

À la une

- Les tensions au Moyen-Orient ont fait grimper les prix de l'énergie durant l'été. Les prix du gaz naturel en particulier sont passés de 43 EUR par MWh fin juin à 83 EUR par MWh (au 14 septembre), en raison de l'indisponibilité de l'approvisionnement en GNL qatari et de faibles réserves de l'UE. Les prix du pétrole sont également passés de 73 USD par baril fin juin à 107 USD par baril (au 14 septembre). De plus, les attaques ukrainiennes contre les raffineries ont encore fait grimper les prix des produits pétroliers raffinés. Les courbes futures continuent de fixer les prix dans une normalisation progressive des prix de l'énergie (conformément à notre scénario de base). Cependant, un conflit plus long et élargi, entraînant des hausses de prix plus persistantes, constitue le risque à la baisse le plus important pour notre scénario.
- L'inflation de la zone euro est passée de 2,9 % à 3,2 % en août. Cette accélération s'explique en grande partie par une nouvelle forte hausse de l'inflation énergétique. En revanche, l'inflation alimentaire a diminué, tandis que l'inflation sous-jacente a ralenti de 2,5 % à 2,4 %. Au sein des composantes fondamentales, l'inflation des services a fortement diminué, tandis que celle des biens de base s'est accélérée. Compte tenu de la hausse des prix de l'énergie, nous avons révisé nos prévisions d'inflation pour la zone euro à la hausse, passant de 2,8 % à 3,0 % en 2026 puis de 1,8 % à 2,1 % en 2027, avec des risques clairement inclinés à la hausse.
- L'inflation américaine est restée élevée à 3,4 % en août, en grande partie à cause de la hausse des prix de l'énergie. L'inflation alimentaire est restée contenue et l'inflation sous-jacente est passée de 2,5 % à 2,4 %. Les prix des biens ont légèrement augmenté en raison d'une hausse des prix des véhicules. La hausse des prix hôteliers a fait grimper les prix des logements. L'inflation des services (hors logements) s'est accélérée, bien que cela soit en partie dû à des hausses exceptionnelles des prix. Compte tenu de la hausse des prix du pétrole, nous rehaussons nos prévisions d'inflation pour 2026 et 2027 de 0,1 point de pourcentage à 3,4 % et 2,6 % respectivement. Une nouvelle hausse des prix du pétrole représente un risque à la hausse important pour notre scénario de base.
- L'économie de la zone euro reste pour l'instant résiliente face au choc énergétique. Le PIB du deuxième trimestre a été révisé à la hausse de 0,4 % à 0,6 % d'un trimestre à l'autre, principalement en raison d'un fort rebond de la croissance du PIB irlandais. À l'exclusion de l'Irlande, la croissance de la zone euro est restée à un niveau raisonnable 0,3 %. Les exportations nettes et la consommation ont le plus fortement contribué à la croissance du deuxième trimestre, tandis que les stocks ont contribué négativement. Les indicateurs de confiance indiquent également une croissance correcte à venir, tandis que le marché du travail reste solide. Nous révisons nos prévisions pour 2026 de 0,7 % à 0,9 %, mais rétrogradons la croissance 2027 de 1,1 % à 0,9 % (compte tenu des prix de l'énergie plus élevés et des conditions monétaires plus serrées). Une aggravation de la crise énergétique, qui

représente un risque matériel, pourrait entraîner de nouvelles rétrogradations par rapport à notre scénario 2027.

- L'économie américaine reste en bonne santé. Bien que la croissance du deuxième trimestre n'ait été que de 1,5 % d'un trimestre à l'autre en taux annuel, elle a été freinée à la baisse par des composantes volatiles (c'est-à-dire les exportations nettes, les stocks et les dépenses publiques). Les investissements et la consommation ont de nouveau apporté de fortes contributions. La croissance devrait rebondir au troisième trimestre, la consommation restant saine et les investissements non résidentiels continuant de stimuler la croissance. Le marché du travail reste également solide et la confiance des entreprises indique une forte croissance à venir. Nous augmentons ainsi nos prévisions de croissance pour 2026 de 2 % à 2,1 %, tout en maintenant nos prévisions de 2 % pour 2027.
- L'économie chinoise continue de croître à un rythme quelque peu lent, avec des déséquilibres entre l'économie orientée vers l'exportation et l'économie intérieure, qui reste faible. Nous prévoyons une croissance moyenne du PIB de 4,5 % en 2026, pour tomber à 4,2 % en 2027. L'inflation de base et l'inflation globale restent tièdes, les prix de l'énergie faisant grimper quelque peu les prix à la production.
- La hausse continue des prix de l'énergie pousse les banques centrales à resserrer leur politique monétaire. Conformément aux attentes, la Fed et la BCE ont toutes deux relevé leurs taux directeurs en septembre. De nouvelles hausses de taux sont prévues. Nous prévoyons que la Fed relèvera à nouveau son taux directeur au prochain trimestre. Nous prévoyons que la BCE augmentera son taux deux fois supplémentaires au cours de ce cycle de hausse (au quatrième trimestre 2026 et au premier trimestre 2027). Les risques pour notre scénario de taux d'intérêt sont inclinés à la hausse, car des prix de l'énergie encore plus élevés pourraient entraîner une politique monétaire plus agressive.

• Contexte international

La guerre contre l'Iran provoque une hausse des prix de l'énergie

La guerre au Moyen-Orient continue de secouer les marchés de l'énergie. Bien que les États-Unis et l'Iran aient signé un protocole d'accord en juin, les hostilités ont repris en juillet. Par conséquent, l'Iran a sévèrement limité le passage des navires commerciaux à travers le détroit d'Ormuz, tandis que les États-Unis continuent d'imposer un blocus des exportations pétrolières iraniennes. Les escalades récentes, telles que les frappes iraniennes et américaines contre les pétroliers, indiquent un conflit de plus longue durée. De plus, le conflit s'élargit dans toute la région alors que les tensions entre les Houthis et l'Arabie saoudite s'intensifient.

La perspective d'un conflit plus long a fait grimper les prix de l'énergie depuis l'été. Les prix du gaz naturel ont en particulier augmenté rapidement. Ils ont atteint 83 EUR par MWh (au 14 septembre), contre 43 EUR par MWh fin juin. La forte réduction de l'approvisionnement en GNL au Qatar (qui fournissait auparavant 20 % des exportations mondiales de GNL) est le principal moteur de cette hausse. De plus, les vagues de chaleur estivales ont accru la demande de climatisation. De plus, les réserves européennes de gaz sont à des niveaux historiquement bas (69 % de la capacité totale), ce qui signifie que la demande de gaz en provenance d'Europe sera élevée dans les mois à venir alors que le ravitaillement s'accélère.

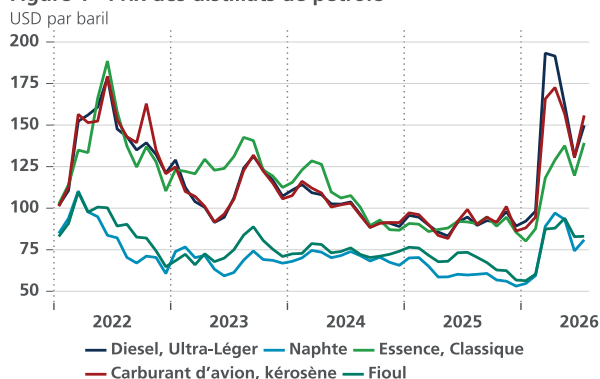
Les prix du pétrole ont également fortement augmenté depuis l'été. Ils ont atteint 107 USD par baril (au 14

septembre), contre 73 USD par baril fin juin. La faible activité des pétroliers dans le détroit d'Ormuz, ainsi que les attaques des Houthis contre les installations pétrolières saoudiennes, sont les principaux moteurs de cette augmentation. Par conséquent, la production pétrolière du Golfe a diminué de plus de 10 millions de barils par jour en août. Les pays non-OPEP+ compensent en partie ce déficit, notamment les Etats-Unis. La demande devrait également diminuer en 2026, l'Agence internationale de l'énergie prévoyant désormais une baisse de 2,5 millions de barils par jour cette année. La perte de stocks compense également en partie ce déficit, car les stocks pétroliers observés mondialement ont diminué de 507 millions de barils depuis le début de la guerre. Comme les stocks s'épuisent, une destruction supplémentaire de la demande pourrait être nécessaire en compensation.

L'activité de raffinage est également sous pression. La production mondiale des raffineries a considérablement diminué depuis le déclenchement de la guerre, les raffineries du Moyen-Orient restant largement inactives et les frappes de drones ukrainiens ayant mis hors service une grande partie des raffineries russes. Ces perturbations de l'approvisionnement ont fortement augmenté les prix des produits pétroliers raffinés (voir figure 1). Au 14 septembre, l'écart de crack Brent 3-2-1, qui représente la marge gagnée en raffinant trois barils de pétrole brut Brent en deux barils d'essence et un de combustible distillé, a atteint 53 USD par baril (contre 19 USD par baril fin février).

Les contrats à terme sur le pétrole et le gaz continuent de se valoriser un assouplissement progressif des prix de l'énergie, ce qui correspond à notre scénario de base.

Figure 1 - Prix des distillats de pétrole



Source: KBC Economics d'après OPEC

Cependant, un conflit beaucoup plus long et élargi représente un risque sérieux pour notre scénario et ferait grimper encore les prix de l'énergie.

L'inflation de la zone euro continue d'augmenter

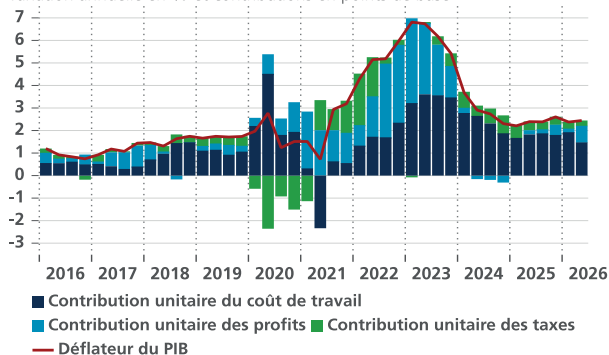
En août, l'inflation annuelle dans la zone euro a augmenté de 0,3 point de pourcentage pour atteindre 3,2 %. Cette hausse était entièrement due à la hausse de l'inflation des prix de l'énergie, passant de 10,3 % en juillet à 14,3 % en août. L'inflation des prix alimentaires a diminué au niveau remarquablement bas de 1,1 %, tandis que l'inflation sous-jacente – c'est-à-dire le taux de hausse des prix des services et des biens non énergétiques – a chuté de 0,1 point de pourcentage pour atteindre 2,4 %. Cette dernière baisse était principalement due au refroidissement de l'inflation des services, passant de 3,3 % en juillet à 3,0 % en août. Le taux d'augmentation annuel pour les biens non énergétiques est passé de 0,9 % à 1,2 %.

Le tableau de l'inflation reste dominé par les tendances des prix de l'énergie, qui donneront un nouvel élan à l'inflation dans les mois à venir. Dans nos perspectives, nous supposons que la normalisation des prix de l'énergie à partir du printemps 2027 remettra l'inflation sur une trajectoire descendante. Une forte baisse est alors possible, mais en attendant, l'inflation devrait continuer à fluctuer entre 3,5 % et 4 %. La tendance réelle dépendra non seulement des prix de l'énergie, mais aussi de la mesure dans laquelle la hausse des prix se propage à l'inflation sous-jacente. La réponse des prix alimentaires à la hausse des coûts et à l'été chaud et sec aura également un impact décisif, bien que difficile à prévoir. Concernant l'inflation sous-jacente, nous maintenons notre opinion que les effets indirects du choc des prix de l'énergie et les effets du second tour via les ajustements salariaux resteront probablement limités. En d'autres termes, nous nous attendons à ce qu'il n'y ait pas de nouvelle montée des pressions sur les coûts salariaux, comme ce fut le cas pour le précédent choc des prix de l'énergie (voir figure 2). Les indicateurs salariaux avancés ne laissent certainement pas encore entrevoir d'ajustements salariaux à l'horizon, tandis qu'une certaine amélioration de la croissance de la productivité pourrait tempérer la hausse du coût du travail par unité de production, comme ce fut effectivement le cas au deuxième trimestre 2026 (voir figure 2).

Néanmoins, la récente hausse plus forte que prévu des

Figure 2 - Déflateur du PIB dans la zone euro

variation annuelle en % et contributions en points de base



Source: KBC Economics d'après Eurostat

prix de l'énergie nous a poussés à revoir à la hausse nos prévisions d'inflation moyenne pour 2026, passant de 2,8 % à 3 %, puis de 1,8 % à 2,1 % pour 2027. Cependant, l'incertitude entourant cette prévision est particulièrement élevée, les risques étant principalement à la hausse.

L'inflation américaine reste persistante

L'inflation annuelle américaine est restée inchangée à un taux élevé de 3,4 % en août. Cette surprise à la hausse était en grande partie due à une nouvelle forte hausse des prix de l'énergie. Ces hausses ont augmenté de 2,1 % d'un mois à l'autre en raison de la hausse des prix de l'essence et du fioul. En revanche, l'inflation alimentaire est restée contenue, les prix des aliments à domicile étant restés inchangés en août. L'inflation des prix au producteur alimentaire a également été faible ces derniers mois (voir figure 3), ce qui indique que l'inflation alimentaire devrait rester modérée en 2026. Cependant, alors que les prix mondiaux des denrées alimentaires augmentent et que les prix élevés de l'énergie et d'El Niño auront probablement un impact négatif sur les récoltes, l'inflation des prix alimentaires devrait s'accélérer l'année prochaine.

L'inflation sous-jacente a légèrement diminué, passant de 2,48 % en glissement annuel à 2,45 %. Les prix des produits de base ont légèrement augmenté, principalement grâce à la hausse des prix des véhicules. En revanche, les prix des vêtements, du mobilier ménager et des produits de loisirs sont restés inchangés, tandis que les prix des produits pharmaceutiques ont baissé. Les prix des producteurs de produits de base suggèrent une inflation des biens de base quelque peu plus forte à venir (voir figure 3).

Les prix des logements ont accéléré le mois dernier pour atteindre 0,3 % d'un mois sur l'autre, bien que cela soit principalement dû à une hausse des prix des hôtels. L'inflation des loyers est restée contenue. Les prix des services (hors logement) ont augmenté de 0,4 % le mois dernier. On a observé quelques augmentations notables des tarifs aériens et des services téléphoniques. Les prix de l'assurance (tant pour l'assurance santé que pour l'assurance automobile) ont poursuivi leur baisse. L'inflation des services pourrait encore se modérer dans les mois à venir, les pressions salariales diminuant.

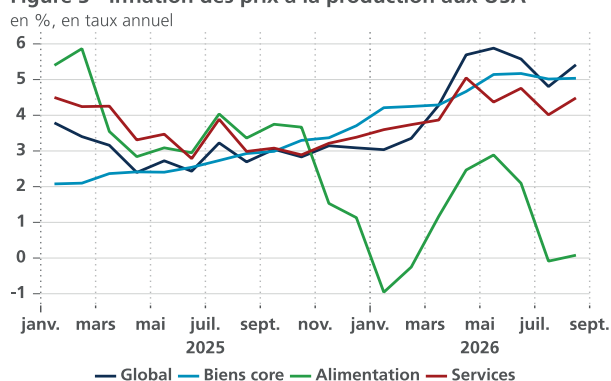
Le chiffre d'inflation quelque peu plus fort que prévu, ainsi que la hausse continue des prix du pétrole, nous ont poussés à revoir à la hausse nos prévisions d'inflation. Nous avons ainsi rehaussé nos prévisions d'inflation pour 2026 et 2027 de 0,1 point de pourcentage, à 3,4 % et 2,6 % respectivement. De nouvelles hausses des prix du pétrole représentent un risque important à la hausse pour cette perspective.

L'économie de la zone euro reste résiliente

Les chiffres d'Eurostat concernant la croissance trimestrielle du PIB réel de la zone euro au deuxième trimestre 2026 ont été révisés à la hausse de 0,2 point de pourcentage pour atteindre 0,6 %. La révision à la hausse était principalement attribuable à l'Irlande, où la croissance initialement estimée de 3,9 % a été révisée à la hausse à 10,2 %. À l'exclusion de l'Irlande, la croissance réelle du PIB dans la zone euro au deuxième trimestre s'est élevée à 0,3 %, soit la même qu'au premier trimestre, et reste légèrement meilleure que nos prévisions initiales. Cela témoigne de la résilience continue de l'économie européenne, plus forte que prévu.

La croissance de l'économie allemande a également été révisée à la hausse par rapport aux estimations initiales (de 0,2 % à 0,3 %), confirmant la surprise positive. La croissance de l'économie française, en revanche, a été révisée à la baisse, passant de 0,2 % à 0,0 %, après une baisse plus marquée que prévu au premier trimestre (-0,2 % au lieu de -0,1 %). Entre autres choses, des mesures pour maîtriser le déficit budgétaire – telles qu'une augmentation de la TVA et des cotisations à la sécurité sociale, ainsi qu'une réduction des investissements publics – pèsent sur la croissance. Les prévisions de croissance pour les autres grands pays de la zone euro sont restées inchangées. Cela signifie que l'économie espagnole est restée en tête avec une croissance de

Figure 3 - Inflation des prix à la production aux USA



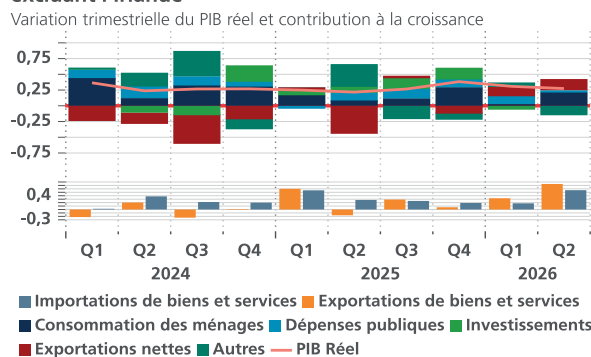
Source: KBC Economics d'après BLS

0,7 %, que l'économie néerlandaise (+0,4 %) a continué de bien performer, et que, selon les standards italiens, la croissance économique dans la péninsule a également été satisfaisante : 0,2 %, après deux trimestres consécutifs de 0,3 %.

Les chiffres sur les composantes des dépenses montrent une forte contribution à la croissance des exportations nettes, largement compensée par le déstockage. Ce tableau est quelque peu faussé par les chiffres irlandais. À l'exclusion de l'Irlande, la contribution à la croissance des exportations (nettes) reste très significative mais moins dominante (voir figure 4). En fait, la plus grande contribution provient des dépenses des ménages. Comme ces deux dernières années, les consommateurs espagnols ont notamment joué un rôle clé dans cette affaire, tandis que les Italiens ont également apporté une contribution substantielle. En Allemagne, en revanche, les consommateurs sont restés remarquablement apathiques. La croissance réelle du PIB, plus forte que prévu, était presque entièrement attribuable aux exportations (nettes). Pour finir, la demande d'investissement est également restée très faible. Cela s'est également produit pour l'ensemble de la zone euro.

La résilience de la croissance économique plus forte que prévu s'accompagne d'une nouvelle augmentation de la population active, bien que plus lentement qu'en 2025. Cette augmentation est néanmoins suffisante pour stabiliser le taux de chômage, le maintenant proche de son plus bas historique. De plus, dans les récentes enquêtes de confiance de la Commission européenne, les attentes en matière d'emploi s'améliorent. Cette amélioration s'inscrit dans une reprise plus large des indicateurs de confiance, tant chez les consommateurs

Figure 4 - Croissance économique dans la zone euro, en excluant l'Irlande



Source: KBC Economics d'après Eurostat

que chez les producteurs, bien que principalement dans l'industrie et les services, et dans une bien moindre mesure dans la construction.

Les enquêtes de l'Institut allemand Ifo sur les perspectives économiques attendues pour les six prochains mois étaient particulièrement encourageantes. Celles-ci montrent une nette amélioration (voir figure 5). Cela peut être dû au fait que les stimuli budgétaires et les réformes du gouvernement Merz, après un début initial lent, semblent prendre de l'ampleur. La légère croissance de la valeur ajoutée dans l'industrie peut être vue comme les premiers signes d'une restructuration réussie de l'économie allemande. Cependant, des lueurs timides au bout du tunnel n'impliquent pas nécessairement que la fin du tunnel soit proche. D'importantes restructurations sont encore à venir, et le climat politique en Allemagne reste précaire, comme c'est également le cas dans diverses autres régions de la zone euro.

De plus, l'environnement géopolitique reste très instable et risqué, la forte hausse récente des prix de l'énergie posant notamment de nouveaux défis. Il reste également à voir quels dommages économiques la chaleur extrême et la sécheresse durant les mois d'été auront causés. Malgré l'amélioration des indicateurs de sentiment, nos prévisions de croissance pour un avenir proche restent donc prudentes.

Nous avons légèrement relevé nos prévisions de croissance pour le troisième trimestre 2026, mais en raison de la récente forte hausse des prix de l'énergie, nous avons légèrement baissé nos attentes pour le quatrième trimestre 2026 et le premier semestre 2027. Une énergie plus chère signifie un nouveau coup dur pour le

pouvoir d'achat des ménages et une détérioration de la compétitivité des entreprises. Le resserrement monétaire plus fort que prévu par la Banque centrale européenne n'aide pas non plus la reprise de la croissance.

Cependant, en raison de la révision à la hausse du taux de croissance pour le deuxième trimestre, la croissance moyenne du PIB réel dans la zone euro en 2026 devrait être légèrement supérieure à celle prévue dans notre estimation précédente : 0,9 % au lieu de 0,7 %. Mais nous abaissons également nos prévisions de croissance pour 2027, passant de 1,1 % à 0,9 %. D'autres dégradations sont probables si la situation au Moyen-Orient devait se détériorer davantage.

L'économie américaine reste en bonne santé

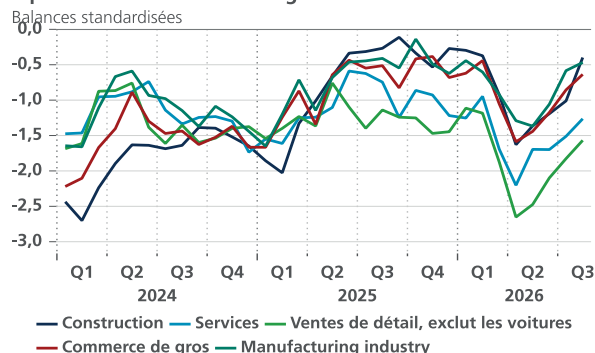
Le PIB américain a été confirmé à 1,5 % d'un trimestre à l'autre en taux annuel. Ce chiffre plus faible est principalement dû à des composantes plus volatiles. Les exportations nettes, les stocks et les dépenses publiques ont tous apporté des contributions négatives. La consommation privée et les investissements ont tous deux apporté des contributions solides de 2,3 et 1,2 points de pourcentage respectivement. Cela confirme que la dynamique de croissance sous-jacente reste solide.

Des données solides indiquent également une croissance correcte au troisième trimestre. La vigueur continue des commandes, expéditions et importations de biens d'équipement indique une nouvelle forte contribution des investissements non résidentiels ce trimestre (notamment du secteur informatique). La consommation devrait également rester forte ce trimestre. Bien que les dépenses personnelles réelles soient restées globalement inchangées en juillet par rapport à juin, cela s'explique en partie par le fait que l'Amazon Prime Day a eu lieu en juin cette année (généralement en juillet). Ce changement a stimulé la consommation en juin et l'a atténuée en juillet. La consommation de biens a chuté de 0,6 % en juillet.

Cependant, la consommation de services a augmenté de 0,3 % en juillet, ce qui suggère une tendance sous-jacente saine. Des ventes au détail élevées en août suggèrent également que la croissance de la consommation sera solide au troisième trimestre.

La forte tendance à la consommation est soutenue par la résilience continue du marché du travail. Après deux mois de faible croissance de l'emploi, les emplois non

Figure 5 - Attentes de développement commercial pour les 6 prochains mois en Allemagne



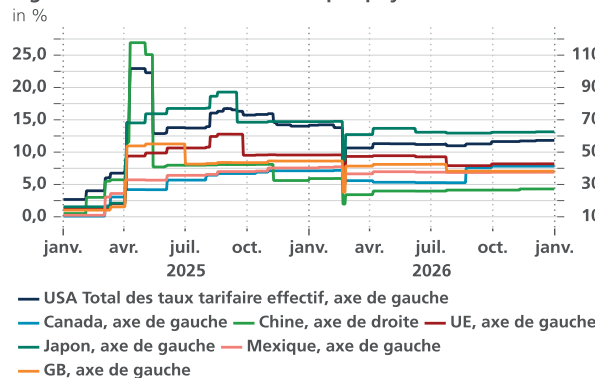
Source: KBC Economics d'après Ifo

agricoles ont augmenté de 162 000 en août. Le taux de chômage est également resté à un faible 4,1 %, tandis que le taux de participation a augmenté légèrement. Les heures moyennes hebdomadaires travaillées ont également légèrement augmenté. Le nombre de personnes employées à temps partiel pour des raisons économiques a notablement diminué. Les offres d'emploi restent également élevées.

Quelques poches de faiblesse subsistent. Avec une forte hausse des taux hypothécaires, le marché immobilier est sous pression. Les mises en chantier ont chuté de 12 % en juillet. Les ventes de logements en attente ont également diminué en juillet. Le sentiment de construction reste également très faible, les dépenses de construction résidentielle ayant chuté de 1,3 % en juillet.

Les exportations nettes devraient également contribuer négativement au troisième trimestre, le déficit commercial s'étant creusé de 24,4 % en juillet. La politique

Figure 6 - Taux tarifaire effectif par pays



Source: KBC Economics d'après Budget Lab at Yale

commerciale américaine reste une source importante d'incertitude pour l'économie américaine. En juillet, les tarifs de 10 % de la Section 122 ont expiré (comme l'exige la loi). Ils ont été en grande partie remplacés par des tarifs de la Section 301 sur soixante économies (de 10 % contre 12,5 %). Cependant, grâce aux nombreuses exemptions, les taux tarifaires effectifs de plusieurs économies sont inférieurs à ce que le taux global suggère (voir figure 6). Les États-Unis ont également intensifié leur guerre commerciale avec le Canada en août en imposant des tarifs de 50 % sur 20 milliards de dollars d'importations canadiennes. Le Canada a riposté en retour.

Malgré tous ces changements importants de la politique commerciale américaine, le taux tarifaire effectif global des États-Unis est resté remarquablement stable. Il est désormais à 11,3 %, ce qui est au même niveau qu'avant l'expiration des droits de douane de la Section 122. Alors que de nouveaux tarifs de la Section 232 sur les produits pharmaceutiques et en polysilicium doivent entrer en vigueur plus tard cette année, le tarif effectif total devrait atteindre 11,8 % d'ici la fin de cette année (en supposant qu'aucun nouveau tarif ne soit instauré).

Cela dit, nous nous attendons à ce que l'économie reste résiliente face à la guerre commerciale en cours et au choc énergétique. Compte tenu de la solidité des dernières données, ainsi que de la continuité des indicateurs de confiance en termes de solidité, nous rehaussons notre prévision de croissance pour 2026 de 2,0 % à 2,1 %, tout en maintenant notre prévision de 2,0 % pour 2027.

L'activité intérieure de la Chine reste faible

L'économie chinoise continue de croire à un rythme quelque peu lent. En août, les enquêtes de sentiment des entreprises privées (PMI S&P) ont rebondi, à 51,4 pour les services et 51,5 pour l'industrie manufacturière (où au-dessus de 50 indiquent une expansion), tandis que les enquêtes officielles de sentiment (PMI CFLP) restent en zone de contraction à 49,8 (fabrication) et 49,0 (services). La divergence de ces indicateurs pourrait refléter une représentation plus forte des fabricants axés sur l'exportation dans le PMI du S&P. En effet, la dualité de l'économie chinoise se poursuit, avec une croissance des exportations suralimentée compensant une activité intérieure décevante. Les exportations ont augmenté de 25 % en août par rapport à l'année précédente, soutenues par des exportations de haute technologie

et d'autres intrants pour le secteur manufacturier chinois ainsi que par les engrais.

Parallèlement, la demande intérieure en Chine continue d'être alourdie par des vents contraires structurels et cycliques. La confiance des consommateurs reste faible, le secteur immobilier ne s'est pas redressé, les enquêtes sur l'emploi indiquent une inactivité persistante sur le marché du travail, et le commerce de détail croît à un rythme décevant (allant même jusqu'à une contraction de 0,13 % d'un mois sur l'autre en août). D'autres indicateurs indiquent également une faiblesse économique persistante. L'investissement en immobilisations continue de diminuer, se contractant de 7,2 % au cours des huit premiers mois de l'année par rapport à la même période de l'année dernière. Pour l'instant, nous continuons d'espérer une croissance moyenne du PIB de 4,5 % en 2026, pour tomber à 4,2 % en 2027.

Bien que les déséquilibres de l'économie chinoise soient largement perçus comme contribuant à l'excédent commercial croissant de la Chine avec le reste du monde, une croissance temporairement plus lente en Chine pourrait offrir un aspect positif à l'économie mondiale. Depuis le début de la fermeture du détroit d'Ormuz, les importations chinoises de pétrole brut et de produits pétroliers raffinés ont fortement chuté (en baisse de 25 % en glissement annuel en juillet). Cela est en grande partie dû à une augmentation significative des réserves stratégiques de pétrole chinois l'an dernier, ce qui a permis à la Chine de réduire ces réserves alors que les prix mondiaux du pétrole augmentaient. La baisse de la demande chinoise a contribué à freiner les prix du pétrole malgré le choc important de l'offre. Depuis juin, les importations de pétrole chinois ont recommencé à augmenter mais restent bien en dessous des niveaux d'avant le conflit. Avec la contraction des investissements en immobilisations, il semble peu probable que la demande chinoise de brut revienne à ces niveaux à court terme. Cependant, la production industrielle, qui a connu une croissance plutôt irrégulière cette année, est passée de 4,5 % à 5,2 % d'un an à l'autre en août. Une demande plus forte de pétrole brut du secteur manufacturier chinois devrait probablement accentuer les pressions mondiales sur les prix de l'énergie en l'absence de réouverture du détroit.

La BCE réagit à un choc persistant des prix de l'énergie

Le 10 septembre, la BCE a relevé son taux directeur, le taux des dépôts, de 25 points de base pour atteindre 2,50 %, comme prévu. En conséquence, le taux de refinancement et le taux marginal de prêt ont également augmenté de 25 points de base chacun, atteignant respectivement 2,65 % et 2,90 %. La décision a été accompagnée de nouvelles prévisions des économistes de la BCE. Là encore, il y avait au total trois scénarios alternatifs en plus du scénario de référence (un plus modéré et deux plus pessimistes).

Dans le scénario de base, deux éléments se sont particulièrement démarqués. Premièrement, les économistes de la BCE ont révisé à la hausse leurs prévisions de croissance pour 2026 et 2027 par rapport aux projections de juin (pour 2026 à 0,9 % (+0,1 point de pourcentage) et pour 2027 à 1,4 % (+0,2 point de pourcentage). Une fois de plus, le PIB irlandais a faussé ces chiffres. Sur la base de la mesure de la « demande intérieure modifiée » irlandaise, la croissance européenne devrait être supérieure de 0,4 point de pourcentage à 1,2 % par rapport aux prévisions de juin 2026, et inchangée en 2027 par rapport aux prévisions de juin à 1,2 %.

Deuxièmement, il est frappant que selon la BCE, tant dans le scénario de base que dans les trois scénarios alternatifs, l'inflation sous-jacente reste bien au-dessus de l'objectif de 2 % jusqu'en 2028. À ce sujet, il est important de noter qu'en faisant ces projections, les économistes de la BCE ont intégré les anticipations de taux d'intérêt implicites du marché et les prix futurs des matières premières en vigueur au 19 août. À ce moment-là, les marchés anticipaient déjà, en plus d'une hausse des taux en septembre, deux autres hausses de 25 points de base chacune. Ainsi, la combinaison des attentes du marché et des modèles de la BCE, à proprement parler, suggère que même avec un pic de taux directeur d'environ 3 %, la trajectoire de l'inflation sous-jacente dans le scénario de base ne reviendra pas assez rapidement à l'objectif de 2 %. Cela est encore plus marqué dans les scénarios « défavorables » et « sévères » de la BCE, et, de manière remarquable, c'est aussi le cas dans le scénario plus modéré où les prix de l'énergie se normalisent relativement plus rapidement.

Nos perspectives actuelles d'inflation globale pour 2026 sont en accord avec le scénario de référence de

la BCE (3 %). Cependant, pour 2027 (2,1 %) et 2028 (1,6 %), nos perspectives sont inférieures à celles de la BCE (2,5 % et 2,1 %, respectivement). Il en va de même pour notre estimation de l'inflation sous-jacente. Les prévisions de la KBC et de la BCE pour 2026 sont proches respectivement à 2,4 % et 2,5 %. Cependant, en 2027 et 2028, nous prévoyons une inflation sous-jacente de 2,3 % et 2,0 %, respectivement, contre 2,6 % et 2,3 % pour la BCE.

La différence entre ces prévisions d'inflation de base réside principalement dans notre attente d'une inflation des services plus faible en 2027-28 (2,7 % et 2,4 %, respectivement) par rapport à la BCE (3 % et 2,9 % respectivement). Concernant l'inflation globale, nous prévoyons également un effet statistique de base négatif plus fort en 2027-28 pour l'inflation des prix de l'énergie (-1,7 % et -4,4 %, respectivement) comparé à la BCE (+1,0 % et -0,6 %, respectivement). Cette divergence provient principalement de dates limites différentes pour les prix du pétrole et du gaz en fonction des courbes à terme. Bien que nous travaillions avec des données récentes du 10 septembre (après une forte hausse et par conséquent une baisse attendue en pourcentage plus forte en 2027-28), pour la BCE elle est le 19 août.

Les économistes de la BCE voient trois facteurs importants pour la force attendue de l'inflation. Premièrement, bien sûr, il y a le choc des prix de l'énergie, qui devrait durer plus longtemps que prévu initialement. D'autres développements géopolitiques au Moyen-Orient jouent un rôle important dans ce processus. Deuxièmement, il y a le point de départ plus fort que prévu de la trajectoire de croissance réelle du PIB dans la zone euro, accompagné de taux de chômage plus bas et donc d'une croissance potentiellement plus forte des salaires que ce qui serait autrement. L'environnement de croissance actuellement plus favorable, reflété dans les chiffres de croissance du deuxième trimestre, est en partie dû à la relance budgétaire allemande et à l'investissement public, mais aussi à l'investissement privé dans l'IA. De plus, il y a eu une forte baisse des prix de l'énergie au deuxième trimestre après la trêve temporaire au Moyen-Orient. Troisièmement, la BCE prévoit une reprise de l'inflation des prix alimentaires, partant d'un niveau actuel plus bas.

La BCE a également indiqué qu'aucun effet de second tour des hausses de prix n'est encore visible, par exemple, dans son indicateur de « suivi des salaires ». Selon la BCE, aucun développement anormal n'est encore visible

dans la politique tarifaire des entreprises ou dans les négociations salariales.

La conclusion est donc que la hausse des taux de septembre était évidente. Selon les mots de la présidente de la BCE Lagarde et de l'économiste en chef Lane, il s'agissait d'une « décision solide ». Lors de la conférence de presse de Lagarde, les attentes du marché sont devenues quelque peu plus restrictives, passant de deux à trois hausses supplémentaires de taux intégrées (ce qui implique un pic de taux de dépôt de 3,25 %). Cette tendance s'est poursuivie ces derniers jours dans un contexte géopolitique très incertain, surtout après la récente escalade au Yémen et les menaces pesant sur les navires sortant du détroit de Bab-el-Mandeb.

Deux hausses supplémentaires de taux par la BCE semblent donc raisonnables au vu des données actuellement disponibles. Notre scénario de base est donc conforme à cela. Comme mentionné, cependant, il existe un risque important et croissant que deux hausses supplémentaires de la BCE ne suffisent pas à faire face à un choc inflationniste de plus longue durée.

La Fed augmente également son taux directeur

La Fed a également relevé son taux directeur de 25 points de base à 3,875 % le 16 septembre. Bien que cette décision ait été moins simple que dans le cas de la BCE, elle restait néanmoins économiquement logique. En effet, le marché du travail américain reste résilient, laissant à la Fed la marge de se concentrer sur le deuxième pilier de son mandat politique, la stabilité des prix. En août, l'inflation globale de l'IPC est restée inchangée à 3,4 % en glissement annuel. Bien que la mesure d'inflation préférée de la Fed soit l'indice des prix PCE (de base), l'inflation de l'IPC à 3,4 % reste bien au-dessus de l'objectif de 2 % de la Fed. L'inflation sous-jacente de l'IPC est également restée obstinément élevée, ne chutant que de 0,1 point de pourcentage à 2,4 % en août.

En tenant compte du double mandat de politique de la Fed, la hausse des taux de septembre a donc été économiquement cohérente, avec d'autres hausses susceptibles d'arriver. Nous prévoyons au moins une nouvelle hausse de 25 points de base d'ici la fin 2026, ce qui ramènerait le pic du taux directeur à 4,125 %.

Néanmoins, les risques sont également élevés aux États-Unis. Une inflation plus élevée et persistante que prévu

pourrait contraindre la Fed à relever les taux (au moins une fois de plus) à 4,375 % début 2027. Cependant, l'incertitude actuelle entourant de telles estimations est exceptionnellement élevée.

Une courbe de taux plus abrupte, via des rendements obligataires plus élevés, effectue une partie du travail de resserrement pour les banques centrales

En estimant le nombre de hausses supplémentaires des taux par la BCE et la Fed, il faut également prendre en compte le fait que la récente accentuation de la pente des courbes de taux due à la hausse des taux réels à long terme provoque déjà un resserrement des conditions financières à la fois dans la zone euro et aux États-Unis.

Après tout, les rendements plus élevés des obligations nominales à dix ans en Allemagne résultent de plusieurs facteurs. Tout d'abord, cela reflète une attente d'inflation plus élevée, principalement due au choc des prix de l'énergie. Mais cela n'explique qu'en partie cette hausse, car les rendements réels des obligations augmentent également fortement. Cela reflète en partie une révision à la hausse des attentes du marché concernant les trajectoires des politiques de taux d'intérêt, mais surtout une prime de risque plus élevée (prime de terme). En retour, cette prime de risque plus élevée est probablement en partie liée à une incertitude accrue de l'inflation (c'est-à-dire une variabilité future plus élevée de l'inflation due à des chocs d'offre plus fréquents), mais aussi aux risques fiscaux, non seulement dans la zone euro, mais aussi en dehors, comme aux États-Unis.

Puisque les taux d'intérêt mondiaux à long terme (et en particulier leurs prix primaires inhérents) sont fortement corrélés, les rendements obligataires européens augmentent également en raison de ce qui se passe aux États-Unis et au Japon en termes de finances publiques et de politique. Une partie de l'évolution récente des taux d'intérêt est donc un resserrement exogène des conditions financières d'un point de vue européen, ce qui pourrait signifier que la BCE devrait resserrer moins que ce qui serait autrement nécessaire.

Pour la Fed, l'accentuation de la courbe est beaucoup plus sensible dans l'hypothèse où la hausse des rendements américains à dix ans est en grande partie due à une prime de risque plus élevée liée à une politique budgétaire non orthodoxe et, à long terme, insoutenable. Si cette tendance se poursuit, elle pourrait de plus

en plus entraîner un conflit entre politique budgétaire et monétaire. Le pire résultat possible serait une détérioration de l'indépendance et de la crédibilité de la Fed.

Les écarts intra-EMU à nouveau sous une pression à la hausse

Les écarts intra-UEM ont récemment de nouveau subi une pression à la hausse. Deux raisons principales à cela sont le choc des prix de l'énergie et plusieurs risques politiques spécifiques à chaque pays. L'escalade géopolitique au Moyen-Orient a un effet direct sur les pays, et leurs écarts de taux d'intérêt, qui dépendent fortement du Moyen-Orient pour leurs importations d'énergie. L'Italie en est un exemple. Un effet indirect plus général se manifeste par l'impact négatif sur la croissance économique et les finances publiques. En conséquence, pour le reste de 2026 à une grande partie de 2027, nous sommes devenus (temporairement) plus pessimistes quant au niveau global des écarts de rendement dans la zone euro par rapport aux rendements obligataires allemands.

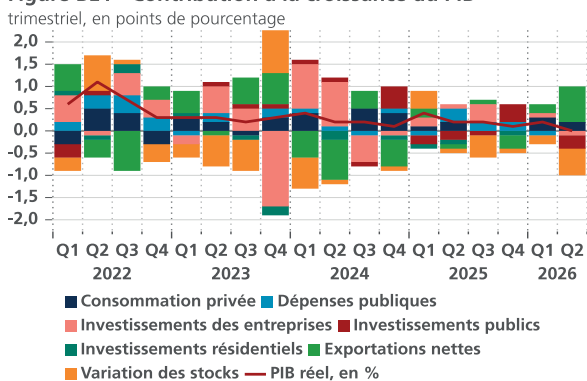
Deuxièmement, il y a le risque politique. Les élections présidentielles françaises du deuxième trimestre 2027 sont particulièrement frappantes. Les conséquences politiques incertaines risquent d'élargir l'écart des rendements français au premier trimestre. Au final, une solution politique pragmatique émergera probablement, après quoi cette différence pourrait à nouveau diminuer assez rapidement. Néanmoins, des pays qui entretiennent traditionnellement des liens économiques étroits avec la France, comme la Belgique, pourraient faire face à des répercussions d'éventuelles turbulences françaises dues à la fragilité de leurs propres finances publiques.

Belgique

L'estimation rapide pour la croissance du PIB belge au deuxième trimestre 2026 s'est confirmée à 0,0 % sur la période. La stagnation de l'activité économique implique une décélération par rapport à la croissance de 0,2 % enregistrée au premier trimestre. En regardant les composantes du PIB, la croissance de la consommation privée est passée de 0,6 % à un taux encore étonnamment bon de 0,4 %. L'investissement dans le logement a continué de croître, bien que lentement (+0,2 %). L'investissement des entreprises s'est contracté de 0,7 %. L'investissement public a chuté d'au moins 8,0 %, tandis que la consommation publique a légèrement augmenté de 0,1 %. Les flux commerciaux ont de nouveau surpris à la hausse : les exportations et importations de biens et services ont toutes deux augmenté, respectivement de 2,9 % et 1,9 %, ce qui a entraîné une contribution positive des exportations nettes à la croissance économique (+0,8 point de pourcentage). Enfin, la contribution des variations des stocks à la croissance du PIB a été largement négative à -0,6 point de pourcentage (voir figure BE1). Vu à travers l'approche de production du PIB, la croissance de la valeur ajoutée dans le secteur des services était légèrement supérieure (+0,3 %) à celle du premier trimestre (+0,2 %). Dans la construction, la valeur ajoutée est revenue à une croissance négative (-0,2 %) après une croissance positive au premier trimestre (+0,5 %), tandis que dans l'industrie, la croissance de la valeur ajoutée est devenue plus négative (-0,6 % contre -0,2 % au premier trimestre).

Contrairement à la zone euro, les indicateurs de sentiment en Belgique se sont aggravés en août.

Figure BE1 - Contribution à la croissance du PIB



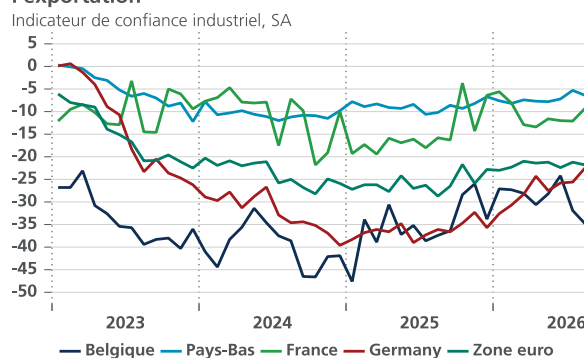
Source: KBC Economics d'après NBB

L'indicateur économique du BNB a baissé après avoir légèrement augmenté pendant trois mois consécutifs. La confiance s'est détériorée tant dans l'industrie que dans la construction. La confiance des consommateurs a également diminué en août, principalement en raison des attentes plus pessimistes des consommateurs concernant la situation économique générale. Par ailleurs, l'environnement extérieur reste difficile, avec encore beaucoup d'incertitude autour du conflit au Moyen-Orient. La hausse des prix de l'énergie reste particulièrement un problème, car l'économie belge est relativement vulnérable à un tel choc en raison d'une combinaison structurelle d'un secteur industriel très sensible à l'énergie, d'une dépendance extrême aux importations de combustibles fossiles et d'un système de fixation des salaires rigide. Le choc actuel pourrait déclencher une nouvelle indexation des salaires et une nouvelle perte de compétitivité des entreprises belges. Un fait préoccupant à cet égard est que, bien que les flux commerciaux belges aient montré une croissance positive au cours des deux premiers trimestres de l'année, les dirigeants du secteur manufacturier ont de nouveau évalué leur portefeuille de commandes à l'exportation de manière moins favorable durant les mois d'été (voir figure BE2). Cela pourrait indiquer que les exportations belges vont à nouveau baisser au second semestre de l'année.

Le risque de s'accroître

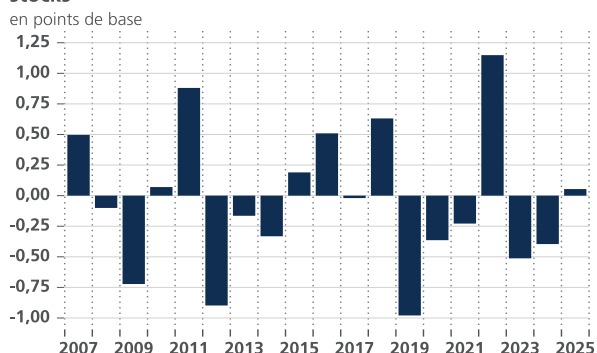
L'incertitude quant à la croissance de l'année 2026 reste élevée. Une question particulière est de savoir comment la composante des stocks influencera davantage le PIB pour le reste de l'année. Compte tenu de la forte contribution négative des variations des stocks à la croissance du PIB au premier et au deuxième trimestre,

Figure BE2 - Évaluation des niveaux du carnet d'affaires à l'exportation



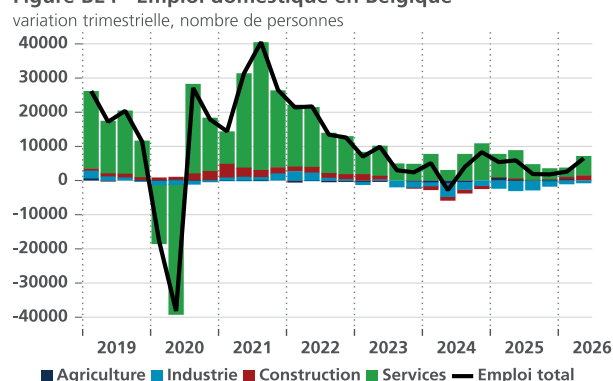
Source: KBC Economics d'après DG ECFIN

Figure BE3 - Contribution à la croissance des variations de stocks



Source: KBC Economics d'après

Figure BE4 - Emploi domestique en Belgique



Source: KBC Economics d'après NBB

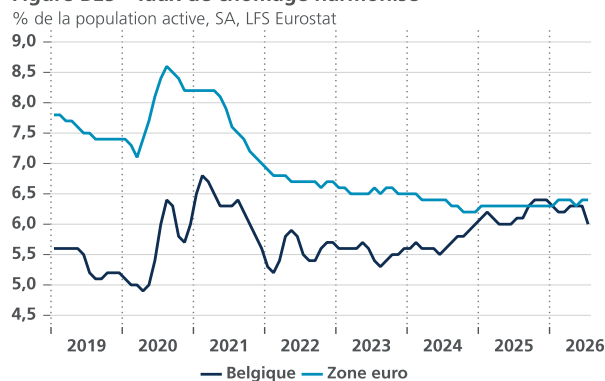
en plus d'un report négatif de 2025, la probabilité que des changements dans les stocks pèsent fortement sur la croissance annuelle du PIB 2026 est élevée. Une évaluation précise reste cependant difficile, car les variations des stocks (y compris les divergences statistiques) constituent une composante de dépenses notoirement volatile du PIB (voir figure BE3). La consommation privée, qui s'est montrée assez résiliente au premier semestre 2026 malgré un environnement négatif, constitue une autre grande incertitude. Probablement, comme au premier trimestre, le développement du deuxième trimestre a été motivé par une nouvelle baisse du taux d'épargne (chiffre du deuxième trimestre encore incertain). De plus, la croissance de l'emploi, bien que restant faible, a légèrement augmenté au deuxième trimestre (avec 6 490 personnes ajoutées à la population active), ce qui a peut-être également soutenu la consommation plus récemment (voir figure BE4). Nous supposons que la croissance de la consommation privée devrait s'affaiblir dans la seconde moitié de 2026 et rester plutôt sombre en 2027, car elle risque d'être négativement impactée par la hausse des prix de l'énergie, soit par le canal de confiance, soit par l'impact défavorable d'une inflation plus élevée sur le pouvoir d'achat.

Nous restons prudents quant à la croissance trimestrielle belge au second semestre 2026 et avons maintenu les perspectives de croissance réelle du PIB en 2026 inchangées à 0,6 %. Nous avons cependant réduit la projection de croissance du PIB pour 2027, de 1,1 % à 0,9 %, suite à la hausse continue des prix de l'énergie. Les risques pour le scénario de croissance sont également clairement à la baisse, avec une intensification de la crise énergétique et/ou des problèmes importants de la chaîne d'approvisionnement constituant les plus

grandes menaces pour l'économie belge. Nous avons également légèrement modifié les perspectives pour le chômage de fin d'année. Étonnamment, le taux de chômage harmonisé en Belgique est tombé à 6,0 % en juillet, contre 6,3 % en juin (voir figure BE5). La série, basée sur l'enquête sur la population active d'Eurostat, a été relativement volatile au cours de l'année écoulée avec plusieurs révisions des données passées, probablement influencées par la réforme des allocations chômage en Belgique. Néanmoins, ce chiffre plus bas de juillet nous a permis de mettre à jour légèrement les perspectives du taux de chômage, à 6,5 % et 6,3 % respectivement fin 2026 et 2027.

L'inflation belge (basée sur le IPCH) est montée à 4,2 % en août, contre 3,7 % en juillet. Cette hausse est entièrement due à une inflation énergétique plus élevée (de 15,1 % à 21,8 %). L'inflation sous-jacente (qui exclut l'énergie et l'alimentation) et l'inflation alimentaire sont restées stables, donc le chiffre d'août ne laissait pas présager une

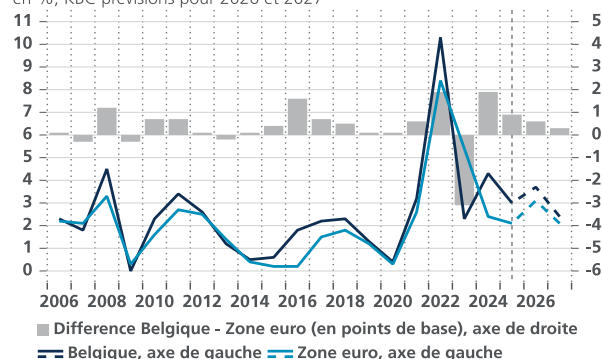
Figure BE5 - Taux de chômage harmonisé



Source: KBC Economics d'après Eurostat

inflation énergétique. Avec 4,2 % et 3,2 % respectivement, l'inflation globale et sous-jacente belge est supérieure de 0,9 point et 1,0 point de pourcentage par rapport aux chiffres respectifs de la zone euro. Actuellement, 17 des 21 pays de la zone euro affichent un taux d'inflation inférieur à celui de la Belgique. Comme la hausse de l'inflation cet été a été plus forte que prévu et, plus important encore, les prix de l'énergie ont fortement augmenté ces dernières semaines, nous avons révisé à la hausse les perspectives pour l'inflation annuelle IPCH 2026, passant de 3,2 % à 3,7 %. Les perspectives d'inflation pour 2027 sont désormais de 2,4 %, contre 2,1 % auparavant. Comme cela a été le cas lors de 16 des 20 dernières années, l'inflation annuelle belge en 2026 et 2027 finira très probablement encore par être supérieure à celle de la zone euro (voir figure BE6). De plus, le conflit persistant au Moyen-Orient a rendu l'environnement économique nettement plus incertain, créant d'importants risques à la hausse pour l'inflation.

Figure BE6 - Inflation IPCH Belgique versus Zone euro
en %, KBC prévisions pour 2026 et 2027



Source: KBC Economics d'après Eurostat

Europe centrale et orientale

Pologne : Les défis budgétaires persistent malgré une croissance solide

Le gouvernement polonais a approuvé son projet de budget pour 2027, maintenant les dépenses en défense, santé et transition énergétique comme priorités clés malgré la pression continue sur les finances publiques. Le budget prévoit un déficit du gouvernement général de 7,1 % du PIB, inchangé depuis 2026 et nettement supérieur au niveau prévu dans les engagements de consolidation budgétaire de la Pologne dans le cadre de la procédure de déficit excessif de l'Union européenne, lancée en 2024. Les perspectives budgétaires sont encore compliquées par la confrontation continue entre le président Karol Nawrocki et le gouvernement du Premier ministre Donald Tusk. Une série de vetos présidentiels a bloqué plusieurs mesures de collecte de recettes et de réforme, limitant la marge de manœuvre du gouvernement pour la consolidation budgétaire.

Les conditions de sécheresse ont pesé sur le secteur agricole polonais, la production céréalière étant estimée à une baisse de 4,9 % en glissement annuel, la production de colza de 14,4 % et la production de légumes de champ de 4,5 %. Néanmoins, l'inflation alimentaire est restée modérée jusqu'à présent. L'inflation globale est passée de 3,0 % en juillet à 3,4 % en août, principalement stimulée par la hausse des prix de l'énergie et des carburants. Nous prévoyons que l'inflation annuelle moyenne devrait se modérer, passant de 3,3 % en 2026 à 3,0 % en 2027.

Dans ce contexte, la Banque nationale de Pologne a adopté un ton plus prudent, reflétant les risques inflationnistes renouvelés liés à la hausse des prix du pétrole et du gaz. Bien que le gouverneur Adam Glapiński ait souligné que les pressions inflationnistes restent principalement externes plutôt que domestiques, il a indiqué que l'amélioration récente des perspectives d'inflation s'est en partie inversée. Avec une inflation globale proche de la limite supérieure de la fourchette cible du BNP, la banque centrale semble désormais fermement en mode attente et observation. Nous continuons à prévoir que les taux directeurs resteront inchangés au cours des prochains trimestres (voir figure CEE1), bien que la possibilité d'un nouveau resserrement monétaire ne puisse plus être totalement exclue si les prix de l'énergie restent élevés et que l'inflation s'avère plus

Figure CEE1 - Pologne, Taux directeur de la NBP



Source: KBC Economics d'après

persistante que prévu.

L'économie polonaise a connu une croissance de 1,0 % d'un trimestre à l'autre au deuxième trimestre, soutenue par une activité d'investissement robuste et une contribution positive des exportations nettes. En regardant vers l'avenir, nous prévoyons que la croissance annuelle moyenne du PIB s'accroîtra à 3,4 % en 2027, contre 3,2 % en 2026.

Hongrie : faibles investissements, perspectives plus solides

L'activité d'investissement hongroise est restée à la baisse. Au deuxième trimestre 2026, le volume d'investissement était inférieur de 7 % à l'année précédente. Il n'y a pas eu de renversement par rapport au trimestre précédent ; au contraire, la contraction s'est encore accélérée (voir figure CEE2). En regardant vers l'avenir, une reprise des investissements pourrait être soutenue par l'arrivée de fonds européens, en particulier ceux destinés à des projets liés à l'énergie. Il est également encourageant que les indicateurs de confiance des entreprises aient montré une certaine amélioration ces derniers mois. Combiné à l'afflux attendu de fonds européens, cela pourrait stimuler de nouveaux projets d'investissement du secteur privé. Cependant, toute amélioration significative de l'activité d'investissement ne devrait se matérialiser qu'en 2027 et 2028. Nous prévoyons une croissance du PIB de 1,8 % en 2026, contre 0,4 % en 2025, avec une croissance qui devrait s'accroître encore à 2,4 % en 2027.

Sur le plan de la politique monétaire, la Magyar Nemzeti Bank a abaissé son taux de base de 25 points de base supplémentaires à 5,5 % en août, poursuivant ainsi son

Figure CEE2 - Hongrie, formation brute de capital fixe
rillion, calendrier ajusté, prix constants, SA, HUF



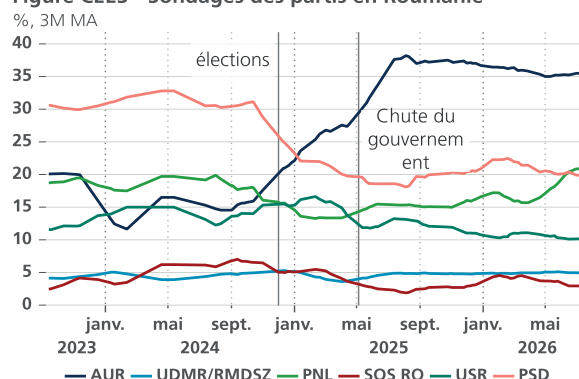
Source: KBC Economics d'après HCSO

cycle d'assouplissement. Cette décision était conforme aux attentes du marché et était principalement justifiée par l'actuel environnement de faible inflation. Cela a été renforcé par la publication de l'IPC d'août, qui n'a augmenté que modestement, passant de 1,2 % à 1,3 % en glissement annuel, un peu moins que prévu. La question clé est désormais de savoir s'il reste encore des baisses de taux pour le reste de l'année. Plus de clarté pourrait émerger lors de la prochaine réunion de la banque centrale le 22 septembre, lorsqu'elle publiera un rapport d'inflation mis à jour. Des rumeurs récentes suggèrent que les taux pourraient rester inchangés, les décideurs se concentrant plutôt sur une possible réduction de l'objectif d'inflation de 3,0 % à 2,5 %, ce qui serait le premier ajustement. À plus long terme, l'objectif serait d'aligner davantage cet objectif sur celui de 2 % de la Banque centrale européenne, conformément à l'ambition du gouvernement de rejoindre éventuellement la zone euro. Selon nos prévisions actuelles, le taux directeur devrait rester à 5,5 % d'ici la fin de cette année. En regardant vers 2027, les décisions de politique monétaire dépendront en grande partie des perspectives d'inflation et du profil de risque perçu par la Hongrie, y compris l'évolution des écarts de taux d'intérêt. Dans notre scénario de base, le taux directeur pourrait chuter à environ 4,5 % l'année prochaine.

Roumanie : En attente d'une percée politique

La Roumanie entre dans son cinquième mois avec un gouvernement intérimaire. Au retour du Parlement après ses vacances d'été, le président Nicușor Dan a repris les consultations avec les partis parlementaires dans le but de briser l'impasse politique. Cependant, les désaccords sur l'identité du prochain Premier ministre et la

Figure CEE3 - Sondages des partis en Roumanie



Source: KBC Economics d'après Europe Elects

composition d'une coalition gouvernementale continuent de freiner les progrès. La situation est encore compliquée par de solides sondages en faveur de l'Alliance d'extrême droite pour l'Union des Roumains (AUR) (voir figure CEE3). En raison de la longue crise politique, les principaux partis n'ont finalement pas réussi à parvenir à un accord avant la date limite d'août pour achever les réformes liées au Plan national de relance et de résilience (PNRR), mettant en danger environ 770 millions d'euros de financement de l'UE.

L'inflation a poursuivi sa baisse prévue en termes annuels, passant de 8,1 % en juillet à 6,0 % en août, principalement grâce à des effets de base favorables. Malgré cela, la Roumanie reste parmi les économies à forte inflation d'Europe centrale et orientale. Les prix des denrées alimentaires ont cependant exercé une pression à la baisse un peu plus forte que prévu. Compte tenu des conditions de sécheresse persistantes et de leur impact sur la production agricole européenne, ce soulagement devrait s'avérer temporaire. Nous prévoyons que l'inflation moyenne atteindra 8,1 % en 2026 avant de retomber à 4,1 % en 2027.

En ce qui concerne la croissance économique, nous prévoyons une contraction de 0,2 % en 2026. Cette perspective est cohérente avec la stagnation enregistrée au deuxième trimestre, reflétant une demande intérieure persistante faible. Les conditions de sécheresse pèsent également sur les perspectives de croissance à court terme. Les niveaux d'eau extrêmement bas sur le Danube ont réduit la navigabilité, perturbé les services de ferry et retardé les exportations de céréales, créant des goulets d'étranglement logistiques pour l'un des plus grands exportateurs agricoles de l'UE. De plus, les deux unités

de la centrale nucléaire de Cernavodă restent hors service en raison d'un manque d'eau de refroidissement suffisante. En regardant vers l'avenir, nous restons prudemment optimistes pour 2027 et prévoyons que la croissance remontera à 2,2 %.

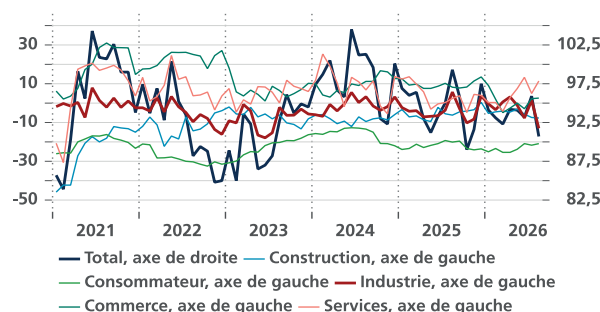
Bulgarie : un test de la domination politique de Radev

Le PIB bulgare a augmenté de 0,7 % d'un trimestre à l'autre, globalement conforme à nos attentes, soutenant notre prévision de 2,6 % pour 2026 dans son ensemble. Pour 2027, nous sommes un peu plus prudents et nous attendons à un ralentissement à 2,4 %. L'inflation est passée de 4,5 % en juillet à 5,1 % en août sur un an, principalement due à la hausse des coûts de transport liés à la hausse des prix du carburant. Comme ailleurs dans la région, l'évolution des prix alimentaires est restée relativement favorable. En regardant vers l'avenir, nous prévoyons que l'inflation annuelle moyenne atteindra 5,0 % en 2026, avant de retomber à 3,8 % en 2027 à mesure que l'impact des récents chocs des prix s'atténue et que les pressions inflationnistes sous-jacentes se modèrent progressivement. La sécheresse a également un impact inflationniste. La sécheresse a contraint la centrale nucléaire de Kozloduy à réduire sa production d'environ 120 MW, accentuant la pression à la hausse sur les prix régionaux de l'électricité.

La Bulgarie tiendra des élections présidentielles le 25 octobre 2026, avec un second tour potentiel le 1er novembre 2026. Le scrutin est devenu plus important politiquement que d'habitude suite à la démission de l'ancien président Rumen Radev en janvier 2026 et son retour en première ligne politique en tant que Premier ministre après avoir remporté les élections parlementaires d'avril. Bien que la Bulgarie soit une république parlementaire et que le pouvoir exécutif repose principalement sur le gouvernement, le président conserve des pouvoirs importants, notamment la nomination de gouvernements intérimaires lors de crises politiques, le veto à la législation, la représentation internationale du pays et le poste de commandant en chef des forces armées. L'élection est largement perçue comme un référendum sur la capacité de consolider sa domination par la nouvelle force dirigeante du Premier ministre Rumen Radev, la Bulgarie progressiste, en remportant également la présidence.

Figure CEE4 - Slovaquie, indicateur du sentiment économique

% , seasonally adjusted



Source: KBC Economics d'après Eurostat

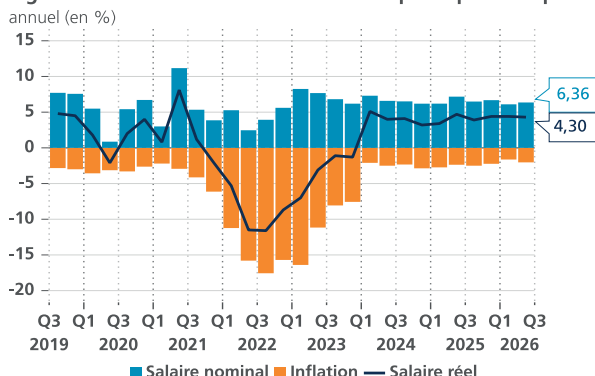
Slovaquie : Les défis de consolidation persistent dans un contexte de faible élan économique

Le Conseil pour la responsabilité budgétaire a dressé une évaluation sévère de la situation budgétaire de la Slovaquie, concluant que les finances publiques restent dans la zone à haut risque. Le conseil prévoit que la dette publique passera de 61,4 % du PIB en 2025 à 74,0 % d'ici 2029, sauf mesure supplémentaire. Les rendements des obligations d'État à long terme ont augmenté ces derniers mois, conformément aux tendances observées ailleurs en Europe centrale et orientale. Cependant, l'écart sur les Bunds allemands est resté relativement contenu, ce qui suggère que les investisseurs continuent de considérer la dette publique slovaque comme largement gérable malgré la détérioration des perspectives budgétaires.

Les données du PIB du deuxième trimestre ont montré que l'économie slovaque a augmenté de 0,2 % d'un trimestre à l'autre, légèrement au-dessus de notre prévision de 0,1 %. Malgré un début de trimestre prudemment positif, avec une hausse de la production manufacturière de 1,0 % et des ventes au détail de 0,2 % en juillet, l'indicateur de sentiment économique d'août a chuté de plus de cinq points, principalement en raison d'une confiance plus faible dans le secteur industriel (voir figure CEE4). Pour le troisième trimestre, nous prévoyons une croissance nulle d'un trimestre à l'autre, ce qui entraîne une croissance annuelle du PIB de 0,7 % en 2026. Pour 2027, nous sommes quelque peu plus optimistes et prévoyons une croissance de 1,2 %.

La sécheresse a durement touché la production alimentaire slovaque, l'avril le plus sec depuis les recensements en 1881 suscitant des inquiétudes quant

Figure CEE5 - Salaires et inflation en République tchèque



Source: KBC Economics d'après CZSO

aux pertes de récoltes pouvant dépasser 40 % dans certaines régions. En réponse, le gouvernement a approuvé 30 millions d'euros de compensation pour les agriculteurs touchés par la sécheresse extrême de cette année, tandis que des mesures de soutien distinctes ont été mises en place pour compenser la hausse des coûts des engrais et de l'énergie. Bien que l'impact sur les prix à la consommation soit resté limité jusqu'à présent, la sécheresse devrait générer une pression inflationniste supplémentaire dans les mois à venir. L'inflation de l'IPC est passée de 3,3 % en glissement annuel en juillet à 3,1 % en août. Comme ailleurs dans la région, la pression à la hausse provenait principalement de l'énergie et des transports, tandis que les prix alimentaires continuaient d'exercer un effet désinflationniste. En regardant vers l'avenir, nous prévoyons une inflation moyenne de 4,1 % en 2026 avant de se modérer à 3,6 % en 2027.

République tchèque : la surprise à la baisse des salaires accentue la pression sur le CNB

L'économie tchèque a connu une croissance de 1,9 % en glissement annuel au deuxième trimestre selon l'estimation révisée. Bien que la croissance annuelle ait légèrement ralenti par rapport à 2,2 % en début d'année, la dynamique trimestrielle s'est renforcée à 0,4 % contre 0,2 %, suggérant que l'économie reprend progressivement de l'ampleur. La croissance continue principalement d'être portée par la demande intérieure, la consommation des ménages augmentant de 0,5 % d'un trimestre à l'autre et de 2,7 % d'un an à l'autre, soutenue par une forte croissance du revenu réel. L'investissement est resté particulièrement solide, augmentant de 1,5 % d'un trimestre à l'autre et de 7,1 % d'un glissement annuel, probablement reflétant la mise en œuvre de

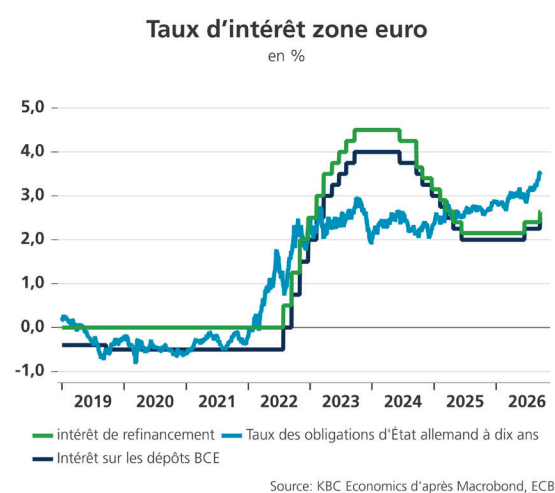
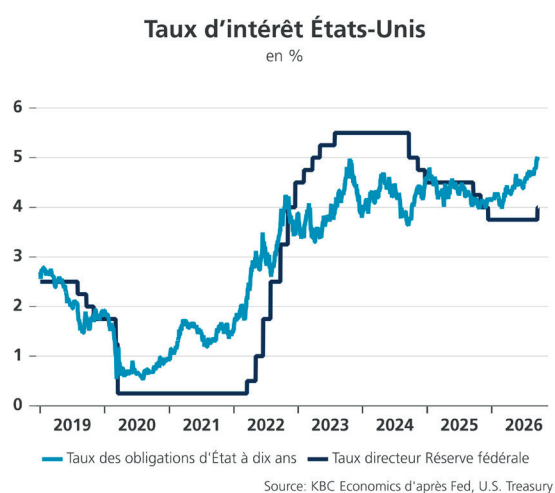
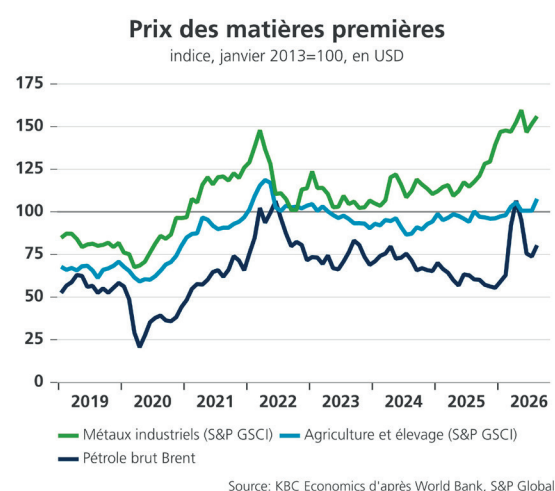
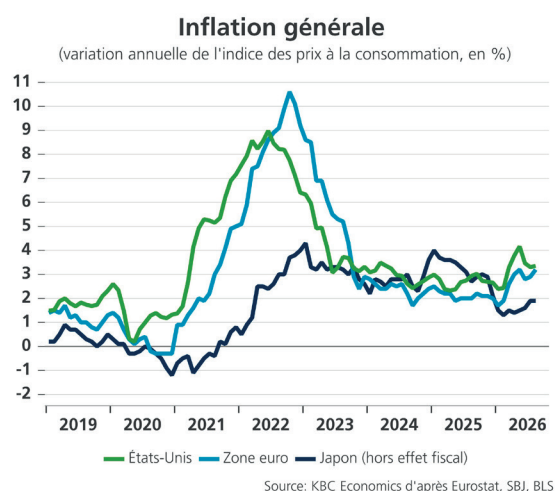
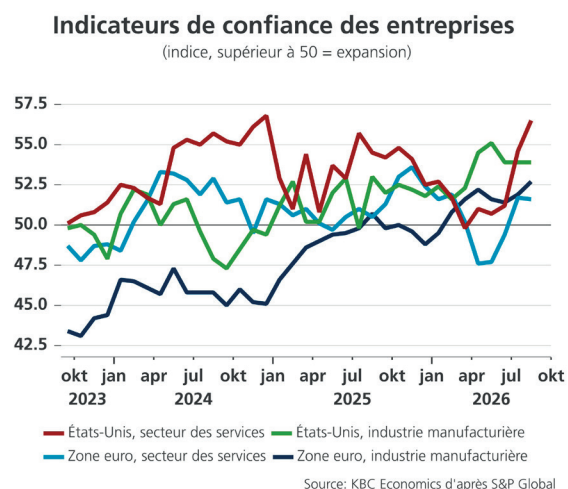
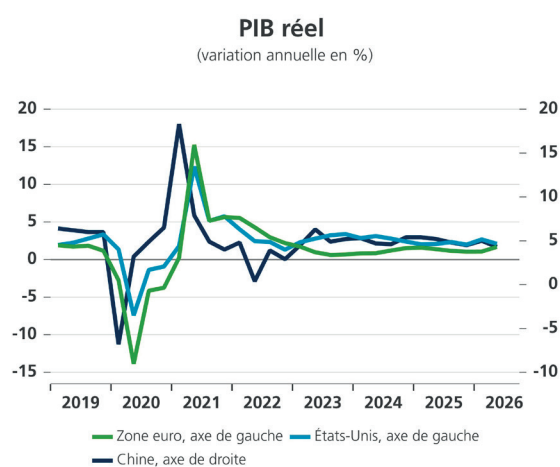
projets précédemment reportés, les dépenses publiques et la poursuite de l'absorption des fonds européens. En revanche, le commerce extérieur et les stocks restent un frein modéré à l'activité. Nous continuons d'anticiper une croissance du PIB de 1,9 % en 2026, suivie d'une accélération progressive vers le taux de croissance potentiel estimé de l'économie de 2,0 à 2,5 % en 2027.

L'inflation est passée de 1,7 % en glissement annuel en juillet à 1,9 % en août (+0,3 % en mois sur mois). Comme prévu, les prix des denrées alimentaires ont continué de baisser à un rythme accéléré, diminuant de 4,3 % en glissement annuel contre 3,1 % en juillet, ce qui reflète principalement la baisse des prix des produits laitiers et de la viande. Cependant, la forte baisse des prix alimentaires cette année devrait permettre un rebond plus fort de l'inflation alimentaire en 2027. Des carburants automobiles plus chers ont de nouveau contribué à la croissance mensuelle des prix. Plus encourageant du point de vue de la Banque nationale tchèque, l'inflation des services a continué de diminuer progressivement, avec un ralentissement de la dynamique inflationniste annuelle et mensuelle.

Par contre, la croissance des salaires a ralenti à 6,4 % en glissement annuel au deuxième trimestre (voir figure CEE5). Cependant, le résultat plus faible a été largement dû à des révisions substantielles des données précédentes. En conséquence, la dynamique des salaires semble désormais globalement stable, légèrement au-dessus de 6 %. Bien que la croissance des salaires reste plus forte que ce que la Banque nationale tchèque considère comme totalement conforme à son objectif d'inflation, la composition des évolutions salariales est devenue plus rassurante. Les pressions salariales s'atténuent dans les secteurs orientés vers l'exportation, en particulier la fabrication, tandis que les hausses salariales dans le secteur public sont devenues un moteur plus important de la croissance globale des salaires.

Les données suggèrent donc que les pressions sous-jacentes sur le marché du travail se modèrent progressivement, soutenant l'approche prudente de la Banque nationale tchèque. Nous continuons donc à nous attendre à ce que le taux directeur reste inchangé à 3,75 % pendant une longue période.

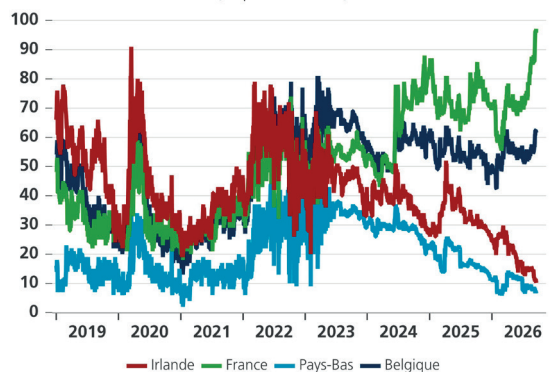
Figures



Figures

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

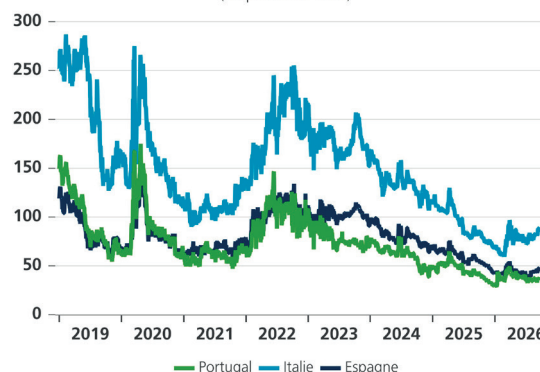
(en points de base)



Source: KBC Economics d'après Macrobond

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

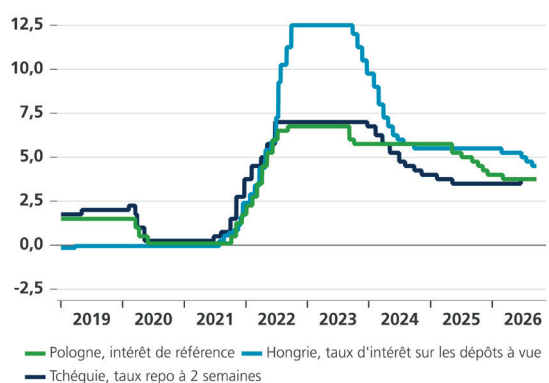
(en points de base)



Source: KBC Economics d'après Macrobond

Taux directeur Europe centrale

en %



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

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

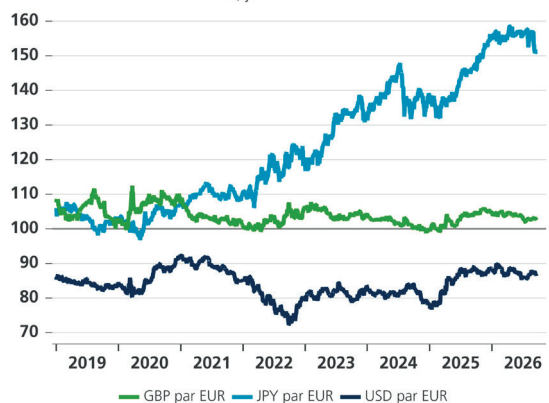
en points de base



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

Taux de change

indice, janvier 2013=100



Source: KBC Economics d'après Macrobond

Taux de change

indice, janvier 2013=100



Source: KBC Economics d'après Macrobond

Perspectives des principales économies du monde

		Croissance du PIB réel (moyenne de la période, calculé à partir de chiffres trimestriels, en %)			Inflation (moyenne de la période, en %)		
		2025	2026	2027	2025	2026	2027
Zone euro	Zone euro	1.3	0.9	0.9	2.1	3.0	2.1
	Allemagne	0.3	1.0	0.8	2.2	2.9	2.5
	France	0.9	0.4	0.5	0.9	2.5	1.5
	Italie	0.7	0.9	0.5	1.6	2.8	1.8
	Espagne	2.8	2.5	1.8	2.7	3.6	2.4
	Pays-Bas	1.6	1.3	1.1	3.0	2.7	2.1
	Belgique	1.0	0.6	0.9	3.0	3.7	2.4
	Irlande	8.0	-2.7	6.5	2.1	3.5	2.9
	Slovaquie	0.8	0.7	1.2	4.2	4.1	3.6
Europe centrale et orientale	Tchéquie	2.7	1.9	2.2	2.3	2.1	3.3
	Hongrie	0.4	1.8	2.4	4.4	2.2	3.3
	Bulgarie	3.2	2.6	2.4	3.5	5.0	3.8
	Pologne	3.6	3.2	3.4	3.3	3.3	3.0
	Roumanie	0.7	-0.2	2.2	6.8	8.2	4.2
Reste de l'Europe	Royaume-Uni	1.3	1.0	1.1	3.3	3.3	2.6
	Suède	1.6	2.2	2.4	2.6	0.7	2.0
	Norvège (mainland)	1.7	1.3	1.8	2.8	3.2	2.4
	Suisse	1.6	1.1	1.3	0.1	0.5	0.7
Marchés émergents	Chine	4.9	4.5	4.2	0.0	1.1	1.1
	Inde*	7.8	6.9	6.7	2.1	4.7	4.7
	Afrique du Sud	1.1	1.0	1.3	3.2	4.2	3.8
	Russie	Temporairement aucune prévision					
	Turquie	3.7	2.7	3.7	34.9	31.0	23.4
	Brésil	2.3	2.0	1.8	5.0	4.5	4.3
Autres économies développées	États-Unis	2.1	2.1	2.0	2.7	3.4	2.6
	Japon	1.2	0.7	0.9	3.2	1.9	2.1
	Australie	2.0	1.9	1.8	2.8	4.2	2.9
	Nouvelle-Zélande	0.7	1.7	2.4	2.8	3.6	2.3
	Canada	1.9	0.8	1.8	2.2	2.6	2.0
* année budgétaire d'avril à mars						18/9/2026	

Taux directeurs (fin de période, en %)		18/9/2026	Q3 2026	Q4 2026	Q1 2027	Q2 2027
Zone euro	Zone euro (refi)	2.65	2.65	2.90	3.15	3.15
	Zone euro (dépo)	2.50	2.50	2.75	3.00	3.00
Europe centrale et orientale	Tchéquie	3.75	3.75	3.75	3.75	3.75
	Hongrie (base rate)	5.50	5.50	5.50	5.25	5.00
	Pologne	3.75	3.75	3.75	3.75	3.75
	Roumanie	6.50	6.50	6.50	6.50	6.75
Reste de l'Europe	Royaume-Uni	3.75	3.75	3.75	3.75	3.75
	Suède	1.75	1.75	2.00	2.00	2.00
	Norvège (mainland)	4.25	4.50	4.50	4.50	4.50
	Suisse	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Marchés émergents	Chine	1.40	1.40	1.40	1.30	1.20
	Inde	5.25	5.25	5.25	5.25	5.25
	Afrique du Sud	7.00	7.25	7.25	7.25	7.25
	Russie	Temporairement aucune prévision				
	Turquie	37.00	37.00	35.00	33.00	30.50
	Brésil	13.75	13.75	13.75	13.75	13.25
Autres économies développées	États-Unis (taux moyen)	3.875	3.875	4.125	4.125	4.125
	Japon	1.25	1.25	1.25	1.25	1.25
	Australie	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35
	Nouvelle-Zélande	2.75	2.75	3.00	3.25	3.25
	Canada	2.25	2.25	2.25	2.50	2.50

Perspectives des principales économies du monde

Taux d'intérêt des emprunts d'État à dix ans (fin de période, en %)						
		18/9/2026	Q3 2026	Q4 2026	Q1 2027	Q2 2027
Zone euro	Allemagne	3.50	3.50	3.50	3.50	3.45
	France	4.47	4.35	4.35	4.45	4.30
	Italie	4.37	4.35	4.35	4.40	4.30
	Espagne	3.96	3.95	3.90	3.90	3.85
	Pays-Bas	3.58	3.60	3.60	3.60	3.55
	Belgique	4.12	4.10	4.10	4.15	4.00
	Irlande	3.61	3.70	3.70	3.70	3.65
	Slovaquie	4.21	4.20	4.15	4.15	4.10
Europe centrale et orientale	Tchéquie	5.29	5.10	5.10	5.00	4.90
	Hongrie	5.69	5.50	5.35	5.25	5.15
	Bulgarie*	4.36	4.35	4.20	4.10	4.05
	Pologne	6.14	6.40	6.00	5.60	5.20
	Roumanie	7.32	7.30	7.30	7.30	7.25
Reste de l'Europe	Royaume-Uni	5.25	5.35	5.35	5.35	5.30
	Suède	3.20	3.20	3.20	3.20	3.15
	Norvège	4.49	4.50	4.50	4.50	4.45
	Suisse	0.54	0.50	0.50	0.50	0.45
Marchés émergents	Chine (7-day r. repo)	1.68	1.70	1.70	1.70	1.70
	Inde	7.05	7.05	7.05	7.05	6.95
	Afrique du Sud	8.76	8.90	8.90	8.90	8.80
	Russie	Temporairement aucune prévision				
	Turquie	32.62	32.00	30.00	29.00	27.00
	Brésil	14.36	14.60	14.60	14.60	14.50
Autres économies développées	États-Unis	4.94	4.90	4.90	4.90	4.80
	Japon	2.98	3.00	3.00	3.00	3.00
	Australie	5.27	5.25	5.25	5.25	5.15
	Nouvelle-Zélande	4.97	4.95	4.95	4.95	4.85
	Canada	3.82	3.85	3.85	3.85	3.75

*Attention : marché très illiquide

Taux de change (fin de période)					
	18/9/2026	Q3 2026	Q4 2026	Q1 2027	Q2 2027
USD par EUR	1.15	1.15	1.15	1.15	1.18
CZK par EUR	24.31	24.30	24.30	24.30	24.20
HUF par EUR	362.60	365.00	363.00	362.00	365.00
PLN par EUR	4.36	4.35	4.30	4.28	4.25
RON par EUR	5.26	5.26	5.26	5.29	5.30
GBP par EUR	0.86	0.87	0.90	0.90	0.90
SEK par EUR	11.27	11.25	11.20	11.00	11.00
NOK par EUR	10.84	11.00	11.00	10.75	10.75
CHF par EUR	0.95	0.92	0.92	0.92	0.92
BRL par USD	5.13	5.16	5.16	5.16	5.09
INR par USD	95.82	96.10	96.10	96.10	94.88
ZAR par USD	16.25	16.30	16.30	16.30	16.09
RUB par USD	Temporairement aucune prévision				
TRY par USD	48.78	49.00	51.35	53.65	55.43
RMB par USD	6.70	6.71	6.70	6.68	6.67
JPY par USD	157.38	160.00	158.00	157.00	157.00
USD par AUD	0.71	0.70	0.70	0.71	0.71
USD par NZD	0.57	0.59	0.60	0.61	0.62
CAD par USD	1.40	1.43	1.45	1.45	1.45

Perspectives des marchés stratégiques – Europe Centrale et Orientale

	République tchèque			Slovaquie		
	2025	2026	2027	2025	2026	2027
Croissance du PIB réel (variation annuelle moyenne, calculé à partir de chiffres trimestriels, en %)	2.7	1.9	2.2	0.8	0.7	1.2
Inflation (variation annuelle moyenne, en %, IPC harmonisé)	2.3	2.1	3.3	4.2	4.1	3.6
Taux de chômage (définition Eurostat) (fin de l'année, en % de la population active)	3.2	3.2	3.1	5.7	5.9	5.9
Solde budgétaire du gouvernement (en % du PIB)	-2.1	-2.7	-3.1	-4.5	-5.0	-5.5
Dette publique brute (en % du PIB)	44.2	46.0	47.8	61.4	63.5	65.5
Balance des opérations courantes (en % du PIB)	0.7	-0.3	-0.2	-3.7	-3.6	-3.3
Prix de l'immobilier (définition Eurostat) (variation annuelle moyenne en %, nombre total de logements)	10.4	7.7	4.5	12.4	7.5	5.0

	Hongrie			Bulgarie		
	2025	2026	2027	2025	2026	2027
Croissance du PIB réel (variation annuelle moyenne, calculé à partir de chiffres trimestriels, en %)	0.4	1.8	2.4	3.2	2.6	2.4
Inflation (variation annuelle moyenne, en %, IPC harmonisé)	4.4	2.2	3.3	3.5	5.0	3.8
Taux de chômage (définition Eurostat) (fin de l'année, en % de la population active)	4.5	4.5	4.1	3.1	3.8	4.0
Solde budgétaire du gouvernement (en % du PIB)	-4.7	-7.2	-5.5	-3.5	-5.7	-3.8
Dette publique brute (en % du PIB)	74.6	77.3	76.9	29.9	30.1	33.6
Balance des opérations courantes (en % du PIB)	1.9	0.0	0.5	-5.4	-6.3	-5.8
Prix de l'immobilier (définition Eurostat) (variation annuelle moyenne en %, nombre total de logements)	18.3	9.0	5.0	14.6	7.9	4.5

Perspectives des marchés stratégiques – Belgique

Comptes nationaux (croissance réelle en %)	2025	2026	2027
Consommation privée	1.7	1.1	0.6
Consommation publique	1.6	1.0	0.5
Investissements en capital fixe	0.1	0.4	0.6
Investissements des entreprises	2.3	1.3	0.7
Investissements publics	1.0	-2.6	-1.8
Investissements en construction	-8.2	-0.8	1.6
La demande intérieure finale (hors variation des stocks)	1.3	0.9	0.5
Variation des stocks (contribution à la croissance)	0.1	-0.9	0.1
Exportations de biens et de services	-0.3	3.6	2.4
Importations de biens et de services	0.1	2.9	2.1
Produit intérieur brut (PIB), calculé à partir de chiffres trimestriels	1.0	0.6	0.9
Revenu disponible des ménages	1.7	-0.3	1.1
Taux d'épargne brut des ménages (en % des revenus disponibles)	12.8	11.7	12.1

Indicateurs d'équilibre	2025	2026	2027
Inflation (hausse annuelle moyenne, en %)			
Prix à la consommation	3.0	3.7	2.4
Indice santé	2.6	3.2	2.7
Marché du travail			
Emploi intérieur (variation en cours d'année, en '000)	15.0	10.1	25.0
Taux de chômage (fin d'année, définition Eurostat)	6.4	6.5	6.3
Finances publiques (en % du PIB, avec les politiques actuelles)			
Solde de financement	-5.2	-5.5	-5.4
Dette publique	107.9	110.1	112.7
Compte courant (en % du PIB)	-1.9	-2.5	-1.8
Prix des maisons (variation au cours de l'année, logements existants et nouveaux, en %)	3.2	2.1	3.0

Contact

KBC Group Economics and Markets (GEM)

Economic Research (KBC)	Market Research (KBC)	CSOB - Prague	CSOB Slovakia	UBB Bulgaria
Pelin Ilbas	Mathias Van der Jeugt	Jan Bureš	Marek Gábriš	Emil Kalchev
Group Chief Economist	Head of Market Research	Chief Economist	Analyst	Chief Economist
pelin.ilbas@kbc.be	mathias.vanderjeugt@kbc.be	jabures@csob.cz	mgabris@csob.sk	Emil.Kalchev@ubb.bg
Dieter Guffens	Peter Wuyts	Martin Kupka		
Senior Economist	FX Analyst	Senior Economist		
dieter.guffens@kbc.be	peter.wuyts@kbc.be	mkupka@csob.cz		
K&H Bank Hungary				
Johan Van Gompel	Mathias Janssens	Jan Cermák	Dávid Németh	
Senior Economist	Analyst	Senior Economist	Chief Economist	
johan.vangompel@kbc.be	mathias.janssens@kbc.be	jcermak@csob.cz	david2.nemeth@kh.hu	
Lieven Noppe		Irena Procházková		
Senior Economist		Analyst		
lieven.noppe@kbc.be		iprochazkova@csob.cz		
CBC Banque				
Cora Vandamme		Wouter Beeckman	Bernard Keppenne	
Senior Economist		Senior Economist	Chief Economist CBC	
cora.vandamme@kbc.be		wbeeckman@csob.cz	bernard.keppenne@cbc.be	
Allison Mandra		Dominik Rusinko		
Senior Economist		Senior Economist		
allison.mandra@kbc.be		drusinko@csob.cz		
Laurent Convent		Mateusz Matloch		
Economist		Economist		
laurent.convent@kbc.be		mmatloch@csob.cz		
Sam Devinck				
Economist				
sam.devinck@kbc.be				
For general information:				
KBC.Economic.Research@kbc.be				

Notre site web www.kbceconomics.com vous tient au courant de toutes les analyses et prévisions des économistes de KBC.



Contact: kbc.economic.research@kbc.be KBC Global Services SA, Havenlaan 2, B-1080 Brussels, Belgium

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

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

Cette publication a été réalisée par les économistes du KBC Global Services SA. Ni la mesure dans laquelle les scénarios, les risques et les pronostics présentés reflètent les prévisions du marché, ni la mesure dans laquelle ils seront corroborés par la réalité ne peuvent être 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 Global Services SA, KBC et CBC Banque SA ne peut être tenu responsable de leur exactitude ou de leur exhaustivité. Tous les cours historiques, statistiques et graphiques sont d'actualité jusqu'au 18 septembre 2026, sauf stipulation contraire. Les opinions et stratégies décrites sont telles qu'en vigueur le 18 septembre 2026.