

octobre 2025

À la une

- L'abondance de l'offre et l'apaisement des tensions au Moyen-Orient exercent une pression à la baisse sur les prix de l'énergie. Les prix du pétrole ont baissé de 3 % le mois dernier pour atteindre 66 USD le baril. Cette baisse est largement due à l'offre, car l'OPEP+ a de nouveau augmenté son quota de production et l'offre non OPEP+ reste à des niveaux élevés. La prime de risque géopolitique a également diminué, grâce à l'accord de cessez-le-feu à Gaza. Les prix du gaz naturel sont restés globalement inchangés à 31 EUR par MWh. L'offre élevée de GNL aux États-Unis exerce une pression à la baisse sur les prix du gaz, mais cette pression est compensée par la demande relativement élevée de gaz, les pays de l'UE étant encore en train de remplir leurs réserves de gaz.
- L'inflation de la zone euro s'est accélérée de 2,0 % à 2,2 % en glissement annuel en septembre. Comme prévu, cette augmentation est principalement due à une inflation énergétique moins négative, les effets de base commençant à se faire sentir. L'inflation des denrées alimentaires s'est légèrement modérée. L'inflation de base est restée inchangée à 2,3 %, l'inflation de base des biens étant restée inchangée et l'inflation des services ayant légèrement augmenté. Au cours des prochains mois, la baisse des prix du pétrole et des pressions salariales pourrait peser sur les chiffres de l'inflation. Nous maintenons nos prévisions de 2,1 % et de 1,8 % pour 2025 et 2026, respectivement.
- Aux États-Unis, l'inflation PCE s'est de nouveau accélérée en août, passant de 2,6 % à 2,7 % en glissement annuel, parallèlement à l'inflation CPI. Ici aussi, la hausse a été principalement causée par une inflation énergétique moins négative, bien que l'inflation alimentaire plus élevée ait également joué un rôle. L'indice PCE de base est resté inchangé, l'inflation des biens et des services s'étant stabilisée. Étant donné que la publication de l'IPC de septembre est retardée par la fermeture des États-Unis et que le rapport sur l'IPC d'août était conforme aux attentes, nous maintenons nos prévisions d'inflation inchangées à 2,8 % en 2025 et à 2,6 % en 2026.
- L'économie de la zone euro est sur la voie d'une reprise très progressive. Les indicateurs de confiance des producteurs se sont progressivement améliorés, même s'ils restent à des niveaux bas. Le marché du travail reste également étonnamment résistant, le taux de chômage demeurant faible. Toutefois, l'économie allemande n'est pas encore sortie du marasme, car la production industrielle reste atone. La crise gouvernementale française pèse également sur les indicateurs de confiance français et européens. Nous maintenons nos prévisions de croissance de 1,2 % et 0,9 % pour cette année et l'année prochaine, respectivement.
- L'économie américaine continue de faire preuve d'une résistance surprenante face aux droits de douane élevés et aux restrictions migratoires accrues. Le PIB du deuxième trimestre a fait

l'objet d'importantes révisions à la hausse et les dépenses de consommation élevées ainsi que les investissements importants devraient maintenir la croissance à un niveau élevé au troisième trimestre. Cela dit, les difficultés s'accumulent : le taux d'épargne semble trop faible, le gouvernement est en cessation d'activité et le marché du travail ne cesse de s'affaiblir. En outre, une grande partie de la croissance de l'investissement au premier semestre est due à l'essor de l'IA, dont la contribution pourrait diminuer au cours des prochains trimestres. Nous ajustons donc nos prévisions de croissance pour 2025 de 1,8 % à 1,9 %, tout en maintenant notre prévision de 1,5 % pour 2026.

- Les perspectives économiques pour la Chine n'ont guère changé par rapport au mois dernier, l'économie continuant à se débattre. Bien que l'objectif de croissance du PIB de 5 % pour 2025 reste à portée de main, les risques sont orientés à la baisse, la croissance devant ralentir à 4,4 % en 2026.
- Les banques centrales suivent des trajectoires différentes. La Fed a relancé son cycle de réduction des taux en septembre, compte tenu des inquiétudes concernant le marché du travail. Nous prévoyons quatre autres baisses de taux, le taux directeur se terminant à 3,125 % en mars. De son côté, la BCE devrait maintenir son taux de dépôt à 2 % dans un avenir proche, car l'inflation est proche de l'objectif dans la zone euro. Les marchés obligataires ont été confrontés à l'instabilité politique en France. Les spreads français devraient rester élevés car l'incertitude politique devrait rester présente à l'avenir. L'agitation française a également exercé une pression sur l'euro. Nous pensons que cette pression à la baisse sera temporaire car l'euro reste fondamentalement sous-évalué par rapport au dollar américain.

• Contexte international

La guerre commerciale de Donald Trump est passée à la vitesse inférieure le mois dernier. Bien que Trump ait annoncé une augmentation des droits de douane sur les produits pharmaceutiques non génériques, les armoires de cuisine, les meubles de salle de bain, les meubles et les camions, leur mise en œuvre a été largement retardée. En outre, même s'ils étaient pleinement mis en œuvre, ils n'augmenteraient que très peu le taux effectif des droits de douane américains (de 17,4 % à 17,9 %). Toutefois, la menace la plus récente de droits de douane de 100 % sur les importations chinoises fait peser de nouveaux risques sur le commerce mondial. Pour l'instant, cependant, nous considérons cette menace tarifaire davantage comme une manœuvre stratégique en vue d'éventuelles (re) négociations entre les États-Unis et la Chine que comme une véritable réescalade de la guerre commerciale.

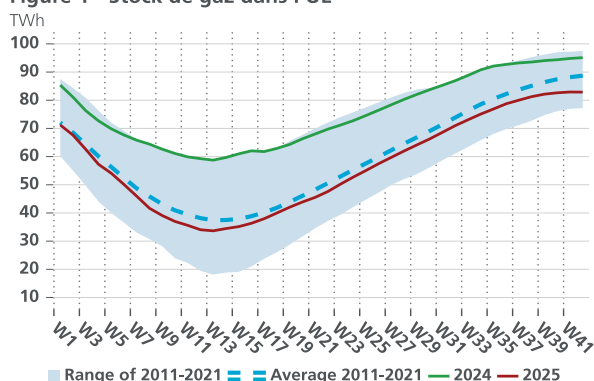
Les effets néfastes de la guerre commerciale deviennent peu à peu visibles. Aux États-Unis, le marché du travail s'affaiblit, ce qui incite la Fed à reprendre son cycle de

réduction des taux (malgré l'accélération de l'inflation PCE). Dans la zone euro, la guerre commerciale ralentit la reprise en cours (très progressive). La crise gouvernementale en France est une autre source d'inquiétude. L'économie chinoise est également atone, car le secteur privé reste prudent et se désendette. L'objectif d'une croissance économique de 5 % est toutefois toujours d'actualité pour cette année.

Les prix de l'énergie sous pression

Les prix du pétrole ont poursuivi leur descente, le prix du pétrole Brent ayant baissé de 3 % le mois dernier pour atteindre 66 USD le baril. Les prix du pétrole sont maintenant 11% plus bas qu'il y a un an. La baisse des prix du pétrole est principalement due à l'offre. Au début du mois, l'OPEP+ a annoncé une production supplémentaire de 137 000 barils par jour. Depuis avril, l'OPEP+ a augmenté son quota de production de 2,67 millions de barils par jour. En outre, l'offre hors OPEP+ reste à des niveaux élevés, ce

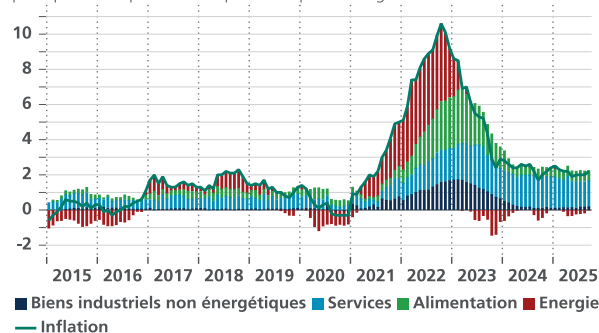
Figure 1 - Stock de gaz dans l'UE



Source: KBC Economics d'après Gas Infrastructure Europe (GIE)

Figure 2 - Inflation globale de la zone euro

Variation en % par rapport à l'année précédente et contributions des principales composantes en points de pourcentage



Source: KBC Economics d'après Eurostat

qui fait que le marché est globalement excédentaire.

L'atténuation des tensions géopolitiques au Moyen-Orient a également contribué à la baisse des prix du pétrole. Le 29 septembre, Donald Trump et Benjamin Netanyahu ont présenté un plan en 20 points pour la paix à Gaza. Le 8 octobre, Israël et le Hamas ont signé la première phase de ce plan, qui prévoit un cessez-le-feu, la libération des derniers otages israéliens, un échange de prisonniers, un retrait partiel de l'armée israélienne et une augmentation de l'aide humanitaire. Cela pourrait ouvrir la voie à une fin plus durable de la guerre à Gaza (phase 2 du plan), même si de nombreux obstacles subsistent. Néanmoins, cet accord de cessez-le-feu constitue une première étape importante et réduit considérablement le risque d'un conflit plus large au Moyen-Orient.

L'apaisement des tensions au Moyen-Orient atténue également la pression sur les prix du gaz naturel. Les prix du gaz naturel en Europe sont restés globalement inchangés le mois dernier, terminant à 31 EUR par MWh. Le marché reste bien approvisionné car les importations de GNL américain atteignent des niveaux record. Les réserves de gaz restent toutefois légèrement inférieures aux moyennes historiques (voir figure 1).

La désinflation dans la zone euro est (presque) terminée

Dans la zone euro, après trois mois maintenus à l'objectif de 2 %, l'inflation a de nouveau légèrement augmenté en septembre pour atteindre 2,2 %. Cette évolution est due à une inflation moins négative des prix de l'énergie (-0,4 % contre -2,0 % le mois précédent). L'inflation des prix des

denrées alimentaires a légèrement diminué pour atteindre 3,0 %, tandis que l'inflation de base (inflation excluant les prix de l'énergie et des denrées alimentaires) s'est établie à 2,3 % pour le cinquième mois consécutif.

Sur une plus longue période, la période de désinflation ou de ralentissement de l'inflation semble terminée. Depuis la mi-2024, l'inflation a fluctué entre 1,8 % et 2,5 % (voir figure 2). Depuis juin 2024, elle s'élève en moyenne à 2,2 %, ce qui correspond exactement au chiffre le plus récent.

Cependant, avec 2,2 % d'inflation globale et 2,3 % d'inflation sous-jacente, le taux d'inflation reste légèrement supérieur à l'objectif à moyen terme de la Banque centrale européenne (BCE). Si l'on examine la contribution des principales composantes à l'inflation, on constate que la contribution des services, en particulier, reste nettement supérieure à celle des trois années précédant immédiatement la pandémie et le choc des prix de l'énergie qui s'en est suivi. La contribution des biens non énergétiques et des denrées alimentaires est également légèrement supérieure à ce qu'elle était alors, mais dans une moindre mesure. Compte tenu de leur poids plus faible dans l'indice des prix à la consommation, cela est moins important, d'autant plus que l'inflation en 2017-2019 est restée obstinément en dessous de l'objectif de la BCE : 1,5 % en moyenne et même seulement 1,0 % pour l'inflation sous-jacente. Une inflation légèrement plus élevée qu'à l'époque semble donc souhaitable, du moins du point de vue de l'objectif de la BCE. Or, le rythme actuel de l'inflation des services – qui pèse de loin le plus lourd (45,6 %) dans l'indice des prix à la consommation – n'est pas compatible avec cet objectif.

Cependant, la désinflation n'est probablement pas encore terminée, en particulier pour les services. Les accords salariaux indiquent un nouveau ralentissement de la croissance des salaires, qui est un facteur clé de l'inflation dans les services. Associé à une croissance plus forte de la productivité du travail, ce ralentissement devrait atténuer les pressions exercées par les coûts salariaux sur l'inflation et les marges bénéficiaires des entreprises.

Nous prévoyons donc un nouveau ralentissement de l'inflation de base, qui devrait s'établir à environ 2 % d'ici le second semestre 2026. En fonction de l'évolution des prix de l'énergie, dont la volatilité, comme par le passé (voir figure 2), tend à perturber les tendances de l'inflation, l'inflation globale pourrait ainsi se situer temporairement en dessous de l'objectif de 2 % dans le courant de l'année 2026. Nous maintenons notre prévision d'inflation moyenne à 2,1 % pour 2025 et à 1,8 % pour 2026.

L'inflation américaine PCE s'accélère en août

Le gouvernement américain étant pour l'instant fermé, la publication du rapport sur l'IPC de septembre a été reportée. La dernière publication importante liée à l'inflation a été celle des données PCE du mois d'août. Conformément à la publication de l'IPC d'août, l'inflation PCE s'est accélérée, passant de 2,6 % à 2,7 %. Sur une base mensuelle, l'inflation PCE a augmenté de 0,3 %. Cette augmentation est principalement due à une accélération des composantes non essentielles, les prix des denrées alimentaires et de l'énergie ayant fortement augmenté d'un mois sur l'autre.

L'inflation PCE de base est restée inchangée à 2,9 %. L'inflation de base des biens est restée inchangée à 1,1 %, montrant ainsi des signes limités de répercussion des droits de douane. L'inflation de base des services s'est également stabilisée. Nous pourrions assister à un certain ralentissement dans cette catégorie au cours des prochains mois, étant donné la diminution des pressions salariales (voir figure 3). Étant donné que l'inflation PCE était conforme aux attentes, nous maintenons nos prévisions d'inflation inchangées à 2,8 % cette année et à 2,6 % l'année prochaine.

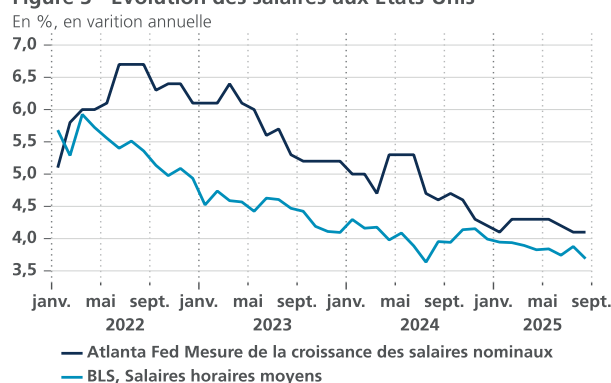
Attente de signes clairs de reprise de la croissance dans la zone euro

L'indice composite de la confiance des directeurs d'achat (PMI) dans la zone euro s'est encore amélioré en

septembre pour atteindre 51,2. Il est supérieur à 50 depuis janvier 2025. C'est le seuil qui différencie la croissance économique de la contraction. Toutefois, il n'est pas très éloigné de ce seuil. En outre, l'amélioration de septembre n'a été perceptible que dans les secteurs des services. Dans l'industrie manufacturière, l'indicateur est repassé juste en dessous du seuil (49,8), et dans la construction, il s'est affaibli à 46, bien en dessous du seuil. Les enquêtes de la Commission européenne sur la confiance des entreprises brossent également un tableau contrasté : d'un léger affaiblissement de la confiance dans les secteurs des services à, au mieux, une stabilisation à un faible niveau dans l'industrie et la construction. La confiance des consommateurs a également largement stagné ces derniers mois, à un niveau qui ne peut être associé qu'à la morosité.

Nous attendons donc toujours des signes clairs d'une reprise économique (forte). Dans ce contexte, la détérioration significative du sentiment des entreprises et des consommateurs en France mérite d'être soulignée. Le malaise politique risque de peser sur l'économie du pays. Parallèlement, les indicateurs industriels allemands restent décevants, la production continuant d'être orientée à la baisse. Dans les secteurs à forte intensité énergétique, elle est récemment tombée à plus de 20 % en dessous de la moyenne de 2018, tandis que la reprise de la production automobile au premier semestre 2025 semble actuellement s'enliser (voir figure 4). Il est également décourageant de constater qu'après l'amélioration du premier semestre, les prévisions des entreprises allemandes pour les six prochains mois sont à nouveau sombres, non seulement dans l'industrie manufacturière, mais aussi dans pratiquement tous les

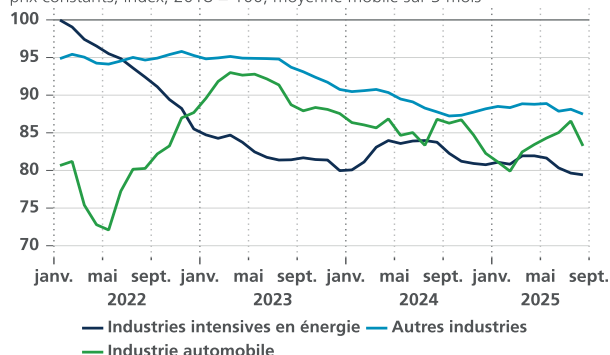
Figure 3 - Evolution des salaires aux Etats-Unis



Source: KBC Economics d'après Atlanta Fed, BLS

Figure 4 - Production industrielle en Allemagne

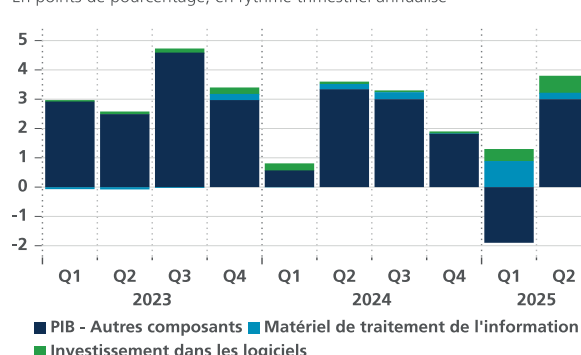
prix constants, index, 2018 = 100, moyenne mobile sur 3 mois



Source: KBC Economics d'après DESTATIS

Figure 5 - Contributions au PIB US

En points de pourcentage, en rythme trimestriel annualisé



Source: KBC Economics d'après BEA

secteurs, à l'exception de la construction.

Cependant, un certain nombre de raisons continuent à indiquer un renforcement progressif de la croissance économique dans la zone euro. À 6,3 % en août, le taux de chômage n'était supérieur que de 0,1 point de pourcentage à son niveau historique le plus bas. La résilience du marché du travail est également visible dans la croissance du nombre d'emplois et d'heures travaillées au deuxième trimestre. Associée à des augmentations supplémentaires et limitées des salaires réels, cette évolution stimule le revenu disponible des ménages et crée un potentiel de croissance de la consommation. La relance de la consommation pourrait être stimulée par une baisse du taux d'épargne des ménages, qui reste actuellement particulièrement élevé dans la plupart des pays de la zone euro. Cette baisse pourrait contribuer à compenser l'impact négatif attendu de l'assainissement des finances publiques dans de nombreux pays cette année sur le revenu disponible des ménages. À cet égard, les récentes estimations de la BCE suggèrent que la politique budgétaire dans la zone euro sera légèrement expansionniste pour l'ensemble de la zone euro en 2026, grâce aux transferts de NextGenerationEU, en particulier dans les pays du sud, et aux fortes impulsions en matière d'investissement provenant du budget allemand. Parallèlement à l'assouplissement de la politique monétaire depuis juin 2024, la politique budgétaire permet donc de s'attaquer aux problèmes économiques structurels. Elle offre également un certain contrepoids aux vents contraires qui continueront probablement à souffler de l'environnement extérieur en raison des tensions géopolitiques et des barrières commerciales.

Malgré l'incertitude, nous continuons donc de tabler sur un renforcement progressif de la croissance économique dans la zone euro à partir du dernier trimestre de 2025 et surtout dans le courant de 2026. Le taux de croissance moyen du PIB réel attendu en 2026 sera néanmoins inférieur à celui de 2025 (0,9 % contre 1,2 %). Ce dernier chiffre reflète principalement la forte croissance du début de l'année 2025 et masque le ralentissement observé depuis lors.

L'économie américaine surperforme au deuxième et au troisième trimestre

L'économie américaine fait preuve d'une résistance surprenante face à la montée du protectionnisme aux États-Unis. Le PIB du deuxième trimestre a été révisé à la hausse, passant de 0,75 % en glissement trimestriel dans le communiqué initial à 0,95 % dans le dernier communiqué. Cette augmentation est principalement due à une forte révision à la hausse des contributions des dépenses personnelles de consommation (PCE) (de 0,25 % à 0,42 %). Pour le troisième trimestre, la consommation devrait apporter une contribution encore plus importante. Les PCE réelles ont augmenté de 0,4 % en glissement mensuel en juillet et en août.

Les chiffres élevés des deuxième et troisième trimestre semblent indiquer que les politiques protectionnistes des États-Unis n'ont qu'un impact limité sur la croissance américaine. Pourtant, un examen plus approfondi des données suggère que les chiffres de croissance élevés sont en partie dus à l'essor de l'intelligence artificielle. En effet, si l'on exclut les composantes liées à l'IA (c'est-à-dire les équipements de traitement de l'information et

les investissements en logiciels), la croissance du PIB H1 tomberait de 1,6 % à 0,55 % en termes annualisés (voir figure 5).

Ces contributions élevées liées à l'IA pourraient s'estomper quelque peu au cours des prochains trimestres. En outre, la consommation pourrait également s'affaiblir au quatrième trimestre. En effet, la croissance des prix à la consommation réels ayant dépassé celle du revenu disponible réel, le taux d'épargne a chuté de 5,7 % en mai à 4,6 % en septembre, un niveau qui semble difficile à maintenir. La confiance des consommateurs a également baissé en septembre. La fermeture en cours et les licenciements annoncés pourraient également réduire temporairement la consommation des employés fédéraux, bien que l'effet sur le PIB ait été historiquement assez modéré. Outre la consommation, les indicateurs de confiance des entreprises se sont considérablement détériorés le mois dernier, en particulier dans le secteur des services.

L'aspect le plus préoccupant de l'économie est la détérioration du marché du travail. Bien que le rapport officiel sur l'emploi n'ait pas été publié en raison du shutdown, le rapport ADP (un rapport privé) a souligné la faiblesse du marché de l'emploi. Selon ce rapport, le nombre d'emplois privés a diminué de 32 000 en septembre, en plus de la baisse de 3 000 (révisée à la baisse) enregistrée en août. Bien que cette faiblesse du marché du travail n'ait pas encore eu beaucoup d'effet sur la croissance du PIB, cela pourrait changer au cours des prochains trimestres. Dans l'ensemble, nous relevons légèrement la croissance cette année de 1,8 % à 1,9 %, tout en maintenant notre prévision de croissance de 1,5 % pour l'année prochaine.

L'économie chinoise s'en sort tant bien que mal

Les perspectives économiques de la Chine n'ont guère changé par rapport au mois dernier, en raison de l'absence de données décisives susceptibles de faire bouger l'aiguille dans un sens ou dans l'autre. L'économie continue d'évoluer tant bien que mal et il y a de bonnes chances que la croissance du PIB atteigne l'objectif de 5 % fixé par le gouvernement pour 2025, bien que les risques restent à la baisse. En août, la production industrielle et le commerce de détail se sont quelque peu stabilisés à 0,37 % en glissement mensuel et 0,17 % en glissement mensuel, respectivement. Toutefois, en glissement annuel, les deux séries ont reculé en août (5,2 % et 3,4 %). D'autres données

concrètes indiquent également une croissance atone. La croissance du crédit (financement social total) reste très largement soutenue par l'émission d'obligations d'État, tandis que l'investissement en actifs fixes, qui a chuté à 0,5 % depuis le début de l'année en glissement annuel en août, n'est maintenu positif que par les entreprises d'État, ce qui suggère que le secteur privé reste prudent et se désendette.

L'amélioration du climat des affaires, en particulier des indices PMI S&P pour l'industrie manufacturière et les services (51,2 et 52,9, respectivement, en septembre, où toute valeur supérieure à 50 représente une expansion), est un signal plus positif pour l'économie chinoise ces derniers temps. Entre-temps, le commerce extérieur se maintient bien malgré les droits de douane plus élevés imposés par les États-Unis, les exportations totales ayant augmenté de 8,3 % en septembre par rapport à la même période de l'année précédente. Bien que les exportations vers les États-Unis aient nettement diminué (-27 % en glissement annuel), ce déclin a été compensé par une augmentation substantielle des exportations vers d'autres régions.

Les tensions commerciales restent toutefois un risque important, une grande incertitude entourant la rencontre attendue entre le président Xi et le président Trump à la fin du mois. Les contrôles à l'exportation plus stricts récemment imposés par la Chine sur les minéraux des terres rares, et la menace de Trump de porter à 100 % les droits de douane sur les exportations chinoises, sont, du moins en partie, des stratégies visant à obtenir un effet de levier pour les négociations avant la réunion, mais elles soulèvent le risque que le conflit commercial entre les États-Unis et la Chine se transforme une fois de plus en une avalanche de mesures "tit-for-tat".

Les dirigeants chinois se réuniront également en interne pour préparer le prochain plan quinquennal pour la Chine, même si les détails de la stratégie à long terme du pays ne seront probablement pas publiés avant mars 2026. Pour l'instant, nous maintenons nos prévisions de croissance du PIB réel de 5,0 % en 2025 et de 4,4 % en 2026. L'inflation reste enlisée dans des impulsions déflationnistes et devrait s'établir en moyenne à 0,0 % en 2025 et à 1,0 % en 2026.

La Fed reprend ses réductions de taux

Comme prévu, la Fed a repris sa politique d'assouplissement en septembre, en réduisant son taux

directeur de 25 points de base à 4,125 %. Il s'agit toujours d'un niveau modérément restrictif. Cette baisse des taux, qui relève de la "gestion des risques", a été motivée par l'augmentation des risques de détérioration du marché du travail, compte tenu de la faiblesse récente des créations nettes d'emplois mensuelles et de la hausse (modérée) du taux de chômage, qui a atteint 4,3 % en août. Cette évolution s'inscrit dans le contexte d'un taux d'inflation qui se situe toujours à environ un point de pourcentage au-dessus de l'objectif de 2 %, mais probablement de manière temporaire.

Nous continuons de supposer que la Fed a entamé un cycle de réduction des taux d'intérêt de 25 points de base à chacune des quatre prochaines réunions de politique monétaire. Le taux directeur s'établira donc à 3,125 % en mars 2026, un niveau que la Fed considérerait comme neutre dans son dernier "dot plot" de septembre. Le fait qu'il soit peu probable que les taux directeurs tombent en dessous du niveau neutre est cohérent avec notre prévision d'un "atterrissage en douceur" du cycle économique et du marché du travail aux États-Unis.

Le taux de dépôt de la BCE a déjà atteint son niveau le plus bas

Contrairement à la Fed, le taux directeur de la BCE est déjà "dans une bonne position", selon la présidente de la BCE, Mme Lagarde. Alors que l'inflation sous-jacente de base est encore légèrement supérieure à l'objectif d'inflation de 2 % (2,3 %), elle continuera à converger vers l'objectif d'inflation au cours des prochains trimestres, à moins de chocs économiques supplémentaires. Nous pensons donc que le taux de dépôt de 2 % a atteint son niveau le plus bas dans ce cycle de taux d'intérêt et qu'il restera inchangé à ce niveau pendant un certain temps.

En raison de la divergence de politique de taux d'intérêt entre la Fed et la BCE, le différentiel de taux d'intérêt évoluera en faveur de l'euro par rapport au dollar. Par conséquent, nous nous attendons à une nouvelle appréciation progressive de l'euro. En outre, cette prévision est soutenue à plus long terme par notre évaluation selon laquelle le dollar est encore fondamentalement surévalué à son taux de change actuel.

Les rendements obligataires à la hausse

Dans le contexte de l'atterrissage en douceur attendu de l'économie américaine, nous ne pensons plus que les

rendements américains à 10 ans connaîtront une nouvelle baisse à court terme. En outre, les réductions attendues des taux d'intérêt de la Fed ont été entièrement intégrées dans les prix par les marchés obligataires. Pour les rendements des obligations américaines à 10 ans, ce scénario implique une hausse progressive et modérée jusqu'à environ 4,20 % d'ici la fin de 2025 et jusqu'à 4,50 % d'ici la fin de 2026. Les rendements allemands à 10 ans poursuivront également leur tendance à la hausse, principalement en raison de la poursuite de la décompression de la prime de terme. D'ici à la fin de 2025, les taux allemands à 10 ans devraient se situer autour de 2,75 %, puis augmenter légèrement pour atteindre 2,80 % en 2026.

La France au centre des marchés obligataires européens

Les marchés obligataires européens ont été marqués par l'augmentation de l'écart entre les obligations d'État à 10 ans de la France et celles de l'Allemagne. Cet écart a atteint le niveau de celui de l'Italie et l'a même brièvement dépassé. Cette situation s'explique par l'impasse politique dans laquelle se trouve le pays et qui a entraîné la démission du nouveau premier ministre Lecornu au début du mois d'octobre, ce dernier n'ayant pas réussi à former un nouveau gouvernement et à faire adopter un budget 2026 par le parlement. La cause sous-jacente de cette paralysie politique est l'impasse dans laquelle se trouve le parlement, où aucun des trois grands blocs politiques ne dispose d'une majorité viable. Ce problème structurel ne disparaîtra pas dans un avenir proche. D'éventuelles nouvelles élections parlementaires n'apporteront pas nécessairement une solution, mais pourraient plutôt créer une incertitude politique supplémentaire. En outre, nous nous rapprochons progressivement des élections présidentielles du printemps 2027, dont l'issue est très incertaine.

En raison de cet environnement de risque politique élevé et persistant, nous nous attendons à ce que le spread français actuel à 10 ans d'environ 85 points de base reste à ce niveau relativement élevé jusqu'à la fin de l'élection présidentielle. Une intervention de la BCE via une activation de son instrument de protection de la transmission (TPI) n'est pas à l'ordre du jour. En effet, selon Mme Lagarde, présidente de la BCE, les marchés obligataires européens restent suffisamment liquides, fonctionnent correctement et le mécanisme de transmission de la politique monétaire de la BCE n'est pas compromis. En d'autres termes, les conditions d'une activation du TPI ne sont pas réunies à

ce stade.

En dehors de la situation spécifique de la France, nous confirmons notre opinion générale sur l'évolution des écarts de taux d'intérêt au sein de l'UEM. Cela implique une nouvelle baisse modérée des spreads en raison de la reprise économique attendue en Europe, de la poursuite de la hausse du rendement de référence allemand et, en tant que filet de sécurité ultime, de l'TPI de la BCE. Ce scénario de convergence a récemment été confirmé de manière explicite par le relèvement de la note du crédit souverain portugais par Fitch (à A) et S&P (à A+), en raison des perspectives favorables du cycle économique et des efforts politiques réalisés en matière de finances publiques.

Belgique

Sentiment orienté à la hausse

Le sentiment des consommateurs et des entreprises a continué à augmenter en septembre. La confiance des consommateurs est désormais bien supérieure à sa moyenne à long terme. Si l'on considère l'indicateur depuis le début de l'année, l'amélioration remarquable résulte principalement des attentes plus optimistes des consommateurs en matière de chômage. Il est probable que de nombreuses réponses à l'enquête auprès des consommateurs ont été affectées par la décision politique de limiter la durée des allocations de chômage. Les personnes interrogées croient clairement (surtout en Wallonie) que le chômage diminuera à la suite de la mesure de réforme (voir graphique BE1). La confiance des producteurs, qui reste inférieure à sa moyenne à long terme, a progressé dans tous les secteurs en septembre et plus particulièrement dans la construction. En particulier, la confiance dans la construction de bâtiments résidentiels a connu une hausse remarquable ce mois-là (voir graphique BE2). Plusieurs autres indicateurs prospectifs indiquent également depuis peu une lente embellie de l'investissement dans le logement. Par exemple, le nombre de permis de construire délivrés (un indicateur clé des projets résidentiels à venir) semble atteindre son niveau le plus bas.

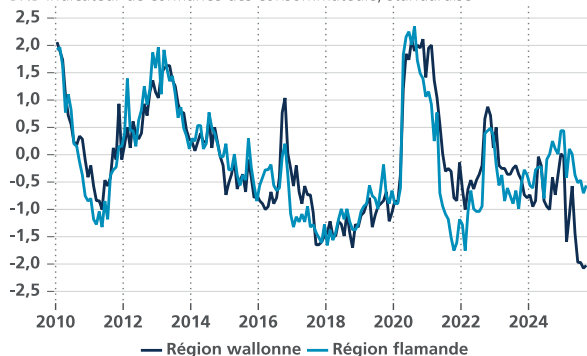
Compte tenu de la tendance positive continue des indicateurs de sentiment, nous avons légèrement relevé la croissance trimestrielle de l'économie belge au troisième trimestre 2025, de 0,0 % à 0,1 %, et au quatrième trimestre

2025, de 0,1 % à 0,2 %. La croissance belge pour l'ensemble de l'année est désormais estimée à 1,0 % pour 2025 et à 0,9 % pour 2026, contre 0,9 % et 0,8 % respectivement. L'incertitude, bien que réduite grâce à l'accord commercial entre les États-Unis et l'Union européenne, reste élevée dans l'environnement international volatil actuel. Au niveau national, l'impact sur la croissance de l'assainissement budgétaire et des réformes structurelles à l'horizon de nos prévisions (par exemple, la proportion de personnes touchées par la suppression des allocations de chômage qui trouveront un emploi) reste inconnu. Par conséquent, nos perspectives de croissance actualisées pour l'économie belge restent relativement prudentes et modérées.

L'inflation belge (basée sur l'IPCH) s'est élevée à 2,7 % en septembre, contre 2,6 % en août. Cette légère augmentation est due à l'inflation de base (hors énergie et alimentation), qui est passée de 2,1 % à 2,5 %. L'inflation des biens non énergétiques et l'inflation des services ont tiré l'inflation de base vers le haut. L'inflation énergétique et l'inflation alimentaire ont diminué, passant respectivement de 3,4 % à 2,1 % et de 3,5 % à 3,2 %. L'inflation de la zone euro ayant également légèrement augmenté, le différentiel d'inflation positif entre la Belgique et la zone euro est resté inchangé à 0,6 point de pourcentage. Nous avons maintenu nos prévisions pour l'inflation belge annuelle basée sur l'IPCH à 3,0 % et 1,8 % en 2025 et 2026 respectivement. En 2027, l'inflation devrait rebondir légèrement au-dessus du niveau de 2 % en raison de l'introduction du nouveau système d'échange de quotas d'émission de l'UE (ETS2), qui entraînera une hausse de l'inflation liée à l'énergie.

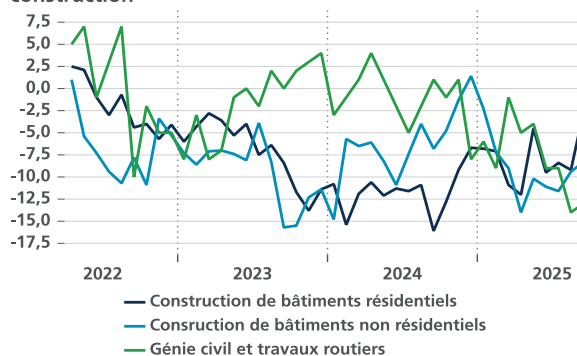
Figure BE1 - Perspectives de chômage +12M

BNB indicateur de confiance des consommateurs, standardisé



Source: KBC Economics d'après NBB

Figure BE2 - BNB indice de confiance dans la secteur de la construction

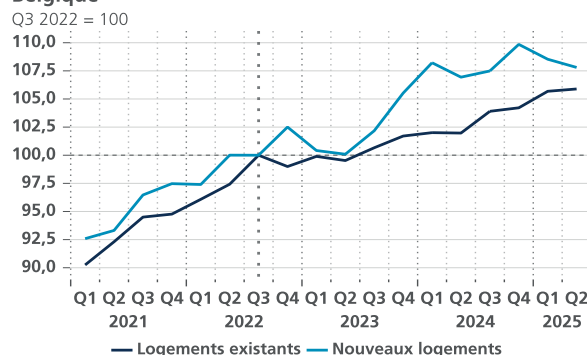


Source: KBC Economics d'après NBB

Données sur les prix des logements pour le deuxième trimestre

Début octobre, Eurostat a publié des données harmonisées sur les prix des logements pour le deuxième trimestre 2025. Les prix ont augmenté de 1,6% par rapport au trimestre précédent dans l'ensemble de l'UE. La hausse trimestrielle des prix a été la plus forte (plus de 4%) au Portugal, au Luxembourg, en Croatie et en Espagne. Deux pays ont enregistré une légère baisse des prix. La Belgique est l'un de ces deux pays (l'autre étant la France), avec une baisse trimestrielle des prix limitée à 0,1% (voir aussi Economic Brief 15 octobre 2025 "European housing market continues to steam ahead in second quarter 2025"). La correction n'a concerné que la construction neuve (-0,7%). Les prix des logements existants ont continué à augmenter, cette fois de seulement 0,2%. Ce minuscule recul des prix des logements dans leur ensemble fait suite à trois trimestres précédents de hausse décente des prix. En règle générale, les variations trimestrielles des prix des logements sont assez volatiles. Les chiffres du deuxième trimestre ont en fait quelque peu tempéré le rythme soutenu des hausses de prix de la construction neuve depuis le printemps 2023 (voir figure BE3). Les données du deuxième trimestre ne

Figure BE3 - Indice harmonisé des prix des logements en Belgique



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

modifient pas sensiblement notre opinion sur l'immobilier belge. Pour les logements existants et neufs confondus, nous voyons maintenant une croissance annuelle des prix des logements de 2,6 % en 2025 et de 3,1 % en 2026, contre 3,0 % en 2025 et en 2026 précédemment.

Europe centrale et orientale

Au cours des derniers mois, la région de l'Europe centrale et orientale (ECE) a continué à connaître une intensification des divergences politiques. La République tchèque est parvenue à une désinflation significative, mais a simultanément basculé politiquement vers l'euroscepticisme à la suite des élections d'octobre. La Slovaquie a adopté un train de mesures d'assainissement budgétaire agressif et restrictive visant à réduire son déficit galopant. La Hongrie a continué à maintenir une politique monétaire restrictive afin de contrecarrer la pression fiscale structurelle. Dans un contraste institutionnel saisissant, la Bulgarie a cimenté sa trajectoire vers l'adoption de l'euro en janvier 2026, fournissant un ancrage solide pour la crédibilité à long terme, bien qu'elle soit confrontée à de fortes pressions inflationnistes internes.

République tchèque

La désinflation se poursuit en République tchèque. L'inflation de l'IPC a baissé à 2,3 % en glissement annuel en septembre, contre 2,5 % en août, ce qui est légèrement inférieur aux prévisions du marché. Cette baisse a été principalement attribuée à des augmentations de prix plus faibles dans l'alimentation et les biens. Toutefois, l'inflation des prix des services est restée stable à 4,7 %. Malgré la trajectoire réussie de l'inflation vers l'objectif de 2 %, la Banque nationale tchèque (BNC) a maintenu son taux de rachat à deux semaines à 3,50 % en septembre, indiquant une approche patiente, orientée vers la stabilité, conçue pour permettre la transmission complète du resserrement précédent afin d'affecter les facteurs inflationnistes persistants, tels que la croissance dynamique des salaires, l'inflation dans les services ou l'augmentation rapide des coûts de l'immobilier. Notre prévision d'inflation moyenne pour la République tchèque reste de 2,4 % pour cette année et de 2,2 % pour la suivante.

Les élections législatives des 3 et 4 octobre ont toutefois constitué l'événement marquant de la période récente dans le pays, avec la victoire décisive du mouvement populiste ANO d'Andrej Babiš (voir l'encadré). Ce résultat, qui s'explique en grande partie par le mécontentement des électeurs face à la crise du coût de la vie, génère une incertitude politique. Le chef de la future coalition gouvernementale, qui a fait campagne sur l'abandon de l'austérité, détient désormais un mandat d'expansion budgétaire. Si la nouvelle administration met en œuvre

les politiques populistes de dépenses et de réduction d'impôts envisagées dans le programme électoral de l'ANO, la hausse de la demande intérieure qui en résultera et l'évolution des attentes en matière d'inflation pourraient rapidement éroder les gains désinflationnistes durement acquis. La CNB, qui s'est engagée à assurer la stabilité des prix, serait alors poussée à envisager un resserrement des taux, ce qui créerait un conflit direct et potentiellement coûteux entre la politique monétaire et la politique budgétaire. Pour l'instant, nous maintenons notre prévision de stabilité du taux d'intérêt directeur de la BNC jusqu'à la fin de 2027, ainsi que nos prévisions de croissance du PIB réel pour les deux prochaines années.

D'un point de vue géopolitique, dans le pire des cas, si le mouvement populiste ANO s'aligne sur les gouvernements nationalistes et eurosceptiques de Slovaquie et de Hongrie, les résultats des élections tchèques pourraient conduire à une coopération politique plus étroite entre trois membres du bloc de Visegrad 4, depuis longtemps en perte de vitesse. Une telle concentration de sentiments anti-bruxellois constituerait une menace supplémentaire pour les processus décisionnels de l'UE sur des questions cruciales, notamment la migration, les allocations budgétaires et le maintien du soutien à l'Ukraine, et augmenterait inévitablement les primes de risque politique pour les trois pays concernés.

Hongrie

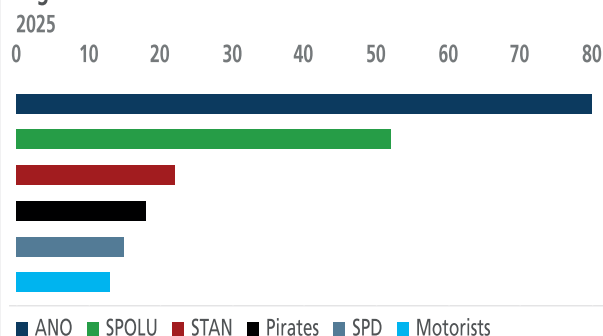
La Banque nationale de Hongrie (MNB) a maintenu son taux de base à 6,50 % le 23 septembre, conservant une position monétaire stricte. En fait, le taux actuel de la MNB est le taux d'intérêt directeur le plus élevé de l'UE avec celui de la Roumanie. Le maintien de cette rigidité est rendu nécessaire par la persistance d'une inflation élevée, qui s'est établie à 4,3 % en glissement annuel en août, dépassant la marge de tolérance de la MNB, alors que les attentes des ménages en matière d'inflation restent élevées. Nous prévoyons que l'inflation moyenne hongroise atteindra 4,5 % cette année et 4,0 % en 2026. Confrontée à des pressions inflationnistes persistantes, la banque centrale ne peut pas se précipiter dans l'assouplissement de sa politique monétaire : nous prévoyons que son taux d'intérêt directeur restera à 6,50 % d'ici la fin de l'année, descendra à 6,00 % d'ici la fin du troisième trimestre 2026 et ne descendra pas en dessous de 5,25 % d'ici décembre 2027.

L'orientation restrictive de la politique monétaire de la

La nouvelle réalité politique tchèque

Lors des élections législatives tchèques de 2025, le parti populiste ANO, dirigé par l'ancien Premier ministre Andrej Babiš, a remporté 34,5 % des voix et obtenu 80 sièges à la Chambre des députés, qui en compte 200 (voir figure CEE1). La coalition gouvernementale Spolu, dirigée par le Premier ministre Petr Fiala, est arrivée en deuxième position avec 23,4 % et 52 sièges. Les autres partis entrant au parlement sont STAN (11,2%, 22 sièges), les Pirates (9,0%, 18 sièges), le SPD (7,8%, 15 sièges), et les Motoristes (6,8%, 13 sièges). La coalition d'extrême gauche Stačilo n'a pas réussi à franchir le seuil des 5 % et n'est pas entrée au parlement. L'ANO n'ayant pas obtenu de majorité à elle seule, elle étudie la possibilité d'une coalition avec le SPD et les Motoristes, ce qui leur donnerait 108 sièges. La position eurosceptique et critique à l'égard de l'OTAN du SPD pourrait compliquer les négociations. Le président Petr Pavel a déclaré qu'il ne nommerait pas de ministres qui menacent l'adhésion de la République tchèque à l'OTAN ou sa sécurité nationale.

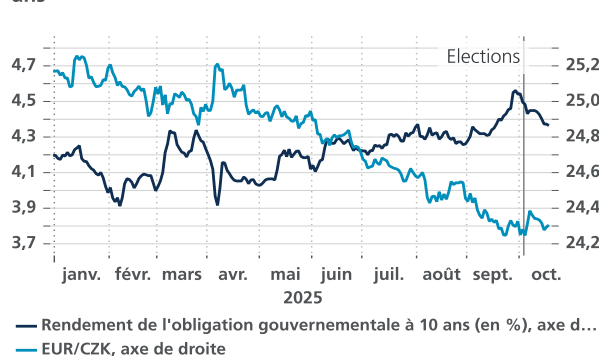
Figure CEE1 - Elections législatives en République tchèque : sièges



Source: KBC Economics basée sur Czech Statistical Office

Alors que la couronne tchèque s'est renforcée avant les élections, soutenue par la position monétaire conservatrice de la banque centrale, les obligations d'État tchèques ont été mises sous pression. Les investisseurs ont craint un assouplissement de la politique budgétaire, et le rendement des obligations à dix ans a dépassé 4,5 % pour la première fois depuis l'automne 2023 (voir figure CEE2). Le programme d'ANO comprend des mesures sociales coûteuses telles que le rétablissement des allocations familiales, l'augmentation des allocations parentales et l'annulation des réformes des retraites. Bien qu'il promette des budgets équilibrés, il s'appuie sur une collecte plus efficace des impôts et sur la croissance économique plutôt que sur des hausses d'impôts. Compte tenu de la taille relativement modeste de l'économie souterraine, les gains de recettes escomptés devraient être modestes.

Figure CEE2 - EURCZK et rendement de l'obligation à 10 ans



Source: KBC Economics d'après Macrobond

MNB est principalement nécessaire pour contrecarrer les distorsions fiscales et réglementaires importantes imposées par le gouvernement, y compris les plafonds de prix, les plafonds d'intérêts, les contrôles des marges et les taxes sur les bénéfices exceptionnels. La combinaison préjudiciable d'une politique fiscale souple et distorsive et de conditions monétaires strictes complique une reprise durable, tirée par l'investissement. En outre, le conflit persistant avec l'UE au sujet de l'État de droit continue de bloquer le décaissement de milliards d'euros au titre du FRR et des fonds de cohésion de l'UE, privant l'économie d'un capital de convergence qui pourrait accélérer la croissance à moyen terme.

Slovaquie

La Slovaquie a réagi à la détérioration de sa situation budgétaire (la dette publique devrait atteindre le niveau record de 62 % du PIB) en accélérant l'ajustement budgétaire. Le 24 septembre 2025, le Conseil national a approuvé le troisième paquet de mesures de consolidation budgétaire. La loi, qui attend la signature du président, vise à lever 2,7 milliards d'euros en 2026 pour ramener le déficit public à 4 % du PIB. Les mesures sont fortement axées sur les recettes et comprennent de fortes augmentations d'impôts qui prendront effet à partir de janvier 2026. Les éléments clés comprennent l'augmentation de l'impôt progressif sur le revenu des personnes physiques (IRPP) avec une nouvelle tranche supérieure de 30-35% pour les hauts revenus, l'introduction d'un impôt minimum sur le revenu des sociétés de 11 520 € pour les grandes entreprises, et l'augmentation de la taxe sur la valeur ajoutée (TVA) de 19% à 23% sur certains biens (tels que les produits à forte teneur en sucre/sel).

Selon nous, le plan du gouvernement visant à équilibrer rapidement les recettes et les dépenses est trop ambitieux. Nous prévoyons que le déficit budgétaire de cette année sera légèrement inférieur aux 5,3 % du PIB de l'année dernière et qu'il descendra à 5,0 % en 2026 avant de remonter à 5,2 % l'année suivante.

En outre, le programme d'assainissement agressif et concentré en début de période risque de produire un choc stagflationniste. L'augmentation simultanée des impôts et de la TVA réduira fortement le revenu disponible des ménages, ce qui freinera la consommation et la demande intérieure. Ce resserrement coïncide avec un sentiment économique déjà faible, qui est tombé à 95,6 en septembre, reflétant la détérioration des conditions, en

particulier dans le secteur industriel. En outre, l'imposition de hausses d'impôts, en particulier la hausse de la TVA, agit comme un facteur de pression sur les coûts, ce qui nous amène à voir l'inflation moyenne de l'IPCH de cette année et de 2026 à 4,2 %. La politique risque donc de combiner la suppression de la croissance (nous prévoyons une croissance annuelle du PIB réel de seulement 0,6 % en 2025 et 0,8 % en 2026) avec une inflation secondaire induite par les taxes.

Bulgarie

Les données macroéconomiques de la Bulgarie indiquent que l'économie fonctionne de manière robuste, avec une croissance du PIB au 2025T2 (+3,4% en glissement annuel) alimentée principalement par une forte consommation intérieure et des investissements. Nous prévoyons que le taux de croissance réel annuel du pays se maintiendra à un niveau élevé de 2,7 % l'année prochaine, en raison également des avantages de l'adoption de l'euro le 1er janvier 2026.

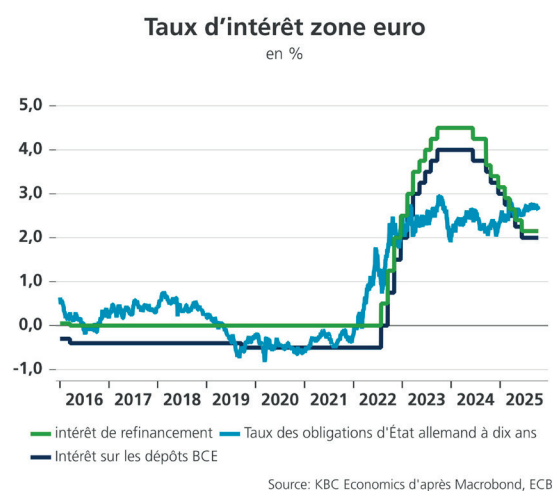
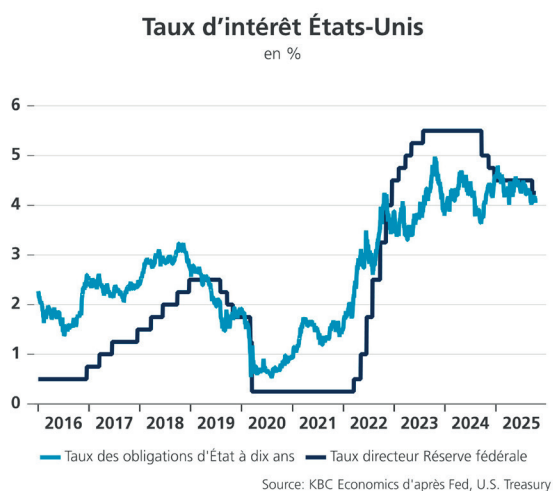
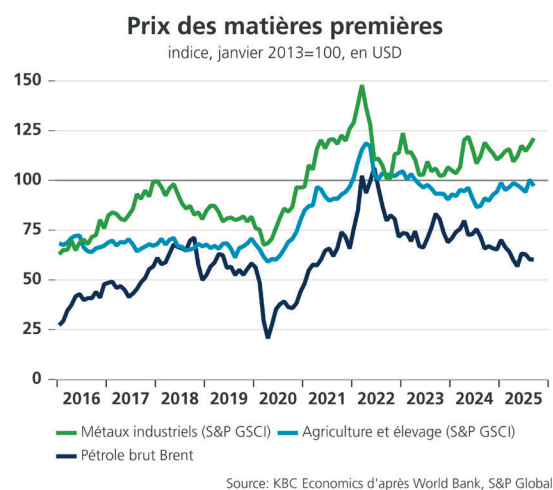
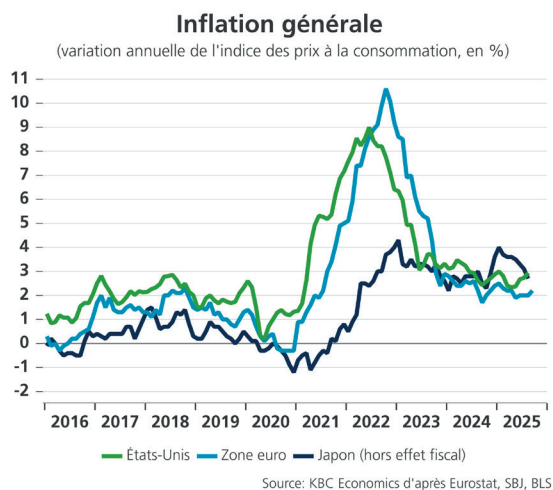
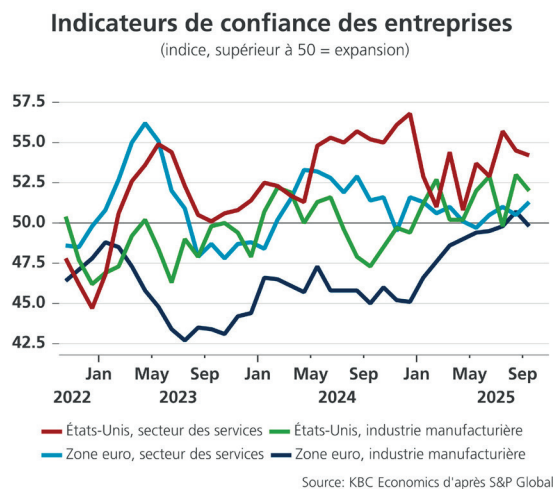
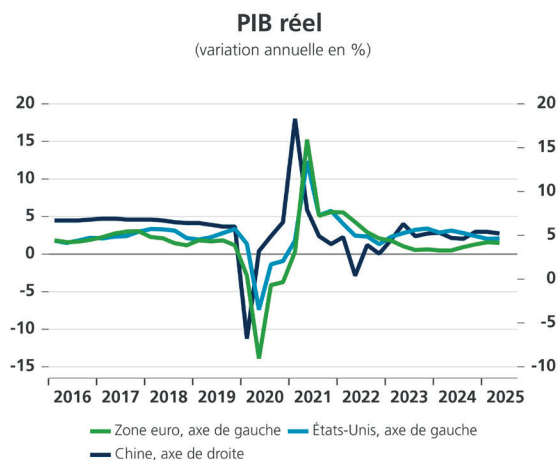
Le principal défi immédiat pour les décideurs politiques bulgares reste l'inflation. L'inflation IPCH, qui s'accélère depuis avril 2025, a atteint 3,5 % en glissement annuel en août. Les pressions inflationnistes persistantes sont principalement attribuées à des facteurs de coûts intérieurs, résultant d'un marché du travail tendu et d'une forte dynamique des salaires (le coût horaire total de la main-d'œuvre a augmenté de 13,2 % en glissement annuel au deuxième trimestre 2025), qui dépassent les gains de productivité. Bien que la Bulgarie ait atteint de justesse le critère de convergence de l'inflation en avril (IPCH moyen sur 12 mois à 2,7 %, en dessous de la valeur de référence de 2,8 %), il est essentiel de maintenir la stabilité des prix face à la surchauffe intérieure pour limiter les pics inflationnistes immédiatement après l'adoption de l'euro. Selon nos prévisions, l'inflation globale annuelle de l'IPCH devrait être proche de 3,5 % cette année et l'année prochaine et baisser de près d'un point de pourcentage pour atteindre 2,6 % en 2027.

En résumé, les nouvelles macroéconomiques et politiques qui nous sont parvenues récemment de la République tchèque, de Hongrie, de Slovaquie et de Bulgarie confirment à nouveau l'importante hétérogénéité des politiques et des risques qui règne dans les PECO.

En République tchèque, le succès de la désinflation est compromis par l'expansion budgétaire prévue,

ce qui pourrait conduire à un nouveau cycle de resserrement monétaire en 2026. En Slovaquie, une contraction budgétaire agressive crée un risque important de suppression de la demande et de pressions stagflationnistes l'année prochaine. En Hongrie, l'impasse politique persiste, la politique monétaire stricte compensant les mesures fiscales distorsives, ce qui entrave l'accélération durable de la croissance. En Bulgarie, les gains institutionnels résultant de l'adoption de l'euro ancrent la stabilité à long terme, à condition que le gouvernement parvienne à gérer la forte demande intérieure et les pressions inflationnistes induites par les salaires. Si l'utilisation des fonds du FRR devrait donner un coup de fouet à la région des PECO dans les années à venir, l'efficacité des politiques et les performances économiques seront déterminées par les compromis complexes entre l'assainissement budgétaire (Slovaquie), le populisme politique (République tchèque et Hongrie) et l'engagement institutionnel (Bulgarie).

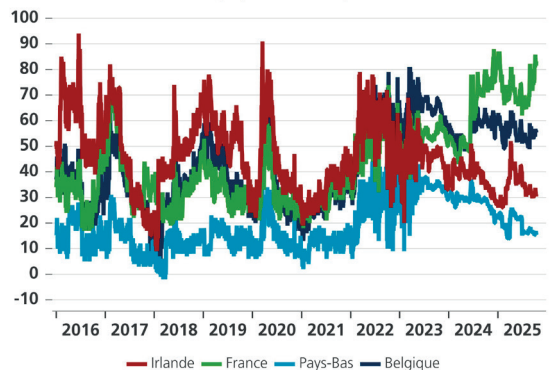
Figures



Figures

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

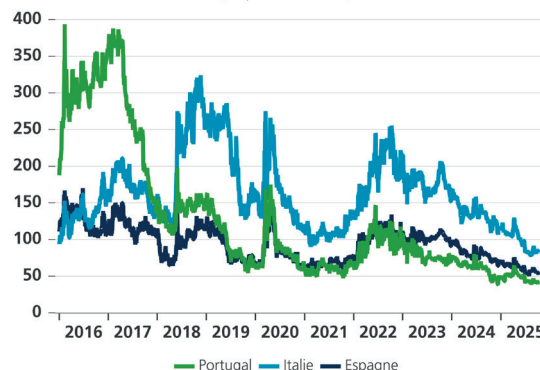
(en points de base)



Source: KBC Economics d'après Macrobond

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

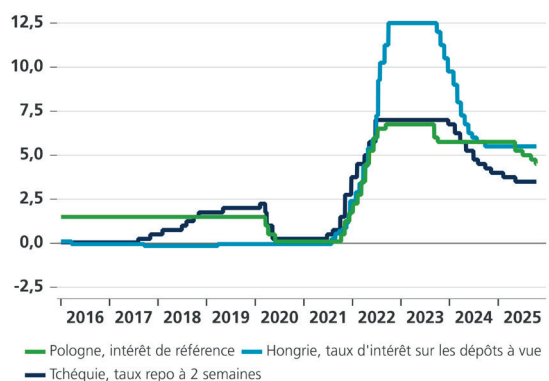
(en points de base)



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

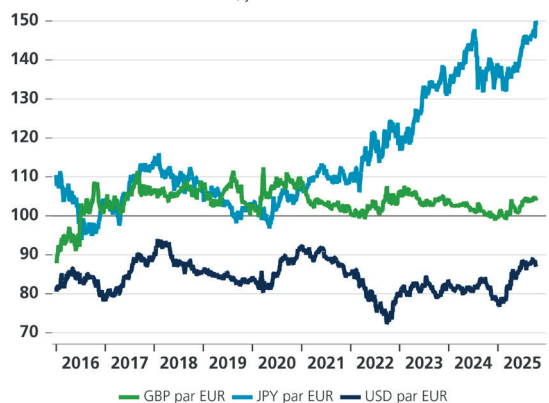
en points de base



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	0,8	1,2	0,9	2,4	2,1	1,8
	Allemagne	-0,5	0,2	0,8	2,5	2,3	1,7
	France	1,1	0,6	0,9	2,3	1,1	1,6
	Italie	0,5	0,4	0,4	1,2	1,5	1,4
	Espagne	3,5	2,7	2,0	2,9	2,5	1,9
	Pays-Bas	1,1	1,4	0,8	3,2	3,1	2,8
	Belgique	1,0	1,0	0,9	4,3	3,0	1,8
	Irlande	2,6	10,1	3,8	1,4	1,8	1,4
Europe centrale et orientale	Slovaquie	2,1	0,6	0,8	3,2	4,2	4,2
	Tchéquie	1,1	2,2	1,9	2,7	2,4	2,2
	Hongrie	0,6	0,5	2,4	3,7	4,5	4,0
	Bulgarie	2,7	2,9	2,7	2,6	3,5	3,4
	Pologne	2,9	3,2	3,0	3,6	3,6	3,0
Reste de l'Europe	Roumanie	0,9	1,0	1,7	5,8	7,0	6,3
	Royaume-Uni	1,1	1,2	1,0	2,3	3,4	2,6
	Suède	0,8	1,1	2,1	2,0	0,7	1,1
	Norvège (mainland)	0,6	1,8	1,6	2,9	2,8	2,3
Marchés émergents	Suisse	1,4	1,2	1,3	0,9	0,2	0,6
	Chine	5,0	5,0	4,4	0,2	0,0	1,0
	Inde*	6,5	6,7	6,0	4,6	2,5	4,6
	Afrique du Sud	0,5	1,1	1,3	4,4	3,3	3,9
	Russie	Temporairement aucune prévision					
	Turquie	3,3	3,2	3,3	58,5	34,1	23,1
Autres économies développées	Brésil	3,4	2,2	1,6	4,4	5,1	4,4
	États-Unis	2,8	1,9	1,5	3,0	2,8	2,6
	Japon	0,1	1,1	0,6	2,7	3,1	1,9
	Australie	1,0	1,7	2,2	3,2	2,6	2,7
	Nouvelle-Zélande	-0,4	0,3	2,3	2,9	2,7	2,1
	Canada	1,6	1,2	1,1	2,3	2,1	2,1
* année budgétaire d'avril à mars						13/10/2025	
Taux directeurs (fin de période, en %)		13/10/2025	Q4 2025	Q1 2026	Q2 2026	Q3 2026	
Zone euro	Zone euro (refi)	2,15	2,15	2,15	2,15	2,15	
	Zone euro (dépo)	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	
Europe centrale et orientale	Tchéquie	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	
	Hongrie (base rate)	6,50	6,50	6,25	6,25	6,00	
	Bulgarie	-					
	Pologne	4,50	4,50	4,00	4,00	4,00	
	Roumanie	6,50	6,50	6,50	6,50	6,50	
Reste de l'Europe	Royaume-Uni	4,00	4,00	3,75	3,50	3,50	
	Suède	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	
	Norvège (mainland)	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	
	Suisse	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Marchés émergents	Chine	1,40	1,30	1,20	1,10	1,10	
	Inde	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50	
	Afrique du Sud	7,00	7,00	7,00	6,75	6,50	
	Russie	Temporairement aucune prévision					
	Turquie	43,00	36,00	32,00	27,00	24,50	
	Brésil	15,00	15,00	14,75	14,25	13,75	
Autres économies développées	États-Unis (taux moyen)	4,125	3,625	3,125	3,125	3,125	
	Japon	0,50	0,75	0,75	0,75	0,75	
	Australie	3,60	3,60	3,35	3,10	3,10	
	Nouvelle-Zélande	2,50	2,25	2,25	2,25	2,25	
	Canada	2,50	2,50	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 %)						
		13/10/2025	Q4 2025	Q1 2026	Q2 2026	Q3 2026
Zone euro	Allemagne	2,63	2,75	2,76	2,77	2,78
	France	3,47	3,60	3,61	3,62	3,63
	Italie	3,47	3,60	3,60	3,60	3,60
	Espagne	3,18	3,30	3,31	3,32	3,32
	Pays-Bas	2,79	2,95	2,96	2,97	2,98
	Belgique	3,21	3,30	3,30	3,31	3,32
	Irlande	2,88	3,00	3,01	3,02	3,03
	Slovaquie	3,43	3,55	3,56	3,57	3,58
Europe centrale et orientale	Tchéquie	4,37	4,40	4,30	4,30	4,30
	Hongrie	6,85	6,85	6,80	6,60	6,50
	Bulgarie* (EUR)	3,41	3,45	3,45	3,45	3,45
	Pologne	5,41	5,20	4,90	4,80	4,80
	Roumanie	7,35	7,50	7,50	7,50	7,50
Reste de l'Europe	Royaume-Uni	4,65	4,75	4,76	4,77	4,78
	Suède	2,61	2,70	2,70	2,70	2,75
	Norvège	4,07	4,20	4,20	4,20	4,25
	Suisse	0,18	0,30	0,30	0,30	0,30
Marchés émergents	Chine (7-day r. repo)	1,77	1,81	1,81	1,86	1,96
	Inde	6,52	6,66	6,66	6,71	6,81
	Afrique du Sud	9,10	9,24	9,24	9,29	9,39
	Russie	Temporairement aucune prévision				
	Turquie	29,16	28,75	28,00	26,00	24,00
	Brésil	14,05	14,19	14,19	14,24	14,34
Autres économies développées	États-Unis	4,06	4,20	4,20	4,25	4,35
	Japon	1,69	1,70	1,75	1,85	1,85
	Australie	4,29	4,45	4,45	4,50	4,60
	Nouvelle-Zélande	4,12	4,25	4,25	4,30	4,40
	Canada	3,17	3,30	3,30	3,35	3,45
*Attention : marché très illiquide						

Taux de change (fin de période)					
	13/10/2025	Q4 2025	Q1 2026	Q2 2026	Q3 2026
USD par EUR	1,16	1,19	1,20	1,21	1,21
CZK par EUR	24,34	24,30	24,30	24,20	24,10
HUF par EUR	392	390	392	395	399
PLN par EUR	4,26	4,27	4,25	4,23	4,23
BGN par EUR	1,96	1,96	1,96	1,96	1,96
RON par EUR	5,09	5,09	5,10	5,11	5,12
GBP par EUR	0,87	0,88	0,89	0,90	0,90
SEK par EUR	11,01	10,95	10,90	10,85	10,85
NOK par EUR	11,68	11,60	11,55	11,50	11,50
CHF par EUR	0,93	0,93	0,93	5,00	0,93
BRL par USD	5,48	5,40	5,38	5,35	5,35
INR par USD	88,68	87,45	87,09	86,73	86,73
ZAR par USD	17,36	17,12	17,05	16,98	16,98
RUB par USD	Temporairement aucune prévision				
TRY par USD	41,80	43,54	45,75	47,74	49,75
RMB par USD	7,13	7,12	7,12	7,12	7,12
JPY par USD	152,08	147,00	145,00	142,00	140,00
USD par AUD	0,65	0,66	0,67	0,68	0,69
USD par NZD	0,57	0,57	0,57	0,58	0,60
CAD par USD	1,40	1,40	1,38	1,36	1,34

Perspectives des marchés stratégiques – Europe Centrale et Orientale

	République tchèque			Slovaquie		
	2024	2025	2026	2024	2025	2026
Croissance du PIB réel (variation annuelle moyenne, calculé à partir de chiffres trimestriels, en %)	1,1	2,2	1,9	2,1	0,6	0,8
Inflation (variation annuelle moyenne, en %, IPC harmonisé)	2,7	2,4	2,2	3,2	4,2	4,2
Taux de chômage (définition Eurostat) (fin de l'année, en % de la population active)	2,8	3,2	3,1	5,3	5,4	5,7
Solde budgétaire du gouvernement (en % du PIB)	-2,2	-2,3	-2,1	-5,3	-5,2	-5,0
Dette publique brute (en % du PIB)	43,3	44,0	44,8	59,3	61,5	63,5
Balance des opérations courantes (en % du PIB)	1,7	0,9	0,7	-4,5	-4,0	-4,0
Prix de l'immobilier (définition Eurostat) (variation annuelle moyenne en %, nombre total de logements)	5,0	10,0	6,4	3,8	10,4	5,0

	Hongrie			Bulgarie		
	2024	2025	2026	2024	2025	2026
Croissance du PIB réel (variation annuelle moyenne, calculé à partir de chiffres trimestriels, en %)	0,6	0,5	2,4	2,7	2,9	2,7
Inflation (variation annuelle moyenne, en %, IPC harmonisé)	3,7	4,5	4,0	2,6	3,5	3,4
Taux de chômage (définition Eurostat) (fin de l'année, en % de la population active)	4,4	4,4	4,0	3,8	3,8	3,7
Solde budgétaire du gouvernement (en % du PIB)	-4,9	-4,9	-4,8	-3,0	-3,0	-2,9
Dette publique brute (en % du PIB)	73,5	73,5	73,6	24,1	26,8	29,0
Balance des opérations courantes (en % du PIB)	1,7	1,3	1,0	-1,5	-3,3	-3,1
Prix de l'immobilier (définition Eurostat) (variation annuelle moyenne en %, nombre total de logements)	13,7	13,0	7,5	16,5	14,7	8,5

Perspectives des marchés stratégiques – Belgique

Comptes nationaux (croissance réelle en %)			
	2024	2025	2026
Consommation privée	2,0	2,5	1,3
Consommation publique	2,6	1,4	0,9
Investissements en capital fixe	1,4	0,6	2,8
Investissements des entreprises	1,8	2,4	2,8
Investissements publics	9,8	1,6	5,1
Investissements en construction	-4,8	-6,4	1,3
La demande intérieure finale (hors variation des stocks)	2,0	1,8	1,6
Variation des stocks (contribution à la croissance)	-0,9	-0,3	-0,0
Exportations de biens et de services	-3,4	-2,9	-1,6
Importations de biens et de services	-3,5	-2,4	-0,7
Produit intérieur brut (PIB), calculé à partir de chiffres trimestriels	1,0	1,0	0,9
Revenu disponible des ménages	1,8	1,3	1,2
Taux d'épargne brut des ménages (en % des revenus disponibles)	13,0	12,1	11,9

Indicateurs d'équilibre			
	2024	2025	2026
Inflation (hausse annuelle moyenne, en %)			
Prix à la consommation	4,3	3,0	1,8
Indice santé	3,3	2,6	1,7
Marché du travail			
Emploi intérieur (variation en cours d'année, en '000)	17,2	32,6	30,0
Taux de chômage (fin d'année, définition Eurostat)	6,0	5,7	5,6
Finances publiques (en % du PIB, avec les politiques actuelles)			
Solde de financement	-4,5	-5,8	-5,8
Dette publique	104,7	108,3	111,6
Compte courant (en % du PIB)	-0,4	-1,1	-1,3
Prix des maisons (variation au cours de l'année, logements existants et nouveaux, en %)	3,2	2,6	3,1

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	K&H Bank Hungary	
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 Bába Senior Analyst pbaca@csob.cz	CBC Banque	
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				
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: Hans Dewachter, Chief Economist KBC Group NV, Havenlaan 2, B-1080 Brussels, Belgium
Éditeur responsable: KBC Groep NV, Havenlaan 2 – 1080 Brussel – België – 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 13 octobre 2025, sauf stipulation contraire. Les opinions et stratégies décrites sont telles qu'en vigueur le 13 octobre 2025.