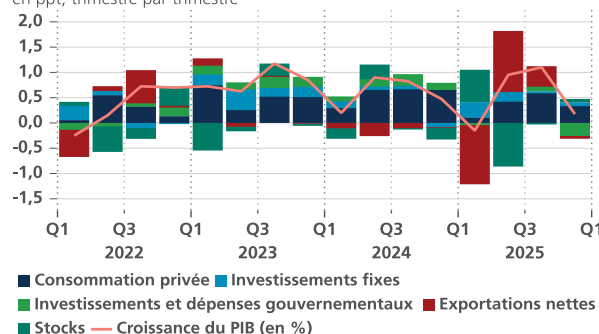
Variation en % par rapport au trimestre précédent et contribution à la croissance en points de pourcentage



Source: KBC Economics d'après Eurostat

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

en ppt, trimestre par trimestre



Source: KBC Economics d'après BEA

contrôle, une récession sera évitée. Nous supposons que, comme lors des derniers chocs, l'économie fera preuve d'une résistance suffisante et nous nous attendons à ce que la croissance en 2027 soit légèrement plus forte que prévu. Cela se traduit par une réduction du taux de croissance moyen attendu du PIB réel dans la zone euro de 1,2% à 0,7% pour 2026. Le léger renforcement attendu de la croissance au cours de l'année 2027 sera insuffisant pour compenser l'effet de report plus faible de l'année 2026. Par conséquent, le taux de croissance moyen attendu pour 2027 est également plus faible : 1,3% contre 1,4%.

La croissance américaine s'essouffle au quatrième trimestre

La deuxième estimation de la croissance du PIB au quatrième trimestre s'est avérée plus faible que prévu. Le PIB américain n'a augmenté que de 0,2% en glissement trimestriel au quatrième trimestre (voir figure 5). Ce chiffre bas est principalement dû à une contribution négative de 0,3 point de pourcentage des dépenses publiques. Cette contribution négative a été principalement causée par le shutdown américain d'une durée record et devrait être partiellement compensée au premier trimestre 2026. Outre les dépenses publiques, l'investissement résidentiel et les exportations nettes ont également apporté de légères contributions négatives. Les stocks se sont redressés après les contributions négatives observées aux deuxième et troisième trimestre. L'investissement fixe non résidentiel a apporté une contribution modeste de 0,1 point de pourcentage, car une autre forte contribution du matériel de traitement de l'information, largement alimenté par l'IA, a été compensée par des contributions négatives des structures et du matériel de transport. Le ralentissement de la consommation, qui n'a contribué qu'à hauteur de 0,3 point de pourcentage, est un élément préoccupant du rapport sur le PIB du quatrième trimestre.

Cette contribution modeste de la consommation devrait se répéter au premier trimestre. Les dépenses de consommation personnelle n'ont augmenté que de 0,1% en janvier, la confiance des consommateurs restant faible. L'augmentation des ventes d'automobiles laisse toutefois présager une certaine amélioration en février. Les investissements non résidentiels sont susceptibles d'apporter une autre contribution solide, étant donné les investissements toujours élevés dans les centres de données. La réduction substantielle du déficit commercial en janvier, due aux exportations, laisse également

présager une forte contribution positive des exportations nettes.

Le marché du travail reste toutefois mal en point. Après une augmentation de 126 000 emplois non agricoles en janvier, le nombre d'emplois a diminué de 92 000 en février. Cette baisse est en partie due au froid et à une grève (désormais résolue) dans le secteur de la santé. Le taux de chômage a également augmenté pour atteindre 4,4%, tandis que le taux d'activité a baissé à 62%. Le nombre de personnes employées à temps partiel pour des raisons économiques a toutefois diminué. En outre, les offres d'emploi restent relativement stables, ce qui indique que le marché du travail s'assouplit mais ne se détériore pas rapidement.

À l'avenir, le choc énergétique exercera une pression à la baisse sur la croissance américaine, car la hausse des prix du gaz réduira le pouvoir d'achat des consommateurs (en particulier des consommateurs à revenus faibles et moyens) et augmentera les coûts des entreprises non énergétiques. Cela dit, comme les États-Unis sont un exportateur net d'énergie depuis 2019, le secteur de l'énergie aura un effet compensatoire et l'impact net sur le PIB devrait être faible. Dans l'ensemble, nous n'avons procédé à aucun ajustement de la dynamique trimestrielle à partir du deuxième trimestre. Notre révision à la baisse de la croissance moyenne du PIB réel américain pour 2026 (de 2,4% à 2,1%) ne reflète donc qu'une révision à la baisse du chiffre du quatrième trimestre 2025. Pour 2027, nous maintenons notre prévision de 1,9%.

La Chine dispose de marges de manœuvre pour faire face à la crise énergétique

De nombreuses économies asiatiques sont très exposées au choc des prix de l'énergie en raison de leur dépendance à l'égard des importations de pétrole et de gaz. L'économie chinoise dispose toutefois d'importants amortisseurs qui, à moyen terme, limiteront les dommages directs causés à l'économie réelle. Tout d'abord, bien que la Chine soit le plus grand importateur de pétrole au monde, et qu'une grande partie de ce pétrole provienne du Moyen-Orient, la production d'énergie de la Chine est encore largement orientée vers le charbon (64%), le gaz et le pétrole représentant ensemble 12% de la production d'énergie. Dans le même temps, la diversification vers les énergies renouvelables signifie qu'ensemble, le solaire et l'éolien représentent désormais 47% de la capacité totale de production d'électricité.

Néanmoins, l'économie chinoise resterait confrontée à d'importants vents contraires si elle était frappée par d'importantes pénuries de pétrole et de gaz. Toutefois, l'accumulation substantielle des réserves de pétrole ces dernières années (1,2 milliard de barils estimés au début de 2026) signifie que la Chine peut couvrir les pertes liées aux importations en provenance du Moyen-Orient pendant environ 3 à 4 mois avant que les pénuries d'énergie ne deviennent contraignantes pour l'économie. Un conflit de plus longue durée, avec des conséquences prolongées sur les infrastructures énergétiques et la fermeture du détroit d'Ormuz au cours du second semestre, entraînerait donc des répercussions plus importantes sur la croissance chinoise.

Pour l'instant, nous ne voyons qu'un impact minimal à la baisse sur la croissance du deuxième trimestre, compensé dans le chiffre annuel moyen pour 2026 par des signes d'un premier trimestre plus fort. La production industrielle et le commerce de détail ont tous deux augmenté de 0,8% d'un mois sur l'autre en février. Dans le même temps, l'indice PMI manufacturier du S&P (une enquête sur le climat des affaires) est passé de 50,3 à 52,1 (un indice supérieur à 50 signale une expansion), tandis que l'indice PMI des services du S&P a bondi de 52,3 à 56,7 en février. Certains effets saisonniers liés à la période des fêtes de fin d'année pourraient jouer un rôle dans la vigueur du secteur des services et du commerce de détail. Cependant, l'investissement s'est également amélioré, repassant en territoire positif en termes de cumul annuel pour la première fois en six mois, à 1,8%. En termes nets, nous continuons donc de prévoir une croissance annuelle moyenne du PIB réel de 4,6% en 2026, conformément à l'objectif de croissance du gouvernement, qui est de 4,5 à 5,0%.

Entre-temps, les pressions déflationnistes en Chine continuent de montrer des signes de lente diminution. Les prix à la production ont baissé de 0,9% en glissement annuel en février, la plus faible baisse depuis juillet 2024, reflétant peut-être les efforts anti-involution à l'œuvre. L'inflation globale et l'inflation de base ont également augmenté, respectivement de 1,8% et 1,3% en glissement annuel. La hausse de l'inflation globale est due à l'augmentation des prix des denrées alimentaires et des prix liés aux loisirs et à la culture. Cette dernière reflète probablement les effets des vacances. Avec la hausse des prix mondiaux de l'énergie, nous incorporons donc une légère augmentation de l'inflation moyenne pour 2026 et 2027, de 0,8% à 0,9% et de 1,1% à 1,2%, respectivement.

Le conflit au Moyen-Orient met les banques centrales dans une situation difficile

La semaine dernière, la Fed et la BCE ont toutes deux revu leur position en matière de politique monétaire. Les deux banques centrales ont maintenu leurs taux directeurs inchangés, invoquant un niveau d'incertitude exceptionnellement élevé pour mener leur politique monétaire. Le facteur dominant pour déterminer la politique monétaire à l'heure actuelle est l'impact du conflit actuel au Moyen-Orient sur la croissance et surtout sur l'inflation.

Dans l'évaluation de l'impact macroéconomique du choc des prix de l'énergie, il existe une différence importante entre les États-Unis et la zone euro. Les États-Unis sont un exportateur net d'énergie. Par conséquent, pour les États-Unis dans leur ensemble, des prix de l'énergie plus élevés signifient une amélioration des termes de l'échange. Il y a donc un effet positif sur le revenu pour l'économie dans son ensemble, malgré une répartition inégale entre les consommateurs d'énergie américains qui voient leur revenu réel baisser et les producteurs d'énergie américains qui gagnent. Cet effet est également la principale raison pour laquelle le dollar américain s'est sensiblement renforcé par rapport à l'euro depuis le début du conflit.

En revanche, la zone euro est un importateur net d'énergie. Par conséquent, l'augmentation des prix de l'énergie représente une détérioration des termes de l'échange européens dans le commerce international, avec un effet négatif évident sur les revenus de l'économie européenne dans son ensemble.

En raison de cette différence, la réponse de la Fed et de la BCE au choc des prix de l'énergie n'est pas nécessairement identique. En effet, pour la BCE, le choc est sans ambiguïté un choc d'offre négatif, tandis que la Fed doit en outre tenir compte des éléments mentionnés d'un choc de demande (positif) pour l'économie dans son ensemble.

Une tâche difficile pour la BCE

Le conflit au Moyen-Orient pose un défi particulier à la BCE. Contrairement aux chocs de demande, les chocs d'offre posent un défi particulier aux banques centrales. La BCE doit déterminer si le choc sera temporaire ou durable. Cette évaluation est pratiquement impossible

à l'heure actuelle. Si le choc est temporaire et que les attentes des marchés, des consommateurs et des producteurs en matière d'inflation restent ancrées autour de 2% à moyen terme, la BCE peut plus ou moins rester à l'écart. Dans le cas d'un choc plus durable et d'un risque de hausse des anticipations d'inflation, la BCE devrait intervenir plus vigoureusement, même si des hausses de taux pèseraient davantage sur la croissance économique. Identifier correctement la nature du choc d'offre est une tâche particulièrement difficile pour une banque centrale, surtout dans le contexte actuel d'incertitude exceptionnellement élevée.

Pour faire face à cette incertitude, la BCE a également présenté deux scénarios alternatifs après sa réunion de politique monétaire : un scénario "défavorable" et un scénario "sévère". La BCE définit le scénario défavorable comme une augmentation des prix de l'énergie plus importante que dans le scénario de base, mais ces prix retombent au niveau du 4 mars 2026 au cours de l'horizon de prévision (2028). Dans le scénario "grave", les prix de l'énergie augmentent plus fortement et restent supérieurs au niveau du 4 mars 2026 jusqu'après 2028. Ainsi, outre l'ampleur, la durée plus longue du choc (et les effets de contagion sur l'inflation de base) est ajoutée ici.

L'impact négatif le plus important sur la croissance dans les trois scénarios (y compris le scénario de base) se produit en 2026. L'impact attendu sur l'inflation globale est plus différencié. Dans le scénario de base comme dans le scénario défavorable, l'inflation atteint un pic en 2026, mais diminue rapidement pour se rapprocher de l'objectif de 2% de la BCE en 2027. Dans le scénario défavorable, elle tombe même bien en dessous de 2% en 2028 en raison d'effets de base statistiques. Dans le scénario le plus sévère (avec un choc de plus longue durée), cependant, l'inflation n'atteint pas son maximum avant 2027, avec une chute en 2028 pour rester bien au-dessus de 2%.

Pour la politique de la BCE, nous pouvons en tirer quelques conclusions préliminaires. En choisissant son scénario de base, la BCE indique qu'à l'heure actuelle, elle interprète encore principalement le conflit comme un choc temporaire. Sur la base de cette évaluation, la BCE pourrait se montrer prudente quant à la modification de son taux directeur pour le moment.

En outre, l'analyse de la BCE suggère que, dans une certaine mesure, la même conclusion s'applique

également au scénario défavorable de la BCE, avec un choc des prix de l'énergie plus fort (mais toujours temporaire). Dans ce scénario, cependant, une approche attentiste des taux directeurs est moins évidente, car l'inflation de base y est toujours supérieure au seuil de 2% en 2027. Ce n'est que dans le scénario "sévère" de la BCE que la conclusion de la politique de la BCE est sans équivoque différente, à savoir une augmentation prononcée des taux d'intérêt. Ceci est principalement dû à la durée du choc et à un certain degré de répercussion sur l'inflation de base.

Étant donné que nous sommes actuellement d'avis que le choc des prix de l'énergie sera largement temporaire, avec un impact concentré en 2026, nous supposons actuellement que la BCE maintiendra son taux directeur inchangé en 2026. Toutefois, l'incertitude entourant cette attente est très élevée et dépend essentiellement de l'évolution de la situation politico-militaire au Moyen-Orient. Une incertitude extrême implique une dépendance extrême à l'égard des données.

La Fed devrait également adopter une approche attentiste

Après sa réunion de politique économique de la semaine dernière, la Fed a également présenté de nouvelles projections, les "dot plots", qui reflètent l'estimation médiane des décideurs politiques de la Fed. Outre une croissance économique plus élevée (!) en 2026 et 2027, ces "dot plots" comprennent également une estimation plus élevée de l'inflation globale et de l'inflation sous-jacente en 2026 (toutes deux basées sur la mesure préférée de la Fed, l'indice des prix PCE). Pour 2027, la projection médiane de l'inflation retombe déjà à un niveau proche de l'objectif de 2%. Il est plausible que cette dernière révision à la hausse n'ait que partiellement pris en compte la dynamique inflationniste du choc actuel des prix de l'énergie.

En outre, la trajectoire médiane attendue pour les taux d'intérêt est restée inchangée par rapport aux projections de décembre, selon les responsables de la Fed. Il s'agit d'une trajectoire très prudente, avec une réduction des taux d'intérêt de 25 points de base en 2026 et 2027. L'estimation médiane des taux directeurs à long terme a peu changé (3,1%).

Il est à noter que la communication de la Fed fait état d'une très grande incertitude. Outre l'ampleur du choc, il

s'agit surtout de sa durée et de l'ampleur des retombées possibles sur les anticipations d'inflation et le sentiment économique. Cela signifie également que les "dot plots" présentés en mars risquent d'avoir peu de valeur prédictive. Par conséquent, nous supposons que la Fed sera également extrêmement dépendante des données pour le reste de l'année 2026. Notre meilleure évaluation possible sur la base des informations actuellement disponibles est que la Fed sera prudente en 2026 et laissera son taux directeur inchangé pour le reste de l'année. Entre autres, l'augmentation de l'estimation de l'inflation de base de la Fed pour 2026 (pour ce qu'elle vaut en ce mois exceptionnel) suggère qu'il pourrait bien ne pas y avoir de nouvelle baisse de taux en 2026.

Quoi qu'il en soit, le conflit au Moyen-Orient pourrait prendre une nouvelle tournure d'un jour à l'autre. Pour reprendre les termes de Mme Lagarde, présidente de la BCE, les décisions futures de la BCE dépendront des données, et il en ira de même pour la Fed.

La nature et les conséquences des développements politico-militaires actuels sont extrêmement incertaines et pratiquement impossibles à prévoir. C'est peut-être en partie pour se prémunir contre cette incertitude extrême que le marché monétaire a, à un moment donné, évalué la possibilité d'un resserrement de la politique monétaire de la Fed et de la BCE en 2026. En ce qui concerne la Fed, ces prévisions sont actuellement revues à la baisse après l'augmentation de la probabilité d'une solution négociée au conflit du Moyen-Orient.

Les rendements obligataires et les spreads sous

pression à la hausse

Les rendements des obligations américaines et allemandes à 10 ans ont récemment connu des augmentations modérées dans l'ensemble. Les attentes très volatiles du marché concernant la politique monétaire de la Fed et de la BCE ont notamment joué un rôle. Les rendements à 10 ans sont actuellement conformes à nos attentes. Les taux allemands à 10 ans devraient continuer à osciller autour de 3% en 2026, tandis que les taux américains à 10 ans devraient continuer à augmenter progressivement, passant d'environ 4,35% actuellement à 4,50% d'ici la fin de 2026.

Il convient également de noter que les rendements réels des obligations allemandes à 10 ans, ajustés en fonction des prévisions d'inflation, ont récemment baissé, contrairement aux rendements réels américains. Il s'agit vraisemblablement d'un signe que les marchés financiers craignent l'impact négatif du choc des prix de l'énergie sur la croissance européenne.

En outre, les écarts de rendement entre les obligations d'État de l'UEM et celles de l'Allemagne se sont également creusés depuis le début du conflit. Cela est particulièrement vrai pour les pays qui sont relativement plus vulnérables au conflit du Moyen-Orient. L'élargissement de l'écart pour l'Italie, dont l'approvisionnement en énergie dépend assez fortement des importations de gaz en provenance de la région, est particulièrement remarquable à cet égard.

Belgique

À la veille d'un nouveau choc, à savoir la hausse des prix de l'énergie à la suite du conflit au Moyen-Orient, les données brutes et douces sur l'économie belge n'ont pas été très bonnes. L'estimation rapide de la croissance du PIB réel de la Belgique pour le quatrième trimestre 2025 a été revue à la baisse par l'Institut des comptes nationaux (ICN), de 0,2% à 0,1% en glissement trimestriel. Ce résultat représente une décélération par rapport aux chiffres de croissance enregistrés au cours des trois trimestres précédents et résulte principalement d'une stagnation de la consommation des ménages. Les investissements en logements ont poursuivi leur tendance à la baisse au quatrième trimestre (-1,0%). L'investissement des entreprises s'est modéré (+0,4%), tandis que l'investissement public a augmenté (+9,7%) en raison de la livraison d'achats liés à la défense. Ces derniers ont également exercé une pression à la baisse sur les exportations nettes, qui ont contribué négativement (-0,3 point de pourcentage) à la croissance économique. Du côté de la production, la croissance du quatrième trimestre 2025 a été tirée par les services (+0,2%), tandis que l'activité dans l'industrie et la construction a baissé respectivement de 0,6% et 0,1%.

La détérioration du climat économique déjà bien avant le début de la guerre en Iran le 28 février se reflète également dans le climat général des affaires tel que mesuré par le baromètre de la BNB. L'indicateur a commencé à s'affaiblir à la fin du quatrième trimestre 2025, en grande partie en raison de l'affaiblissement de la confiance dans l'industrie manufacturière. L'amélioration des chiffres de janvier a été annulée par une nouvelle baisse marquée

en février. En mars, le baromètre du BNB s'est à peine remis de la forte baisse de février. La confiance des consommateurs, qui avait atteint un sommet en janvier, a fortement chuté en mars (voir figure BE1). La baisse de la confiance des consommateurs est principalement due à une forte augmentation du pessimisme à l'égard des perspectives économiques générales.

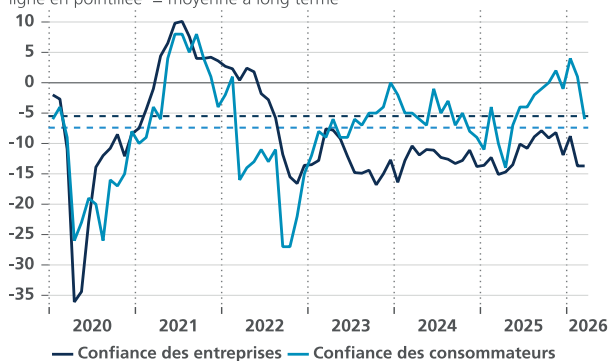
Les retombées de la guerre en Iran

Comme partout dans le monde, le conflit au Moyen-Orient a rendu les perspectives de l'économie belge beaucoup plus incertaines, créant des risques à la hausse pour l'inflation et à la baisse pour la croissance. Dans un [Explication Économique](#) que nous publions en même temps que nos perspectives actualisées de mars, nous examinons plus en détail comment le choc iranien peut se traduire en termes d'impact économique. L'analyse suggère que la Belgique est un peu plus exposée au conflit du Moyen-Orient que la moyenne de l'UE. Des mesures telles que l'intensité énergétique du PIB et la consommation finale d'énergie des ménages montrent que la Belgique est en effet relativement sensible à la récente flambée des prix de l'énergie (voir figure BE2). En termes d'échanges directs de marchandises avec le Moyen-Orient, l'exposition de la Belgique est plutôt moyenne dans une perspective européenne. Outre ces deux principaux canaux de transmission (dépendance énergétique et commerce général avec la région), le conflit peut également avoir un impact sur l'économie par le biais de perturbations de la chaîne d'approvisionnement non énergétique (par exemple, des problèmes logistiques dans le transport maritime et le trafic aérien) et d'une perte de confiance induite par la guerre.

Il est particulièrement difficile d'estimer les effets ultimes de ces différents canaux de transmission sur la croissance économique belge. L'incertitude élevée quant à la durée du conflit au Moyen-Orient et, par conséquent, l'évolution des prix de l'énergie jouent un rôle crucial à cet égard. Notons que même sans le déclenchement du conflit, nous aurions procédé à un ajustement limité à la baisse de nos perspectives de croissance pour l'économie belge. Étant donné que le taux de croissance trimestriel pour le quatrième trimestre 2025 s'est avéré inférieur à celui indiqué dans l'estimation rapide précédente, l'excédent de croissance statistique de 2025 à 2026 est également plus faible. En outre, les indicateurs de confiance (ceux de l'industrie manufacturière en particulier) se détérioraient

Figure BE1 - Indicateurs de confiance en Belgique

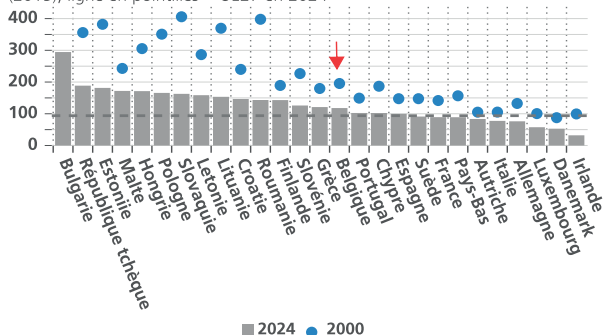
ligne en pointillée = moyenne à long terme



Source: KBC Economics d'après NBB

Figure BE2 - Intensité énergétique du PIB

kilogrammes d'équivalent pétrole par millier d'euros, en volumes chaînés (2015), ligne en pointillés = UE27 en 2024



Source: KBC Economics d'après Eurostat

Figure BE3 - Inflation énergétique

Variation en glissement annuel des prix de l'énergie en %, IPCH



Source: KBC Economics d'après Eurostat

déjà avant le début de la guerre (voir ci-dessus).

Dans l'ensemble, nous voyons maintenant une croissance du PIB réel belge de 0,6% en 2026. Dans notre scénario de février, nous supposons encore que la croissance belge serait de 1,1%. Cet important ajustement à la baisse (de 0,5 point de pourcentage) est un peu plus important que celui que nous avons effectué pour la zone euro. Pour 2027, nous tablons sur une reprise progressive de la croissance, en partant de l'hypothèse que le conflit au Moyen-Orient s'avérera être un choc transitoire. Néanmoins, nous avons également revu à la baisse l'estimation de la croissance pour cette année-là, de 1,3% à 1,1%. Ces perspectives sont entourées d'une incertitude beaucoup plus grande que d'habitude. Le principal risque à la baisse concerne une nouvelle escalade et/ou une longue durée de la guerre, avec des dommages importants aux infrastructures énergétiques locales. Le conflit pourrait également entraîner des "effets de cicatrization" (c'est-à-dire des dommages durables) plus importants que prévu, dans la mesure où la fin de la guerre impliquerait encore des prix de l'énergie nettement plus élevés qu'avant le déclenchement du conflit.

Impact sur l'inflation

L'évolution de l'inflation belge reste également très incertaine. L'inflation IPCH pour février s'est établie à 1,4% en glissement annuel, inchangée par rapport au chiffre de janvier. L'inflation de base (hors énergie et alimentation) est passée de 3,1% à 2,7%. Si l'inflation énergétique est restée négative en février (-6,8%), elle commencera à augmenter à la suite de la récente flambée des prix de l'énergie, ce qui entraînera une hausse de l'inflation globale. Dans notre scénario actualisé, nous voyons

maintenant l'inflation belge atteindre en moyenne 3,3% en 2026. C'est 1,4 point de pourcentage de plus que ce qui était prévu en février, c'est-à-dire avant le début du conflit au Moyen-Orient. Cette révision à la hausse est d'ailleurs plus importante que celle que nous avons faite pour l'inflation de la zone euro (0,9 point de pourcentage). Nous pensons que, comme ce fut le cas lors des précédents chocs énergétiques, l'inflation belge réagira à nouveau plus fortement à la hausse des prix de l'énergie que celle de la zone euro (figure BE3, voir également notre [nouvelle édition de l'Explication Économique](#)). Étant donné que, pour l'instant, nous supposons que le conflit sera un choc transitoire, nous voyons l'inflation belge retomber à une moyenne de 1,7% en 2027.

Europe centrale et orientale

Vigilance monétaire dans un contexte de résistance industrielle en République tchèque

Malgré la désinflation réussie de la République tchèque début 2026, la banque centrale refuse de bouger tant que les pressions inflationnistes de base ne sont pas résolument étouffées. La politique de la CNB a été l'une des plus conservatrices de la région, privilégiant la crédibilité de l'objectif d'inflation de 2% à la stimulation immédiate de la croissance (notre prévision de croissance du PIB réel tchèque est de 2,1% pour 2026 et 2027).

En mars, la CNB a décidé à l'unanimité de maintenir le taux directeur à 3,5%, soit le statu quo depuis mai 2025. Cette décision a été prise alors que l'inflation globale a atteint son plus bas niveau en neuf ans, à 1,4%, en février 2026, et dans un contexte d'incertitude accrue quant à l'impact mondial de la guerre en Iran.

Le raisonnement du Conseil s'est concentré sur la "dynamique de l'inflation de base", en particulier dans le secteur des services, qui est restée obstinément élevée à 4,3% d'une année sur l'autre en février. Si les prix de l'énergie et des denrées alimentaires ont exercé une forte pression à la baisse, les coûts du secteur des services, alimentés par une croissance robuste des salaires nominaux, continuent de poser un risque. Les prix des denrées alimentaires ont surpris par leur baisse ; cependant, compte tenu de la récente tendance à la baisse des prix internationaux des denrées alimentaires, des mesures gouvernementales sur le marché de l'énergie et des baisses observées des prix agricoles,

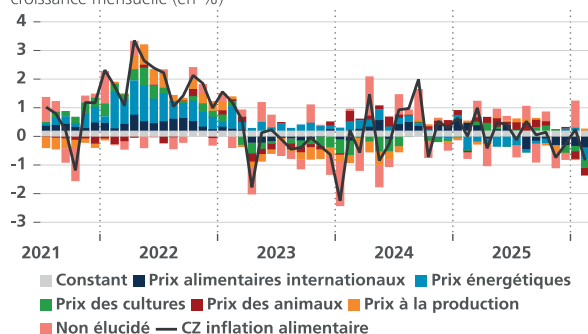
cette évolution était largement conforme à nos attentes (voir figure CEE1).¹ Néanmoins, à la suite de la crise énergétique, on peut s'attendre à ce que la hausse des prix de l'énergie et des coûts des engrais fasse dévier l'inflation alimentaire de sa trajectoire descendante actuelle. Compte tenu de la récente augmentation des prix de l'énergie, nous devrions envisager le risque d'une pression supplémentaire à la hausse d'environ 0,4% dans la croissance mensuelle des prix alimentaires pour le reste de l'année par rapport à un scénario sans choc énergétique. La décision de la CNB de maintenir les taux en mars reflète une stratégie plus large d'attente concernant la trajectoire fiscale du gouvernement et la force de la couronne. Nous prévoyons que l'inflation moyenne tchèque basée sur l'IPCH atteindra 1,9% cette année et 2,9% en 2027.

Les données relatives à la production industrielle indiquent que le secteur manufacturier tchèque sort de sa période de stagnation, bien qu'avec d'importantes disparités sectorielles. En janvier 2026, la production industrielle a augmenté de 2,8% en glissement annuel, principalement grâce à l'industrie automobile.

Le marché du travail tchèque continue d'afficher une extrême tension, même si des facteurs saisonniers ont poussé le taux de chômage à 5,2% en février, son niveau le plus élevé depuis début 2017. Les changements structurels entraînent une augmentation de la participation des femmes à la population active et un déplacement progressif de l'emploi de l'industrie manufacturière vers les services. La croissance des salaires nominaux reste élevée, projetée à 6% pour 2026, ce qui continue de

Figure CEE1 - Prix des denrées alimentaires à la consommation en République tchèque

croissance mensuelle (en %)



Source: KBC Economics d'après CZSO

Figure CEE2 - Taux de politique monétaire en Hongrie (taux de base)

en %



Source: KBC Economics

soutenir la consommation privée. Les taux d'épargne des ménages restent élevés, dépassant 16%, ce qui suggère la prudence des consommateurs face à l'incertitude géopolitique et économique.

Le pivot vers une coordination monétaire et fiscale favorable à la croissance en Hongrie

En février, la MNB a réduit le taux de base de 25 points de base pour le ramener à 6,25%, ce qui constitue la première baisse en dix-huit mois (voir figure CEE2). Ce changement de politique a été rendu possible par une forte tendance à la désinflation : l'inflation de février 2026 est tombée à 1,4%, confirmant nos prévisions actuelles, mais dépassant les attentes du marché et atteignant son niveau le plus bas depuis près de huit ans. Nous prévoyons que l'inflation moyenne hongroise basée sur l'IPCH atteindra 3,2% cette année et 3,5% en 2027.

Le gouverneur Varga a mis l'accent sur une "approche fondée sur les données, prudente et patiente", notant que la MNB n'a pas de trajectoire de taux pré-annoncée et reste vigilante face aux chocs des prix de l'énergie et à la volatilité du forint. Nous prévoyons un nouvel assouplissement de 50 points de base en 2026, le taux de base s'établissant probablement à 5,75% à la fin de l'année.

Le gouvernement hongrois a profité des premiers mois de 2026 pour promouvoir son budget "anti-guerre et axé sur la famille". Le déficit budgétaire pour 2026 est maintenant projeté à 3,7% du PIB, un niveau qui dépasse largement le seuil de 3% de l'UE, mais qui reste en deçà de nos propres prévisions de 5,5%. Le Conseil budgétaire a noté que ce déficit est principalement soutenu par des dépenses

d'intérêt plus faibles, car les obligations d'État indexées sur l'inflation devraient être réévaluées à des taux plus bas.

L'économie hongroise continue de présenter une "dualité" où la vigueur des ventes au détail et des services, soutenue par la hausse des salaires réels, contraste avec la faiblesse du secteur industriel. La production industrielle reste sous la pression du pessimisme persistant des consommateurs et de la volatilité du sentiment des investisseurs. Cependant, les projets d'augmentation de capacité de BYD et BMW devraient entrer en production de masse plus tard en 2026, ce qui devrait traduire les flux d'investissement précédents en volumes de production et d'exportation mesurables. Même dans ce cas, nous prévoyons que la croissance moyenne du PIB de cette année restera inférieure à l'objectif ambitieux de 4,1% du gouvernement, avec seulement 1,9%. Notre projection pour 2027 est plus optimiste, avec une croissance de 2,9%.

Équilibrer l'assainissement budgétaire et la fragilité industrielle en Slovaquie

Début 2026, le gouvernement slovaque a poursuivi la mise en œuvre de son plan d'assainissement pluriannuel, visant à ramener le déficit budgétaire sous la barre des 3% du PIB d'ici à 2027. Les mesures adoptées devraient avoir un impact contractile sur la consommation privée tout au long de l'année 2026. Nous prévoyons que la croissance du PIB réel atteindra 0,8% cette année, soit le même taux qu'en 2025. Une légère accélération de la croissance, à un taux annuel moyen de 1,3%, est attendue en 2027. La faible performance globale est due à deux facteurs principaux : l'impact direct de la hausse des impôts sur le revenu disponible et l'effet indirect de l'incertitude commerciale sur le secteur automobile slovaque.

Le taux d'inflation de la Slovaquie reste élevé par rapport à ses pairs, principalement en raison du retrait des plafonds de prix de l'énergie et de l'impact de l'augmentation de la TVA. En janvier, l'inflation en glissement annuel a atteint 4,3%, son plus haut niveau en quatre mois, sous l'effet d'une hausse de 25% des prix de l'énergie thermique. Un mois plus tard, l'inflation globale s'est légèrement ralentie pour atteindre 4% (voir figure CEE3). Nous prévoyons que l'inflation slovaque moyenne basée sur l'IPCH atteindra 4,1% cette année et 3,1% en 2027.

Le marché du travail slovaque reste résilient mais commence à montrer des signes de ralentissement. Le

Figure CEE3 - IPCH Slovaquie



Source: KBC Economics d'après Eurostat

taux de chômage à la fin de 2025 était de 5,6%, et nous prévoyons qu'il augmentera légèrement pour atteindre 5,9% d'ici la fin de l'année, car l'augmentation des impôts et la réduction de la croissance des salaires dans le secteur public pèsent sur la dynamique de l'embauche. La croissance des salaires réels devrait devenir négative en 2026, l'inflation dépassant les augmentations nominales.

L'industrie slovaque a connu un rebond en janvier 2026, la production industrielle augmentant de 2,7% en glissement annuel après trois mois consécutifs de baisse. Cette reprise a été généralisée, 11 des 15 secteurs industriels surveillés ayant enregistré une croissance. Malgré ce rebond de la production, le solde extérieur reste fragile. Les exportations de la Slovaquie ont chuté de 2,8% au cours du mois. La baisse a été la plus prononcée dans les expéditions vers les pays non-membres de l'UE, qui ont chuté de 18,3%, soulignant la vulnérabilité de l'industrie automobile slovaque par rapport aux marchés non européens.

L'adoption de l'euro et la stabilité post-intégration en Bulgarie

Les deux premiers mois de l'année 2026 ont été une période charnière pour la Bulgarie, puisque le pays a intégré avec succès la zone euro le 1er janvier. À la fin de la période de double circulation, le 31 janvier 2026, la transition du lev à l'euro a été jugée techniquement harmonieuse. Les résidents bulgares ont continué à déposer des espèces en lev pour la conversion automatique, ce qui a entraîné une accélération de la croissance des dépôts du secteur non gouvernemental (voir figure CEE4). À la mi-mars 2026, 89% du total des lev en circulation avaient été retirés du marché. Pour apaiser les inquiétudes du public concernant les prix abusifs, les autorités ont maintenu un régime de surveillance rigoureux, le double affichage obligatoire des prix devant se poursuivre jusqu'en août 2026.

Le taux d'inflation de la Bulgarie est resté relativement stable pendant la transition. En février 2026, l'inflation IPC s'élevait à 3,3%, avec une augmentation mensuelle de 0,4%. L'inflation IPCH a affiché un taux plus faible de 2,1% d'une année sur l'autre. Nous prévoyons que l'inflation moyenne de l'IPCH atteindra 3,7% cette année et 2,4% en 2027.

Le secteur industriel a été confronté à une contraction significative, chutant de 8,6% en glissement annuel, soit

Figure CEE4 - Dépôts des ménages en Bulgarie

croissance mensuelle (en %)



Source: KBC Economics d'après ECB

la plus forte baisse de la région. Cette baisse reflète l'impact plus large du "premier tour" des droits de douane américains et le refroidissement de la demande sur les principaux marchés d'exportation européens. Néanmoins, le PIB de la Bulgarie devrait augmenter de 2,7% en 2026 et de 2,8% l'année prochaine, grâce à la croissance du revenu réel du travail et à l'absorption accrue des fonds de l'UE.

Encadré 1 - Le HUF particulièrement sensible aux chocs pétroliers

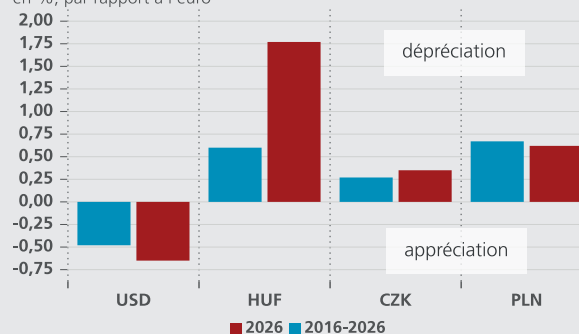
Le choc d'approvisionnement en énergie a un impact majeur sur les monnaies du monde entier. La figure CEE5 montre les fonctions de réponse impulsionnelle des taux de change le jour de l'impact d'un choc négatif de l'offre de pétrole.¹ Pour le dollar, des prix du pétrole plus élevés augmentent la demande de dollars, étant donné le statut d'exportateur net d'énergie des États-Unis, ce qui entraîne une appréciation par rapport à l'euro. La réponse médiane estimée montre une appréciation de 0,5% du dollar pour une augmentation de 10% du prix du pétrole. Ce mécanisme a été l'un des principaux moteurs de l'appréciation du dollar en 2026. Pour les monnaies des PECO, qui appartiennent à des économies importatrices d'énergie, les estimations montrent une dépréciation supplémentaire par rapport à l'euro, reflétant une répercussion plus importante de l'énergie sur l'IPC et l'évaluation par le marché de la capacité des banques centrales à gérer les pressions inflationnistes. La dépréciation supplémentaire est d'environ 0,25% pour la couronne tchèque et de 0,65% pour le forint hongrois. Les mécanismes de compensation des risques peuvent ajouter une pression supplémentaire.

Si l'on réestime le modèle en utilisant uniquement les données de 2026, plutôt que l'échantillon complet de 2016, l'impact augmente légèrement pour toutes les monnaies, reflétant les non-linéarités causées par l'ampleur de la crise actuelle. Pour le forint, cependant, la réaction a plus que doublé. Plusieurs facteurs spécifiques à la Hongrie expliquent cette sensibilité accrue. Un déficit budgétaire avoisinant les 5% du PIB, des besoins de financement élevés et une croissance économique

¹ Les chocs d'approvisionnement en pétrole sont identifiés à l'aide d'un SVAR bayésien avec des restrictions de signe sur les données quotidiennes du marché. Le schéma d'identification exige qu'un choc négatif de l'offre de pétrole entraîne une hausse des prix du pétrole, une augmentation des anticipations d'inflation du marché et une baisse des prix des actions à l'exclusion du secteur de l'énergie.

Figure CEE5 - Impact de 10 % d'augmentation du prix du pétrole due à l'offre

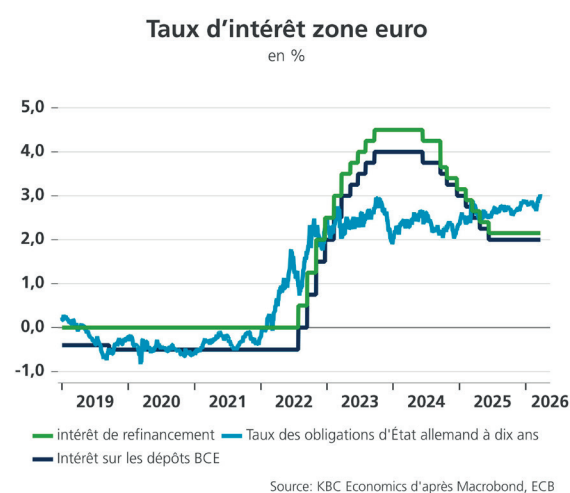
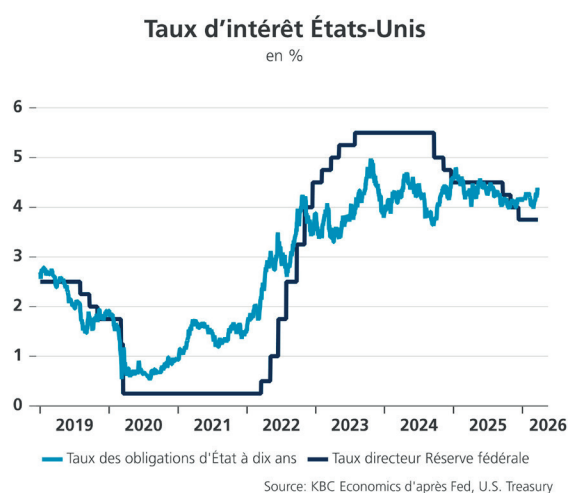
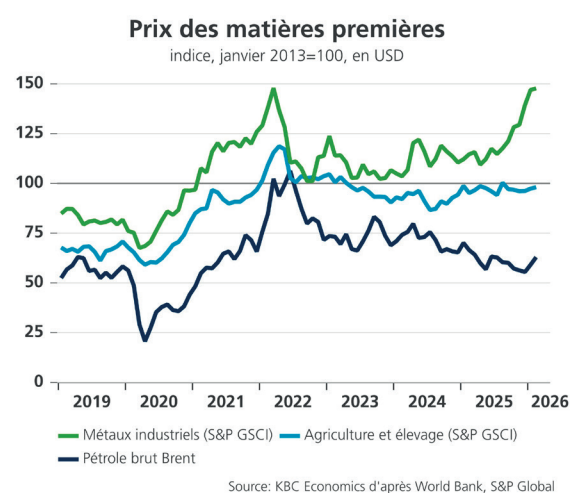
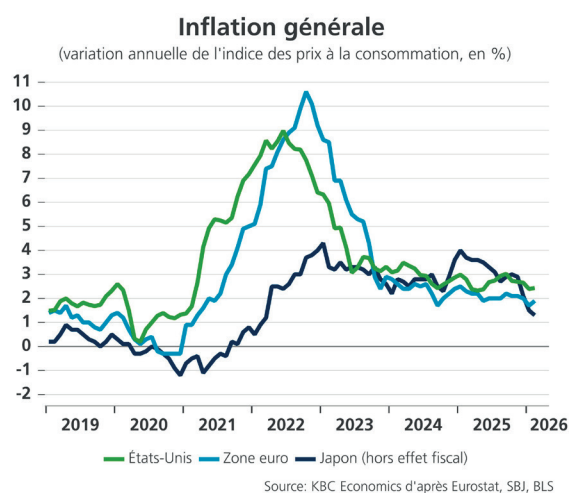
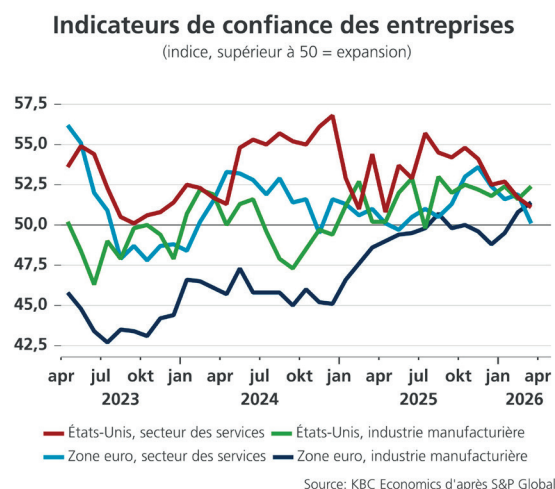
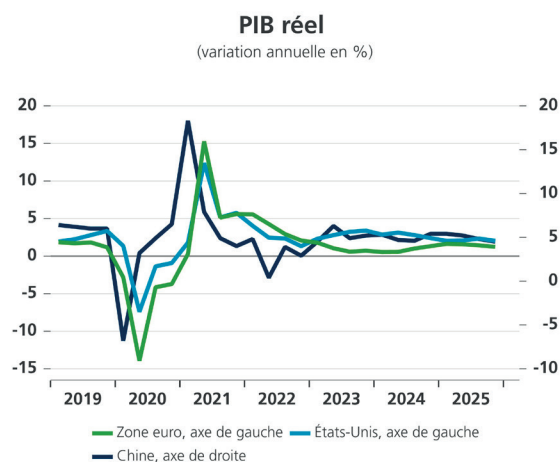
en %, par rapport à l'euro



Source: KBC Economics

inférieure à celle des PECO compliquent la tâche de la MNB qui doit relever ses taux pour faire face efficacement à d'éventuelles hausses de l'inflation. En outre, la Hongrie n'a pas fait grand-chose pour se détourner du pétrole brut russe, dont elle est dépendante à 86% environ, ce qui la rend particulièrement exposée parmi les membres de l'UE. Cette vulnérabilité a été aggravée par la rupture de l'oléoduc Druzhba à la fin du mois de janvier 2026, qui a interrompu la principale voie d'approvisionnement de la Hongrie quelques semaines avant que la guerre en Iran ne provoque une flambée des prix mondiaux. L'ensemble de ces facteurs pourrait rendre la répercussion du choc énergétique sur l'IPC hongrois plus sévère que dans le reste de la région.

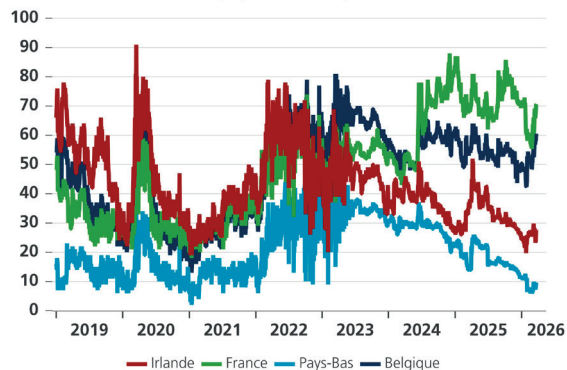
Figures



Figures

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

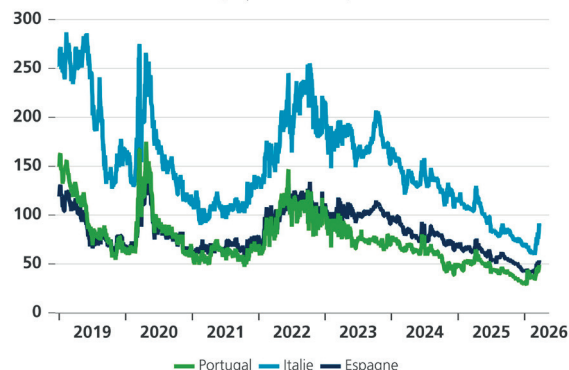
(en points de base)



Source: KBC Economics d'après Macrobond

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

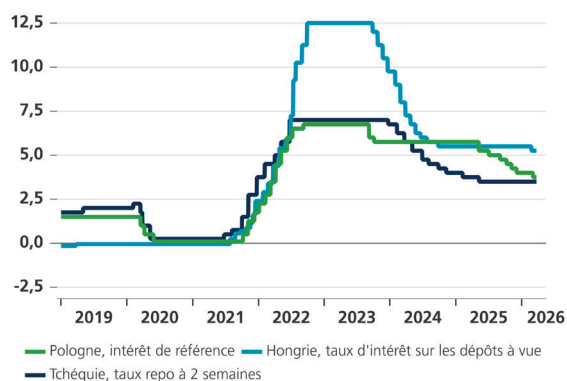
(en points de base)



Source: KBC Economics d'après Macrobond

Taux directeur Europe centrale

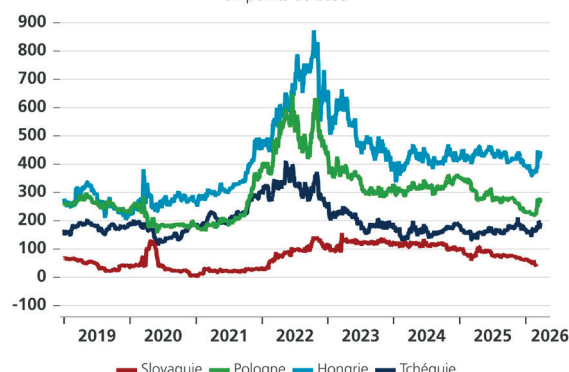
en %



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

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

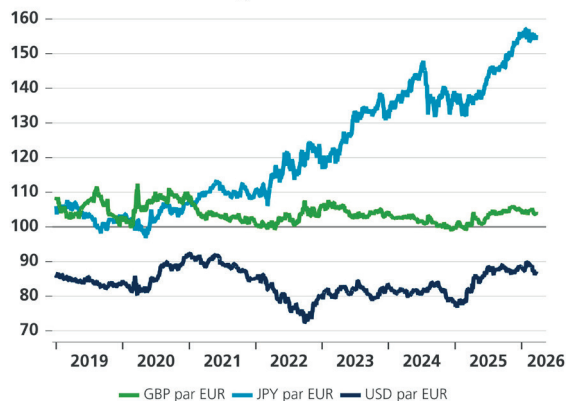
en points de base



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	0,7	1,3	2,1	2,7	1,9
	Allemagne	0,4	0,5	1,5	2,2	3,0	2,2
	France	0,9	0,9	1,2	0,9	2,1	1,4
	Italie	0,7	0,5	0,7	1,6	2,2	1,7
	Espagne	2,8	2,1	1,8	2,7	2,9	2,0
	Pays-Bas	1,9	1,1	1,2	3,0	3,2	2,4
	Belgique	1,0	0,6	1,1	3,0	3,3	1,7
	Irlande	12,3	3,2	3,4	2,1	2,3	1,8
	Slovaquie	0,8	0,6	1,2	4,2	4,3	3,5
Europe centrale et orientale	Tchéquie	2,6	2,1	2,1	2,3	1,9	2,9
	Hongrie	0,3	1,9	2,7	4,4	3,3	3,7
	Bulgarie	3,2	2,7	2,8	3,5	3,9	2,6
	Pologne	3,6	3,3	3,2	3,4	3,2	2,3
	Roumanie	0,7	0,9	2,5	6,8	6,9	3,5
Reste de l'Europe	Royaume-Uni	1,3	0,9	1,3	3,3	2,6	2,3
	Suède	1,8	2,6	2,3	2,6	0,7	1,7
	Norvège (mainland)	1,8	1,6	1,7	2,8	2,8	2,4
	Suisse	1,3	1,1	1,5	0,1	0,4	0,6
Marchés émergents	Chine	4,9	4,6	4,2	0,0	0,9	1,2
	Inde*	7,4	6,0	6,4	2,1	4,6	4,1
	Afrique du Sud	1,1	1,2	1,4	3,2	3,7	3,4
	Russie	Temporairement aucune prévision					
	Turquie	3,6	3,4	3,8	34,9	27,4	19,8
	Brésil	2,3	1,3	1,8	5,0	4,0	3,7
Autres économies développées	États-Unis	2,2	2,1	1,9	2,7	3,1	2,2
	Japon	1,2	0,8	1,0	3,2	1,9	1,8
	Australie	2,0	2,2	2,3	2,9	3,1	2,6
	Nouvelle-Zélande	0,5	2,3	2,6	2,8	2,2	2,0
	Canada	1,7	1,2	1,9	2,2	2,4	2,0
* année budgétaire d'avril à mars						24/3/2026	

Taux directeurs (fin de période, en %)		24/3/2026	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)	6,25	6,25	6,25	6,00	5,75
	Pologne	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75
	Roumanie	6,50	6,50	6,50	6,25	5,75
Reste de l'Europe	Royaume-Uni	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75
	Suède	1,75	1,75	2,00	2,00	2,00
	Norvège (mainland)	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00
	Suisse	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Marchés émergents	Chine	1,40	1,40	1,40	1,30	1,20
	Inde	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25
	Afrique du Sud	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75
	Russie	Temporairement aucune prévision				
	Turquie	37,00	37,00	32,00	30,00	28,00
	Brésil	14,75	14,75	14,25	13,25	12,25
Autres économies développées	États-Unis (taux moyen)	3,625	3,625	3,625	3,625	3,625
	Japon	0,75	0,75	1,00	1,00	1,00
	Australie	4,10	4,10	4,35	4,35	4,35
	Nouvelle-Zélande	2,25	2,25	2,50	2,50	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 %)						
		24/3/2026	Q1 2026	Q2 2026	Q3 2026	Q4 2026
Zone euro	Allemagne	2,99	3,00	3,00	3,00	3,00
	France	3,70	3,65	3,65	3,65	3,70
	Italie	3,88	3,80	3,80	3,80	3,75
	Espagne	3,51	3,50	3,50	3,45	3,40
	Pays-Bas	3,08	3,10	3,10	3,10	3,10
	Belgique	3,51	3,45	3,45	3,40	3,40
	Irlande	3,26	3,25	3,20	3,15	3,10
	Slovaquie	3,78	3,75	3,75	3,70	3,65
Europe centrale et orientale	Tchéquie	4,86	4,70	4,60	4,50	4,40
	Hongrie	7,53	7,20	6,90	6,65	6,40
	Bulgarie*	3,88	3,80	3,75	3,70	3,65
	Pologne	5,75	5,70	5,20	5,10	5,00
	Roumanie	7,25	7,40	7,40	7,40	7,40
Reste de l'Europe	Royaume-Uni	4,89	4,95	4,95	4,95	4,95
	Suède	2,82	2,85	2,85	2,85	2,85
	Norvège	4,40	4,40	4,40	4,40	4,40
	Suisse	0,38	0,40	0,40	0,40	0,40
Marchés émergents	Chine (7-day r. repo)	1,83	1,85	1,85	1,85	1,85
	Inde	6,87	6,85	6,89	6,94	6,99
	Afrique du Sud	9,00	8,95	9,00	9,05	9,10
	Russie	Temporairement aucune prévision				
	Turquie	31,88	32,10	31,00	29,00	27,00
	Brésil	14,03	14,00	14,06	14,11	14,16
Autres économies développées	États-Unis	4,37	4,30	4,40	4,45	4,50
	Japon	2,27	2,30	2,35	2,45	2,50
	Australie	5,03	4,95	5,05	5,10	5,15
	Nouvelle-Zélande	4,86	4,80	4,90	4,95	5,00
	Canada	3,55	3,50	3,60	3,65	3,70
*Attention : marché très illiquide						

Taux de change (fin de période)					
	24/3/2026	Q1 2026	Q2 2026	Q3 2026	Q4 2026
USD par EUR	1,16	1,15	1,16	1,17	1,18
CZK par EUR	24,46	24,60	24,40	24,20	24,10
HUF par EUR	389,27	390,00	384,00	382,00	390,00
PLN par EUR	4,27	4,29	4,26	4,25	4,23
RON par EUR	5,09	5,10	5,11	5,14	5,15
GBP par EUR	0,86	0,87	0,88	0,89	0,90
SEK par EUR	10,80	10,90	10,90	10,85	10,80
NOK par EUR	11,23	11,40	11,40	11,40	11,40
CHF par EUR	0,91	0,91	0,92	0,92	0,92
BRL par USD	5,23	5,25	5,23	5,21	5,19
INR par USD	93,74	94,10	93,69	93,29	92,90
ZAR par USD	17,03	17,04	16,96	16,89	16,82
RUB par USD	Temporairement aucune prévision				
TRY par USD	44,34	44,32	46,58	48,52	50,48
RMB par USD	6,89	6,90	6,88	6,86	6,85
JPY par USD	158,65	160,00	157,00	156,00	155,00
USD par AUD	0,70	0,70	0,71	0,72	0,73
USD par NZD	0,58	0,58	0,58	0,59	0,60
CAD par USD	1,37	1,37	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 %)	2,6	2,1	2,1	0,8	0,6	1,2
Inflation (variation annuelle moyenne, en %, IPC harmonisé)	2,3	1,9	2,9	4,2	4,3	3,5
Taux de chômage (définition Eurostat) (fin de l'année, en % de la population active)	3,1	3,2	3,0	5,6	5,9	5,9
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)	0,7	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	2,7	3,2	2,7	2,8
Inflation (variation annuelle moyenne, en %, IPC harmonisé)	4,4	3,3	3,7	3,5	3,9	2,6
Taux de chômage (définition Eurostat) (fin de l'année, en % de la population active)	4,5	4,3	4,0	3,2	3,7	3,6
Solde budgétaire du gouvernement (en % du PIB)	-5,0	-5,5	-4,5	-3,0	-3,0	-3,0
Dette publique brute (en % du PIB)	74,5	75,0	74,8	27,2	31,3	34,2
Balance des opérations courantes (en % du PIB)	1,3	0,7	1,0	-6,0	-4,1	-3,5
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	0,1	0,8
Consommation publique	1,5	1,4	0,5
Investissements en capital fixe	-0,2	2,0	1,7
Investissements des entreprises	2,8	2,0	1,2
Investissements publics	-2,5	8,0	5,0
Investissements en construction	-8,7	-2,4	1,4
La demande intérieure finale (hors variation des stocks)	1,2	0,9	1,0
Variation des stocks (contribution à la croissance)	0,1	0,0	0,0
Exportations de biens et de services	-0,6	-2,2	0,9
Importations de biens et de services	-0,2	-2,0	0,8
Produit intérieur brut (PIB), calculé à partir de chiffres trimestriels	1,0	0,6	1,1
Revenu disponible des ménages	0,9	0,3	0,8
Taux d'épargne brut des ménages (en % des revenus disponibles)	12,2	12,5	12,4

Indicateurs d'équilibre	2025	2026	2027
Inflation (hausse annuelle moyenne, en %)			
Prix à la consommation	3,0	3,3	1,7
Indice santé	2,6	2,8	2,0
Marché du travail			
Emploi intérieur (variation en cours d'année, en '000)	20,9	10,0	25,0
Taux de chômage (fin d'année, définition Eurostat)	6,5	6,7	6,4
Finances publiques (en % du PIB, avec les politiques actuelles)			
Solde de financement	-5,3	-5,6	-5,3
Dette publique	107,4	110,2	112,5
Compte courant (en % du PIB)	-2,8	-2,8	-1,8
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 23 mars 2026, sauf stipulation contraire. Les opinions et stratégies décrites sont telles qu'en vigueur le 23 mars 2026.