

À la une

- Le protocole d'accord conclu entre les États-Unis et l'Iran a soulagé les marchés de l'énergie. Lundi 22 juin, les prix du pétrole et du gaz naturel ont chuté respectivement à 78 USD le baril et 42 EUR le MWh. Les marchés à terme s'attendent à ce que les prix baissent respectivement à 73 USD le baril et 33 EUR le MWh d'ici fin 2027. Cela correspond à notre scénario de base, qui table sur une normalisation du trafic dans le détroit et sur l'absence de nouvelles fermetures prolongées de celui-ci pendant notre horizon de prévision. Les risques pesant sur les prix de l'énergie restent toutefois orientés à la hausse, car de nombreux détails doivent encore être réglés pour parvenir à un accord de paix permanent.
- L'inflation dans la zone euro s'est accélérée, passant de 3 % à 3,2 % en mai. Cette hausse est entièrement imputable au renforcement de l'inflation sous-jacente, qui est passée de 2,2 % à 2,4 %, les prix des biens et des services ayant tous deux augmenté. Parmi ces derniers, les services de transport et les voyages à forfait ont connu une accélération notable. Les composantes non sous-jacentes ont affiché une progression plus modérée, l'inflation des prix de l'énergie étant restée inchangée, tandis que celle des produits alimentaires a reculé. Compte tenu de la récente baisse des prix de l'énergie, nous révisons à la baisse nos prévisions d'inflation pour 2026 et 2027 de 0,2 point de pourcentage, les ramenant respectivement à 2,6 % et 1,8 %.
- La hausse des prix de l'essence a poussé l'inflation américaine à 4,2 % en mai (contre 3,8 % en avril). Les autres composantes se sont toutefois révélées plus modérées que prévu. Les prix des denrées alimentaires ont progressé à un rythme modéré, tandis que les prix des biens sous-jacents ont baissé. Cette baisse pourrait toutefois être temporaire, car les prix à la production des biens sous-jacents et les prix à l'importation sous-jacents se sont accélérés ces derniers mois. Les services ont progressé à un rythme modéré, en partie grâce à une baisse des tarifs d'assurance automobile. Compte tenu de la baisse des cours du pétrole, nous révisons à la baisse notre prévision d'inflation pour 2026, de 3,6 % à 3,5 %, tout en maintenant notre prévision de 2,7 % pour 2027.
- Le chiffre du PIB réel de la zone euro pour le premier trimestre a été révisé à la baisse de manière inattendue, passant d'une expansion de 0,1 % à une contraction de 0,2 % en glissement trimestriel. Cette révision résulte en grande partie d'une forte correction à la baisse du chiffre de la croissance du PIB irlandais au premier trimestre. Cette dernière a été presque entièrement due à un effondrement des secteurs industriel et pharmaceutique irlandais, dominés par les multinationales, comme le prouve la croissance continue de l'activité intérieure sous-jacente en Irlande. Hors Irlande, la croissance dans la zone euro aurait été de 0,3 % en glissement trimestriel. L'économie espagnole continue d'afficher des performances supérieures à la moyenne, tandis que l'économie française s'est contractée. L'Allemagne a enregistré une croissance satisfaisante, principalement grâce à

des exportations nettes solides (probablement exceptionnelles). Les indicateurs de confiance de la zone euro continuent de signaler une faiblesse de la croissance. Nous révisons donc à la baisse nos prévisions de croissance pour 2026, de 0,7 % à 0,3 %, et pour 2027, de 1,2 % à 1,0 %.

- L'économie américaine reste en bonne santé. Bien que la croissance du premier trimestre ait été légèrement révisée à la baisse, les données concrètes laissent entrevoir une forte croissance au deuxième trimestre. Les ventes au détail progressent à un rythme soutenu, tout comme les investissements non résidentiels. Le marché du travail se porte également bien, les emplois non agricoles ayant augmenté de 172 000 en mai, tandis que le taux de chômage reste faible. Les indicateurs de confiance laissent également entrevoir une forte croissance pour les trimestres à venir. Compte tenu de ces évolutions positives, nous relevons nos prévisions de croissance pour 2026 et 2027 de 0,1 point de pourcentage, les portant respectivement à 2,1 % et 2 %.
- L'économie chinoise devrait avoir ralenti au deuxième trimestre, compte tenu de la faiblesse des données relatives au commerce de détail et aux investissements en avril et mai, même si les exportations pourraient encore apporter un certain contrepoids. Nous révisons à la baisse notre prévision de croissance moyenne du PIB pour 2026, de 4,7 % à 4,6 %, tout en maintenant celle de 2027 inchangée à 4,1 %.
- Le choc énergétique représente un défi pour les banques centrales. En réponse, la BCE a relevé ses taux directeurs de 25 points de base en juin. Toutefois, compte tenu des récentes baisses des prix du pétrole et du gaz, nous pensons que cette hausse des taux restera ponctuelle. Les risques penchent toutefois à la hausse. Si les hostilités devaient reprendre au Moyen-Orient, de nouvelles hausses des taux seraient probables. Contrairement à la BCE, la Fed n'a pas encore relevé ses taux cette année. Compte tenu d'une forte croissance économique et d'une inflation supérieure à l'objectif, nous anticipons une hausse des taux au cours du prochain trimestre.

Contexte international

Le cessez-le-feu en Iran entraîne une baisse des prix de l'énergie

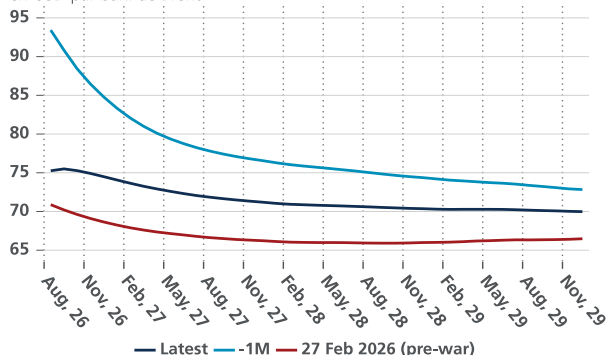
La semaine dernière, les États-Unis et l'Iran ont signé un protocole d'accord d'une durée de 60 jours. Ce protocole prévoit notamment la réouverture du détroit d'Ormuz et la levée du blocus américain sur les expéditions iraniennes. Ce résultat négocié est conforme à notre scénario de base, même si la fermeture du détroit a duré plus longtemps que nous ne l'avions initialement prévu. Notre scénario de base table toutefois sur une normalisation du trafic dans le détroit et sur l'absence de nouvelles fermetures prolongées de celui-ci au cours de notre horizon de prévision.

Les cours du pétrole ont chuté à l'annonce du protocole

d'accord, tombant à 78 USD le baril (au lundi 22 juin), contre 113 USD le baril fin avril. Les cours à terme laissent entrevoir de nouvelles baisses, les prix devant reculer progressivement pour s'établir à 73 USD le baril d'ici fin 2027 (voir figure 1). Cela dit, ces cours à terme restent bien supérieurs aux niveaux observés avant la guerre, et ce pour de multiples raisons. Premièrement, bien que les dégâts subis par les infrastructures pétrolières aient été limités, il faudra du temps pour que la production redémarre, que le détroit soit déminé et que les navires y reviennent. Deuxièmement, les stocks et les réserves ont été épuisés et devront être reconstitués. Rien qu'en mai, les stocks mondiaux observés ont diminué de 143 millions de barils. Enfin, l'Iran conserve la capacité de fermer le détroit à tout moment (comme l'illustre sa réaction à l'escalade des hostilités au Liban). Une prime de risque permanente reste donc intégrée dans les prix du pétrole.

Figure 1 - Prix à terme du pétrole

en USD par baril de Brent



Source: KBC Economics d'après ICE

Certaines conséquences de la guerre exerceront toutefois une pression à la baisse sur les prix. La guerre a affaibli le cartel de l'OPEP+, les Émirats arabes unis ayant quitté ce dernier. Cela limitera la capacité de l'OPEP+ à réduire l'offre. De plus, la guerre a également freiné la demande. La demande mondiale de pétrole devrait reculer de 1,1 million de barils par jour cette année, en raison notamment de la baisse du trafic aérien et de la diminution de la demande de GPL et de naphtha. La guerre pourrait également avoir entraîné une certaine destruction permanente de la demande, les ventes de véhicules électriques ayant bondi grâce à la hausse des prix du pétrole.

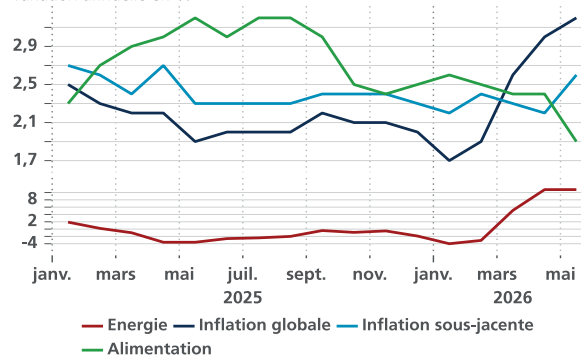
Les prix du gaz ont également baissé de manière notable. Lundi 22 juin, les prix s'établissaient à 42 EUR par MWh, en baisse par rapport à leur pic de 62 EUR par MWh atteint en mars. Les prix restent toutefois bien supérieurs aux niveaux observés en début d'année (30 EUR par MWh). Cela s'explique en partie par les vagues de chaleur qui ont considérablement accru la demande de climatisation ces dernières semaines. De plus, les niveaux de stockage de gaz de l'UE se situent à des niveaux historiquement bas (46 % de la capacité totale) et devront être reconstitués rapidement au cours de l'été et de l'automne.

Hausse de l'inflation dans la zone euro

L'inflation dans la zone euro a encore augmenté en mai pour atteindre 3,2 % en glissement annuel (voir figure 2). Par rapport à l'accélération observée entre février (1,9 %) et avril (3,0 %), cette hausse a été nettement moins marquée. Elle s'explique principalement par la progression de l'inflation sous-jacente, passée de 2,2 % à 2,6 %. L'inflation des prix de l'énergie est restée stable à

Figure 2 - Inflation dans la zone euro

variation annuelle en %



Source: KBC Economics d'après Eurostat

10,8 %, tandis que celle des prix des denrées alimentaires a reculé de 2,4 % à 1,9 %.

La stabilisation de l'inflation des prix de l'énergie s'inscrit dans la lignée de la stabilisation et de la légère correction des cours du pétrole brut et du gaz naturel observées sur les marchés de l'énergie à la mi-mai. La correction à la baisse de ces prix, suite à l'accord conclu entre les États-Unis et l'Iran, entraînera une baisse de l'inflation des prix de l'énergie au cours des prochains mois et devrait la ramener en territoire négatif au printemps 2027.

Dans l'intervalle, les effets indirects sur les prix de la récente flambée des prix de l'énergie continueront d'exercer une pression à la hausse limitée sur l'inflation sous-jacente. En mai, cela s'est particulièrement fait sentir dans l'inflation des services, notamment les services de transport et les voyages à forfait. Par ailleurs, le rythme de hausse des prix des logiciels s'accélère également, probablement dans le sillage de l'essor de l'intelligence artificielle.

Nous prévoyons toutefois que la pression indirecte sur les prix résultant de la hausse des prix de l'énergie restera relativement limitée et ne sera pas, ou à peine, exacerbée par des effets de second tour, en partie parce que la flambée des prix de l'énergie devrait rester temporaire et – par rapport au choc énergétique précédent – plus modérée. La résilience du marché du travail constituera également un facteur décisif à cet égard. Le taux de chômage historiquement bas témoigne d'un marché du travail structurellement tendu, sur lequel les pressions salariales peuvent s'intensifier rapidement. Toutefois, ce faible taux de chômage résulte également de la rétention de main-d'œuvre – pratique consistant à

conserver du personnel lorsque l'activité économique ralentit. Cela pèse sur la marge de manœuvre financière des entreprises. Conjugué à d'autres signes d'un certain affaiblissement conjoncturel du marché du travail, ce phénomène devrait empêcher des hausses salariales excessivement fortes et contribuer ainsi à limiter les effets de second tour.

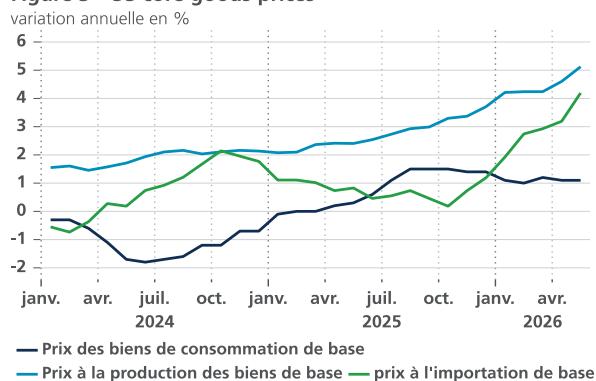
Nous avons donc revu à la hausse nos prévisions d'inflation sous-jacente de manière modérée (passant d'une moyenne de 2,4 % à 2,6 % en 2026 et de 2,3 % à 2,4 % en 2027). Toutefois, comme nous estimons désormais que l'inflation attendue des prix de l'énergie sera inférieure à ce que nous avons prévu il y a un mois, nos prévisions concernant l'inflation globale sont passées d'une moyenne de 2,8 % à 2,6 % en 2026 et de 2,0 % à 1,8 % pour 2027.

L'inflation américaine dépasse les 4 %

L'inflation américaine s'est à nouveau accélérée en mai, atteignant 4,2 % en glissement annuel (contre 3,8 % en avril). La hausse des prix de l'essence a une nouvelle fois été le principal facteur déterminant, les prix de l'énergie ayant progressé de 3,9 % le mois dernier. En revanche, les prix des denrées alimentaires restent stables. Il en va de même pour l'inflation sous-jacente. Celle-ci a atteint 2,8 % en glissement annuel en mai. Sur une base mensuelle, l'inflation sous-jacente n'a augmenté que de 0,2 % par rapport au mois précédent.

Parmi les composantes de l'inflation sous-jacente, les prix des biens ont légèrement baissé en glissement mensuel, grâce notamment à la baisse des prix des meubles, des véhicules neufs et des produits pharmaceutiques.

Figure 3 - US core goods prices



Source: KBC Economics d'après BLS

Cette faiblesse de l'inflation des biens devrait toutefois être temporaire. Les indicateurs avancés concernant les voitures et camions d'occasion laissent entrevoir une hausse des prix des véhicules à l'avenir. De plus, les récentes hausses des prix à la production des biens sous-jacents et des prix à l'importation laissent présager une augmentation des prix à la consommation des biens sous-jacents dans les mois à venir (voir figure 3).

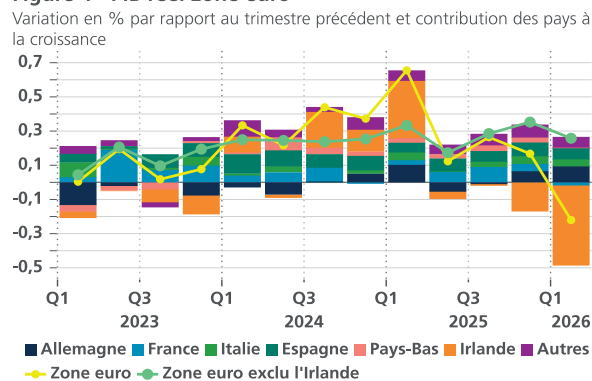
Les prix des services sous-jacents ont également augmenté de manière relativement modérée, à hauteur de 0,3 %, le mois dernier. Au sein des services, les prix du logement ont progressé de 0,3 % le mois dernier, une hausse un peu plus marquée que prévu compte tenu de la faiblesse des indicateurs avancés dans cette catégorie. Les services hors logement ont également augmenté de 0,3 %. Ce chiffre modeste s'explique en partie par une forte baisse des prix de l'assurance automobile. À l'avenir, l'inflation des services devrait s'atténuer, car les salaires horaires moyens progressent à un rythme modéré (3,4 % en glissement annuel) et la récente hausse rapide des tarifs aériens pourrait s'inverser, dans le sillage des récentes baisses des cours du pétrole.

Compte tenu de la baisse des prix des biens sous-jacents et de la baisse des cours du pétrole, nous révisons à la baisse notre prévision d'inflation pour 2026, de 3,6 % à 3,5 %, tout en maintenant notre prévision de 2,7 % pour 2027.

Contraction surprenante de l'économie de la zone euro

Selon les dernières estimations d'Eurostat, le PIB réel de la zone euro au premier trimestre 2026 a reculé de 0,2 % par rapport à la période trimestrielle précédente. L'estimation

Figure 4 - PIB réel zone euro



Source: KBC Economics d'après Eurostat

préliminaire avait fait état d'une légère croissance de 0,1 %. Cette révision surprenante s'explique principalement par la contraction beaucoup plus marquée de la croissance du PIB irlandais (-12,1 %), un chiffre qui est toujours fortement influencé par les activités et les décisions comptables des multinationales étrangères. Le fléchissement de la croissance irlandaise au premier trimestre est attribué à la faiblesse des secteurs industriel et pharmaceutique, dominés par les multinationales, comme le prouve la croissance continue de l'activité intérieure sous-jacente en Irlande. Hors Irlande, la croissance aurait tout de même atteint près de 0,3 % (voir figure 4).

Comme lors des trimestres précédents, l'économie espagnole a été un moteur clé de la croissance dans la zone euro. Au cours des premiers mois de 2026, l'Italie a également apporté une contribution significative. La France, en revanche, n'a pas été à la hauteur, enregistrant une légère contraction.

L'évolution la plus notable semble toutefois être la contribution croissante de l'Allemagne à la croissance. Dans le contexte du marasme économique de longue date que connaît l'Allemagne, cela semble encourageant à première vue. Toutefois, la croissance relativement robuste du premier trimestre (+0,3 % en glissement trimestriel) résulte principalement d'une progression particulièrement forte des exportations, qui a probablement été favorisée par un certain nombre de facteurs plutôt fortuits. Par exemple, la forte croissance des exportations vers les États-Unis reflète probablement une certaine normalisation après les pertes antérieures résultant de la politique tarifaire erratique du président Trump. Plus généralement, cette forte croissance des exportations était sans doute une correction faisant suite au recul observé au trimestre précédent. Il est également possible que les craintes d'une perturbation des flux commerciaux suite au déclenchement d'une guerre au Moyen-Orient aient donné un coup de pouce préventif aux exportations. Il est en tout cas frappant de constater que la croissance substantielle des exportations s'est accompagnée d'une forte réduction des stocks. L'évolution de la demande intérieure en Allemagne s'est avérée bien moins encourageante. La croissance de la consommation privée s'est pratiquement figée, tandis que la formation brute de capital fixe a reculé. Seule la consommation publique a apporté une modeste contribution positive à la croissance.

Ce dernier élément montre que l'assouplissement de la politique budgétaire en Allemagne stimule non seulement – comme prévu – les dépenses d'investissement, mais aussi la consommation publique. Parallèlement, le gouvernement allemand continue de rencontrer des difficultés dans la mise en œuvre de son programme de réformes économiques. L'approbation parlementaire des décisions gouvernementales traîne en longueur, et il s'avère difficile de parvenir à de nouvelles décisions gouvernementales. L'élan économique issu du changement de paradigme en matière de politique budgétaire – pour lequel de grandes attentes avaient été suscitées lors de l'entrée en fonction du gouvernement Merz il y a un peu plus d'un an – devrait donc se concrétiser un peu plus tard et avec moins de vigueur que prévu initialement.

Après la forte baisse enregistrée en avril, les indicateurs de confiance des consommateurs et des entreprises dans la zone euro se sont légèrement améliorés en mai. L'accord provisoire entre les États-Unis et l'Iran permettra une nouvelle amélioration de la confiance à court terme, mais l'incertitude restera une caractéristique majeure du contexte économique pendant encore quelque temps. Nous maintenons donc nos prévisions d'une croissance économique très modeste aux deuxième et troisième trimestres de 2026.

En résumé, nous révisons à la baisse nos prévisions de croissance annuelle moyenne du PIB réel dans la zone euro, qui passent de 0,7 % à 0,3 % pour 2026 et de 1,2 % à 1,0 % pour 2027. La révision à la baisse pour 2026 est presque entièrement due au chiffre de croissance négatif enregistré au premier trimestre et revêt donc un caractère essentiellement « technique ». La révision à la baisse pour 2027 reflète principalement une reprise moins vigoureuse et retardée de la dynamique économique en Allemagne, pour laquelle nous abaissons les prévisions de croissance de 0,7 % à 0,6 % pour 2026 et de 1,4 % à 0,9 % pour 2027.

L'évaluation quelque peu plus prudente de la croissance dans le scénario de base implique que les risques sont répartis de manière un peu plus équilibrée. De nombreux facteurs, tels qu'une nouvelle escalade au Moyen-Orient, des conflits commerciaux, des tensions politiques intérieures et/ou une restructuration économique dans le contexte d'un marché du travail en perte de vitesse, pourraient entraîner une croissance inférieure aux prévisions. Toutefois, il n'est pas moins probable qu'une impulsion tirée par la demande, à la suite d'un regain de

confiance plus fort que prévu, puisse propulser l'économie de la zone euro sur une trajectoire de croissance supérieure aux prévisions.

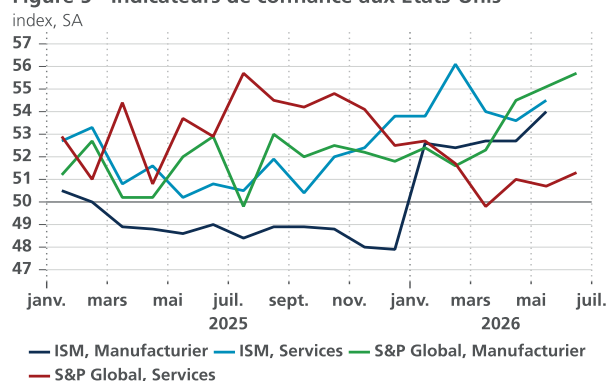
L'économie américaine reste solide

Malgré des vents contraires importants (sur les plans du commerce, de l'énergie et des migrations), l'économie américaine progresse à un rythme soutenu. Bien que le PIB du premier trimestre ait été légèrement revu à la baisse, passant de 0,5 % à 0,4 % en glissement trimestriel, les données concrètes indiquent une croissance supérieure au potentiel au deuxième trimestre. Les ventes au détail ont enregistré une solide hausse de 0,9 % le mois dernier, tandis que l'indice corrigé des variations saisonnières (qui exclut les postes volatils) a progressé de 0,7 %. La hausse des prix de l'essence n'a donc eu jusqu'à présent qu'un impact limité sur les dépenses de consommation. Les fortes hausses des importations de biens d'équipement et des commandes de biens durables indiquent également que les investissements non résidentiels restent vigoureux. En revanche, les investissements résidentiels continuent de freiner la croissance, les mises en chantier ayant reculé pour le deuxième mois consécutif. Parallèlement, les indicateurs de confiance se redressent et laissent entrevoir une croissance solide à venir, en particulier pour le secteur manufacturier (voir figure 5). Parmi les sous-composantes de ces indicateurs, la forte hausse de la composante « nouvelles commandes » est particulièrement encourageante.

Le marché du travail affiche également une forte dynamique. Les emplois non agricoles ont augmenté de 172 000 en mai, ce qui constitue le troisième résultat solide d'affilée. La croissance des emplois non agricoles s'est établie en moyenne à 114 000 par mois depuis le début de l'année, contre 10 000 l'année dernière. Le taux de chômage est également resté inchangé le mois dernier, à un faible niveau de 4,3 %, tandis que le nombre de personnes travaillant à temps partiel pour des raisons économiques a diminué. Les offres d'emploi ont également connu une hausse remarquable le mois dernier, en grande partie grâce à une forte augmentation dans les services professionnels et aux entreprises.

À plus long terme, nous prévoyons que la dynamique des investissements non résidentiels se maintiendra jusqu'à l'année prochaine et nous anticipons un léger effet positif lié à l'ouverture du détroit d'Ormuz. Nous revoyons donc à la hausse nos prévisions pour 2026 et 2027 de 0,1 point de

Figure 5 - Indicateurs de confiance aux Etats-Unis



Source: KBC Economics d'après ISM, S&P Global

pourcentage, les portant respectivement à 2,1 % et 2 %.

L'économie chinoise s'affaiblit

Après plusieurs mois de résilience économique, certaines failles réapparaissent dans l'économie chinoise. Les ventes au détail ont reculé pour le troisième mois consécutif en mai, enregistrant leur première contraction en glissement annuel (-0,6 %) depuis février 2023. La dynamique atone du commerce de détail reflète une demande intérieure chinoise toujours faible, due à la fois à des facteurs structurels et conjoncturels. Le ralentissement qui touche le secteur immobilier depuis plusieurs années se poursuit, pesant sur la confiance et le patrimoine des ménages. Les indicateurs d'emploi issus d'enquêtes font état d'une faiblesse persistante du marché du travail. La confiance des consommateurs, qui avait progressé régulièrement au cours de l'année écoulée après avoir atteint des niveaux extrêmement bas, a de nouveau reculé en mars et avril. Parallèlement, la reprise des investissements, qui avait contribué à hauteur de 1,9 point de pourcentage à la croissance de 5,0 % du PIB chinois en glissement annuel au premier trimestre, semble s'être essouffée, les investissements en immobilisations ayant reculé de 4,1 % depuis le début de l'année par rapport à la même période de l'année précédente. Toutefois, en avril et mai, les exportations ont progressé respectivement de 9,8 % et 13,8 % en glissement annuel, ce qui laisse entrevoir une contribution solide des exportations à la croissance du PIB au deuxième trimestre. Nous ne révisons donc que très légèrement nos prévisions de croissance du PIB pour le deuxième trimestre, les ramenant de 1,0 % à 0,9 % en glissement trimestriel. Il en résulte une croissance moyenne du PIB légèrement plus faible en 2026, à 4,6 % au lieu de 4,7 %, mais les perspectives pour 2027 restent

inchangées à 4,1 %. Les perspectives d'inflation moyenne annuelle restent inchangées à 1,2 % tant en 2026 qu'en 2027.

Hausse des taux de la BCE en juin

Avec l'annonce du cessez-le-feu entre les États-Unis et l'Iran, notre hypothèse géopolitique fondamentale – selon laquelle la guerre en Iran, et la fermeture du détroit d'Ormuz qui en découlait, seraient temporaires – s'est confirmée. Toutefois, ce cessez-le-feu intervient un peu plus tard que prévu, ce qui signifie que les répercussions directes et indirectes de la hausse des prix de l'énergie ont eu davantage de temps pour se répercuter sur l'inflation de la zone euro. En conséquence, le 11 juin, la BCE s'est vue contrainte de relever son taux directeur de 25 points de base, à 2,25 %. Cela contrastait avec notre évaluation initiale, au début de la guerre, selon laquelle la BCE pouvait se permettre de « ne pas tenir compte » d'un choc d'offre relativement court et temporaire.

La présidente de la BCE, Christine Lagarde, a également indiqué qu'à la suite de la hausse des taux à 2,25 %, la BCE s'estime désormais à nouveau bien placée pour réagir à de nouveaux développements. Les risques d'inflation restent orientés à la hausse. La trajectoire d'inflation plus élevée que prévu résulte de la répercussion de la hausse des prix de l'énergie sur les prix des denrées alimentaires, des biens et des services. Selon la BCE, il n'existe pour l'instant aucun signe explicite de ce que l'on appelle des « effets de second tour » – par lesquels, par exemple, les anticipations d'inflation commencent à influencer la fixation des salaires – jusqu'à nouvel ordre.

Afin d'évaluer la solidité de la décision relative aux taux d'intérêt, les services de l'Eurosystème ont non seulement élaboré de nouvelles projections pour le scénario de base, mais ont également actualisé les scénarios « défavorable » et « grave » établis en mars. En outre, un nouveau scénario « plus modéré » a été introduit. Dans les quatre scénarios, la BCE a conclu que la hausse des taux d'intérêt constituait la décision de politique monétaire « robuste » appropriée. Suite à l'annonce (et à la signature ultérieure) du cessez-le-feu, les courbes des contrats à terme sur les prix du pétrole et du gaz se situent désormais entre les hypothèses de la BCE pour son scénario de base et celles de son scénario modéré.

Dans les quatre scénarios examinés, la BCE a estimé qu'une hausse des taux d'intérêt de 25 points de base

constituait le choix de politique optimale. En ce sens, il ne s'agissait donc pas simplement d'une « mesure de précaution ». Les futures décisions de politique monétaire dépendront largement de l'évolution des anticipations d'inflation à moyen terme. Dans ce contexte, Christine Lagarde a fait référence au cadre analytique qu'elle avait proposé en mars. Elle y indiquait que la BCE pouvait ignorer un choc limité (et temporaire), réagir à un choc plus important mais non persistant par un ajustement de politique bien calibré, et réagir avec fermeté à un écart significatif et soutenu par rapport à l'objectif d'inflation.

Selon Mme Lagarde, une hausse des taux d'intérêt de 25 points de base ne constitue pas vraiment une réponse « énergique », mais elle est appropriée. À la lumière des prochaines réunions de politique monétaire, cela suggère que, jusqu'à nouvel ordre, la BCE envisage un ajustement plutôt limité de sa politique et ne souhaite pas agir trop précipitamment pour l'instant.

Tout bien considéré, la BCE est confrontée au dilemme consistant à mettre en balance les données actuellement disponibles (notamment l'absence de signes d'effets de second tour) et la nécessité de garder la possibilité d'une ou plusieurs hausses supplémentaires des taux d'intérêt. Les commentaires formulés à l'issue de la décision sur les taux d'intérêt par des responsables de la BCE tels que Nagel et Lane vont dans ce sens. En nous appuyant, entre autres, sur la déclaration de Lagarde selon laquelle la BCE a trouvé un nouveau « bon » équilibre, nous concluons que, sauf événement géopolitique nouveau (tel qu'un échec du cessez-le-feu) ou données économiques inédites (des tendances inflationnistes plus généralisées alimentant les anticipations d'inflation), la BCE devrait maintenir son taux d'intérêt inchangé à 2,25 % jusqu'à nouvel ordre. Cette position est plus prudente que ce que les anticipations actuelles du marché monétaire laissent entrevoir, mais celles-ci peuvent évoluer rapidement à la lumière de nouveaux développements, comme l'ont illustré le cessez-le-feu (et la prise en compte par les marchés d'une seule hausse des taux d'intérêt). Quoi qu'il en soit, les futures décisions de la BCE en matière de taux d'intérêt dépendront plus que jamais des données économiques.

La Fed sous la houlette de son nouveau président, M. Warsh

En juin, la Fed a maintenu son taux directeur inchangé à 3,625 %. La première conférence de presse du nouveau

président de la Fed, M. Warsh, a donné quelques indications sur l'orientation future de la Fed. Tout d'abord, le communiqué de presse d'introduction était particulièrement succinct et ne contenait que peu de commentaires économiques. Si l'on ajoute à cela le fait que M. Warsh n'a pas jugé nécessaire de fournir ses propres projections économiques pour les « dot plots », cela suggère que la Fed fournira à l'avenir nettement moins d'« indications prospectives » et laissera les marchés se forger leur propre opinion sur l'évolution de l'économie et les tendances appropriées des taux d'intérêt. D'un point de vue théorique, cette approche se justifie et ramènerait la Fed à la stratégie adoptée avant la crise financière, qui a précédé la période des taux d'intérêt nuls et des « indications prospectives » associées.

Il convient également de noter la création d'un certain nombre de groupes de travail, notamment sur la politique des taux d'intérêt, la politique de bilan et le traitement des données économiques. Ces groupes de travail pourraient présenter leurs conclusions dès la fin de l'année. Toutefois, l'objectif d'inflation de 2 %, en tant que définition de la stabilité des prix, n'est pas remis en cause, sans doute afin de ne pas compromettre l'ancrage des anticipations d'inflation à moyen terme.

Bien que M. Warsh ne soit pas favorable aux « indications prospectives », les décideurs ont publié en juin de nouvelles projections économiques contenant trois messages clés. Premièrement, la projection médiane tant pour l'inflation sous-jacente que pour l'inflation globale (basée sur l'indice des prix PCE) pour 2026 a été fortement révisée à la hausse (passant respectivement de 2,7 % à 3,3 % et de 2,7 % à 3,6 %). Cela reflétait sans aucun doute la hausse des prix de l'énergie et des denrées alimentaires pour les consommateurs américains, mais aussi, de manière plus générale, le fait que la croissance économique américaine reste forte (supérieure à la croissance potentielle) et génère ainsi des pressions inflationnistes dans un contexte de marché du travail robuste (contrairement à la situation économique dans la zone euro).

Un deuxième élément inattendu ressortant des « graphiques en points » était que, conformément à l'expansion économique tirée par la demande, la projection médiane concernant le taux directeur américain suggérait une hausse de 25 points de base d'ici

fin 2026. Au cours de l'année 2027, la Fed s'attend à ce que l'inflation ralentisse considérablement, ce qui signifie que, selon la projection médiane, le niveau restrictif du taux directeur pourrait à nouveau être légèrement abaissé.

Une troisième observation intéressante est que l'estimation médiane du taux directeur d'équilibre à long terme est restée inchangée à 3,1 %. Ce chiffre est légèrement inférieur à notre estimation actuelle du taux neutre (3,375 %). Toutefois, l'importance des « indications prospectives » ayant diminué pour la Fed sous la présidence de Warsh, nous sommes enclins à accorder davantage de poids à notre propre estimation.

Concrètement, cela signifie que nous prévoyons que la Fed relèvera son taux directeur de 25 points de base, à 3,875 %, au troisième trimestre, et qu'elle maintiendra ce niveau jusqu'au début de 2027. Au cours de l'année 2027, à mesure que l'inflation se calmera, il sera alors possible de procéder à une seule baisse des taux, à 3,625 %. Ce niveau reste toutefois légèrement supérieur à notre estimation du taux neutre.

Affaiblissement du lien entre le dollar américain et le cours du pétrole

Depuis le début de la guerre en Iran, le cours du pétrole a été un facteur déterminant du taux de change du dollar américain. Chaque fois que le cours du pétrole augmentait, le dollar s'appréciait, et inversement. Suite à l'annonce du cessez-le-feu, ce lien semble avoir largement disparu. Le prix du pétrole a fortement chuté, mais le dollar s'est raffermi. Le marché semble actuellement se concentrer davantage sur les écarts attendus en matière de croissance et de taux d'intérêt entre les États-Unis et l'Europe. De plus, l'évolution récente du dollar suggère également que la première réunion de politique monétaire de la Fed sous la présidence de M. Warsh a renforcé la confiance des marchés dans l'indépendance de la future politique de la Fed, ce qui s'est traduit par un dollar plus fort.

Les rendements obligataires influencés par les banques centrales

Les rendements des obligations à dix ans américaines et allemandes sont récemment restés globalement relativement stables, s'établissant respectivement autour

de 4,45 % et 3 %. Néanmoins, une certaine volatilité a été observée, principalement sous l'effet des anticipations concernant la politique monétaire. En particulier, à la suite du communiqué plutôt « hawkish » publié après la réunion de politique monétaire de la Fed, le rendement à dix ans a légèrement augmenté. Nous prévoyons que le rendement américain à dix ans continuera de progresser, bien que modestement, pour atteindre environ 4,60 % à l'approche de la hausse des taux d'intérêt attendue au troisième trimestre. Il se stabilisera ensuite et, dans un contexte de nouveau ralentissement de l'inflation et de nouvelle baisse du taux directeur, il reculera progressivement pour s'établir autour de 4,55 % d'ici fin 2027.

Légère hausse des écarts de rendement entre les obligations d'État au sein de l'UEM

Suite à la légère baisse récente des taux d'intérêt allemands, les écarts intra-UEM se sont globalement légèrement creusés. Nos perspectives à moyen terme restent toutefois inchangées. Après une correction à la baisse à court terme provoquée par une nouvelle légère hausse des taux d'intérêt allemands, nous prévoyons que les écarts continueront de fluctuer globalement dans une

fourchette stable, avec éventuellement un léger potentiel de baisse supplémentaire. Au niveau des différents pays, nous tablons toujours sur un élargissement temporaire du spread de la France début 2027, à l'approche de l'élection présidentielle. Pour les pays fortement dépendants du Moyen-Orient pour leurs importations d'énergie, l'annonce du cessez-le-feu a constitué une bonne nouvelle. Le spread italien, en particulier, a baissé, même si ces mouvements de spreads, qui s'expliquent par des facteurs fondamentaux, restent remarquablement modestes.

Nous restons d'avis que la relative stabilité des spreads dans la zone euro résulte structurellement de la confiance du marché dans la capacité de la BCE à déployer toutes les mesures nécessaires si l'évolution des spreads venait à compromettre la stabilité financière et, par conséquent, le mécanisme de transmission de la politique monétaire. Par ailleurs, en cas de spéculation désordonnée et perçue comme injustifiée sur les marchés, la BCE dispose de l'instrument de protection de la transmission.

Belgique

Un début d'année 2026 toujours satisfaisant

L'estimation préliminaire de la croissance du PIB au premier trimestre 2026 a été confirmée à 0,2 % par l'Institut des comptes nationaux (ICN). Ce chiffre traduit un renforcement de la croissance trimestrielle par rapport au trimestre précédent (0,05 %) et s'inscrit globalement dans la lignée de la croissance de l'économie de la zone euro, si l'on exclut l'effet du PIB irlandais. Il montre que l'économie belge a encore affiché des résultats étonnamment bons en ce début d'année. Si l'on examine les détails, la consommation des ménages (+0,6 % en glissement trimestriel) a été le principal moteur de la croissance du PIB au premier trimestre, après une stagnation au quatrième trimestre 2025. Les investissements dans le logement ont légèrement progressé de 1,3 %, ce qui représente la première croissance trimestrielle positive de cette composante depuis le premier trimestre 2024. La consommation et les investissements publics ont tous deux reculé, respectivement de 0,5 % et 1,0 %. La croissance des investissements des entreprises a été modérément positive, avec une hausse de 0,3 %. Les flux commerciaux ont surpris à la hausse, les exportations et les importations ayant augmenté respectivement de 2,8 % et 2,6 %, ce qui s'est traduit par une légère contribution positive des exportations nettes à la croissance (+0,1 point de pourcentage). Enfin, la contribution des variations de stocks à la croissance du PIB a été négative, à -0,1 point de pourcentage (voir figure BE1).

La publication des données du premier trimestre par l'INASTI a également montré que la croissance trimestrielle de l'emploi avait rebondi (+0,2 % en glissement trimestriel,

soit 10 350 personnes supplémentaires), ce qui suggère que le marché du travail est resté résilient (voir figure BE2). La création d'emplois s'est améliorée dans l'industrie et la construction, ainsi que dans les activités professionnelles, scientifiques et techniques et dans les activités de services administratifs et de soutien. De plus, le taux de chômage harmonisé est passé de 6,4 % à la fin de 2025 à 6,2 % en mars et avril 2026. Il convient toutefois de faire preuve de prudence dans l'interprétation des chiffres du marché du travail belge du premier trimestre, car l'emploi a probablement été stimulé par la nouvelle limite de deux ans imposée aux allocations de chômage. Par ailleurs, les données non officielles récentes indiquent que les perspectives du marché du travail se sont détériorées. Ainsi, les enquêtes mensuelles de la BNB montrent que les prévisions des entreprises en matière d'emploi et celles des consommateurs concernant le chômage deviennent plus pessimistes. En conséquence, la croissance de l'emploi devrait à nouveau s'affaiblir au cours des prochains trimestres.

Scénario inchangé

De manière plus générale, le climat général s'est nettement détérioré depuis le début de la guerre au Moyen-Orient fin février. Cette détérioration a été particulièrement marquée pour la confiance des consommateurs, qui est tombée en dessous de sa moyenne à long terme, après une remontée de l'indicateur tout au long de l'année 2025. L'impact de la hausse de l'inflation et des réformes gouvernementales sur les revenus réels, et donc sur le pouvoir d'achat, devrait entraîner un ralentissement substantiel de la croissance des dépenses des ménages au deuxième trimestre et au cours des trimestres suivants, par rapport

Figure BE1 - Contribution au PIB belge

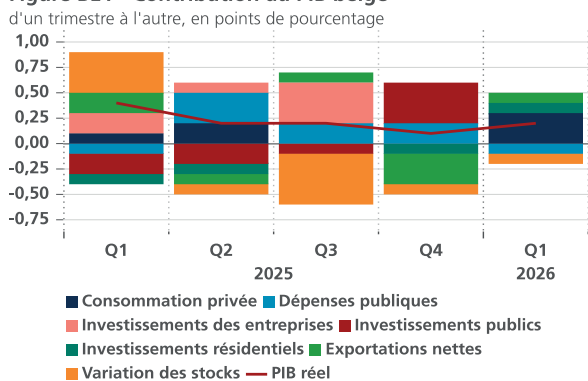


Figure BE2 - Emploi domestique en Belgique

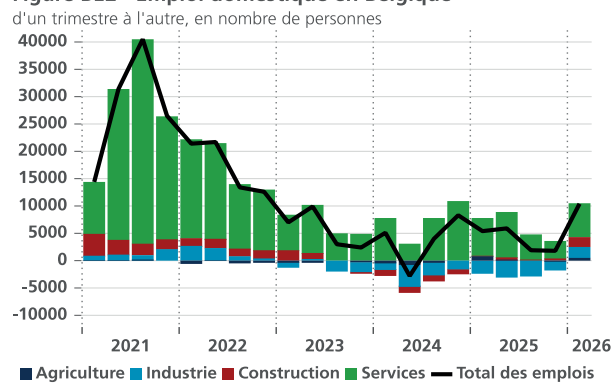
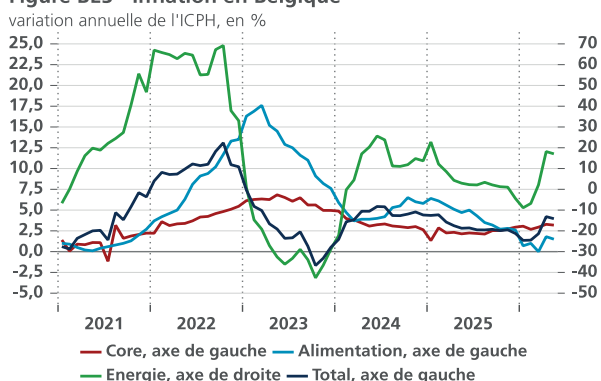


Figure BE3 - Inflation en Belgique

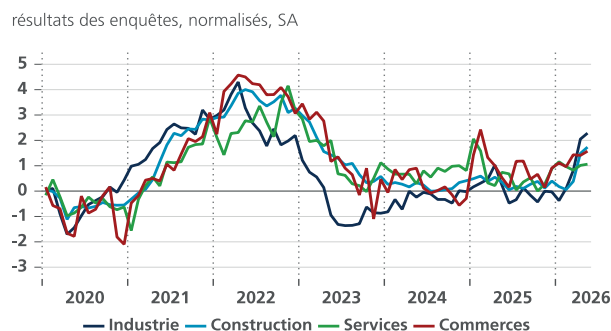


Source: KBC Economics d'après Eurostat

à la croissance trimestrielle inattendue enregistrée au premier trimestre. Malgré l'optimisme suscité par l'accord entre les États-Unis et l'Iran sur la réouverture du détroit d'Ormuz et la prolongation du cessez-le-feu, une incertitude considérable subsiste quant à sa mise en œuvre complète et aux revers occasionnels. Cet accord limite certes les risques baissiers pesant sur l'activité économique générale, mais nous continuons de tabler sur une croissance modeste de 0,6 % pour l'économie belge cette année. Ce scénario implique que le PIB belge stagnera pratiquement au deuxième trimestre et ne se redressera que progressivement au cours des trimestres suivants. Pour 2027, nous avons également maintenu inchangée la croissance annuelle du PIB, à 1,1 %.

L'inflation belge (sur la base de l'IPCH européen) s'est établie à 4,0 % en mai, en baisse de 0,2 point de pourcentage par rapport au chiffre d'avril (voir graphique BE3). Outre une baisse de l'inflation énergétique, passée de 18,2 % à 17,1 %, la baisse de l'inflation globale s'explique

Figure BE4 - Prévisions concernant les prix de vente pour les trois prochains mois



Source: KBC Economics d'après DG ECFIN

par une inflation alimentaire plus faible (passant de 1,8 % à 1,5 %) ainsi que par une légère baisse de l'inflation sous-jacente (c'est-à-dire hors énergie et alimentation, passant de 3,3 % à 3,2 %). Pour l'avenir, nous continuons de prévoir que l'inflation globale belge s'établira en moyenne à 3,2 % cette année, avant de se modérer à nouveau pour atteindre 2,1 % en 2027. D'une part, la baisse des prix à terme du pétrole et du gaz par rapport au mois dernier laisse présager une inflation des prix de l'énergie plus faible que prévu. D'autre part, nous constatons désormais que les effets indirects contribueront un peu plus à l'inflation sous-jacente au cours des prochains mois que prévu initialement. Les enquêtes sur les anticipations d'inflation suggèrent en effet une persistance des pressions sur les prix sous-jacents (voir figure BE4).

Europe centrale et orientale

République tchèque

En République tchèque, les développements les plus marquants tournent autour d'un revirement inattendu de la banque centrale vers une politique monétaire restrictive. Bien que l'inflation globale des prix à la consommation ait ralenti à 2,1 % en mai, s'alignant parfaitement sur l'objectif de la Banque nationale tchèque (CNB), ce chiffre a été tiré vers le bas par une baisse de 1,9 % en glissement annuel des prix volatils des denrées alimentaires. À l'inverse, l'inflation dans le secteur des transports a bondi à 9,4 %, sous l'effet du choc énergétique au Moyen-Orient, tandis que l'inflation sous-jacente reste élevée, à un niveau préoccupant de 2,9 %. En raison principalement de la récente baisse des prix des carburants, nous avons revu à la baisse nos prévisions d'inflation moyenne mesurée par l'IPCH pour 2026, les ramenant de 2,3 % à 2,1 %.

Le 18 juin, la CNB a relevé son taux directeur de 25 points de base, le portant à 3,75 %. Six des sept membres du conseil d'administration de la banque ont voté en faveur de cette décision. Ce « changement de mentalité » en faveur des hausses de taux s'explique en grande partie par deux facteurs : le conflit au Moyen-Orient et une très forte croissance des salaires (+6,4 % en glissement annuel en termes réels au premier trimestre 2026).

Les commentaires prudents du gouverneur Michl à l'issue du vote ont laissé entrevoir une réticence à se précipiter vers de nouvelles hausses de taux. Il n'a pas explicitement indiqué que le prochain vote porterait sur le maintien des taux ou leur relèvement. Nous prévoyons que le taux repo à 2 semaines actuel restera stable pendant une période prolongée, après quoi une légère baisse à 3,50 % pourrait intervenir au second semestre 2027, une fois que les pressions inflationnistes se seront atténuées.

Hongrie

En Hongrie, le paysage politique a connu un bouleversement majeur avec la victoire électorale du parti Tisza, mettant fin aux seize années de règne de Viktor Orbán. Cette transition au pouvoir a immédiatement restauré une certaine confiance chez les investisseurs internationaux, comme en témoigne la remontée du forint, qui a atteint son plus haut niveau depuis quatre ans. La priorité immédiate du nouveau gouvernement est

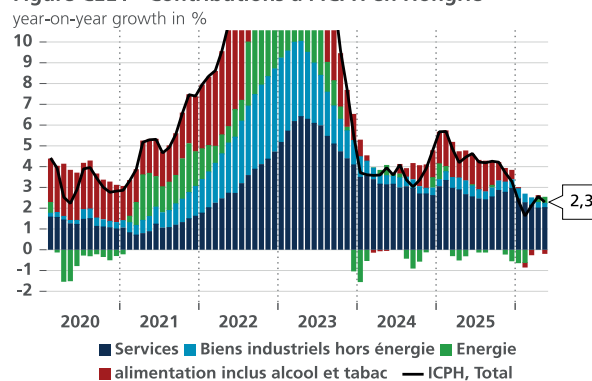
la mise en œuvre de réformes anticorruption globales, indispensables pour débloquer 16,4 milliards d'euros de fonds européens de cohésion et de relance actuellement gelés. Ces fonds devraient commencer à être versés au quatrième trimestre 2026.

Sur le plan budgétaire, le nouveau gouvernement est confronté à un défi colossal. Le déficit budgétaire hérité devrait atteindre le niveau alarmant de 6,8 % du PIB en 2026, en raison des dépenses électorales massives engagées par le gouvernement précédent. Fitch Ratings a confirmé la note de défaut émetteur à long terme « BBB » de la Hongrie, avec une perspective négative, soulignant ainsi les inquiétudes concernant la viabilité budgétaire et la crédibilité des politiques menées. En réponse, le ministère des Finances a annoncé en juin un audit complet des finances publiques, dans le but de remanier le budget 2026 afin de supprimer les abattements fiscaux inefficaces accordés aux entreprises tout en préservant les mesures de soutien aux ménages plébiscitées par la population. Nous prévoyons que le déficit budgétaire public hongrois se réduira progressivement, passant de 5,5 % du PIB en 2027 à 3,5 % en 2029.

Parallèlement, l'évolution de l'inflation a réservé une bonne surprise : en mai, l'inflation IPCH a ralenti à 2,3 % en glissement annuel, sous l'effet d'une baisse des dépenses énergétiques des ménages et d'un ralentissement de la hausse des prix des denrées alimentaires (voir figure CEE1). Nos prévisions actualisées concernant l'inflation moyenne mesurée par l'IPCH en Hongrie s'établissent à 2,6 % pour 2026, suivies d'une hausse temporaire à 3,7 % en 2027.

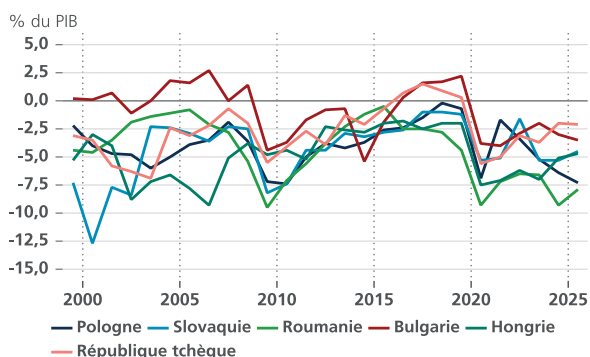
En réponse à cette tendance désinflationniste, mais

Figure CEE1 - Contributions à l'ICPH en Hongrie



Source: KBC Economics d'après Eurostat

Figure CEE2 - Solde budgétaire de l'État



Source: KBC Economics d'après Eurostat

compte tenu de la volatilité des taux de change, nous prévoyons désormais que la Banque nationale hongroise (Magyar Nemzeti Bank) réduira progressivement son taux directeur pour le ramener à 5,50 % d'ici la fin de cette année, à 4,50 % d'ici la fin de 2027 et à 4,00 % d'ici la fin de 2028. Sous l'effet de l'afflux prévu de capitaux européens et d'une consommation intérieure résiliente, la croissance du PIB réel devrait progressivement remonter pour atteindre 3,0 % en 2028.

Slovaquie

La Slovaquie traverse actuellement une période de tensions institutionnelles aiguës, qui a abouti à de sévères avertissements de la part des autorités européennes. Le Parlement européen a adopté une résolution constituant un « dernier avertissement », qui soulignait ses préoccupations concernant les normes démocratiques, l'indépendance judiciaire et la protection des droits des minorités. Cela laisse entrevoir la possibilité que Bruxelles active le mécanisme de conditionnalité lié à l'État de droit. L'activation de ce mécanisme suspendrait l'accès de la Slovaquie aux fonds structurels essentiels de l'UE ainsi qu'aux versements au titre de la Facilité pour la reprise et la résilience (FRR).

Sur le plan intérieur, l'inflation a légèrement reculé, passant à 3,8 % en mai après avoir atteint en avril son plus haut niveau en trois mois, à 3,9 %. Toutefois, ce ralentissement global masque des pressions structurelles sous-jacentes ; les coûts de transport ont bondi de 9,4 % en raison d'une flambée de près de 20 % des prix des carburants, tandis que les coûts du logement et des services publics ont augmenté de 6,7 % en glissement annuel. La combinaison d'un coût de la vie toujours élevé

et de mesures d'assainissement budgétaire agressives pèse lourdement sur la demande intérieure. Malgré un assainissement budgétaire douloureux en cours, les perspectives budgétaires restent tout aussi sombres, le déficit des administrations publiques devant passer de 5,0 % prévu pour 2026 à 5,4 % en 2027 (voir figure CEE2).

Bulgarie

La Bulgarie est confrontée à une recrudescence des pressions sur les prix. En mai 2026, le taux d'inflation annuel (IPC) s'est accéléré pour atteindre 6,3 %, confirmant ainsi le niveau le plus élevé enregistré depuis août 2023. Cette flambée inflationniste a été presque entièrement due à des chocs énergétiques externes, qui ont entraîné une hausse vertigineuse de 21,6 % en glissement annuel des coûts de transport, parallèlement à des hausses notables dans les secteurs de l'hôtellerie et des services publics. Un facteur positif concernant les tendances inflationnistes attendues réside dans le segment des prix de l'immobilier en Bulgarie, pour lequel nous révisons à la baisse nos prévisions de croissance en glissement annuel, de 9 % à 7 % cette année et de 6,5 % à 6,0 % en 2027.

Malgré ces vents contraires inflationnistes, les perspectives économiques générales restent relativement solides. Le PIB réel, soutenu par une forte consommation publique, une croissance salariale résiliente et l'absorption continue des fonds européens, devrait encore progresser de 2,6 % en 2026 et ne ralentir que marginalement pour s'établir à 2,5 % au cours des deux prochaines années.

Pologne

Contrairement à la Bulgarie, la Pologne a connu une surprise désinflationniste très favorable. Le taux d'inflation annuel est tombé à 3,1 % en mai 2026, s'inscrivant nettement en dessous du consensus du marché, qui s'établissait à 3,7 %. Ce ralentissement s'explique principalement par une déflation inattendue des prix des denrées alimentaires d'un mois sur l'autre, qui a compensé la hausse des coûts liée au choc mondial des prix des carburants. Compte tenu de cette stabilisation, la Banque nationale de Pologne a maintenu son taux directeur à 3,75 % début juin. Pour l'ensemble de l'année 2026, nous prévoyons que l'inflation moyenne mesurée par l'IPCH en Pologne reculera à 3,2 %, avant de baisser encore à 2,6 % en 2027.

L'activité économique reste exceptionnellement forte,

l'office des statistiques ayant confirmé une croissance robuste du PIB de 3,5 % en glissement annuel au premier trimestre 2026. La croissance du PIB sur l'ensemble de l'année devrait également dépasser les 3 % dans les années à venir, soutenue par une consommation privée très résiliente, un faible taux de chômage et une forte hausse des investissements publics cofinancés par des fonds européens. Toutefois, l'orientation budgétaire expansionniste devrait faire grimper le déficit public à au moins 6,5 % du PIB en 2026, avec une baisse seulement modérée par la suite. La Pologne fait déjà l'objet de la procédure pour déficit excessif de l'UE, ce qui reflète des déséquilibres budgétaires persistants et la nécessité d'un assainissement progressif.

Roumanie

La Roumanie est actuellement confrontée à la crise la plus aiguë et la plus multiforme de la région, caractérisée par une crise politique et une détérioration macroéconomique simultanées. L'implosion de la coalition au pouvoir en mai 2026 a plongé le pays dans une profonde paralysie politique. Les tentatives répétées de formation d'un nouveau gouvernement ont jusqu'à présent échoué. La mise en œuvre du budget 2026 et l'absorption en temps voulu de 7,3 milliards d'euros de fonds essentiels de la Facilité de relance de l'UE (FRF) sont menacées. L'absence d'un gouvernement stable capable de mettre en œuvre les réformes structurelles prévues a gravement sapé la confiance des investisseurs et compliqué les efforts visant à gérer un déficit budgétaire galopant, qui ne devrait être que légèrement meilleur que celui de la Pologne (6,2 % du PIB cette année, suivi d'une baisse seulement progressive par la suite).

Les répercussions économiques de cette instabilité se traduisent par une révision à la baisse notable des prévisions de croissance du PIB de la Roumanie pour 2026. Ces nouvelles prévisions, proches de la stagnation, résultent d'efforts d'assainissement budgétaire agressifs qui pèsent lourdement sur la consommation des ménages, associés aux effets dévastateurs du taux d'inflation le plus élevé de la région. En mai, l'inflation annuelle de la Roumanie a bondi à 10,9 %, son plus haut niveau depuis avril 2023, sous l'effet d'une flambée de 19,2 % des prix des carburants et d'une hausse de 13,5 % du coût des services. Pour l'ensemble de l'année 2026, nous prévoyons une inflation moyenne de l'IPCH roumain proche de 8,0 %. La Banque nationale de Roumanie a été contrainte d'adopter une posture défensive, en

maintenant son taux d'intérêt de référence à 6,50 % – le plus élevé de l'UE – tout au long des mois de mai et juin afin de lutter contre les pressions sur les prix bien ancrées et de stabiliser la monnaie locale. Compte tenu de la détérioration de la demande intérieure, les perspectives économiques à court terme de la Roumanie restent très fragiles.

Encadré 1 – Dynamique du choc inflationniste en Europe centrale et orientale : un signal d’alerte pour les banques centrales–

Alors que les tensions dans le détroit d’Ormuz ont commencé à s’apaiser et que les cours du pétrole ont reculé par rapport à leurs récents sommets, le choc inflationniste immédiat lié à l’énergie semble moins grave qu’on ne le craignait il y a quelques semaines. Le débat politique s’est ainsi déplacé de la gestion de crise vers l’évaluation des risques : la flambée d’inflation observée précédemment s’avérera-t-elle temporaire, ou des effets de second tour pourraient-ils encore se matérialiser ? Malgré l’amélioration des conditions extérieures et les espoirs croissants d’une résolution diplomatique du conflit avec l’Iran, certaines banques centrales ont déjà resserré leur politique monétaire, ce qui suggère une approche prudente visant à ancrer les anticipations et à préserver leur crédibilité. Les épisodes inflationnistes de 2022 et 2023 étant encore frais dans les mémoires, les décideurs politiques semblent réticents à se fier uniquement à une dynamique extérieure favorable et agissent plutôt de manière préventive pour atténuer la persistance potentielle des pressions sur les prix.

Afin de détecter à un stade précoce les pressions inflationnistes persistantes, les économistes de la Banque fédérale de réserve de San Francisco ont mis au point l’indice « Inflation Shock Momentum », ou ISM. Cet indicateur mesure la part des composantes de l’inflation qui ont surpris à la hausse ou à la baisse pendant au moins trois mois consécutifs par rapport à une référence AR(1), produisant ainsi un indice compris entre -1 et 1. Une valeur ISM de moins un indique que toutes les composantes ont systématiquement surpris à la baisse, tandis qu’une valeur de un signale que toutes les composantes ont constamment surpris à la hausse. Bien que quelques mois de données sur l’inflation globale soient généralement insuffisants pour établir une persistance, les auteurs soutiennent que l’analyse détaillée des sous-composantes permet une détection plus précoce. Les auteurs affirment que si de nombreuses composantes montrent simultanément des signes de persistance sur une courte période – des signaux qui seraient statistiquement faibles pris isolément –, cela peut être interprété comme une preuve claire d’une dynamique sous-jacente.

La figure CEE3 présente l’ISM pondéré par le PIB pour les

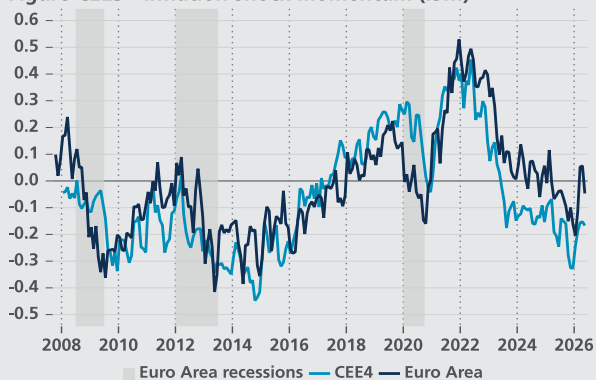
principales économies d’Europe centrale et orientale (CEE) disposant de leur propre monnaie, à savoir la Pologne, la Hongrie, la République tchèque et la Roumanie, ainsi que celui de la zone euro. La dynamique des chocs était nettement plus élevée dans les pays de la CEE que dans la zone euro au cours des années précédant la pandémie, servant d’indicateur avancé d’une inflation sous-jacente plus forte. L’écart serait encore plus important si la comparaison se limitait aux principales économies de la zone euro, ce qui reflète la persistance et la dispersion relativement faibles de l’inflation dans des pays tels que l’Italie et la France. Cela n’a rien de surprenant. L’offre de main-d’œuvre a constitué une contrainte majeure pour la croissance dans les PECO au cours de cette période, une part systématiquement plus élevée d’entreprises signalant des pénuries de main-d’œuvre par rapport à la zone euro, à l’exception de la Roumanie. Dans certains pays d’Europe centrale et orientale, l’indice ISM des services était, avant la pandémie, presque aussi élevé qu’au pic d’inflation de 2022 et 2023. Pendant la pandémie elle-même, l’indice ISM a également mis plus de temps à baisser dans les PECO que dans la zone euro. À la suite de cette vague d’inflation, cependant, tant l’ampleur que la persistance de l’inflation, telles que mesurées par l’indice ISM, ont diminué plus rapidement dans les PECO, en phase avec le resserrement monétaire plus précoce et plus décisif mis en œuvre par les banques centrales régionales.

À première vue, l’indice ISM ne semble pas être un indicateur fiable de l’ampleur d’un épisode d’inflation, mais il offre des informations précieuses sur les points d’inflexion. En ce qui concerne l’inflation sous-jacente, l’ISM a tendance à augmenter avant, ou du moins parallèlement aux hausses de prix d’un mois sur l’autre, et il signale également les ralentissements pendant les phases de désinflation, comme le montre la figure CEE4. Pour certains pays, il offre une avance de plusieurs mois avant la première variation significative des prix. L’ISM peut donc constituer un outil complémentaire utile pour suivre la persistance de l’inflation dans les économies d’Europe centrale et orientale.

Avec seulement trois mois de données disponibles depuis le début du choc lié à l’Iran, il est encore trop tôt pour

conclure que l'inflation est en train de se généraliser. Il est également important de reconnaître que le point de départ diffère de celui de 2022. Les marchés du travail des PECO sont moins surchauffés. L'épargne élevée des ménages, en particulier en République tchèque, pourrait soutenir la demande et accentuer les pressions inflationnistes. Dans le même temps, les contraintes pesant sur les finances publiques sont susceptibles de limiter le soutien budgétaire, réduisant ainsi le risque d'un choc inflationniste important induit par la demande.

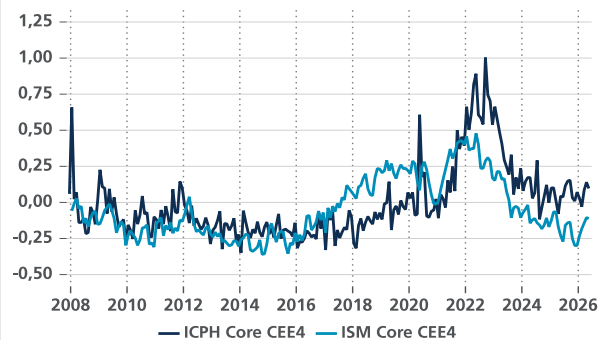
Figure CEE3 - Inflation shock momentum (ISM)



Source: ČSOB

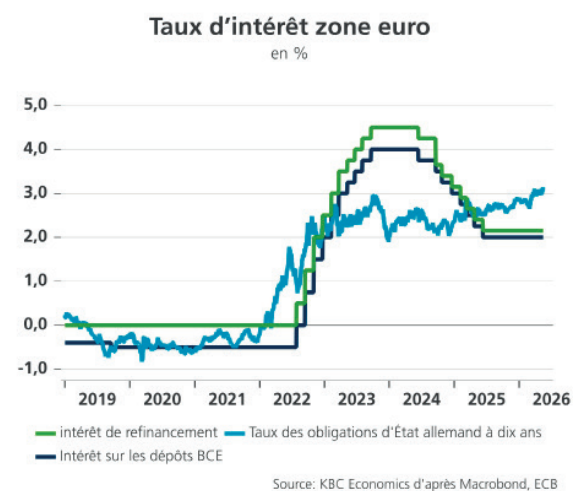
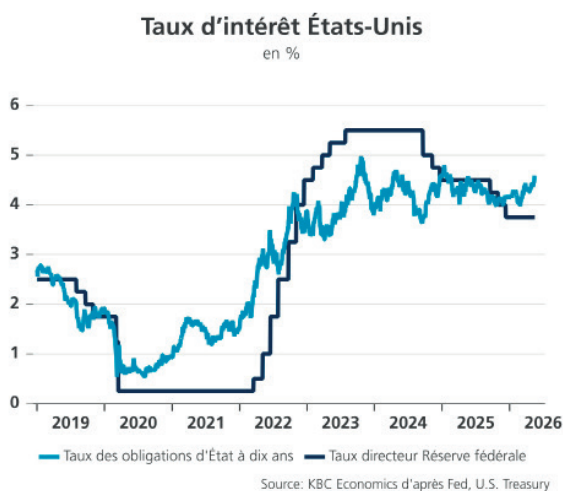
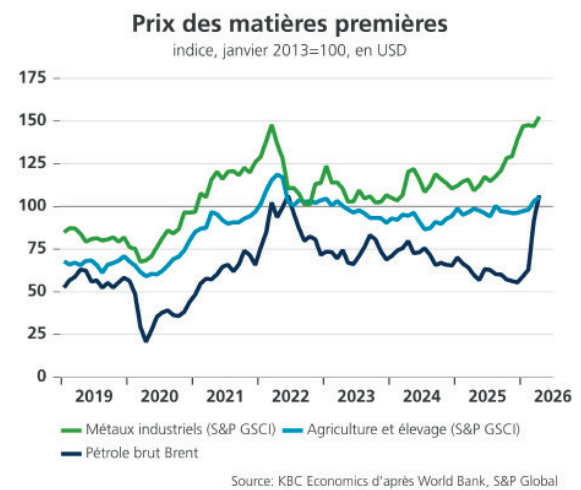
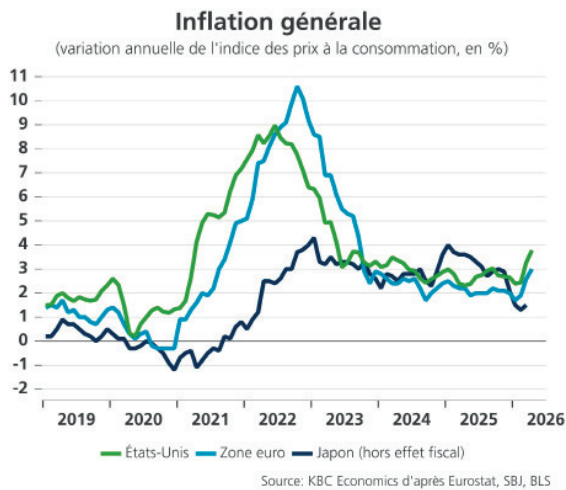
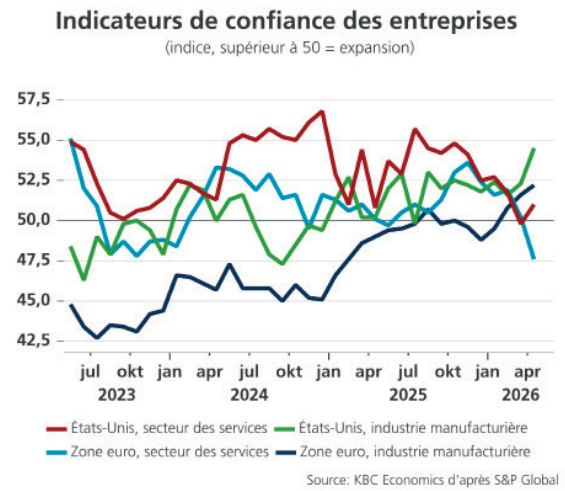
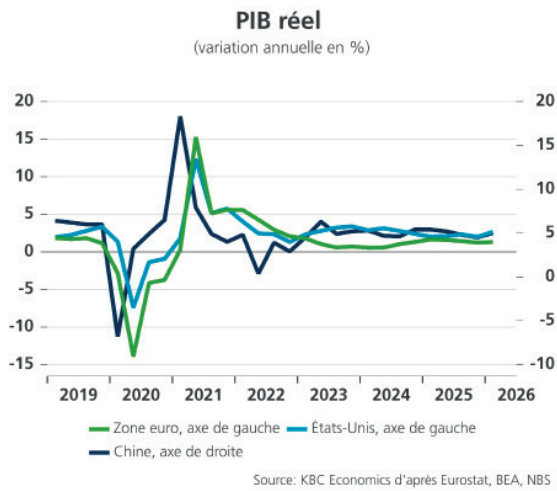
Figure CEE4 - ISM core vs ICPH core (CEE4)

croissance mensuelle (en %), centrée autour de la moyenne



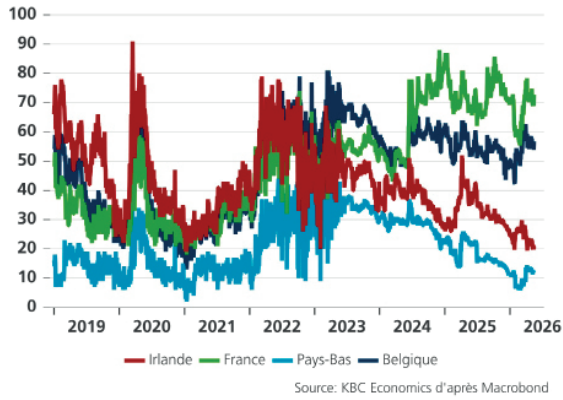
Source: KBC Economics d'après Eurostat

Figures

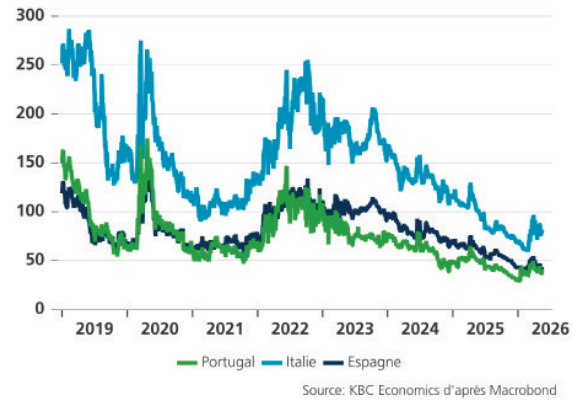


Figures

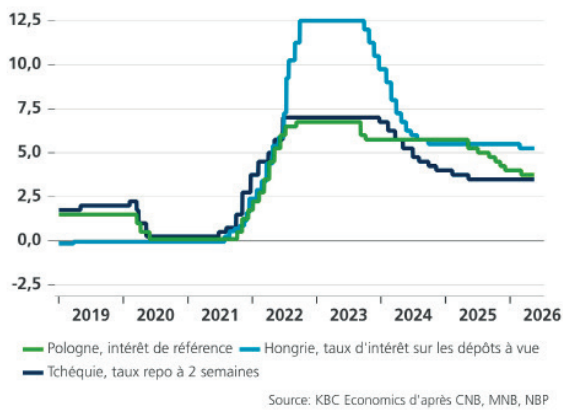
Différentiel de taux d'intérêt avec les emprunts d'État allemands à dix ans
(en points de base)



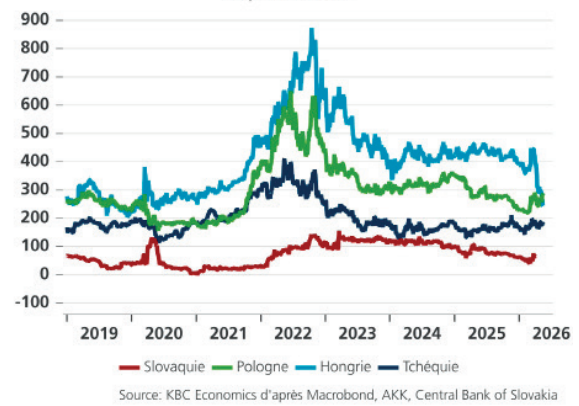
Différentiel de taux d'intérêt avec les emprunts d'État allemands à dix ans
(en points de base)



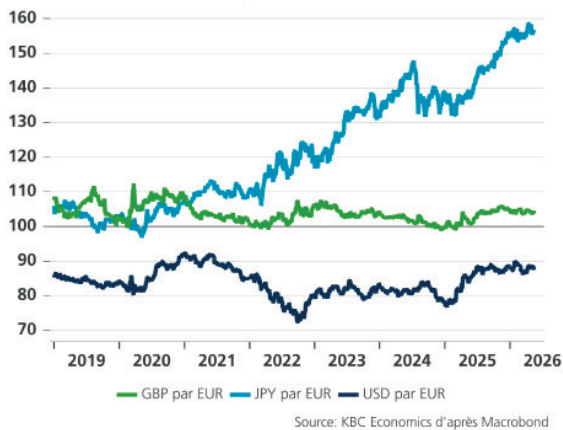
Taux directeur Europe centrale
en %



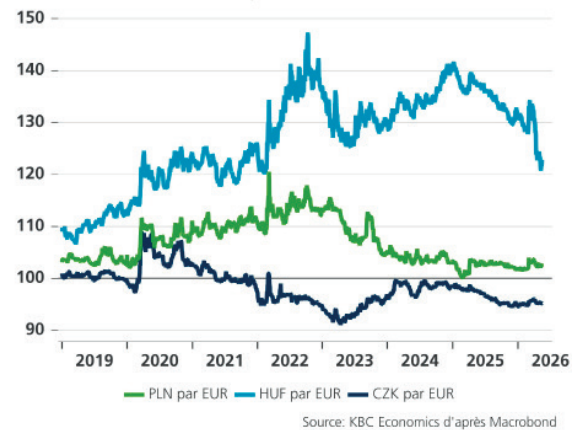
Différentiel de taux d'intérêt avec les emprunts d'État allemands à dix ans
en points de base



Taux de change
indice, janvier 2013=100



Taux de change
indice, janvier 2013=100



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	0,3	1,0	2,1	2,6	1,8
	Allemagne	0,3	0,6	0,9	2,2	2,7	2,3
	France	0,9	0,5	0,9	0,9	2,2	1,5
	Italie	0,7	0,7	0,6	1,6	2,8	1,6
	Espagne	2,8	2,2	1,8	2,7	2,7	2,1
	Pays-Bas	1,8	0,9	1,2	3,0	2,4	1,9
	Belgique	1,0	0,6	1,1	3,0	3,2	2,1
	Irlande	12,3	1,3	4,3	2,1	2,9	2,6
	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	2,1	3,2
	Hongrie	0,4	1,5	2,5	4,4	2,6	3,7
	Bulgarie	3,2	2,6	2,5	3,5	4,1	3,2
	Pologne	3,6	3,1	3,2	3,4	3,2	2,6
	Roumanie	0,7	0,0	2,2	6,8	8,0	4,0
Reste de l'Europe	Royaume-Uni	1,4	0,9	1,0	3,3	3,3	2,9
	Suède	1,7	2,1	2,4	2,6	1,0	1,7
	Norvège (mainland)	1,7	1,5	1,8	2,8	3,3	2,5
	Suisse	1,4	1,1	1,3	0,1	0,6	0,7
Marchés émergents	Chine	4,9	4,6	4,1	0,0	1,2	1,2
	Inde*	7,7	6,8	6,4	2,1	4,8	4,7
	Afrique du Sud	1,1	1,4	1,3	3,2	4,3	3,7
	Russie	Temporairement aucune prévision					
	Turquie	3,6	2,9	3,7	34,9	30,7	23,2
	Brésil	2,3	1,9	1,8	5,0	4,6	4,0
Autres économies développées	États-Unis	2,1	2,1	2,0	2,7	3,5	2,7
	Japon	1,1	0,6	0,8	3,2	2,1	2,4
	Australie	2,0	2,2	2,0	2,8	3,8	2,7
	Nouvelle-Zélande	0,7	2,1	2,6	2,8	3,1	2,1
	Canada	1,9	0,8	1,9	2,2	2,7	2,1
* année budgétaire d'avril à mars						23/6/2026	

Taux directeurs (fin de période, en %)		23/6/2026	Q2 2026	Q3 2026	Q4 2026	Q1 2027
Zone euro	Zone euro (refi)	2,40	2,40	2,40	2,40	2,40
	Zone euro (dépo)	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25
Europe centrale et orientale	Tchéquie	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75
	Hongrie (base rate)	6,00	6,00	5,75	5,50	5,25
	Pologne	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75
	Roumanie	6,50	6,50	6,50	6,50	6,25
Reste de l'Europe	Royaume-Uni	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75
	Suède	1,75	1,75	1,75	2,00	2,00
	Norvège (mainland)	4,25	4,25	4,50	4,50	4,50
	Suisse	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Marchés émergents	Chine	1,40	1,40	1,40	1,40	1,30
	Inde	5,25	5,25	5,25	5,50	5,50
	Afrique du Sud	7,00	7,00	7,25	7,25	7,25
	Russie	Temporairement aucune prévision				
	Turquie	37,00	37,00	35,00	32,75	30,00
	Brésil	14,25	14,25	14,00	13,75	13,25
Autres économies développées	États-Unis (taux moyen)	3,625	3,625	3,875	3,875	3,875
	Japon	1,00	1,00	1,00	1,25	1,25
	Australie	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35
	Nouvelle-Zélande	2,25	2,25	2,50	2,75	3,00
	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 %)		23/6/2026	Q2 2026	Q3 2026	Q4 2026	Q1 2027
Zone euro	Allemagne	2,92	2,95	3,00	3,00	3,00
	France	3,68	3,70	3,70	3,65	3,70
	Italie	3,64	3,65	3,70	3,70	3,70
	Espagne	3,39	3,35	3,40	3,40	3,40
	Pays-Bas	3,04	3,05	3,10	3,10	3,10
	Belgique	3,48	3,45	3,45	3,40	3,40
	Irlande	3,09	3,15	3,20	3,20	3,20
	Slovaquie	3,62	3,65	3,70	3,65	3,65
Europe centrale et orientale	Tchéquie	4,67	4,50	4,50	4,40	4,40
	Hongrie	5,24	5,20	5,30	5,40	5,30
	Bulgarie*	3,91	3,90	3,80	3,70	3,60
	Pologne	5,41	5,40	5,30	5,10	5,00
	Roumanie	6,95	6,95	7,00	7,00	7,00
Reste de l'Europe	Royaume-Uni	4,78	4,80	4,85	4,85	4,85
	Suède	2,72	2,75	2,80	2,80	2,80
	Norvège	4,28	4,30	4,35	4,35	4,35
	Suisse	0,31	0,35	0,40	0,40	0,40
Marchés émergents	Chine (7-day r. repo)	1,79	1,75	1,80	1,80	1,80
	Inde	6,84	6,95	7,10	7,05	7,05
	Afrique du Sud	8,50	8,47	8,62	8,62	8,62
	Russie	Temporairement aucune prévision				
	Turquie	31,14	30,00	28,00	26,00	25,00
	Brésil	14,68	14,64	14,60	14,60	14,60
Autres économies développées	États-Unis	4,49	4,45	4,60	4,60	4,60
	Japon	2,68	2,75	2,75	2,75	2,75
	Australie	4,78	4,75	4,90	4,90	4,90
	Nouvelle-Zélande	4,45	4,45	4,60	4,60	4,60
	Canada	3,44	3,40	3,55	3,55	3,55

*Attention : marché très illiquide

Taux de change (fin de période)	23/6/2026	Q2 2026	Q3 2026	Q4 2026	Q1 2027
USD par EUR	1,14	1,14	1,12	1,14	1,15
CZK par EUR	24,21	24,20	24,20	24,10	23,90
HUF par EUR	355,69	353,00	355,00	360,00	362,00
PLN par EUR	4,28	4,25	4,25	4,25	4,23
RON par EUR	5,25	5,24	5,23	5,24	5,25
GBP par EUR	0,86	0,86	0,87	0,90	0,90
SEK par EUR	11,06	11,00	11,25	11,20	11,00
NOK par EUR	11,14	11,10	11,00	11,00	10,75
CHF par EUR	0,92	0,92	0,92	0,92	0,92
BRL par USD	5,17	5,14	5,19	5,14	5,12
INR par USD	94,74	94,71	95,55	94,71	94,30
ZAR par USD	16,50	16,48	16,62	16,48	16,41
RUB par USD	Temporairement aucune prévision				
TRY par USD	46,47	46,50	48,70	50,92	52,98
RMB par USD	6,79	6,79	6,78	6,77	6,75
JPY par USD	161,55	160,00	160,00	158,00	157,00
USD par AUD	0,69	0,70	0,69	0,69	0,70
USD par NZD	0,57	0,57	0,56	0,56	0,57
CAD par USD	1,42	1,42	1,43	1,45	1,45

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	2,1	3,2	4,2	4,3	3,5
Taux de chômage (définition Eurostat) (fin de l'année, en % de la population active)	3,2	3,2	3,0	5,7	5,9	5,9
Solde budgétaire du gouvernement (en % du PIB)	-2,1	-2,7	-2,9	-4,5	-5,0	-5,4
Dette publique brute (en % du PIB)	44,3	45,5	47,2	61,4	63,5	65,5
Balance des opérations courantes (en % du PIB)	0,7	0,0	-0,1	-3,7	-3,6	-3,3
Prix de l'immobilier (définition Eurostat) (variation annuelle moyenne en %, nombre total de logements)	10,4	7,7	4,5	12,4	7,5	5,0

	Hongrie			Bulgarie		
	2025	2026	2027	2025	2026	2027
Croissance du PIB réel (variation annuelle moyenne, calculé à partir de chiffres trimestriels, en %)	0,4	1,5	2,5	3,2	2,6	2,5
Inflation (variation annuelle moyenne, en %, IPC harmonisé)	4,4	2,6	3,7	3,5	4,1	3,2
Taux de chômage (définition Eurostat) (fin de l'année, en % de la population active)	4,5	4,5	4,1	3,1	3,3	3,4
Solde budgétaire du gouvernement (en % du PIB)	-4,7	-6,8	-5,5	-3,5	-4,0	-3,6
Dette publique brute (en % du PIB)	74,6	76,1	76,9	29,9	31,3	34,2
Balance des opérations courantes (en % du PIB)	1,8	0,3	1,0	-5,4	-5,5	-4,5
Prix de l'immobilier (définition Eurostat) (variation annuelle moyenne en %, nombre total de logements)	18,3	9,0	5,0	14,6	7,0	6,0

Perspectives des marchés stratégiques - Belgique

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

Indicateurs d'équilibre			
	2025	2026	2027
Inflation (hausse annuelle moyenne, en %)			
Prix à la consommation	3,0	3,2	2,1
Indice santé	2,6	3,2	2,5
Marché du travail			
Emploi intérieur (variation en cours d'année, en '000)	15,0	17,9	25,0
Taux de chômage (fin d'année, définition Eurostat)	6,4	6,7	6,4
Finances publiques (en % du PIB, avec les politiques actuelles)			
Solde de financement	-5,2	-5,6	-5,3
Dette publique	107,9	110,2	112,5
Compte courant (en % du PIB)	-1,9	-2,0	-1,1
Prix des maisons (variation au cours de l'année, logements existants et nouveaux, en %)	3,2	3,0	3,0

Contact

KBC Group Economics and Markets (GEM)

Economic Research (KBC)	Market Research (KBC)	CSOB - Prague	CSOB Slovakia	UBB Bulgaria
Pelin Ilbas Group Chief Economist pelin.ilbas@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
Dieter Guffens Senior Economist dieter.guffens@kbc.be	Peter Wuyts FX Analyst peter.wuyts@kbc.be	Martin Kupka Senior Economist mkupka@csob.cz		
K&H Bank Hungary				
Johan Van Gompel Senior Economist johan.vangompel@kbc.be	Mathias Janssens Analyst mathias.janssens@kbc.be	Jan Cermák Senior Economist jcermak@csob.cz	Dávid Németh Chief Economist david2.nemeth@kh.hu	
Lieven Noppe Senior Economist lieven.noppe@kbc.be		Irena Procházková Analyst iprochazkova@csob.cz		
CBC Banque				
Cora Vandamme Senior Economist cora.vandamme@kbc.be		Wouter Beeckman Senior Economist wbeeckman@csob.cz	Bernard Keppenne Chief Economist CBC bernard.keppenne@cbc.be	
Allison Mandra Senior Economist allison.mandra@kbc.be		Dominik Rusinko Senior Economist drusinko@csob.cz		
Laurent Convent Economist laurent.convent@kbc.be		Mateusz Matloch Economist mmatloch@csob.cz		
Sam Devinck Economist sam.devinck@kbc.be				
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 Global Services SA, Havenlaan 2, B-1080 Brussels, Belgium

Éditeur responsable: KBC Global Services SA, Havenlaan 2 – 1080 Brussel – Belgique – BTW BE BE 0772.332.707 – RPR Brussel

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

Cette publication a été réalisée par les économistes du KBC Global Services SA. 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 garantis. 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 Global Services 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 juin 2026, sauf stipulation contraire. Les opinions et stratégies décrites sont telles qu'en vigueur le 23 juin 2026.