

## À la une

- Donald Trump a tiré ses premières salves dans la nouvelle guerre commerciale. Il a imposé des droits de douane supplémentaires de 10 points de pourcentage sur les importations chinoises, ce qui a conduit la Chine à prendre des mesures de rétorsion. Le Canada et le Mexique ont été menacés de droits de douane de 25 %, mais ont obtenu un sursis d'un mois. Trump a également proféré plusieurs menaces tarifaires à l'encontre de l'UE. Plus récemment, il a imposé des droits de douane de 25 % sur les importations d'acier et d'aluminium. Nous n'avons pas modifié de manière significative notre scénario selon lequel les États-Unis imposeraient un droit de douane généralisé de 10 % sur toutes les importations et de 60 % sur les importations chinoises, mais nous supposons désormais que la phase initiale de la guerre commerciale se concentrera sur la Chine et ses voisins nord-américains, tout en supposant que les droits de douane de l'UE seront mis en œuvre dans une phase ultérieure. Ces hypothèses de travail sont susceptibles d'être ajustées au fur et à mesure de l'évolution de la guerre commerciale.
- Les prix du pétrole ont légèrement augmenté le mois dernier pour atteindre 76 USD le baril. Les conditions hivernales difficiles aux États-Unis et les sanctions supplémentaires imposées par le président Biden au secteur énergétique russe ont fait grimper les prix du pétrole au début du mois de janvier. Toutefois, cette hausse a été partiellement compensée par la déclaration d'urgence nationale du président Trump. Les prix du gaz naturel européen ont également augmenté pour atteindre 53 EUR par MWh le mois dernier, en raison des conditions météorologiques, de la forte demande asiatique et des baisses significatives des réserves de gaz de l'UE. Les contrats à terme sur le gaz indiquent toutefois des prix plus bas à moyen terme.
- L'inflation dans la zone euro a de nouveau augmenté en décembre, passant de 2,4 % à 2,5 %. Cette hausse est principalement due à l'augmentation de l'inflation des denrées alimentaires et de l'énergie. L'inflation de base est restée stable à 2,7 %, l'inflation de base des biens étant restée inchangée, tandis que l'inflation des services a légèrement diminué. L'évolution favorable des salaires et les gains de productivité devraient réduire les pressions sur les prix intérieurs. En outre, comme nous supposons maintenant que la guerre commerciale entre les États-Unis et l'Union européenne commencera plus tard, nous réduisons nos prévisions d'inflation pour 2025 de 2,6 % à 2,5 %, tout en augmentant nos prévisions pour 2026 de 2,3 % à 2,5 %.
- L'inflation américaine s'accélère. En janvier, l'inflation globale est passée de 2,9 % à 3,0 %, tandis que l'inflation de base a augmenté de 3,2 % à 3,3 %. Les prix de l'énergie ont encore fait un grand bond, et l'inflation des denrées alimentaires, des biens de base, du logement et des services de base s'est également accélérée. Les données sur les salaires ont également évolué dans un sens défavorable. En outre, les attentes des consommateurs en matière d'inflation ont atteint de nouveaux sommets.

L'impact de l'intensification de la guerre commerciale devrait exercer une pression supplémentaire sur l'inflation à l'avenir. Nous relevons donc nos prévisions pour 2025 de 2,7 % à 3,3 %, tout en abaissant légèrement nos prévisions pour 2026 de 3,1 % à 3,0 %.

- Les divergences macroéconomiques entre les États-Unis et la zone euro se traduisent également par des divergences au niveau de la politique monétaire. La Fed a maintenu sa politique à 4,375 % en janvier, peut-être en prévision de l'inflation induite par les droits de douane et de l'incertitude économique accrue. Nous ne prévoyons plus que deux baisses de taux cette année. Les taux d'intérêt devraient donc rester restrictifs à court terme. En revanche, la BCE a abaissé son taux directeur de 25 points de base en janvier pour soutenir une économie en faible croissance. Nous prévoyons que la BCE réduira encore ses taux trois fois cette année. L'écart élevé (et croissant) entre les taux d'intérêt et l'incertitude persistante liée au commerce devraient maintenir le dollar américain à un niveau élevé à court terme.
- L'économie de la zone euro a stagné au quatrième trimestre 2024. Ce chiffre décevant est en partie dû à une forte baisse en Irlande. Cependant, la France et l'Allemagne ont également affiché des chiffres de croissance négatifs. En revanche, l'Espagne et le Portugal ont connu une croissance rapide. Les indicateurs de sentiment montrent une reprise continue et laborieuse. Toutefois, le marché du travail se détend, en particulier dans le secteur manufacturier, et l'économie européenne est exposée aux chocs commerciaux américains. Nous maintenons donc notre prévision d'une croissance faible de 0,7 % cette année et d'une reprise progressive qui portera la croissance à 1,0 % en 2026.
- La vigueur des dépenses de consommation maintient l'économie américaine en forme. L'économie américaine a progressé de 0,6 % au quatrième trimestre, la forte contribution de la consommation ayant compensé les contributions négatives des stocks, des exportations nettes et des investissements non résidentiels. Nous prévoyons que cette forte dynamique de croissance se maintiendra au cours du premier semestre de l'année, grâce à des dépenses de consommation convenables et à un rebond de la croissance des stocks. Au cours des trimestres suivants, nous prévoyons que les droits de douane et la baisse des migrations maintiendront la croissance en dessous de son potentiel. Certains signes d'affaiblissement peuvent être observés au niveau du sentiment des consommateurs et du marché du travail. Nous relevons nos prévisions de croissance pour 2025 de 1,9 % à 2,3 %, tout en maintenant nos prévisions de croissance pour 2026 à 1,8 %.
- La croissance du PIB chinois a atteint l'objectif de 5 % fixé par le gouvernement l'année dernière, grâce à une forte croissance au quatrième trimestre. Les exportations et l'industrie manufacturière ont été les principaux facteurs de croissance. La crise immobilière freine toutefois la consommation. Et ce, malgré le soutien accru du gouvernement. La guerre commerciale entre les États-Unis et la Chine devrait peser sur la croissance dans les années à venir. Compte tenu de la forte croissance du PIB au quatrième trimestre, nous relevons nos prévisions de croissance de 4,5 % à 4,7 % en 2025, tout en tablant sur une croissance de 3,9 % en 2026.

## Contexte international

Nos prévisions économiques sont assombries par l'incertitude commerciale. Deux semaines après le début de sa présidence, Donald Trump a tiré les premières salves de la nouvelle guerre commerciale. Le 4 février, les États-Unis ont frappé la Chine avec une augmentation des droits de douane de 10 points de pourcentage par rapport aux niveaux actuels. La Chine a riposté de manière modérée et ciblée. Pour l'instant, alors que nous nous attendons à une nouvelle escalade dans ce conflit commercial, nous maintenons notre hypothèse de travail d'un droit de douane moyen de 60 % sur toutes les importations chinoises. Cela dit, si la Chine devait faire des concessions, par exemple sur le commerce du fentanyl ou sur un désinvestissement de TikTok, nous pourrions être amenés à revoir à la baisse la portée et l'intensité de ces hypothèses de travail sur les droits de douane.

Donald Trump a également annoncé des droits de douane de 25 % sur les importations mexicaines et canadiennes (qui entreront également en vigueur le 4 février). Toutefois, les dirigeants des deux pays s'étant engagés à soutenir les États-Unis pour limiter le flux de migrants et de fentanyl, un sursis d'un mois a été accordé aux deux pays. Bien que nous ne nous attendions pas à ce que les droits de douane de 25 % soient pleinement mis en œuvre le mois prochain, nous supposons toujours qu'une augmentation significative des droits de douane sur les voisins des États-Unis sera mise en place. En effet, il est peu probable que les deux pays fassent des progrès suffisants pour limiter le flux de fentanyl ou les migrations en un mois. Le Mexique, en particulier, risque de voir les droits de douane américains augmenter.

L'UE a jusqu'à présent été épargnée par la première phase de la guerre commerciale. Cela dit, Donald Trump promet toujours d'imposer des droits de douane à l'UE plus tard, en raison de l'important déficit commercial des États-Unis à l'égard de l'UE. Nous supposons toujours que les droits de douane seront portés à (en moyenne) 10 % au cours de la présidence de Trump.

Plus récemment, Donald Trump a également annoncé des droits de douane de 25 % sur toutes les importations d'aluminium et d'acier aux États-Unis. Les États-Unis importent 25 % de leur acier, principalement du Canada, du Brésil, du Mexique et de l'UE. Ils importent 70 % de leurs besoins en aluminium, principalement du Canada.

Dans l'ensemble, nous n'avons pas modifié de manière significative notre hypothèse de travail, à savoir un droit de douane généralisé de 10 % sur toutes les importations américaines et de 60 % sur les importations américaines en provenance de Chine. Nous avons toutefois modifié le calendrier du choc commercial. Nous avons initialement supposé que les droits de douane seraient mis en œuvre progressivement au cours de son mandat. Nous avons maintenant modifié cette hypothèse et supposons que les droits de douane sur les voisins des États-Unis seront pleinement mis en œuvre au cours du premier semestre 2025. Nous supposons que les droits de douane de 60 % sur les importations chinoises seront pleinement appliqués au cours des deux premières années du mandat de Trump. Les droits de douane sur l'UE sont supposés être mis en œuvre dans une phase ultérieure (mise en œuvre progressive à partir du deuxième trimestre).

Il va sans dire que ces hypothèses de travail sont entachées d'une grande incertitude. Nous les réexaminerons à chaque cycle de prévisions et, si nécessaire, nous les mettrons à jour en cas de nouveaux développements liés au commerce.

La guerre commerciale devrait provoquer un choc stagflationniste. Aux États-Unis en particulier, l'inflation devrait rebondir à mesure que les droits de douane (généralisés) augmentent les prix à l'importation. Cela explique pourquoi la Fed a maintenu ses taux directeurs inchangés en janvier. En revanche, les droits de douane risquent de retarder encore davantage la reprise dans la zone euro. La BCE devrait réagir en réduisant encore ses taux directeurs, au prix d'un dollar américain fort. La croissance de la Chine devrait également être affectée par les droits de douane. Toutefois, le gouvernement compensera en partie l'impact sur la croissance en augmentant encore les mesures de relance.

### Les sanctions et le climat hivernal font grimper les prix de l'énergie

Les prix du pétrole ont légèrement augmenté en janvier, atteignant 76,4 USD le baril. Outre les conditions météorologiques difficiles aux États-Unis, cette hausse est principalement due au durcissement des sanctions à l'encontre de la Russie. Début janvier, l'administration Biden a imposé des sanctions à 183 navires russes, portant le nombre total de navires sous sanctions à 451. Des sanctions ont également été imposées à Gazprom Neft et Surgutneftegaz, deux grandes compagnies

pétrolières et gazières d'État, ainsi qu'à deux compagnies d'assurance de pétroliers. Compte tenu de l'ampleur et de la force des sanctions, les prix du pétrole ont dépassé les 80 USD le baril au début du mois de janvier. Cependant, au cours de sa semaine d'investiture, Donald Trump a déclaré une urgence énergétique et a signé de nombreux décrets relatifs à l'énergie, dans l'espoir d'encourager l'exploration et la production d'énergie sur les terres et les eaux fédérales américaines. Cela a exercé une pression à la baisse sur les prix du pétrole.

Les prix du gaz en Europe ont également augmenté en janvier. Ils ont atteint 53 EUR par MWh, soit 6,7 % de plus qu'en décembre. Cette hausse est le résultat d'une demande mondiale élevée en gaz naturel. Aux États-Unis en particulier, un vortex polaire froid a stimulé la demande de chauffage. La demande asiatique de gaz naturel continue également d'augmenter rapidement. Environ 45 % de la demande supplémentaire de gaz en 2024 provenait de la région Asie-Pacifique. Parallèlement, les réserves de gaz européennes diminuent rapidement, ce qui implique une forte demande de restockage à l'avenir. Elles sont aujourd'hui à moitié vides, ce qui est légèrement inférieur aux moyennes historiques à cette période de l'année. Bien que le marché du gaz naturel restera tendu cette année, les marchés à terme s'attendent à ce que les prix diminuent progressivement dans les années à venir, pour être réduits de moitié par rapport aux niveaux actuels d'ici à 2029. En effet, la décision du président Trump de revenir sur la pause décrétée par M. Biden concernant les permis pour les nouveaux projets de GNL stimulera l'offre américaine de GNL sur le marché à moyen terme.

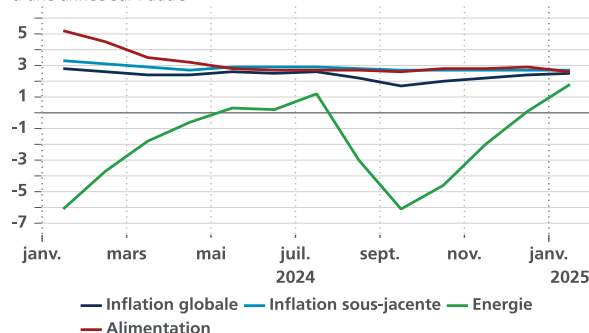
### Légère hausse de l'inflation dans la zone euro

L'inflation de la zone euro a augmenté de 0,1 point de pourcentage pour atteindre 2,5 % en janvier (voir figure 1). L'augmentation du taux de croissance des prix de l'énergie (due aux effets de base et à la hausse des prix du gaz) de 0,1 % en décembre à 1,8 % en janvier en est la principale cause. L'inflation des prix des denrées alimentaires est tombée de 2,6 % à 2,3 %, tandis que l'inflation de base (la hausse des prix hors énergie et denrées alimentaires) s'est stabilisée pour le cinquième mois consécutif à 2,7 %.

En particulier, le refroidissement de la composante services de l'inflation de base semble s'arrêter. Néanmoins, le relâchement des pressions sur la croissance des salaires, impliqué par les accords salariaux les plus récents, et l'accélération de la croissance de la productivité cyclique

**Figure 1 - Inflation dans la zone euro**

variation en pourcentage de l'indice harmonisé des prix à la consommation d'une année sur l'autre



Source: KBC Economics d'après Eurostat

permettent d'espérer que les pressions sur les coûts salariaux s'atténueront encore au cours de l'année 2025. La mesure dans laquelle cela entraînera une baisse effective de l'inflation de base dépend de l'ampleur et de l'impact des mesures de rétorsion potentielles prises par l'UE en cas d'escalade du conflit commercial avec les États-Unis, ainsi que de la force du dollar américain. Pour l'instant, nous maintenons notre hypothèse selon laquelle ces mesures empêcheront une baisse durable de l'inflation (de base) au cours de la période à venir, bien que les effets soient susceptibles d'apparaître un peu plus tard qu'initialement prévu.

En conséquence, nous avons légèrement revu à la baisse notre prévision d'inflation moyenne dans la zone euro pour 2025, de 2,6 % à 2,5 %, mais nous l'avons relevée pour 2026, de 2,3 % à 2,5 %. Cet ajustement reflète également les attentes selon lesquelles la récente augmentation du prix du gaz naturel maintiendra l'inflation des prix de l'énergie en 2025 à un niveau légèrement plus élevé qu'estimé le mois dernier.

### Les pressions inflationnistes américaines s'accroissent en janvier

L'inflation américaine a surpris à la hausse en janvier, passant de 2,9 % à 3,0 % en glissement annuel et à 0,5 % en glissement mensuel. L'inflation de base a également augmenté, passant de 3,2 % à 3,3 %. Les pressions inflationnistes ont été élevées dans toutes les principales composantes.

Les prix de l'énergie ont bondi de 1,1 % le mois dernier, grâce aux fortes augmentations des prix de l'essence

et surtout du fioul. Les prix de l'alimentation se sont également accélérés (0,4 % en glissement mensuel), en particulier dans la composante "alimentation à domicile". Au sein des prix alimentaires, l'impact de la grippe aviaire a été visible, les prix des œufs ayant augmenté de 15,2 % le mois dernier.

Malgré une baisse notable des prix de l'habillement, l'inflation de base des biens s'est également accélérée (0,3 % en glissement mensuel). Cette hausse est due à une forte augmentation des prix des médicaments sur ordonnance ainsi que des prix des voitures et camions d'occasion. Cette dernière hausse était inattendue, car les indicateurs prospectifs laissaient présager une baisse à ce niveau. On peut donc s'attendre à une certaine modération dans cette composante au cours des prochains mois.

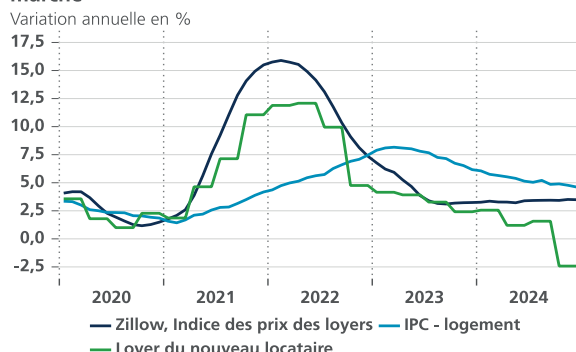
Les prix des logements se sont également accélérés (0,5 % en glissement mensuel). Cette augmentation est due à une forte hausse des prix des hôtels, mais aussi à l'accélération des loyers des résidences principales. Le loyer équivalent des propriétaires est resté sous contrôle. Les indicateurs prospectifs indiquent un ralentissement dans cette catégorie majeure. La baisse des prix des loyers des nouveaux locataires est particulièrement encourageante (voir figure 2). Les services hors logement ont également accéléré (0,5 % en glissement mensuel), en raison de fortes augmentations dans les services de loisirs et de transport.

L'évolution des salaires a également été défavorable le mois dernier, les salaires horaires moyens ayant augmenté de 0,5 %. En outre, la productivité s'est ralentie au cours du dernier trimestre (en particulier dans l'industrie manufacturière durable). Ce ralentissement de la productivité a entraîné une hausse des coûts unitaires de main-d'œuvre de 0,75 % au quatrième trimestre. Il reste à voir s'il s'agit d'un phénomène ponctuel ou du début d'une nouvelle tendance.

Les attentes en matière d'inflation des consommateurs, qui continuent d'augmenter rapidement, sont également préoccupantes. Elles s'établissent désormais à 4,3 % pour l'année à venir, soit 1,7 point de pourcentage de plus qu'en novembre. Pour les cinq prochaines années, les prévisions d'inflation des consommateurs s'élèvent à 3,3 %, un niveau jamais atteint depuis 2008.

Les droits de douane auront également un impact

**Figure 2 - L'IPC du logement par rapport aux loyers du marché**



Source: KBC Economics d'après Zillow, BLS

majeur sur l'inflation américaine (en particulier pour les biens). Comme la guerre commerciale s'intensifie plus rapidement que nous ne l'avions prévu (en particulier à l'égard des pays de l'USMCA), nous nous attendons à un impact plus important cette année et un peu moins important l'année prochaine. Compte tenu de toutes ces évolutions défavorables, nous avons fortement revu à la hausse nos prévisions pour 2025 (de 2,7 % à 3,3 %). Pour 2026, nous abaissons légèrement nos prévisions de 3,1 % à 3,0 %.

### La Fed reste attentive, la BCE poursuit son cycle d'assouplissement

Lors de sa réunion de fin janvier, la Fed a laissé son taux directeur inchangé à 4,375 %. Nous nous attendons maintenant à ce que la Fed maintienne une position attentive tout au long du premier semestre de l'année. Nous prévoyons deux baisses de taux de 25 points de base chacune au second semestre 2025 (alors que nous attendions auparavant trois baisses en 2025). Nos prévisions ajustées sont également conformes aux attentes actuelles du marché. L'attitude plus prudente de la Fed s'explique par la combinaison d'une incertitude politique élevée, d'une augmentation des risques d'inflation à la hausse (et des attentes) et du débat politique entre le gouvernement américain et la Fed sur l'indépendance de la banque centrale américaine.

Contrairement à la Fed, la BCE a poursuivi son cycle d'assouplissement en janvier. Elle a réduit son taux de dépôt de 25 points de base à 2,75 %. Il est probable qu'elle réduise également son taux directeur de 25 points de base lors des trois prochaines réunions de politique

monétaire. En conséquence, le taux de dépôt atteindra son plancher cyclique de 2 %. Cela correspond également aux attentes du marché.

Nous supposons que ce niveau de taux d'intérêt de 2 % (correspondant à un taux d'intérêt réel de seulement 0 %) est légèrement accommodant. Il s'agit d'une mesure de précaution prise par la BCE pour soutenir la reprise européenne dans un contexte de risques géopolitiques importants. Un taux d'intérêt neutre (nominal) proche ou légèrement supérieur à 2 % est également conforme aux estimations publiées par les économistes de la BCE le 7 février. Bien que le ton général des économistes de la BCE n'ait pas été engageant, le message était que les taux d'intérêt neutres pourraient avoir légèrement baissé par rapport aux niveaux post-pandémiques. Conformément à cette analyse, nous pensons que la BCE ne devra relever son taux de dépôt que marginalement à 2,25 % en 2026 (contre 2,50 % précédemment) pour revenir à un niveau à peu près neutre.

### La force du dollar est là pour durer

La combinaison d'une Fed attentiste et d'une BCE qui maintient son cap d'assouplissement signifie que le différentiel de taux d'intérêt à court terme continuera à jouer en faveur du dollar dans les mois à venir. Nous prévoyons donc que l'euro pourrait encore s'affaiblir face au dollar, jusqu'à environ 1,02 USD pour 1 EUR. L'euro ne pourrait regagner un peu de terrain qu'au second semestre 2025, lorsque le taux de dépôt de la BCE aura atteint son niveau le plus bas et que la Fed reprendra son cycle d'assouplissement. Toutefois, cette reprise de l'euro sera limitée, ce qui signifie que la période de vigueur générale du dollar se poursuivra pendant un certain temps.

### Volatilité des rendements obligataires

Les rendements obligataires aux États-Unis et en Allemagne ont été récemment volatils, sensibles à la macroéconomie et dépendants des données, en particulier en ce qui concerne le conflit commercial probable avec les États-Unis. Il convient toutefois de noter que les rendements obligataires des deux pays ont globalement baissé depuis le début de l'année, inversant une partie (limitée) de la forte hausse enregistrée depuis l'automne 2024. Cela se reflète également dans la baisse des rendements obligataires réels depuis le début de l'année. Une interprétation possible de ce phénomène est que les marchés obligataires commencent à évaluer

les risques de croissance à la baisse, à côté des risques d'inflation à la hausse, en raison à la fois de la nouvelle politique américaine effectivement décidée et de la grande incertitude politique qui y est associée.

Dans le contexte d'un ajustement limité de nos prévisions de la Fed pour 2025 (les taux directeurs sont toujours susceptibles d'atteindre un niveau plancher de 3,625 % en 2026), nous maintenons également inchangées les projections des taux américains à 10 ans. Il en va de même pour les taux allemands à 10 ans, malgré nos prévisions légèrement inférieures pour le taux de dépôt de la BCE à la fin de 2026. La raison en est que les taux allemands à 10 ans se négocient toujours en dessous de leur "juste valeur" et qu'ils resteront sur leur trajectoire de normalisation à la hausse au cours de l'année 2026. Il est peu probable que le rythme de cette correction à la hausse soit ralenti par un taux de dépôt légèrement plus modéré à la fin de 2026.

### Les écarts intra-UE restent sous contrôle

Notre opinion sur les écarts de rendement des obligations d'État de la zone euro reste inchangée. On peut dire que nous avons atteint, voire dépassé, le pic des écarts par rapport aux rendements allemands. Dans certains pays, on observe même un léger recul, comme en France où un budget pour 2025 a été atteint. La formation d'un gouvernement fédéral en Belgique et la perspective d'un budget visant à consolider les finances publiques sont également des développements positifs dans ce contexte. En outre, la simple existence du TPI (Transmission Protection Instrument) de la BCE continue à jouer un rôle stabilisateur sur les marchés obligataires européens.

### Pas de croissance au quatrième trimestre dans la zone euro

Selon l'estimation rapide préliminaire d'Eurostat, l'économie de la zone euro n'a pas progressé au quatrième trimestre 2024. Ce résultat décevant - nous nous attendions à une légère croissance du PIB réel de 0,1 % par rapport au trimestre précédent - est principalement dû à la faiblesse des économies allemande et française. Celles-ci ont connu une contraction de 0,2 % et 0,1 %, respectivement. Avec une croissance nulle, l'Italie n'a pas non plus répondu aux attentes. Une fois de plus, c'est l'Espagne qui s'est distinguée, avec un PIB réel en hausse de 0,8 % au quatrième trimestre par rapport au trimestre précédent.

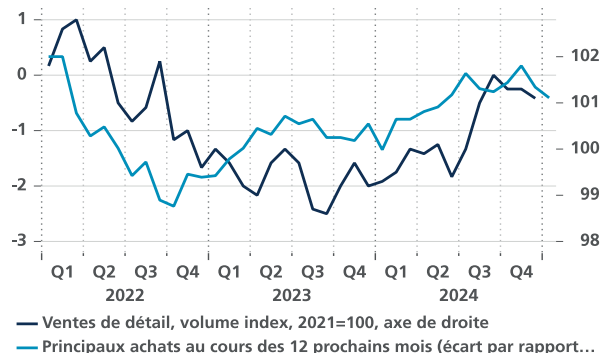


Selon la ventilation de la croissance par composantes de dépenses, la consommation des ménages et, dans une moindre mesure, la consommation publique ont contribué positivement à la croissance tant en France qu'en Espagne. Aucun chiffre n'est encore disponible pour l'Allemagne à cet égard, mais les commentaires de Destatis, l'agence allemande de statistiques, suggèrent que la consommation allemande a également contribué positivement à la croissance. En Espagne, la croissance a été stimulée par les investissements des entreprises. En France, en revanche, l'impact négatif a annulé l'impulsion donnée par les Jeux olympiques à la croissance du troisième trimestre. En France, en Espagne et en Allemagne, mais pas en Italie, les exportations nettes ont apporté une contribution négative à la croissance.

À l'avenir, la consommation privée devrait devenir le moteur de la reprise économique tant attendue. Au niveau de la zone euro, il semble que l'accélération de la croissance de la consommation, qui s'est clairement manifestée au troisième trimestre, se soit consolidée au quatrième trimestre. Il est difficile d'évaluer la durabilité de cette dynamique de consommation pour l'instant. Les ventes au détail ont diminué au cours du quatrième trimestre. Et si les enquêtes sur la confiance des consommateurs montrent qu'au début de l'année 2025, les consommateurs étaient devenus légèrement plus optimistes quant à la situation économique et financière générale pour l'année à venir, elles indiquent également que les consommateurs prévoient toujours de réduire leurs achats importants (voir figure 3). Cela suggère que la reprise de la consommation pourrait être plutôt modérée. L'incertitude élevée et un certain assouplissement des conditions du marché du travail – bien que toujours tendues – peuvent contribuer à ce que les ménages préfèrent constituer et/ou maintenir leurs réserves d'épargne élevées.

La confiance toujours faible des entreprises en janvier suggère également qu'une forte reprise économique n'est pas encore à portée de main. Bien qu'il y ait eu une certaine amélioration sur ce front. L'indice composite de confiance des directeurs d'achat (PMI) s'est amélioré en janvier pour le deuxième mois consécutif. Il se situe désormais juste au-dessus du seuil de 50, y compris en Allemagne où, grâce au secteur des services, il est même légèrement supérieur à celui de la France et de l'Italie. L'Espagne reste également le pays le plus performant en la matière. Tout ceci suggère que si l'économie de la zone euro ne se redresse pas fortement, elle ne glisse pas non plus dans la récession. À cet égard, il est quelque

**Figure 3 - Dynamique de la consommation dans la zone euro**



Source: KBC Economics d'après Eurostat, DG ECFIN

peu encourageant de constater que la confiance s'est également légèrement améliorée dans le secteur manufacturier en janvier, même si elle partait d'un niveau très bas.

Cependant, de nombreux indicateurs sur l'industrie allemande, tels que l'évolution de la production et des commandes, et les attentes pour les six prochains mois, restent très faibles. La situation politique intérieure incertaine et la perspective d'une guerre commerciale y contribuent sans aucun doute. Pour l'instant, ce n'est que sur le front de la politique intérieure que l'on peut espérer une amélioration après les élections législatives de la fin février. Toutefois, il reste à voir si les résultats des élections fourniront un mandat solide pour s'attaquer aux nombreux défis économiques structurels de l'Allemagne à court terme.

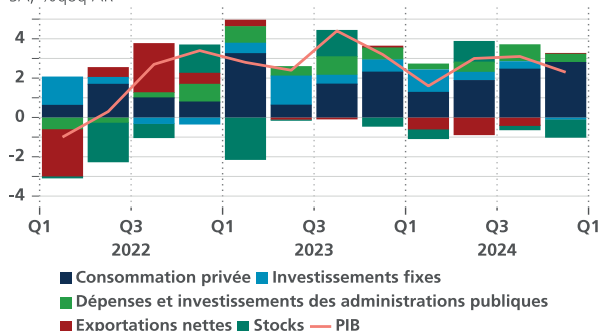
Nous pensons donc toujours que l'économie de la zone euro continuera à traîner pendant longtemps à un taux de croissance médiocre de moins de 1 %. Nous ne prévoyons qu'une reprise – globalement limitée – de la croissance vers la fin de l'année et dans le courant de 2026. Cela se traduira par une croissance du PIB réel de la zone euro de 0,7 % en 2025, comme en 2024, et de 1,0 % en 2026.

### Les consommateurs sont le moteur de l'économie américaine

L'économie américaine a connu une croissance saine de 0,6 % en glissement trimestriel au quatrième trimestre (voir figure 4). Les dépenses de consommation ont de loin apporté la plus grande contribution à la croissance américaine (0,7 point de pourcentage en glissement

**Figure 4 - Contributions à la croissance du PIB réel des États-Unis**

SA, %qoq AR



Source: KBC Economics d'après BEA

trimestriel). Les dépenses en biens durables ont fait un grand bond, en particulier pour les véhicules à moteur. Il pourrait s'agir en partie de dépenses anticipées, en prévision de la fin des crédits d'impôt pour les véhicules électriques et de l'augmentation des droits de douane (qui toucheront l'industrie automobile de manière disproportionnée). Les autres contributions positives au PIB proviennent des dépenses publiques et des investissements résidentiels. Les exportations nettes ont apporté une contribution négligeable, tandis que les stocks et les investissements fixes ont apporté des contributions négatives importantes. En ce qui concerne les investissements fixes, la forte baisse des dépenses d'équipement (un indicateur avancé de l'ensemble des investissements) est une source d'inquiétude.

Bien que la baisse des ventes d'automobiles en janvier et la baisse du moral des consommateurs suggèrent que les dépenses de consommation ralentiront quelque peu, nous nous attendons toujours à ce qu'elles soient le principal moteur de la croissance économique en 2025. En effet, la croissance continue du revenu réel disponible continuera à alimenter la croissance de la consommation au cours du premier semestre de l'année. En outre, nous nous attendons à ce que les stocks rebondissent après deux trimestres de croissance négative, apportant ainsi d'importantes contributions positives au premier semestre 2025.

Le marché du travail reste en bonne santé (même s'il se refroidit progressivement). Malgré les incendies de forêt à Los Angeles et les températures hivernales exceptionnellement froides, les emplois non agricoles ont augmenté de 143 000 en janvier. Des révisions à la hausse

de 100 000 emplois ont également été effectuées pour les deux mois précédents. Le taux de chômage est passé de 4,1 % à 4,0 % en janvier. Les données relatives au marché du travail ont toutefois révélé quelques signes d'alerte. La croissance de la productivité s'est considérablement ralentie au quatrième trimestre (de 0,6 % à 0,3 % en glissement trimestriel). La croissance de la productivité a été lente ces derniers temps, en particulier dans l'industrie manufacturière. Les données relatives à la productivité peuvent être volatiles, il reste donc à voir si cette baisse est durable. En outre, le nombre moyen d'heures travaillées par semaine a baissé pour le deuxième mois consécutif (à 34,1), bien que cela puisse être en partie dû aux conditions météorologiques. La baisse des offres d'emploi en décembre indique également un certain ralentissement du marché du travail. Cela dit, nous nous attendons à ce que ce ralentissement soit progressif et limité.

Pour les trimestres suivants (à partir du troisième trimestre 2025), nous continuons de penser que la guerre commerciale et le choc migratoire tireront la croissance vers le bas, en dessous du potentiel. En outre, nous avons revu à la baisse notre hypothèse sur les dépenses déficitaires qui soutiennent la croissance. En effet, compte tenu de la faible majorité de Trump à la Chambre des représentants, nous nous attendons à ce que les conservateurs limitent les plans fiscaux de Trump. Nous supposons désormais que les réductions d'impôts de Trump pour 2018 seront prolongées, mais que les autres réductions d'impôts (telles que la baisse de l'impôt sur les sociétés) seront compensées par des réductions de dépenses. Compte tenu de la poursuite de la dynamique de croissance au premier semestre 2025, nous relevons nos prévisions de croissance pour 2025 de 1,9 % à 2,3 %, tout en maintenant nos prévisions de croissance pour 2026 à 1,8 %.

### Un quatrième trimestre solide en Chine, mais une guerre commerciale à grande échelle menace

L'économie chinoise a terminé l'année plus fort que prévu avec une croissance du PIB réel de 5,4 % (en glissement annuel) au 4e trimestre. Ce chiffre porte le taux de croissance annuel pour 2024 à exactement 5 %, ce qui est l'objectif de croissance du gouvernement chinois. Comme lors des trimestres précédents, la principale contribution à la croissance au quatrième trimestre est venue de l'industrie manufacturière et des exportations. En revanche, la consommation est restée remarquablement faible, et ce malgré les mesures de soutien prises par le



gouvernement pour stimuler la consommation. La retenue des consommateurs est principalement liée au secteur immobilier en difficulté, qui contient une très grande partie de la richesse des citoyens chinois. Les premiers signes indiquent que la crise immobilière est en train de toucher le fond, mais l'incertitude reste élevée et la confiance des consommateurs reste donc sous pression. En raison de la vigueur du quatrième trimestre, nous relevons mécaniquement nos prévisions de croissance pour 2025 à 4,7 % et pour 2026, nous attendons une croissance de 3,9 %.

Les autorités chinoises n'ont pas encore publié d'objectif officiel de croissance pour 2025, mais des sources au sein du gouvernement indiquent que le gouvernement chinois a décidé de maintenir l'objectif de croissance de 5 %. Il s'agit d'un objectif ambitieux dans le contexte d'une demande intérieure faible et d'un protectionnisme commercial croissant. L'annonce officielle aura lieu lors des Deux Sessions, les réunions plénières annuelles des deux principaux organes politiques du pays, qui se déroulent début mars. Si l'environnement économique change de manière significative au cours des prochaines semaines, l'objectif de croissance pourrait encore être ajusté.

Un facteur important pour la croissance en 2025 sera sans aucun doute la politique commerciale des États-Unis. Le président américain Trump a imposé des droits de douane supplémentaires de 10 % sur toutes les importations en provenance de Chine au cours des premières semaines de sa présidence. En représailles, le gouvernement chinois a annoncé des droits d'importation de 15 % sur certains types de charbon et de gaz naturel liquéfié et de 10 % sur le pétrole brut, les machines agricoles, certaines voitures à gros moteur et les camionnettes. Le pays a également déposé une plainte auprès de l'Organisation mondiale du commerce et imposé des restrictions à l'exportation de certains métaux et produits connexes, dont le tungstène et l'indium, essentiels à la production de technologies vertes et à l'industrie de la défense, entre autres. La Chine a également annoncé une enquête antitrust sur Google et Illumina, et a mis sur liste noire la société holding des marques américaines de vêtements Calvin Klein et Tommy Hilfiger. La réaction de la Chine est considérée comme relativement discrète, probablement parce que le gouvernement chinois veut éviter de jeter de l'huile sur le feu. Après tout, pour l'instant, les droits de douane imposés par Trump sont encore relativement faibles par rapport aux 60 % dont il a menacé pendant la campagne électorale.

Il est peu probable que les droits de douane actuels soient définitifs. À court terme, les droits de douane pourraient être affaiblis ou temporairement suspendus. Trump a indiqué qu'il était prêt à négocier sur les droits de douane, comme il l'a fait avec le Canada et le Mexique. En échange de concessions de la part de la Chine, par exemple sur l'exportation de produits destinés à la production de fentanyl, un relâchement temporaire des tensions commerciales pourrait être possible. Pour l'instant, toutefois, aucune discussion n'a été programmée. M. Trump a bien suspendu la fin de l'exemption tarifaire pour les envois bon marché en provenance de Chine, mais cela était dû à des problèmes logistiques, à savoir l'accumulation rapide de millions de paquets arrivant aux États-Unis chaque jour.

À moyen terme, les droits d'importation pourraient encore augmenter. Dès son entrée en fonction, Donald Trump a ordonné l'ouverture d'une enquête sur les relations commerciales des États-Unis. La conclusion de cette enquête est attendue pour le 1er avril 2025, une date importante pour la suite de la guerre commerciale.

Si les droits de douane augmentent encore, cela exercera une pression à la hausse sur l'inflation en Chine. Ce n'est probablement pas la principale préoccupation du gouvernement chinois à l'heure actuelle, car l'inflation des prix à la consommation oscille autour de zéro depuis près de deux ans. L'inflation des prix à la consommation a timidement augmenté pour atteindre 0,5 % d'une année sur l'autre en janvier, mais cette hausse est probablement due à la date précoce du Nouvel An chinois. Pour le deuxième mois consécutif, l'indice des prix à la production a baissé de 2,3 % en glissement annuel en janvier. En raison de la faiblesse persistante de l'économie chinoise, nous maintenons pour l'instant nos prévisions d'inflation à 0,7 % pour 2025 et à 1,7 % pour 2026.

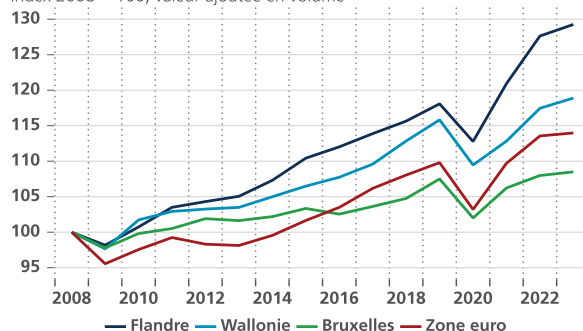
## Belgique

L'estimation rapide de la croissance belge pour le dernier trimestre de 2024 est ressortie à 0,2 % en glissement trimestriel. Ce chiffre est conforme à nos attentes et marque une légère décélération par rapport à la croissance stable de 0,3 % enregistrée au cours des quatre trimestres précédents. La croissance du quatrième trimestre a été supérieure à celle de la zone euro (0 %) et a été tirée par l'activité dans les services (0,2 %) et la construction (0,7 %). L'industrie a continué à enregistrer une croissance négative (-0,1%). Pour l'ensemble de l'année 2024, la croissance du PIB réel belge a ralenti à 1,0%, contre 1,3% en 2023. La ventilation des composantes du quatrième trimestre n'a pas encore été publiée, mais les détails des trois premiers trimestres indiquent déjà que la croissance de 2024 a été soutenue par la demande intérieure finale, tandis que les exportations nettes et surtout les variations de stocks ont été un frein. Malgré le ralentissement de la croissance annuelle, la Belgique a continué à faire mieux que la zone euro, où la croissance annuelle en 2024 était de 0,7 %. Avec trois années consécutives de croissance plus forte que dans la zone euro, la Belgique a obtenu de très bons résultats en termes relatifs. Dans une perspective à plus long terme, l'activité économique en Belgique au quatrième trimestre 2024 était supérieure de 7,1 % à son niveau d'avant la pandémie (quatrième trimestre 2019), contre seulement 5,2 % dans la zone euro.

Les chiffres de la croissance régionale en Belgique sont en retard par rapport à la publication des chiffres du PIB national, ce qui signifie qu'il n'est pas clair pour l'instant dans quelle mesure l'activité a progressé différemment dans les régions en 2024. La Flandre ayant un secteur manufacturier relativement plus important et une économie plus ouverte que la Wallonie et Bruxelles, la région a probablement été plus touchée par le ralentissement de l'industrie et la faiblesse de l'environnement extérieur. Cela ne signifie pas nécessairement que la croissance de l'ensemble de l'économie en 2024 a été plus faible en Flandre qu'en Wallonie et à Bruxelles. En 2023, année pour laquelle des données régionales ont été récemment publiées, la croissance en Flandre était déjà fortement affectée par une industrie morose, principalement en raison d'un effondrement dans le secteur chimique. Néanmoins, la Flandre a enregistré une croissance de 1,3 % cette année-là, contre 1,2 % et 0,5 % en Wallonie et à Bruxelles, respectivement. En 2023, la croissance s'est sensiblement ralentie dans les trois régions, principalement en raison

**Figure BE1 - Activité économique dans les régions 2008-2023**

index 2008 = 100, valeur ajoutée en volume



Source: KBC Economics d'après

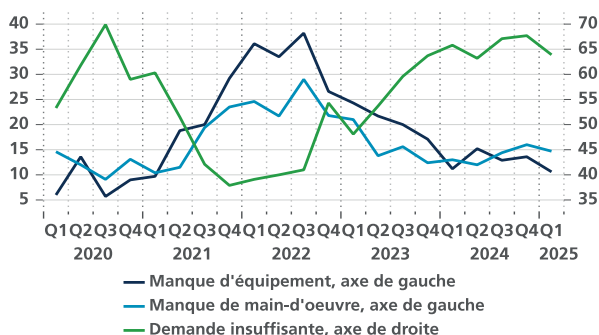
de la normalisation post-pandémique. La croissance de la Flandre en 2021 (+7,2%) et 2022 (+5,5%) a atteint des sommets, en partie grâce à la production de vaccins dans l'industrie pharmaceutique (voir figure BE1).

### Incertitude commerciale

Pour l'instant, l'Europe a été épargnée par les droits de douane américains, mais le président Trump a signalé que l'UE allait également être visée. S'ils sont effectivement mis en œuvre, les droits de douane américains pourraient peser sur la croissance économique belge, étant donné la forte dépendance de la Belgique à l'égard du commerce extérieur. Le coup potentiel pour les entreprises serait un autre choc négatif pour le secteur manufacturier, à un moment où son activité est déjà modérée. Pour l'ensemble de l'année 2024, la valeur ajoutée de l'industrie belge a diminué de 1,0 % selon l'estimation préliminaire. Compte tenu de la forte incertitude commerciale, nous avons décidé de maintenir notre position plus prudente à l'égard de la croissance belge et de ne pas apporter de changements majeurs aux prévisions pour le moment. Le scénario suppose toujours que des droits de douane seront finalement appliqués à l'UE.

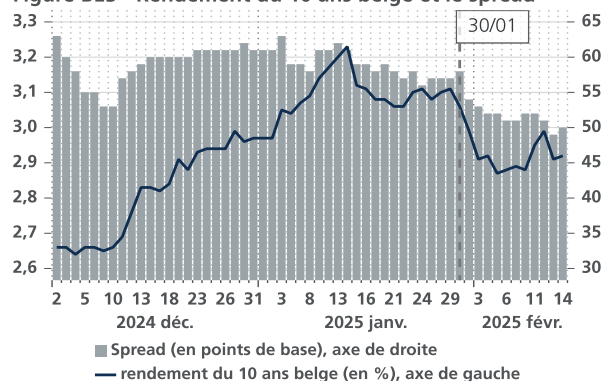
Nous avons néanmoins légèrement relevé les perspectives de croissance pour 2025 de 0,6 % à 0,7 %. Tout d'abord, l'Europe n'ayant pas été incluse dans la première série de droits de douane américains, il n'y a pas d'impact immédiat, contrairement à ce que nous avons prévu. Deuxièmement, au milieu de tout le brouhaha tarifaire de ces dernières semaines, il y a également eu quelques petits points positifs à souligner pour l'économie belge. L'enquête de conjoncture de la BNB a montré une

**Figure BE2 - Facteurs limitant la production industrielle**  
Indicateur de confiance de l'industrie



Source: KBC Economics d'après DG ECFIN

**Figure BE3 - Rendement du 10 ans belge et le spread**



Source: KBC Economics d'après Macrobond

légère amélioration de la confiance des producteurs et de l'utilisation des capacités dans l'industrie en janvier. De même, dans l'indicateur de confiance de la CE du 1er trimestre, l'insuffisance de la demande est moins considérée comme un facteur limitant la production industrielle en Belgique (voir graphique BE2). Enfin, un accord de coalition a été conclu le 31 janvier pour former un nouveau gouvernement fédéral, après plus de sept mois de négociations. Cet accord a permis de réduire l'incertitude qui régnait sur la situation politique et d'éviter que la Belgique ne s'enfonce dans une crise politique prolongée.

Cette dernière sera probablement reconnue par la Commission européenne, les agences de notation et les marchés financiers. Entre le 30 janvier, la veille de la conclusion de l'accord de coalition, et le 12 février, date à laquelle nous avons finalisé cette publication, l'écart entre les obligations belges et allemandes à 10 ans a diminué de 7 points de base (voir figure BE3). L'impact des nombreuses réformes ambitieuses (mais dont certaines sont encore vagues) sur le solde budgétaire et éventuellement sur la croissance économique à long terme devrait être positif, mais son ampleur reste très incertaine. Les effets de remboursement et les recettes attendues de la lutte contre la fraude constituent un point faible particulier de l'exercice budgétaire. Ceux-ci sont budgétisés pour un total de 9 milliards d'euros, mais ils pourraient bien s'avérer moins importants que prévu. Il existe également un risque de décalage entre les intentions de l'accord et les réformes réellement mises en œuvre. La difficulté de parvenir à un accord montre que les points de vue des cinq partis au pouvoir restent très différents, ce qui pourrait déboucher sur un conflit politique. Malgré le

risque de ne pas réaliser pleinement l'assainissement budgétaire prévu, la principale bonne nouvelle est que la Belgique dispose enfin d'un gouvernement de plein exercice, capable de prendre des décisions structurelles qui s'imposent depuis longtemps.

### Baisse de l'inflation de base

L'inflation belge basée sur l'IPCH s'est élevée à 4,4 % en janvier, inchangée par rapport au mois de décembre. L'inflation de base a toutefois fortement diminué, passant de 2,6 % en décembre à 1,4 % en janvier. De manière surprenante, la baisse mensuelle des prix des biens de base, traditionnellement causée par les soldes d'hiver de janvier, a été relativement importante cette fois-ci (-7,1 %, contre seulement -3,3 % en janvier 2024 et -5,0 % en moyenne pour le mois de janvier de la période 2000-2024). En revanche, l'inflation en glissement annuel pour les autres catégories de l'IPCH (énergie, alimentation, services) a augmenté en janvier, compensant entièrement la forte baisse de l'inflation de base des biens. Ces catégories restent des moteurs importants de l'inflation belge, l'inflation de l'énergie et de l'alimentation étant actuellement beaucoup plus élevée que dans la zone euro dans son ensemble. Dans notre scénario, nous continuons à prévoir une inflation belge moyenne de 2,8 % cette année et nous avons légèrement modifié les perspectives d'inflation pour 2026 de 2,2 % à 2,1 %.

## Europe centrale et orientale

### Consolidation budgétaire dans les PECO : des tendances divergentes

La pandémie de COVID-19 et les chocs économiques qui ont suivi ont eu un impact significatif sur les finances publiques des pays d'Europe centrale et orientale (PECO). Les pays de la région ont mis en œuvre d'importantes mesures de soutien budgétaire pour lutter contre les effets de la pandémie et faire face à la crise énergétique, ce qui a entraîné des augmentations substantielles des déficits budgétaires et des niveaux de la dette publique. Ces circonstances extraordinaires s'étant en grande partie résorbées, les économies régionales sont maintenant confrontées au défi de l'assainissement budgétaire.

### La République tchèque : le champion régional

La République tchèque fait figure de superstar de l'assainissement budgétaire dans la région. Le déficit du budget public a été ramené de 5,6 % du PIB en 2020 à 2,8 % du PIB en 2024 (voir graphique CEE1), soit un niveau légèrement inférieur à la limite de 3 % fixée par le traité de Maastricht. Cet effort de consolidation a été soutenu par l'expiration des mesures liées à l'énergie et par le paquet fiscal du gouvernement. Ces éléments devraient permettre de consolider le budget en vue d'un déficit de 2 % du PIB en 2025 et 2026, grâce à une combinaison de mesures portant sur les recettes (deux tiers) et de réductions des dépenses (un tiers).

Cela a permis non seulement de ramener le déficit

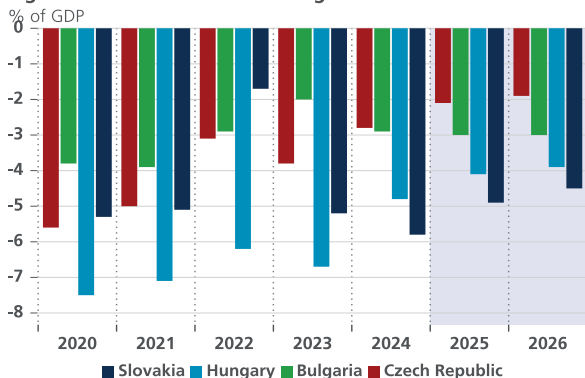
budgétaire en dessous de la limite de Maastricht, mais aussi de stabiliser la dette publique à environ 43 % du PIB (voir figure CEE2). En tant que telle, la dette publique de la République tchèque reste l'une des plus faibles de l'UE, bien que l'augmentation liée au COVID, de 29 % du PIB aux niveaux actuels, ait été significative. Pour l'avenir, nous continuons à penser que l'équilibre budgétaire s'améliorera progressivement et que la dette publique se stabilisera autour de 45 % du PIB, grâce à une croissance plus forte du PIB et à une politique fiscale relativement prudente. Selon l'analyse récente du Conseil budgétaire tchèque, le franchissement du frein de la dette nationale de 55 % du PIB a été reporté de 2028 à 2038, ce qui indique une amélioration modérée des perspectives budgétaires.

Nous voyons néanmoins des risques pour nos perspectives budgétaires, alors que la République tchèque se dirige vers les élections parlementaires de l'automne. Ces risques sont de deux ordres. Premièrement, nous voyons un risque de dérapage budgétaire au cours de l'année électorale 2025 en raison de dépenses plus élevées. Cela augmenterait le déficit budgétaire au-delà des attentes actuelles de 2,1 % du PIB. Deuxièmement, nous voyons un risque de détérioration post-électorale sous un nouveau gouvernement possiblement plus tolérant à l'égard de la dette, mené par une coalition populiste dirigée par l'ANO.

### Slovaquie : dans l'autre sens

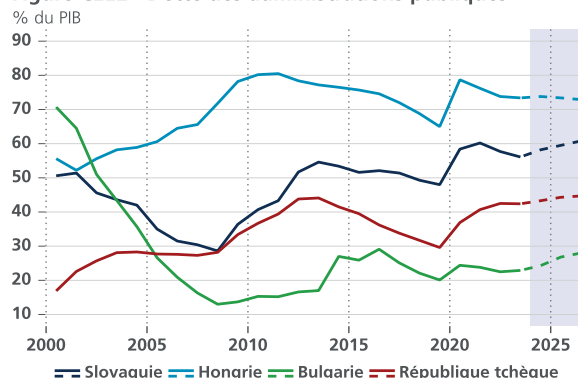
La Slovaquie est à la traîne dans la région en termes d'assainissement budgétaire. Le déficit du pays est resté élevé pendant un certain temps, se détériorant l'année dernière à 5,8 % du PIB contre 5,2 % du PIB l'année précédente. La dette publique a également suivi une

Figure CEE1 - Government budget balance



Source: KBC Economics

Figure CEE2 - Dette des administrations publiques



Source: KBC Economics d'après

tendance à la hausse, passant de 48 % du PIB en 2019 à 58,2 % du PIB en 2024, se rapprochant ainsi de la limite de 60 % fixée par le traité de Maastricht.

Le gouvernement Fico s'est engagé sur la voie de l'assainissement, en mettant en œuvre plusieurs mesures en janvier 2025, mais avec un impact incertain sur les finances publiques. Les principaux changements comprennent l'augmentation du taux de TVA à 23 % et l'introduction d'un taux d'impôt sur le revenu de 24 % pour les entreprises dont le chiffre d'affaires est supérieur à 5 millions d'euros. Du côté des dépenses, le gouvernement slovaque vise à réaliser des économies dans des domaines tels que les dépenses sociales et la masse salariale. Toutefois, la forte dépendance à l'égard des augmentations d'impôts se fait au détriment de la lutte contre les inefficacités des dépenses publiques. Dans le même temps, l'augmentation des impôts pourrait potentiellement freiner la croissance économique et les dépenses de consommation cette année.

Par conséquent, nous ne prévoyons qu'un assainissement modéré des finances publiques slovaques à l'avenir. Notre scénario de base prévoit un déficit supérieur à 4,5 % du PIB en 2025 et 2026. Alors que la dette publique slovaque devrait rester bien en dessous de la moyenne de l'euro, elle devrait dépasser la limite de Maastricht de 60 % du PIB en 2026. Dans un contexte de turbulences politiques, la trajectoire de la dette publique doit faire l'objet d'une attention particulière afin d'assurer sa viabilité à long terme.

### Hongrie : un parcours semé d'embûches

Le solde budgétaire de la Hongrie s'est amélioré en 2024, le déficit passant de 6,7 % du PIB à un niveau encore important de 4,8 % du PIB. Les finances publiques continuent de subir la pression de la prolongation de certaines des mesures de soutien du gouvernement introduites en 2022, ainsi que de l'augmentation des retraites et des paiements d'intérêts sur la dette. L'année dernière, le gouvernement Orban a introduit un ensemble de mesures d'assainissement budgétaire dans le cadre de son plan d'action économique plus large. Le résultat est incertain.

Le plan vise à équilibrer la consolidation fiscale avec le soutien social et les objectifs de croissance. D'une part, les efforts d'assainissement comprennent des mesures de recettes, notamment un ajustement de la fiscalité bancaire et une prolongation des taxes exceptionnelles

sur les secteurs de l'énergie et de la vente au détail. D'autre part, le plan global se concentre sur le renforcement du soutien social et de la croissance économique en doublant l'abattement fiscal pour les enfants, en mettant en œuvre un accord sur le salaire minimum sur trois ans et en introduisant des programmes de prêts subventionnés pour le logement et les PME.

En conséquence, nous prévoyons une réduction modérée du déficit budgétaire à 4,1 % du PIB cette année et une nouvelle modération à 3,9 % en 2026, en nous appuyant largement sur l'hypothèse d'une croissance plus élevée du PIB. Les risques sont toutefois orientés vers une trajectoire d'assainissement plus limitée, le cas échéant. Cela est principalement dû aux élections législatives du printemps 2026, qui impliquent historiquement des dépenses supplémentaires. Après tout, le premier ministre Orban a déjà suggéré une orientation budgétaire souple. Si les perspectives de croissance se détériorent, par exemple en raison de l'augmentation des droits de douane américains, l'assouplissement budgétaire pourrait être encore plus prononcé.

### Bulgarie : stable mais peu convaincante

Les finances publiques de la Bulgarie ont été mises à rude épreuve l'année dernière, le déficit budgétaire se creusant pour passer de 2,0 % à 2,9 % du PIB. L'augmentation des dépenses publiques liée aux augmentations des pensions et des salaires de 2022 a continué à peser sur le budget en 2024. En conséquence, l'évolution des dépenses a été supérieure à la croissance des recettes provenant des cotisations sociales et des impôts directs, grâce à la vigueur du marché du travail.

Les perspectives pour 2025 tablent sur un déficit stable à 3,0 % du PIB, s'alignant sur la valeur de référence de Maastricht. Les efforts visant à améliorer le recouvrement des recettes et à contenir les pressions sur les dépenses ont commencé, mais des défis majeurs subsistent. En outre, sur le plan politique, la Bulgarie a connu de fortes turbulences, ce qui complique la mise en œuvre des politiques budgétaires et des réformes structurelles nécessaires. Le pays a organisé sept élections législatives depuis 2021, ce qui témoigne d'une instabilité et d'une fragmentation politique profonde.

La Bulgarie conserve le ratio de la dette publique le plus faible de la région des PECO, ce qui lui donne une plus grande marge de manœuvre budgétaire que ses pairs régionaux. Le ratio de la dette a néanmoins

augmenté progressivement au cours de la période post-pandémique, passant de 20,1 % du PIB à 24,3 % du PIB. Nous prévoyons que la dette publique atteindra un niveau encore modeste de 28 % du PIB en 2026.

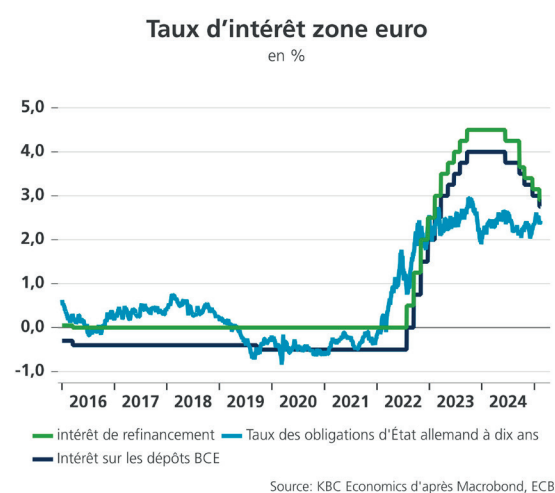
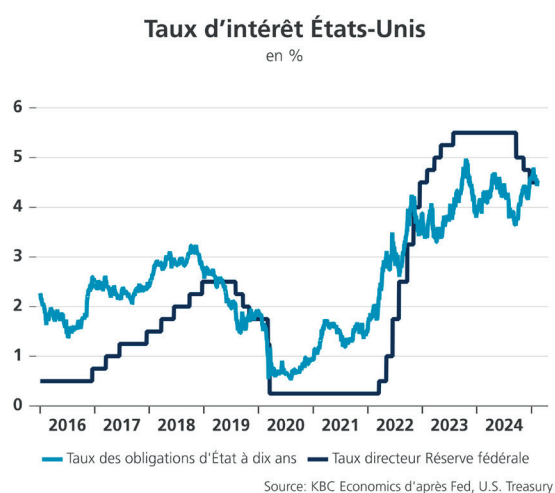
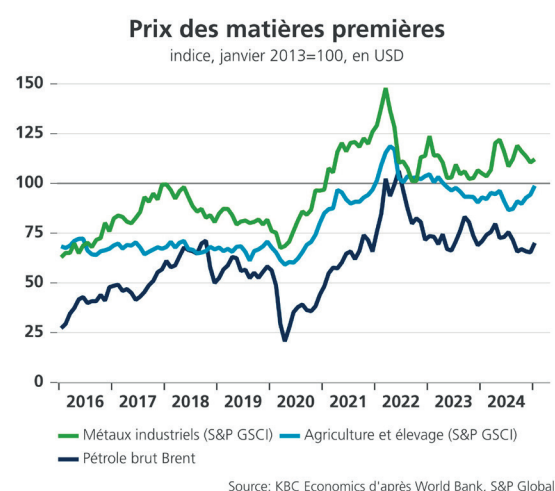
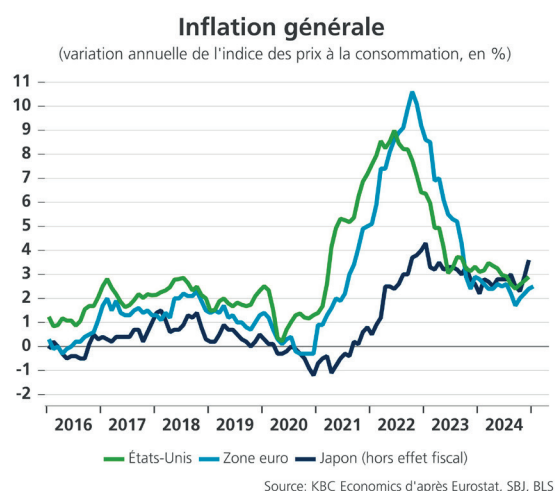
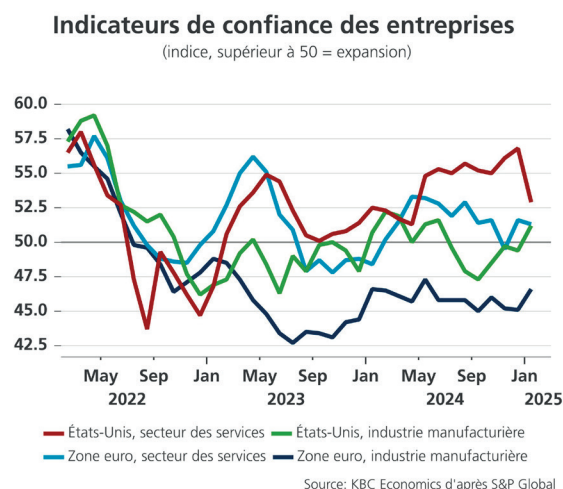
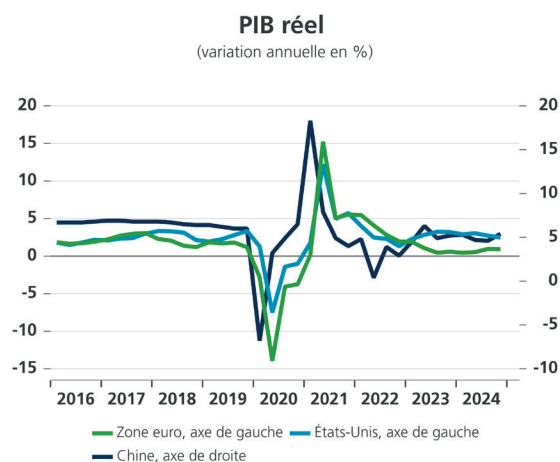
### Plusieurs défis et risques à venir

Dans l'ensemble, l'assainissement budgétaire dans la région des PECO a connu des trajectoires divergentes, mettant en évidence plusieurs défis et risques. Le ralentissement potentiel de la croissance économique – dans le contexte des risques liés à l'augmentation des droits de douane américains et/ou à la faiblesse prolongée de l'Allemagne – pourrait rendre la réduction des déficits plus difficile. Dans le même temps, les risques budgétaires liés aux élections législatives ( République Tchèque et Hongrie) et à l'instabilité politique (Bulgarie) sont prononcés et favorisent un assainissement budgétaire moins poussé.

En outre, les risques à court et moyen terme sont associés à des défis budgétaires à long terme. Ceux-ci sont très similaires dans les économies régionales, notamment le vieillissement des populations et les coûts des pensions et des soins de santé qui en découlent. À long terme, le succès des efforts d'assainissement budgétaire dépendra largement de la capacité des gouvernements à mettre en œuvre des réformes structurelles tout en maintenant la cohésion sociale et la stabilité politique. Enfin, l'absorption efficace des fonds structurels de l'UE jouera un rôle crucial dans la satisfaction des besoins d'investissement pour stimuler la croissance potentielle.



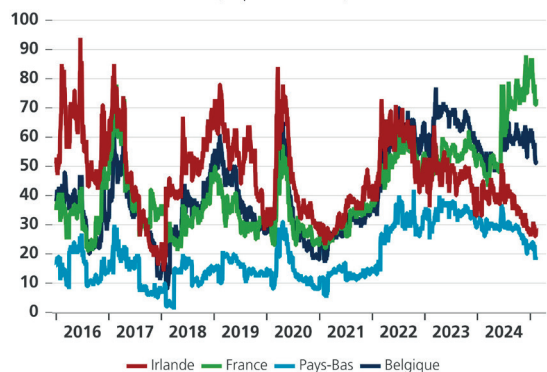
## Figures



## Figures

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

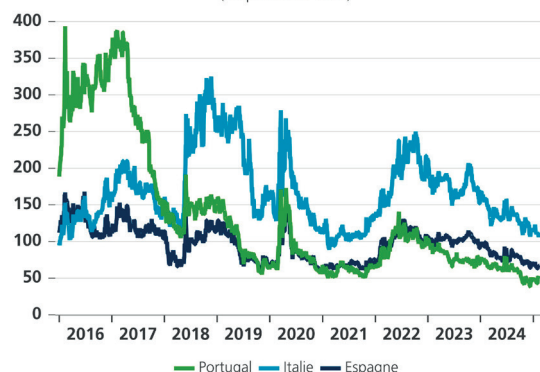
(en points de base)



Source: KBC Economics d'après Macrobond

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

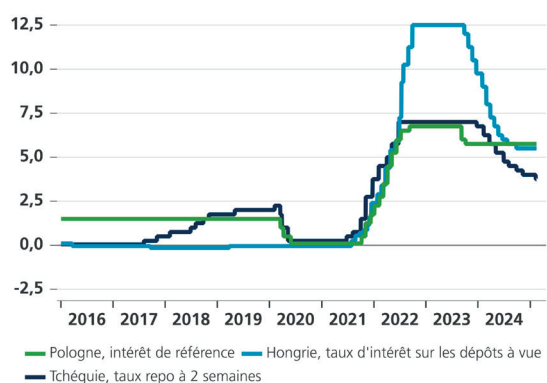
(en points de base)



Source: KBC Economics d'après Macrobond

**Taux directeur Europe centrale**

en %



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

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

en points de base



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

**Taux de change**

indice, janvier 2013=100



Source: KBC Economics d'après Macrobond

**Taux de change**

indice, janvier 2013=100



Source: KBC Economics d'après Macrobond

## Perspectives des principales économies du monde

		Croissance du PIB réel (moyenne de la période, calculé à partir de chiffres trimestriels, en %)			Inflation (moyenne de la période, en %)		
		2024	2025	2026	2024	2025	2026
Zone euro	Zone euro	0,7	0,7	1,0	2,4	2,5	2,5
	Allemagne	-0,2	0,1	0,9	2,5	2,8	2,7
	France	1,1	0,5	1,0	2,3	2,0	2,3
	Italie	0,5	0,3	0,5	1,2	1,9	2,1
	Espagne	3,2	2,2	1,8	2,9	2,5	2,3
	Pays-Bas	0,9	1,4	1,0	3,2	3,6	3,4
	Belgique	1,0	0,7	0,9	4,3	2,8	2,1
	Irlande	0,3	4,2	4,5	1,4	1,7	2,0
	Slovaquie	2,1	1,9	2,5	3,2	4,1	3,0
Europe centrale et orientale	Tchéquie	1,0	2,1	2,3	2,7	2,4	2,4
	Hongrie	0,6	2,3	3,9	3,7	4,1	3,6
	Bulgarie	2,2	2,1	2,4	2,6	2,9	3,0
	Pologne	2,9	3,1	3,2	3,6	4,1	2,7
	Roumanie	1,0	2,3	2,9	5,8	4,4	3,5
Reste de l'Europe	Royaume-Uni	0,8	1,2	1,4	2,3	2,6	2,3
	Suède	0,6	1,8	2,4	2,0	1,0	1,7
	Norvège (mainland)	0,9	1,5	1,7	2,9	2,5	2,1
	Suisse	1,3	1,3	1,6	0,9	0,6	0,8
Marchés émergents	Chine	5,0	4,7	3,9	0,2	0,7	1,7
	Inde*	6,4	6,5	6,5	4,8	4,3	4,6
	Afrique du Sud	0,5	1,6	1,7	4,4	4,1	4,5
	Russie	Temporairement aucune prévision					
	Turquie	2,9	2,5	3,5	58,5	31,5	19,7
	Brésil	3,5	2,2	2,3	4,4	5,1	4,4
Autres économies développées	États-Unis	2,8	2,3	1,8	3,0	3,3	3,0
	Japon	-0,1	1,2	0,9	2,7	2,3	1,8
	Australie	1,0	2,0	2,4	3,2	2,8	2,5
	Nouvelle-Zélande	-0,4	1,2	2,6	2,9	2,1	2,0
	Canada	1,3	1,7	1,7	2,3	2,0	2,1
* année budgétaire d'avril à mars						7/2/2025	

Taux directeurs (fin de période, en %)						
		7/2/2025	Q1 2025	Q2 2025	Q3 2025	Q4 2025
Zone euro	Zone euro (refi)	2,90	2,65	2,15	2,15	2,15
	Zone euro (dépo)	2,75	2,50	2,00	2,00	2,00
Europe centrale et orientale	Tchéquie	3,75	3,75	3,50	3,50	3,50
	Hongrie (base rate)	6,50	6,50	6,25	6,00	5,75
	Bulgarie	-				
	Pologne	5,75	5,75	5,75	5,50	4,75
	Roumanie	6,50	6,50	6,25	6,00	5,75
Reste de l'Europe	Royaume-Uni	4,50	4,50	4,25	4,00	4,00
	Suède	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25
	Norvège (mainland)	4,50	4,25	4,00	3,75	3,75
	Suisse	0,50	0,25	0,25	0,25	0,25
Marchés émergents	Chine	1,50	1,50	1,40	1,30	1,20
	Inde	6,25	6,25	6,00	6,00	5,75
	Afrique du Sud	7,50	7,50	7,50	7,25	7,25
	Russie	Temporairement aucune prévision				
	Turquie	45,00	42,50	37,50	32,50	29,75
	Brésil	13,25	14,25	15,00	15,50	15,50
Autres économies développées	États-Unis (taux moyen)	4,375	4,375	4,375	4,125	3,875
	Japon	0,50	0,50	0,50	0,75	0,75
	Australie	4,35	4,10	3,85	3,85	3,85
	Nouvelle-Zélande	4,25	3,75	3,25	3,25	3,25
	Canada	3,00	3,00	3,00	2,75	2,75

## Perspectives des principales économies du monde

Taux d'intérêt des emprunts d'État à dix ans (fin de période, en %)						
		7/2/2025	Q1 2025	Q2 2025	Q3 2025	Q4 2025
<b>Zone euro</b>	Allemagne	2,36	2,45	2,45	2,45	2,50
	France	3,07	3,20	3,20	3,19	3,23
	Italie	3,43	3,55	3,55	3,53	3,56
	Espagne	3,02	3,15	3,15	3,14	3,18
	Pays-Bas	2,55	2,65	2,65	2,65	2,70
	Belgique	2,94	3,05	3,05	3,04	3,08
	Irlande	2,63	2,75	2,75	2,75	2,80
	Slovaquie	3,05	3,25	3,25	3,25	3,30
<b>Europe centrale et orientale</b>	Tchéquie	3,87	4,20	4,20	4,20	4,20
	Hongrie	6,60	6,70	6,50	6,30	6,10
	Bulgarie*	3,85	3,85	3,85	3,80	3,80
	Pologne	5,79	5,80	5,70	5,10	4,80
	Roumanie	7,59	7,70	7,70	7,70	7,75
<b>Reste de l'Europe</b>	Royaume-Uni	4,47	4,50	4,50	4,50	4,55
	Suède	2,23	2,30	2,30	2,30	2,35
	Norvège	3,80	3,90	3,90	3,90	3,95
	Suisse	0,39	0,40	0,40	0,40	0,45
<b>Marchés émergents</b>	Chine (7-day r. repo)	1,61	1,80	1,80	1,70	1,70
	Inde	6,70	6,70	6,70	6,60	6,60
	Afrique du Sud	10,42	10,60	10,60	10,50	10,50
	Russie	15,13	Temporairement aucune prévision			
	Turquie	26,00	26,00	24,00	24,00	22,50
	Brésil	14,81	14,90	14,90	14,80	14,80
<b>Autres économies développées</b>	États-Unis	4,43	4,60	4,60	4,50	4,50
	Japon	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30
	Australie	4,35	4,50	4,50	4,40	4,40
	Nouvelle-Zélande	4,58	4,70	4,70	4,60	4,60
	Canada	2,96	3,10	3,10	3,00	3,00
<b>*Attention : marché très illiquide</b>						

Taux de change (fin de période)					
	7/2/2025	Q1 2025	Q2 2025	Q3 2025	Q4 2025
<b>USD par EUR</b>	1,04	1,02	1,02	1,04	1,04
<b>CZK par EUR</b>	25,07	25,30	25,20	25,10	25,10
<b>HUF par EUR</b>	404	404	406	408	413
<b>PLN par EUR</b>	4,19	4,22	4,25	4,20	4,20
<b>BGN par EUR</b>	1,96	1,96	1,96	1,96	1,96
<b>RON par EUR</b>	4,97	5,00	5,05	5,05	5,05
<b>GBP par EUR</b>	0,83	0,84	0,85	0,86	0,87
<b>SEK par EUR</b>	11,30	11,30	11,25	11,25	11,25
<b>NOK par EUR</b>	11,65	11,65	11,65	11,65	11,65
<b>CHF par EUR</b>	0,94	0,94	0,94	0,93	0,93
<b>BRL par USD</b>	5,76	5,90	6,00	6,25	6,25
<b>INR par USD</b>	87,40	88,00	88,50	88,75	88,75
<b>ZAR par USD</b>	18,41	18,71	19,00	19,50	19,50
<b>RUB par USD</b>	97,10	Temporairement aucune prévision			
<b>TRY par USD</b>	35,98	36,87	38,64	39,81	40,70
<b>RMB par USD</b>	7,29	7,34	7,36	7,40	7,40
<b>JPY par USD</b>	151,76	150,00	150,00	147,00	145,00
<b>USD par AUD</b>	0,63	0,61	0,61	0,62	0,63
<b>USD par NZD</b>	0,57	0,55	0,54	0,54	0,54
<b>CAD par USD</b>	1,43	1,43	1,43	1,43	1,43

## Perspectives des marchés stratégiques

	République tchèque				Slovaquie		
	2024	2025	2026		2024	2025	2026
<b>Croissance du PIB réel (variation annuelle moyenne, calculé à partir de chiffres trimestriels, en %)</b>	1,0	2,1	2,3		2,1	1,9	2,5
<b>Inflation (variation annuelle moyenne, en %, IPC harmonisé)</b>	2,7	2,4	2,4		3,2	4,1	3,0
<b>Taux de chômage (définition Eurostat) (fin de l'année, en % de la population active)</b>	2,6	3,2	3,1		5,3	5,5	5,5
<b>Solde budgétaire du gouvernement (en % du PIB)</b>	-2,8	-2,1	-1,9		-5,8	-4,9	-4,5
<b>Dette publique brute (en % du PIB)</b>	43,3	44,3	44,7		58,2	59,5	60,8
<b>Balance des opérations courantes (en % du PIB)</b>	0,7	0,3	0,5		-2,0	-2,8	-2,5
<b>Prix de l'immobilier (définition Eurostat) (variation annuelle moyenne en %, nombre total de logements)</b>	4,5	5,4	3,5		3,0	3,0	3,5

	Hongrie				Bulgarie		
	2024	2025	2026		2024	2025	2026
<b>Croissance du PIB réel (variation annuelle moyenne, calculé à partir de chiffres trimestriels, en %)</b>	0,6	2,3	3,9		2,2	2,1	2,4
<b>Inflation (variation annuelle moyenne, en %, IPC harmonisé)</b>	3,7	4,1	3,6		2,6	2,9	3,0
<b>Taux de chômage (définition Eurostat) (fin de l'année, en % de la population active)</b>	4,3	4,3	3,9		3,8	3,9	3,8
<b>Solde budgétaire du gouvernement (en % du PIB)</b>	-4,8	-4,1	-3,9		-2,9	-3,0	-3,0
<b>Dette publique brute (en % du PIB)</b>	73,8	73,4	72,9		24,3	26,8	28,0
<b>Balance des opérations courantes (en % du PIB)</b>	1,5	1,3	1,0		-0,7	-0,9	-1,0
<b>Prix de l'immobilier (définition Eurostat) (variation annuelle moyenne en %, nombre total de logements)</b>	12,6	5,5	4,0		15,1	5,0	3,5

## Perspectives des marchés stratégiques

Comptes nationaux (croissance réelle en %)			
	2024	2025	2026
Consommation privée	1,9	1,5	1,6
Consommation publique	3,5	0,9	0,5
Investissements en capital fixe	1,2	1,7	2,4
Investissements des entreprises	1,7	1,9	2,6
Investissements publics	7,4	2,3	2,0
Investissements en construction	-4,2	0,7	1,7
La demande intérieure finale (hors variation des stocks)	2,1	1,4	1,5
Variation des stocks (contribution à la croissance)	-0,9	0,3	0,0
Exportations de biens et de services	-4,5	-2,5	0,3
Importations de biens et de services	-4,4	-1,3	1,1
Produit intérieur brut (PIB), calculé à partir de chiffres trimestriels	1,0	0,7	0,9
Revenu disponible des ménages	1,4	1,6	1,3
Taux d'épargne brut des ménages (en % des revenus disponibles)	14,2	14,4	14,2

Indicateurs d'équilibre			
	2024	2025	2026
Inflation (hausse annuelle moyenne, en %)			
Prix à la consommation	4,3	2,8	2,1
Indice santé	3,3	3,1	2,0
Marché du travail			
Emploi intérieur (variation en cours d'année, en '000)	6,6	15,0	30,0
Taux de chômage (fin d'année, définition Eurostat)	5,8	6,0	5,9
Finances publiques (en % du PIB, avec les politiques actuelles)			
Solde de financement	-4,3	-4,7	-4,4
Dette publique	104,0	106,3	107,5
Compte courant (en % du PIB)	-0,5	-1,2	-1,3
Prix des maisons (variation au cours de l'année, logements existants et nouveaux, en %)	3,1	3,0	3,0



## Contact

### KBC Group Economics and Markets (GEM)

Economic Research (KBC)	Market Research (KBC)	CSOB - Prague	CSOB Slovakia	UBB Bulgaria
Hans Dewachter Group Chief Economist chiefeconomist@kbc.be	Mathias Van der Jeugt Head of Market Research mathias.vanderjeugt@kbc.be	Martin Kupka Chief Economist mkupka@csob.cz	Marek Gábriš 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	Jan Cermák Senior Analyst jcermak@csob.cz	<b>K&amp;H Bank Hungary</b>	
Johan Van Gompel Senior Economist johan.vangompel@kbc.be	Mathias Janssens Analyst mathias.janssens@kbc.be	Jan Bureš Senior Analyst jabures@csob.cz	Dávid Németh Chief Economist david2.nemeth@kh.hu	
Lieven Noppe Senior Economist lieven.noppe@kbc.be		Petr Báca Senior Analyst pbaca@csob.cz	<b>CBC Banque</b>	
Cora Vandamme Senior Economist cora.vandamme@kbc.be		Irena Procházková Analyst iprochazkova@csob.cz	Bernard Keppenne Chief Economist CBC bernard.keppenne@cbc.be	
Allison Mandra Senior Economist allison.mandra@kbc.be		Wouter Beeckman Senior Economist wbeeckman@csob.cz		
Laurent Convent Economist laurent.convent@kbc.be		Dominik Rusinko Senior Economist drusinko@csob.cz		
Sam Devinck Economist sam.devinck@kbc.be				
<b>For general information:</b>				
KBC.Economic.Research@kbc.be				

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



Contact: Hans Dewachter, Chief Economist 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 10 février 2025, sauf stipulation contraire. Les opinions et stratégies décrites sont telles qu'en vigueur le 10 février 2025.