Perspectives Économiques



novembre 2026

À la une

- Alors que les tensions au Moyen-Orient s'atténuent dans le sillage des élections de mi-mandat américaines, les prix de l'énergie ont reculé ces dernières semaines. Le prix du pétrole est passé de 117 USD le baril à 93 USD le baril (au 16 novembre), l'offre mondiale de pétrole étant redevenue excédentaire en octobre. Les prix européens du gaz naturel ont reculé de 105 EUR par MWh à la fin octobre à 85 EUR par MWh, malgré des conditions météorologiques défavorables en novembre.

- L'inflation dans la zone euro a atteint 4,0 % en octobre, contre 3,8 % en septembre. L'énergie a une nouvelle fois été le principal moteur de cette accélération, même si l'inflation alimentaire s'est également renforcée. L'inflation sous-jacente a légèrement progressé, tant pour les biens que pour les services. Dans l'ensemble, le risque d'effets de second tour sur l'inflation demeure limité, le marché du travail de la zone euro montrant des signes d'affaiblissement. Compte tenu du récent recul des prix de l'énergie, nous abaissons nos prévisions d'inflation pour la zone euro de 0,1 point de pourcentage pour 2026 et 2027, à respectivement 3,0 % et 2,2 %.

- Aux États-Unis, l'inflation a de nouveau accéléré, passant de 3,7 % en septembre à une estimation de 3,95 % en octobre, tandis que l'inflation sous-jacente est passée de 2,6 % à 2,8 %. La hausse des prix a concerné l'ensemble des principales composantes. Les indicateurs avancés, tels que les enquêtes auprès des entreprises et les données sur les salaires, suggèrent que les tensions inflationnistes resteront élevées dans les mois à venir. Malgré le récent recul des prix du pétrole, nous maintenons notre prévision d'une inflation de 3,5 % en 2026 et de 2,8 % en 2027.

- L'économie de la zone euro a dépassé les attentes au troisième trimestre avec une croissance de 0,4 % par rapport au trimestre précédent, et de 0,2 % hors Irlande. La résilience de la demande intérieure a probablement été le principal moteur de cette performance. Le recul des indicateurs de confiance, particulièrement en France, ainsi que la faiblesse des ventes au détail, laissent toutefois entrevoir un ralentissement de la croissance au quatrième trimestre. Néanmoins, nous relevons notre prévision de croissance pour 2026 de 0,9 % à 1,1 %, et celle pour 2027 de 0,8 % à 0,9 %.

- L'économie américaine a également surpassé les attentes au troisième trimestre, avec une croissance annualisée de 3,4 % par rapport au trimestre précédent. La consommation, l'investissement des entreprises, l'accumulation des stocks et les dépenses publiques ont fortement contribué à cette performance, tandis que les exportations nettes ont une nouvelle fois pesé sur la croissance. Les indicateurs de confiance et les données du marché du travail pointent vers un nouveau trimestre solide au quatrième trimestre. Nous relevons donc nos prévisions de croissance pour 2026 et 2027 de 0,2 point de pourcentage, à respectivement 2,4 % et 2,3 %.

- Les perspectives de l'économie chinoise restent globalement inchangées par rapport au mois précédent. Le contraste entre la faiblesse de la demande intérieure et le dynamisme du secteur exportateur demeure sa caractéristique dominante. Compte tenu du récent recul des prix à terme de l'énergie et d'une inflation globale modérée en octobre, nous avons révisé à la baisse nos prévisions d'inflation annuelle : de 1,1 % à 1,0 % pour 2026 et de 1,1 % à 0,8 % pour 2027.

- Comme attendu, la Réserve fédérale américaine (Fed) et la Banque centrale européenne (BCE) ont maintenu leurs taux directeurs inchangés le mois dernier. Toutefois, face à des pressions inflationnistes toujours élevées, nous nous attendons à ce que les deux banques centrales relèvent leurs taux en décembre. Nous anticipons également une nouvelle hausse des taux directeurs au premier trimestre 2027. Les risques entourant ce scénario restent orientés à la hausse.

• Contexte international

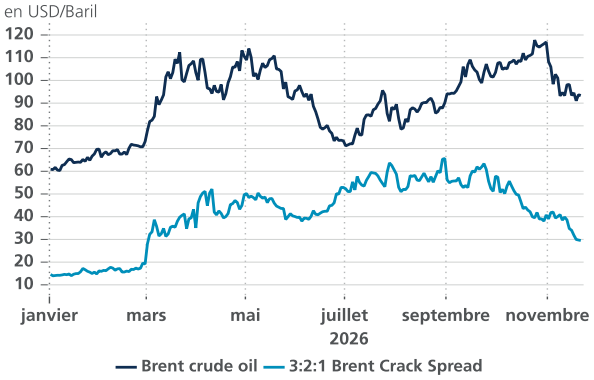
Recul des prix de l'énergie

Les prix mondiaux de l'énergie se sont détendus au cours des dernières semaines. Cela a été particulièrement visible sur le marché pétrolier, où le prix du baril est passé de 117 USD à 93 USD (au lundi 16 novembre). Le facteur immédiat de ce recul a été le résultat des élections de mi-mandat américaines, largement interprété comme un désaveu de la guerre menée par le président Trump contre l'Iran. Le lendemain du scrutin, les prix du pétrole ont chuté de 7 %. Dans la foulée, le président Trump a déclaré aux journalistes qu'il était très peu probable qu'il ordonne de nouvelles frappes majeures contre l'Iran et a affirmé que, sur le plan militaire, « la guerre est pratiquement terminée ». Il a également indiqué que les discussions avec l'Iran se déroulaient « très bien ».

Par ailleurs, l'offre pétrolière est en augmentation. Dans son rapport d'octobre, l'Agence internationale de l'énergie a indiqué que, pour la première fois depuis le début du conflit, le marché pétrolier mondial était redevenu excédentaire. L'offre mondiale de pétrole a progressé de 2,3 millions de barils par jour en octobre, grâce au redressement de la production dans les pays du Golfe. Malgré la poursuite du conflit, les exportations du Golfe (hors Oman) ont atteint 18,4 millions de barils par jour en octobre, soit seulement 26 % en dessous de leur niveau d'avant-guerre. En outre, les pertes enregistrées dans le Golfe ont été largement compensées par une hausse de la production sur le continent américain. Grâce à cette augmentation de l'offre, les stocks mondiaux observés de pétrole ont progressé de 52 millions de barils le mois dernier. Ils demeurent toutefois inférieurs de 462 millions de barils à leur niveau d'avant le déclenchement du conflit. Parallèlement à la baisse des prix du pétrole, les marges de raffinage (les « crack spreads ») ont également reculé (voir figure 1). Cette évolution pourrait exercer une pression baissière supplémentaire sur les prix des produits pétroliers raffinés.

Les prix européens du gaz naturel ont eux aussi reculé récemment. Ils sont passés de 105 EUR par MWh à la fin octobre à 85 EUR par MWh (au lundi 16 novembre), à mesure que la prime de risque géopolitique diminuait. L'approvisionnement en GNL provenant du Golfe s'est redressé en octobre, mais restait encore inférieur d'environ 5 milliards de mètres cubes à son niveau de l'année précédente. En dehors du Golfe, les capacités d'exportation de GNL continuent de progresser. Aux

Figure 1 - Prix du pétrole



Source: KBC Economics d'après Macrobond

États-Unis en particulier, les exportations de GNL ont augmenté de 19 % en glissement annuel au troisième trimestre. Cela étant, les conditions météorologiques de novembre sont défavorables, avec des températures basses et peu de vent. Cette situation a entraîné des prélèvements plus importants qu'à l'accoutumée dans les réserves européennes de gaz, dont le niveau est historiquement faible pour cette période de l'année, à 71 % de leur capacité totale. Dès lors, les risques pesant sur les prix du gaz naturel demeurent orientés à la hausse.

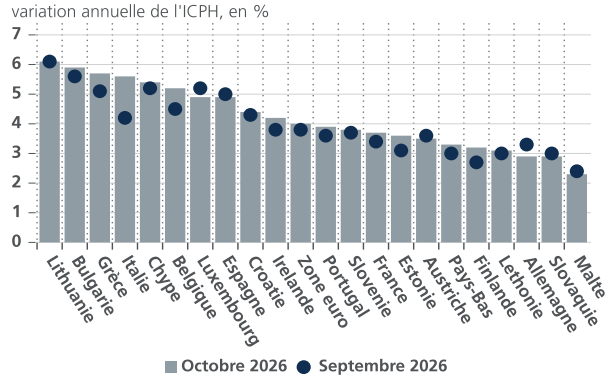
L'inflation dans la zone euro atteint 4,0 %

L'inflation dans la zone euro a progressé de 0,2 point de pourcentage pour atteindre 4,0 %, soit le double de l'objectif de 2 % fixé par la BCE et un niveau supérieur à 4 % pour la première fois depuis trois ans. L'inflation énergétique, en hausse de 2 points de pourcentage à 21,0 %, a une nouvelle fois été le principal moteur de l'accélération de l'inflation globale, principalement sous l'effet de la hausse des prix de l'électricité et du gaz. L'Italie, la Belgique et la France ont notamment enregistré de fortes augmentations des prix du gaz et de l'électricité, faisant de ces pays les principaux contributeurs à la hausse de l'inflation énergétique dans la zone euro. Les tensions inflationnistes ne se sont toutefois pas limitées à l'énergie, puisque toutes les autres grandes composantes de l'IPCH ont également progressé. L'inflation alimentaire (y compris l'alcool et le tabac), qui avait surpris par sa faiblesse durant les mois d'été, est remontée à 1,5 % (+0,2 point de pourcentage). Pour les biens industriels hors énergie comme pour les services, l'inflation n'a augmenté que marginalement, de 0,1 point de pourcentage, à respectivement 1,2 % et 3,3 %. Dès lors, l'inflation sous-jacente, qui exclut l'énergie, l'alimentation, l'alcool et le tabac, a légèrement augmenté à 2,6 %.

Au niveau des pays, la principale surprise haussière provient de l'Italie, où l'inflation a bondi de 1,4 point de pourcentage pour atteindre 5,6 %, tandis que l'Allemagne a enregistré le recul le plus marqué (-0,4 point de pourcentage à 2,9 %) (voir figure 2). Comme évoqué précédemment, la surprise italienne s'explique essentiellement par la forte hausse des prix de l'électricité. En Allemagne, le ralentissement de l'inflation a été favorisé par une réduction temporaire des taxes sur les carburants entrée en vigueur le 1er octobre et prévue jusqu'à la fin de l'année. Le pays a également enregistré une baisse de l'inflation des biens sous-jacents, sans facteur explicatif clairement identifié. Au total, l'inflation a accéléré dans

Figure 2 - Inflation dans les pays de la zone euro

variation annuelle de l'ICPH, en %



Source: KBC Economics d'après Eurostat

quatorze des vingt-et-un États membres de la zone euro, a ralenti dans six pays et est restée stable dans un pays.

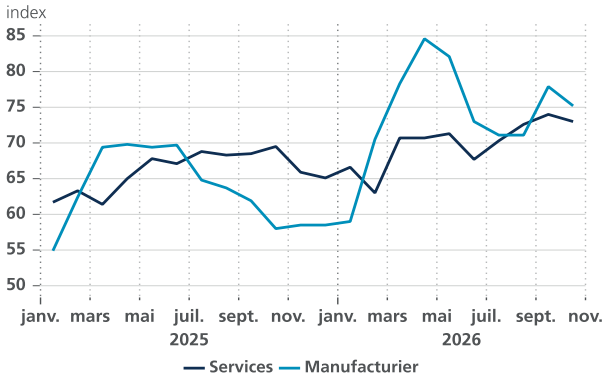
Compte tenu du ralentissement du marché du travail dans la zone euro, le risque d'effets de second tour demeure limité. Le taux de chômage est passé de 6,3 % en janvier à 6,5 % en septembre, tandis que les indices PMI suggèrent une poursuite de l'affaiblissement du marché de l'emploi dans les mois à venir. Dans ce contexte, la transmission des prix élevés de l'énergie aux salaires devrait être nettement plus faible qu'entre 2021 et 2023, période durant laquelle le marché du travail post-Covid était particulièrement tendu et où la forte inflation avait entraîné des hausses salariales importantes. Par ailleurs, les marchés à terme de l'énergie signalent désormais une inflation énergétique plus faible qu'anticipé précédemment. En conséquence, nous avons légèrement revu à la baisse nos prévisions d'inflation moyenne annuelle mesurée par l'IPCH dans la zone euro. Nous tablons désormais sur une inflation de 3,0 % en 2026 et de 2,2 % en 2027.

L'inflation américaine reste trop élevée

Les pressions inflationnistes demeurent importantes aux États-Unis. L'inflation globale a progressé de 0,35 % en rythme mensuel en octobre. En raison de l'absence de données officielles pour octobre 2025, conséquence du blocage administratif fédéral (« shutdown »), aucun chiffre officiel en glissement annuel n'est disponible. Sur la base d'une estimation par interpolation, nous évaluons néanmoins l'inflation à 3,95 % sur un an en octobre, contre 3,7 % en septembre.

Les composantes non sous-jacentes ont une nouvelle

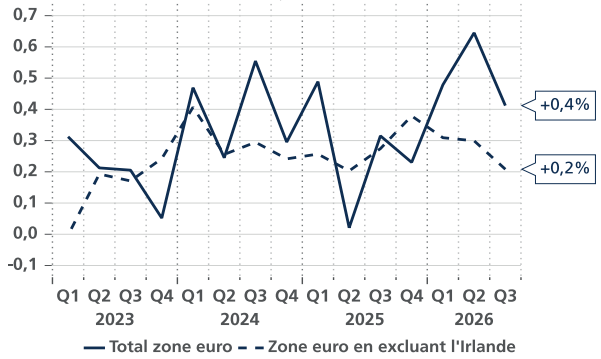
Figure 3 - ISM composant prix



Source: KBC Economics d'après ISM

Figure 4 - Croissance du PIB réel dans la zone euro

variation trimestrelle non annualisée, en %



Source: KBC Economics d'après NBB, Eurostat

fois joué un rôle important dans cette accélération. Contrairement aux mois précédents, les prix alimentaires ont fortement augmenté en octobre. Les prix de l'énergie ont quant à eux progressé de 0,8 % sur le mois. Cette hausse pourrait toutefois être temporaire, les prix de l'essence ayant récemment reculé.

L'inflation sous-jacente a également accéléré, passant d'environ 2,6 % à 2,8 % en rythme annuel. Sur une base mensuelle, elle a augmenté de 0,3 %, pour le troisième mois consécutif. Toutes les principales composantes de l'inflation sous-jacente ont affiché une progression soutenue.

L'inflation des biens sous-jacents a augmenté de 0,2 % sur le mois, mais ce chiffre a été artificiellement modéré par une forte baisse de la catégorie particulièrement volatile des voitures et camions d'occasion. En excluant cette composante, l'inflation des biens atteint 0,45 %. À noter également, les prix des produits pharmaceutiques ont progressé de 0,5 %, une première hausse depuis décembre. Plus préoccupant encore, les composantes liées aux prix dans les enquêtes de conjoncture ainsi que les prix à la production des biens sous-jacents continuent de signaler des tensions inflationnistes persistantes pour les prochains mois (voir figure 3).

Conformément aux indicateurs avancés, les coûts du logement (« shelter ») ont augmenté de 0,3 % en octobre. Plus inquiétante encore est l'évolution des services hors logement, dont les prix ont progressé de 0,4 %. Les services audiovisuels ainsi que les services de transport ont enregistré des hausses particulièrement marquées.

Pour les mois à venir, l'accélération des salaires constitue un facteur de risque important pour l'inflation des services. Les salaires horaires moyens ont augmenté de 1 % au cours des trois derniers mois. Toutefois, la productivité s'est également renforcée au troisième trimestre, ce qui permet jusqu'à présent de contenir les coûts salariaux unitaires.

Nous maintenons notre prévision d'inflation à 3,5 % pour 2026 et à 2,8 % pour 2027. La composition de cette inflation évolue néanmoins : nous anticipons désormais une inflation sous-jacente plus élevée, à la lumière des dernières données sur les prix à la consommation, tandis que l'inflation liée à l'énergie devrait être plus faible en raison du récent recul des cours du pétrole.

Une croissance robuste dans la zone euro malgré les vents contraires

Selon l'estimation préliminaire publiée pour le troisième trimestre 2026, le PIB réel de la zone euro a progressé de 0,4 % par rapport au trimestre précédent. Ce chiffre marque un ralentissement par rapport à la croissance de 0,6 % enregistrée au deuxième trimestre, mais il reste néanmoins deux fois supérieur à nos attentes. Cette performance d'ensemble surestime toutefois quelque peu la vigueur sous-jacente de l'économie de la zone euro, l'Irlande ayant une nouvelle fois apporté une contribution disproportionnée. Le PIB irlandais a progressé de 5,5 %, ajoutant à lui seul 0,2 point de pourcentage à la croissance totale de la zone euro. Hors Irlande, la croissance trimestrielle de la zone euro s'est limitée à 0,2 % au troisième trimestre, après des progressions de 0,3 % aux premier et deuxième trimestres (voir figure 4). Comme lors des trimestres précédents, les écarts entre États membres demeurent importants.

Parmi les grandes économies, l'Espagne (+0,6 %) a une nouvelle fois enregistré la croissance la plus forte, devant l'Allemagne (+0,2 %). À l'inverse, l'Italie (0,0 %) et la France (-0,1 %) ont déçu. En dehors de l'Irlande et de l'Espagne, les Pays-Bas et l'Estonie ont également affiché une croissance soutenue (+0,6 % chacune). À l'autre extrémité du classement, la Lituanie (-1,0 %) a enregistré la plus forte contraction d'activité de la zone euro, après toutefois un solide deuxième trimestre.

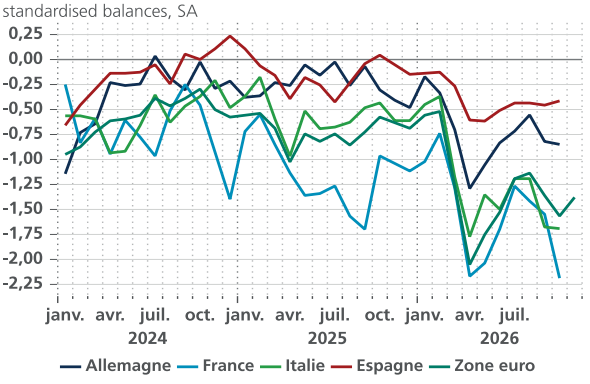
La publication préliminaire ne fournit pas encore une ventilation détaillée des composantes du PIB pour l'ensemble de la zone euro. Néanmoins, les statistiques nationales et les commentaires des instituts économiques mettent en évidence deux tendances : d'une part, une demande intérieure qui reste résiliente et, d'autre part, une modération de la croissance des exportations. Malgré les incertitudes géopolitiques persistantes et la hausse des prix de l'énergie qui en découle, l'économie de la zone euro a jusqu'à présent fait preuve d'une résistance remarquable. Des inquiétudes émergent toutefois quant à l'impact des prochains mois. L'affaiblissement de la confiance, l'érosion du pouvoir d'achat liée à la crise énergétique et l'effet restrictif des taux d'intérêt élevés pourraient progressivement peser sur l'activité. Les indicateurs de confiance publiés en octobre montrent d'ailleurs une détérioration généralisée, tant du PMI que de l'indicateur de sentiment économique (ESI). La baisse la plus marquée concerne la confiance des consommateurs, tombée à son plus bas niveau depuis cinq mois, traduisant une prudence croissante des ménages. La France explique une large part de ce recul, les importantes manifestations et les tensions politiques ayant vraisemblablement joué un rôle déterminant (voir figure 5). En cohérence avec cette dégradation du moral des ménages, les ventes au détail dans la zone euro ont reculé de 1,7 % en septembre par rapport au mois précédent.

Parallèlement, la reprise de l'industrie manufacturière allemande se poursuit. L'indice Ifo du climat des affaires dans le secteur a encore progressé en octobre, avec une amélioration particulièrement marquée de la composante des anticipations (voir figure 6). L'une des principales explications réside probablement dans l'affaiblissement de l'euro, qui améliore la compétitivité des produits allemands. Les commandes industrielles ont augmenté de 4,4 % en septembre par rapport à août, compensant partiellement le recul observé le mois précédent. Les commandes sous-jacentes, hors grands contrats particulièrement volatils souvent liés aux dépenses publiques en matière de défense et d'infrastructures, ont progressé de plus de 5 %. Si le pire semble désormais passé pour l'industrie allemande, les écarts entre secteurs restent importants. L'industrie automobile continue de souffrir, tandis que les secteurs de la défense, de la santé et des technologies liées à l'intelligence artificielle demeurent particulièrement dynamiques.

À l'approche du dernier trimestre de 2026, nous estimons toutefois que l'économie de la zone euro ne pourra probablement pas maintenir le rythme de croissance observé jusqu'à présent. Les premiers signes d'un ralentissement de la consommation suggèrent que les ménages ressentent davantage les effets de la hausse des prix de l'énergie sur leur pouvoir d'achat. Par ailleurs, les rendements élevés des obligations souveraines compliqueront les efforts de consolidation budgétaire dans de nombreux pays européens, tout en freinant l'investissement et en encourageant l'épargne, ce qui

Figure 5 - Confiance des consommateurs

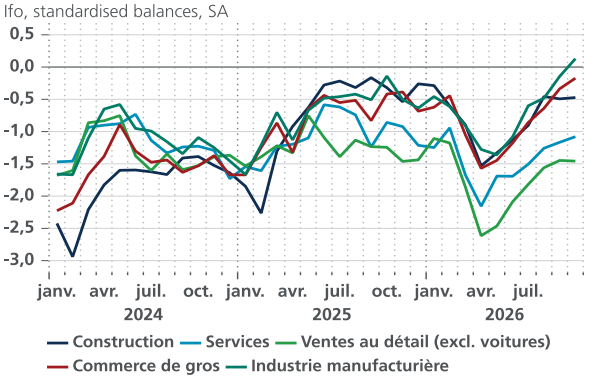
standardised balances, SA



Source: KBC Economics d'après DG ECFIN

Figure 6 - Attentes pour les 6 prochains mois en Allemagne

Ifo, standardised balances, SA



Source: KBC Economics d'après Ifo

devrait peser sur la croissance. Dans ce contexte, nous anticipons une progression plus modérée du PIB de la zone euro, de l'ordre de 0,1 % au quatrième trimestre. Si notre profil de croissance trimestrielle entre fin 2026 et fin 2027 reste inchangé, la meilleure performance qu'attendu au troisième trimestre entraîne mécaniquement une révision à la hausse de nos prévisions annuelles. Nous prévoyons désormais une croissance économique de la zone euro de 1,1 % en 2026 et de 0,9 % en 2027.

L'économie américaine accélère au troisième trimestre

L'économie américaine a enregistré une croissance annualisée de 3,4 % au troisième trimestre, contre 2,2 % au deuxième trimestre (voir figure 7). La consommation des ménages a une nouvelle fois constitué le principal moteur de cette performance, grâce notamment à une accélération des dépenses dans les services. Les investissements des entreprises hors logement ont apporté une contribution solide pour le troisième trimestre consécutif, soutenus en particulier par les dépenses en équipements de traitement de l'information liés à l'intelligence artificielle. Les stocks et les dépenses publiques ont également contribué positivement à la croissance, après avoir pesé négativement sur l'activité au deuxième trimestre. À l'inverse, le commerce extérieur a de nouveau freiné la croissance. Les exportations nettes ont apporté une contribution négative importante, principalement en raison d'une forte hausse des importations. Les investissements résidentiels ont également pesé sur l'activité, les taux hypothécaires restant élevés.

Nous anticipons une croissance toujours robuste au cours du trimestre en cours. Les investissements des entreprises devraient continuer à soutenir l'activité, l'expansion des centres de données se poursuivant à un rythme soutenu. La consommation des ménages devrait certes ralentir quelque peu, les ventes automobiles ayant diminué en octobre et l'effet positif des réductions d'impôts décidées par Donald Trump commençant à s'estomper. Néanmoins, les dépenses de consommation devraient rester à un niveau satisfaisant. Par ailleurs, les indicateurs de confiance des producteurs continuent de signaler une croissance dynamique.

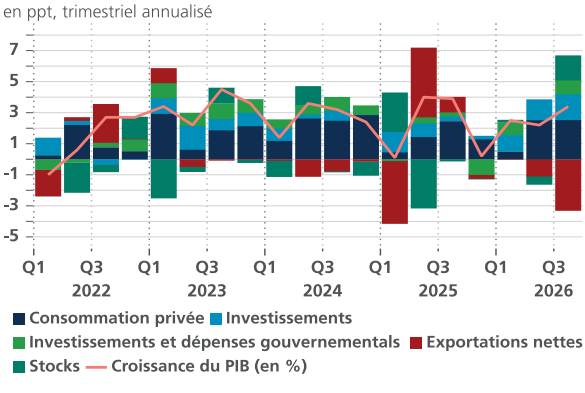
Le marché du travail demeure également en bonne santé. Quelque 165 000 emplois ont été créés le mois dernier. La moyenne sur trois mois atteint désormais 137 000 créations d'emplois, ce qui témoigne d'une dynamique toujours solide. En conséquence, le taux de chômage a légèrement reculé à 4,1 %, malgré une nouvelle progression du taux de participation à la population active.

La productivité du travail a également accéléré au troisième trimestre, particulièrement dans le secteur des services. Le principal point négatif des dernières statistiques concerne la forte augmentation du nombre de travailleurs à temps partiel pour des raisons économiques, signe que certaines entreprises restent prudentes. À plus long terme, les élections de mi-mandat n'ont pas fondamentalement modifié notre scénario de croissance pour 2027, mais elles ont changé la nature des risques entourant nos prévisions. Du côté des risques baissiers, un renforcement de la réglementation par les démocrates, notamment au niveau des États, pourrait ralentir le développement des centres de données liés à l'intelligence artificielle. À l'inverse, plusieurs risques se sont atténués : la probabilité d'une escalade américaine dans le conflit avec l'Iran ou dans la guerre commerciale menée par les États-Unis a diminué. Les menaces pesant sur l'indépendance de la Réserve fédérale et sur l'État de droit semblent également moins marquées.

Dans l'ensemble, nous avons relevé notre prévision de croissance pour le quatrième trimestre 2026 tout en maintenant inchangée la dynamique trimestrielle prévue pour 2027. Combinée à la meilleure performance qu'attendu au troisième trimestre, cette révision conduit à une hausse de 0,2 point de pourcentage de nos prévisions de croissance pour les deux prochaines années. Nous tablons désormais sur une croissance du PIB américain de 2,4 % en 2026 et de 2,3 % en 2027.

Figure 7 - Contributions à la croissance du PIB Réel US

en ppt, trimestriel annualisé



Source: KBC Economics d'après BEA

La croissance chinoise reste dépendante des exportations

Les perspectives de l'économie chinoise demeurent globalement inchangées par rapport au mois dernier. La principale caractéristique de l'économie reste un modèle de croissance déséquilibré, marqué par la faiblesse persistante de la demande intérieure et le dynamisme du secteur exportateur. Les données disponibles pour le quatrième trimestre envoient des signaux contrastés. Les enquêtes privées de conjoncture (indices PMI de S&P) se sont légèrement repliées en octobre, mais restent au-dessus du seuil de 50, indiquant une expansion de l'activité, avec un indice de 52,0 pour le secteur manufacturier et de 50,8 pour les services. À l'inverse, les enquêtes officielles publiées par la China Federation of Logistics & Purchasing (CFLP) signalent une contraction de l'activité. L'indice manufacturier est tombé à 49,3, tandis que celui du secteur non manufacturier a reculé à 49,7. Par ailleurs, les statistiques d'activité d'octobre illustrent le contraste entre l'industrie et la consommation. La production industrielle a progressé de 4,8 % sur un an, alors que les ventes au détail n'ont augmenté que de 0,4 %, confirmant la faiblesse persistante de la demande des ménages.

L'excédent commercial chinois continue de se creuser, suscitant les critiques de plusieurs partenaires commerciaux importants, notamment l'Union européenne. Il convient toutefois de souligner que les importations chinoises augmentent également fortement. Les achats de produits technologiques, de composants électroniques et de biens mécaniques connaissent une expansion rapide, portant la croissance totale des importations à 41,6 % sur un an en octobre. Cette hausse des importations reflète principalement les besoins du secteur manufacturier chinois à forte intensité technologique et de la machine exportatrice du pays, plutôt qu'un regain de la consommation finale des ménages. Du côté des consommateurs, plusieurs facteurs structurels continuent de freiner les dépenses. Le taux d'épargne élevé, la faiblesse du filet de sécurité sociale ainsi que la longue correction du marché immobilier pèsent toujours sur la confiance des ménages et, par conséquent, sur la consommation. Selon une récente étude de S&P, le marché immobilier chinois ne devrait toucher son point bas qu'au troisième trimestre 2028. Néanmoins, l'ampleur des baisses mensuelles de prix sur le marché primaire se réduit progressivement. Associée aux mesures gouvernementales visant à réduire les taux hypothécaires et à limiter l'offre, cette évolution pourrait permettre à certaines villes et régions de stabiliser plus rapidement leur marché immobilier. Même si les investissements dans la construction et l'immobilier ne retrouveront vraisemblablement pas les niveaux excessifs observés avant la correction, une stabilisation du secteur immobilier constitue une condition essentielle pour un redressement durable de la demande intérieure.

Dans l'immédiat, nous maintenons nos prévisions de croissance du PIB chinois à 4,6 % en 2026 et 4,3 % en 2027. Cette projection suppose également un impact limité des évolutions politiques américaines sur les relations économiques sino-américaines. Certes, les droits de douane imposés par les États-Unis, très impopulaires, ont contribué à la victoire démocrate lors des élections de mi-mandat. Toutefois, les préoccupations relatives au positionnement stratégique de la Chine et à la rivalité technologique avec les États-Unis font aujourd'hui l'objet d'un large consensus bipartisan. Notre scénario central reste donc celui d'une trêve commerciale prolongée, actuellement prévue jusqu'au 10 janvier 2027, au cours de laquelle les deux parties évitent toute nouvelle escalade majeure, même si des risques subsistent.

Sur le plan de l'inflation, les chiffres d'octobre ont surpris à la baisse. L'inflation globale s'est établie à 0,7 % sur un an, la faiblesse des prix alimentaires compensant la hausse des prix de l'énergie. Cette évolution est d'autant plus notable que les prix à la production continuent d'accélérer fortement, avec une progression de 5,7 % sur un an. Cependant, la faiblesse persistante de la demande domestique continue de limiter la transmission de ces hausses de coûts aux prix à la consommation. Compte tenu du recul récent des prix à terme de l'énergie et de l'inflation plus faible qu'attendu en octobre, nous avons revu à la baisse nos prévisions d'inflation moyenne annuelle. Nous tablons désormais sur une inflation de 1,0 % en 2026 (contre 1,1 % précédemment) et de 0,8 % en 2027 (contre 1,1 % auparavant).

Une pause, pas la fin du cycle de hausse des taux

La Banque centrale européenne (BCE) et la Réserve fédérale américaine (Fed) ont toutes deux maintenu leurs taux directeurs inchangés lors de leur réunion d'octobre, à respectivement 2,50 % et 3,875 %. Dans un contexte marqué par des risques géopolitiques toujours élevés et une forte volatilité des prix de l'énergie, les deux banques centrales ont préféré attendre des

données supplémentaires avant de prendre de nouvelles décisions. La BCE a notamment indiqué qu'il n'y avait pas de sentiment d'urgence à resserrer davantage sa politique monétaire en octobre et qu'elle pouvait donc se permettre d'adopter une attitude attentiste. Si les données publiées entre la réunion d'octobre et celle de décembre ne révèlent pas de surprise majeure en matière de ralentissement de l'inflation, une hausse de 25 points de base des taux directeurs par la BCE comme par la Fed en décembre apparaît pratiquement certaine.

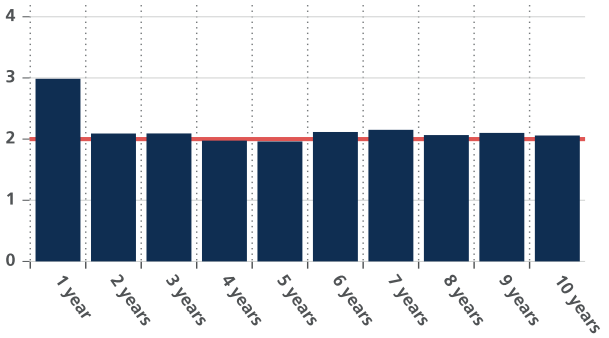
À l'issue de sa réunion d'octobre, la BCE a explicitement évoqué les risques d'effets de second tour sur les anticipations d'inflation dans la zone euro. D'une part, elle considère que la transmission de l'inflation observée vers les anticipations d'inflation n'est pas plus forte aujourd'hui qu'au moment où ont été élaborées ses projections de septembre. Autrement dit, elle ne perçoit pas encore de risque significatif d'emballement des effets de second tour (voir figure 8). D'autre part, la BCE reconnaît que ces risques pourraient s'accroître si le choc énergétique devait se révéler plus important ou plus durable que prévu.

Dans ce contexte, une hausse de 25 points de base du taux directeur de la BCE, à 2,75 %, lors de la réunion de décembre correspond à notre scénario central. Nous estimons également probable une ultime hausse supplémentaire de 25 points de base au cours du premier trimestre 2027, portant le taux directeur à 3,00 %. Ce calendrier présenterait également l'avantage de pouvoir s'appuyer sur les nouvelles projections macroéconomiques des économistes de la BCE. Nous confirmons également notre anticipation d'une hausse de 25 points de base du taux directeur de la Fed lors de sa réunion de décembre, qui porterait celui-ci à 4,125 %.

Pour rappel, la Fed poursuit un double mandat : assurer le plein emploi durable et maintenir la stabilité des prix. Or, le marché du travail américain demeure solide depuis plusieurs trimestres, avec des créations d'emplois robustes et un taux de chômage qui continue même de diminuer. La forte croissance du PIB au troisième trimestre ainsi que les investissements massifs liés à l'intelligence artificielle renforcent encore cette dynamique de demande. Dès lors, la Fed peut désormais concentrer pleinement son attention sur son second objectif, à savoir la maîtrise de l'inflation. Celle-ci, et plus particulièrement l'inflation sous-jacente mesurée par l'indice des dépenses

Figure 8 - Medium term inflation expectations

Période de 12 mois débutant dans le futur, sur la base des swaps d'inflation, en %



Source: KBC Economics d'après

de consommation personnelle (PCE), qui constitue l'indicateur privilégié de la banque centrale, reste obstinément supérieure à l'objectif de 2 %. Contrairement à la BCE, qui est principalement confrontée à un choc d'offre lié à l'énergie, la Fed fait face à un choc de demande positif plus classique, ce qui rend sa réponse monétaire relativement évidente.

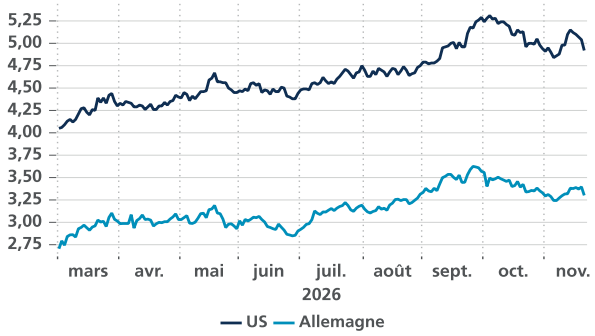
Les chiffres particulièrement robustes de l'inflation sous-jacente mesurée par l'indice CPI en octobre suggèrent d'ailleurs fortement que la hausse de décembre ne sera probablement pas la dernière. Nous anticipons ainsi une nouvelle augmentation de 25 points de base au premier trimestre 2027, portant le taux directeur à 4,375 %, ce qui constituerait alors le point culminant du cycle de resserrement monétaire. Une hausse plus agressive de 50 points de base dès décembre nous paraît en revanche peu probable. Une telle décision risquerait d'être interprétée par les marchés comme le signe que la Fed a pris du retard dans sa lutte contre l'inflation, ce qui pourrait fragiliser sa crédibilité. Or, cette crédibilité a jusqu'à présent permis d'ancrer solidement les anticipations d'inflation à moyen terme. Compte tenu de la persistance des facteurs soutenant la demande intérieure américaine, nous estimons enfin que la Fed devrait maintenir son taux directeur à 4,375 % pendant l'ensemble de l'année 2027.

Les taux de référence proches de leur point culminant du cycle

Au cours du mois écoulé, les rendements des obligations souveraines de référence aux États-Unis et en Allemagne ont globalement reculé (voir figure 9).

Figure 9 - Rendements nominaux des obligations d'État à 10 ans

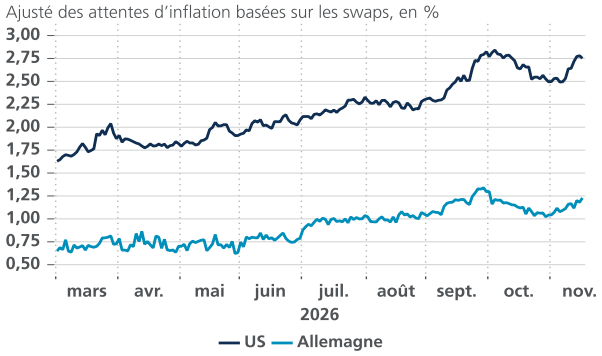
en %



Source: KBC Economics d'après U.S. Treasury, Macrobond

Figure 10 - Rendements réels des obligations d'État à 10 ans

Ajusté des attentes d'inflation basées sur les swaps, en %



Source: KBC Economics d'après U.S. Treasury, Macrobond

Cette évolution s'explique d'abord par la baisse des anticipations d'inflation intégrées dans les marchés financiers, conséquence directe du recul récent des prix de l'énergie. Toutefois, la diminution des taux obligataires nominaux a été plus importante que celle des anticipations d'inflation, ce qui s'est traduit par un recul des taux d'intérêt réels (voir figure 10). Cette baisse reflète notamment un mouvement de repli vers les obligations souveraines considérées comme des valeurs refuges, dans un contexte d'incertitude concernant le financement et l'encadrement réglementaire futur du secteur de l'intelligence artificielle après les élections américaines de mi-mandat. En Europe, cette dynamique a été amplifiée par des incertitudes politiques et budgétaires, ainsi que par des mouvements sociaux dans plusieurs pays de la zone euro. Néanmoins, cette aversion au risque s'est quelque peu atténuée ces derniers jours. Par ailleurs, la publication d'un chiffre d'inflation américaine plus élevé que prévu pour le mois d'octobre a provoqué une remontée brutale des rendements obligataires, tant nominaux que réels, aux États-Unis et en Allemagne. Cette hausse résulte principalement d'une révision des anticipations de marché, les investisseurs envisageant désormais une politique monétaire un peu plus restrictive de la part de la Réserve fédérale américaine et, dans une moindre mesure, de la Banque centrale européenne. Nous partageons cette réévaluation en ce qui concerne la Fed.

La volatilité des marchés obligataires demeure actuellement élevée. Malgré cela, nous estimons que les facteurs ayant entraîné la récente baisse des rendements nominaux devraient continuer à prédominer. Dans ce contexte, le rendement de l'obligation américaine à dix ans devrait s'approcher de 5 % à la fin de l'année 2026. Ce niveau devrait constituer le point haut du cycle. Par la suite, le rendement à dix ans devrait reculer très progressivement au cours de 2027 pour atteindre environ 4,85 % à la fin de l'année. En Allemagne, l'évolution devrait être différente. Les rendements à dix ans pourraient de nouveau atteindre un point bas au premier trimestre 2027 en raison d'un nouveau mouvement de recherche de valeurs refuges à l'approche de l'élection présidentielle française. En supposant que cette élection ainsi que les élections législatives qui suivront débouchent sur une issue jugée acceptable par les marchés financiers, cette demande accrue pour les actifs refuges devrait progressivement s'estomper au cours du second semestre 2027. Dès lors, le rendement de l'obligation allemande à dix ans pourrait remonter modérément pour atteindre environ 3,40 % à la fin de l'année 2027. En résumé, le scénario central reste celui d'une proximité du sommet du cycle obligataire, avec des taux longs américains qui devraient progressivement refluer après avoir atteint un pic proche de 5 %, tandis que les taux allemands resteraient davantage influencés par les risques politiques européens avant de se redresser modérément.

Les écarts de taux au sein de la zone euro n'ont probablement pas encore atteint leur maximum

Après leur forte hausse en octobre, les écarts de taux d'intérêt entre les obligations souveraines de la zone euro et le Bund allemand se sont stabilisés. Dans certains pays, ils ont même légèrement diminué. Une distinction nette apparaît toutefois entre les pays présentant un risque politique et budgétaire relativement élevé, comme la France et la Belgique, et ceux bénéficiant de fondamentaux économiques et politiques plus solides, tels que l'Espagne et le Portugal. Les investisseurs continuent ainsi à différencier davantage les émetteurs souverains selon leur profil de risque.

Nous maintenons notre scénario central selon lequel les écarts de taux souverains au sein de l'Union économique

et monétaire atteindront leur point culminant au premier trimestre 2027, à l'approche de l'élection présidentielle française. Cette évolution constituerait le pendant logique de la baisse anticipée des rendements allemands à dix ans à cette même période, les investisseurs privilégiant alors les actifs considérés comme les plus sûrs. À partir du second semestre 2027, nous estimons que ces écarts devraient progressivement se réduire à nouveau. Néanmoins, ils devraient rester, à la fin de l'année 2027, supérieurs aux niveaux observés avant la récente phase de tensions.

La principale question est de savoir à quel moment la Banque centrale européenne pourrait intervenir. Si l'élargissement des écarts de taux devait compromettre la bonne transmission de la politique monétaire ou provoquer des mouvements injustifiés et désordonnés sur un ou plusieurs marchés obligataires de la zone euro, il est probable que la BCE se verrait contrainte d'agir. L'instrument le plus susceptible d'être mobilisé dans un tel scénario est le Transmission Protection Instrument (TPI), créé précisément pour empêcher une fragmentation financière excessive au sein de la zone euro. Cet outil permet à la BCE d'intervenir de manière ciblée sur les marchés obligataires des États membres confrontés à des tensions jugées injustifiées. Toutefois, lors de sa dernière réunion de politique monétaire, la BCE a également rappelé explicitement que le recours au TPI est soumis à certaines conditions, notamment en matière de discipline et d'ajustement budgétaires. L'objectif est d'éviter que les autorités budgétaires nationales ne puissent compter trop facilement sur l'intervention de la banque centrale pour compenser des politiques publiques jugées insuffisamment rigoureuses. En d'autres termes, la BCE demeure prête à lutter contre une fragmentation excessive des marchés financiers, mais elle entend préserver une distinction claire entre ses responsabilités monétaires et celles des gouvernements nationaux en matière de finances publiques.

mais elle entend préserver une distinction claire entre ses responsabilités monétaires et celles des gouvernements nationaux en matière de finances publiques.

Belgique

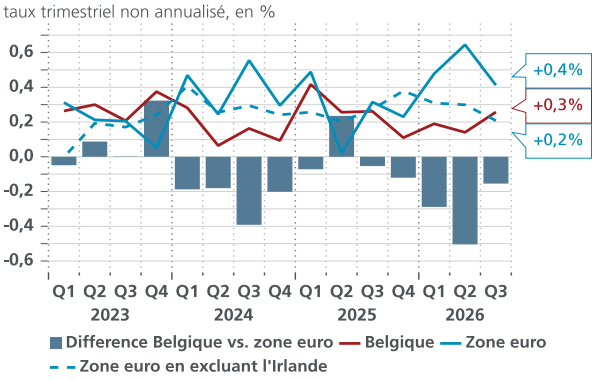
Selon l'estimation rapide publiée par l'Institut des Comptes nationaux (ICN), le PIB réel belge a progressé de 0,3 % au troisième trimestre 2026 par rapport au trimestre précédent. Ce résultat est supérieur à nos attentes, qui tablaient sur une croissance de 0,15 %. Il fait suite à une expansion du deuxième trimestre révisée à la hausse à 0,14 %, contre 0,03 % initialement annoncés. Cette révision résulte d'un travail plus large de l'ICN visant à améliorer la qualité des statistiques économiques. Si le profil général de la croissance trimestrielle passée a peu changé, les taux de croissance annuels pour 2024 et 2025 ont été revus à la baisse. La croissance réelle du PIB belge s'établit désormais à 0,9 % pour chacune de ces deux années, contre respectivement 1,1 % et 1,0 % dans les estimations précédentes. La croissance belge du troisième trimestre (+0,3 %) est légèrement inférieure à celle de l'ensemble de la zone euro (+0,4 %). Toutefois, lorsque l'on exclut l'Irlande, dont la croissance exceptionnellement élevée gonfle les chiffres agrégés, la croissance de la zone euro retombe à 0,2 %, soit un niveau inférieur à celui observé en Belgique (voir figure BE1). Par rapport à ses principaux voisins, la Belgique affiche une performance intermédiaire. Sa croissance a été supérieure à celle de la France (-0,1 %) et de l'Allemagne (+0,2 %), mais inférieure à celle des Pays-Bas (+0,6 %).

Les détails de la croissance par composante du PIB ne sont pas encore disponibles. Les résultats complets seront publiés le 30 novembre. À ce stade, deux facteurs semblent avoir dominé l'évolution de l'activité économique au troisième trimestre. D'une part, la variation des stocks a probablement apporté une contribution positive à la croissance après le fort déstockage observé au deuxième trimestre. D'autre part, la dynamique des exportations semble s'être modérée après la forte progression observée au premier semestre, ce qui aurait entraîné une contribution négative du commerce extérieur net à la croissance du PIB. L'estimation rapide fournit néanmoins des indications sectorielles. La valeur ajoutée en volume a continué de progresser dans les services (+0,4 %) ainsi que dans la construction (+0,2 %). L'industrie belge, en revanche, reste en difficulté. La valeur ajoutée industrielle a de nouveau reculé au troisième trimestre (-0,1 %), même si cette baisse est moins marquée que lors des trois trimestres précédents (voir figure BE2). Cette faiblesse est devenue structurelle. Sur les quinze derniers trimestres, la valeur ajoutée industrielle a diminué lors de neuf trimestres. En conséquence, au troisième trimestre 2026, le niveau de valeur ajoutée de l'industrie belge restait 4,3 % inférieur à celui observé à la fin de 2022. Cette évolution confirme la résilience de l'économie belge grâce à son important secteur des services, mais souligne également la persistance des difficultés rencontrées par l'industrie manufacturière, confrontée depuis plusieurs années à la hausse des coûts énergétiques, à l'affaiblissement de la demande extérieure et à une compétitivité sous pression.

Quelle résilience pour le consommateur belge ?

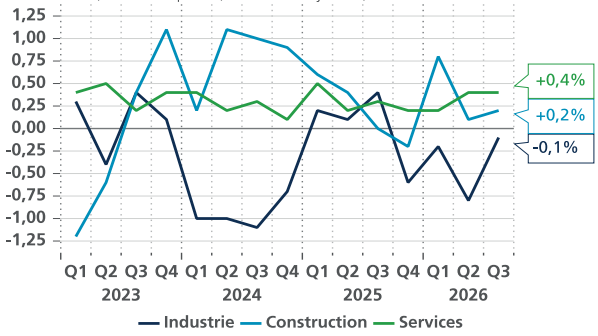
Les nouvelles enquêtes publiées depuis nos précédentes perspectives continuent d'envoyer des signaux contrastés. L'une des principales questions est de savoir si les ménages belges vont recommencer à renforcer leur épargne de précaution après la récente dégradation de l'indicateur de confiance des consommateurs de la

Figure BE1 - Croissance du PIB réel
taux trimestriel non annualisé, en %



Source: KBC Economics d'après NBB, Eurostat

Figure BE2 - Croissance trimestrielle dans trois secteurs en Belgique
value added, constant prices, calendar adjusted, SA



Source: KBC Economics d'après NBB

Banque nationale de Belgique (BNB). Au cours de l'année écoulée, le taux d'épargne brut des ménages belges a reculé de 14,2 % au troisième trimestre 2025 à 11,7 % au deuxième trimestre 2026 (les données du troisième trimestre n'étant pas encore disponibles). Ce niveau est désormais nettement inférieur à la moyenne de la zone euro, qui s'établit à 14,2 %. Dans notre scénario, nous supposons que cette baisse rapide du taux d'épargne touche à sa fin. Celui-ci pourrait même remonter légèrement au cours des prochains trimestres. Dans ce contexte, le regain de pessimisme des ménages, combiné à l'érosion du pouvoir d'achat et à la hausse des taux d'intérêt, devrait peser sur la croissance de la consommation privée.

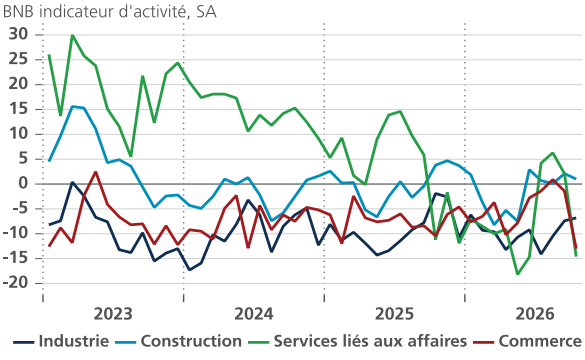
Au-delà des pressions inflationnistes, la modération des créations d'emplois et la réforme du système d'indemnisation du chômage constituent également des freins à la progression des revenus réels des ménages à court terme. Il est d'ailleurs frappant de constater que les anticipations d'emploi se sont fortement détériorées ces derniers mois, tant dans le secteur des services que dans celui du commerce (voir figure BE3). Par ailleurs, le taux de chômage harmonisé en Belgique est remonté de 5,9 % en août à 6,0 % en septembre, après plusieurs mois de recul. Cette évolution est en partie influencée par la réforme limitant la durée maximale des allocations de chômage.

Dans notre scénario, la croissance de l'emploi devrait rester faible en 2027, autour de 0,3 %, tandis que le taux de chômage poursuivrait sa progression graduelle pour atteindre 6,3 % vers la fin de l'année 2027. À l'inverse de la confiance des consommateurs, le baromètre de conjoncture de la BNB a continué de progresser en octobre, atteignant son niveau le plus élevé depuis le début de l'année 2026. Plus remarquable encore, le climat des affaires dans l'industrie manufacturière s'est amélioré pour le deuxième mois consécutif. Il reste toutefois prématuré d'en conclure que l'industrie belge est sortie de la zone de récession. D'autres indicateurs demeurent plus préoccupants. C'est notamment le cas du taux d'utilisation des capacités de production industrielles, qui poursuit son recul.

Selon l'enquête trimestrielle de la BNB, ce taux a diminué pour le quatrième trimestre consécutif au quatrième trimestre 2026 pour s'établir à 73,7 %, bien en dessous de sa moyenne historique, proche de 80 %, et également inférieure à la moyenne de la zone euro (78,6 %). Dans l'ensemble, nous avons légèrement revu à la baisse notre estimation de croissance du PIB belge pour le quatrième trimestre 2026, que nous situons désormais à 0,15 % en rythme trimestriel. Toutefois, grâce à la performance plus solide qu'attendu du troisième trimestre, notre prévision de croissance pour l'ensemble de l'année 2026 reste inchangée à 0,7 %. Notre prévision pour 2027 demeure également inchangée à 0,8 %.

Cette estimation apparaît un peu plus prudente que celle récemment publiée par le FMI, qui table sur une croissance de 1,1 % en 2027 (mise à jour du 13 octobre), mais elle coïncide parfaitement avec la dernière prévision de la Commission européenne, qui anticipe également une croissance de 0,8 % (mise à jour du 17 novembre). En résumé, l'économie belge continue de bénéficier de la résilience des services, mais les ménages deviennent plus prudents, le marché du travail montre des signes d'essoufflement et l'industrie reste structurellement fragile. Ces éléments expliquent pourquoi la croissance devrait rester positive mais relativement modeste au cours des prochains trimestres.

Figure BE3 - Perspectives d'emploi pour les 3 prochains mois



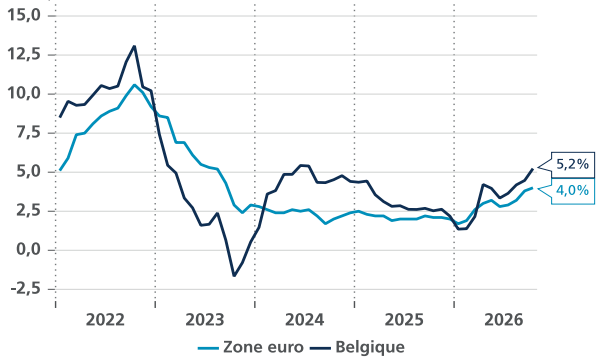
Source: KBC Economics d'après NBB

Des pressions inflationnistes toujours soutenues

Parallèlement, les prix élevés de l'énergie liés au conflit au Moyen-Orient continuent d'alimenter l'inflation en Belgique. L'inflation globale belge, mesurée par l'IPCH, a atteint un nouveau sommet en octobre, progressant de 0,7 point de pourcentage pour s'établir à 5,2 %. Cette accélération a été nettement plus rapide que celle observée dans l'ensemble de la zone euro, où l'inflation n'a augmenté que de 0,2 point de pourcentage au cours du même mois (voir figure BE4). Après l'Italie, la Belgique a ainsi enregistré la plus forte hausse de l'inflation parmi les pays de la zone euro en octobre. Comme le mois

Figure BE4 - Inflation globale

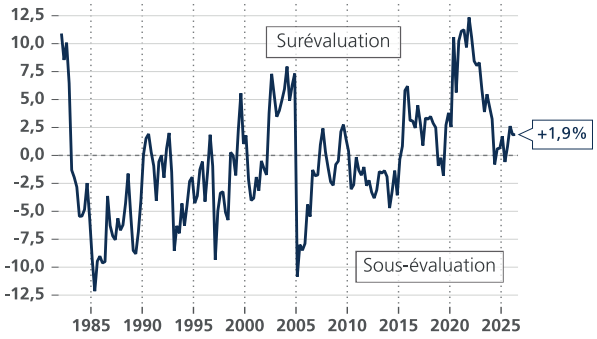
en %, ICPH



Source: KBC Economics d'après Eurostat, Statistics Belgium

Figure BE5 - Évaluation du marché immobilier belge

sous-évaluation ou surévaluation en %, selon le modèle KBC, dernier chiffre = T2 2026



Source: KBC Economics d'après

précédent, cette évolution s'explique principalement par la flambée des prix de l'énergie. L'inflation énergétique est passée de 30,6 % à 39,4 %, reflétant l'impact persistant des tensions géopolitiques sur les marchés énergétiques. Après avoir reculé en septembre, l'inflation sous-jacente, qui exclut les prix de l'énergie et de l'alimentation, est repartie légèrement à la hausse en octobre, passant de 2,6 % à 2,7 %. Cette progression est essentiellement imputable à l'accélération de l'inflation dans les services. Depuis un mois, la courbe des prix à terme du pétrole brut s'est toutefois orientée à la baisse. Compte tenu de cette évolution plus favorable des marchés énergétiques, nous avons légèrement revu à la baisse notre prévision d'inflation moyenne pour 2027, de 2,6 % à 2,5 %. En revanche, notre prévision pour 2026 reste inchangée à 3,7 %, les effets des hausses de prix passées continuant à se répercuter sur l'économie.

À la suite de la publication par l'Institut des Comptes nationaux (ICN) des données relatives au revenu disponible des ménages pour le deuxième trimestre, nous avons actualisé notre estimation de valorisation du marché immobilier belge. L'approche utilisée repose sur un modèle économétrique dans lequel les prix des logements sont expliqués par plusieurs variables fondamentales, notamment le revenu des ménages et les taux d'intérêt hypothécaires. La différence entre le prix effectivement observé sur le marché et la valeur d'équilibre estimée par le modèle sert ensuite de mesure du degré de surévaluation ou de sous-évaluation du marché immobilier. Selon cette méthodologie, le marché résidentiel belge présentait au deuxième trimestre 2026 une surévaluation modérée de 1,9 % (voir figure BE5). Il convient de noter que les estimations historiques ont été légèrement revues à la hausse à la suite d'une révision des données de revenus disponibles réalisée par l'ICN. Cette évaluation est globalement cohérente avec la dernière estimation publiée par la Banque centrale européenne, dont l'indicateur de valorisation du marché immobilier belge fait ressortir une légère sous-évaluation de 1,0 %.

Europe centrale et orientale

République tchèque : la croissance résiste tandis que la banque centrale resserre sa politique face aux risques inflationnistes

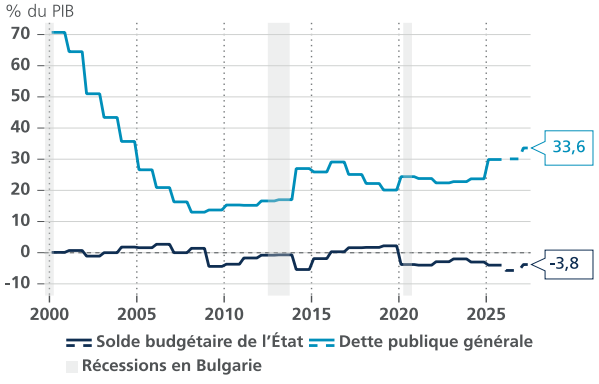
Selon l'estimation préliminaire, le PIB tchèque a progressé de 1,6 % sur un an au troisième trimestre, un chiffre très proche de notre prévision de croissance annuelle de 1,8 %. Même si les données détaillées ne sont pas encore disponibles, il ne fait guère de doute que cette expansion reste principalement soutenue par la consommation des ménages. La consommation privée bénéficie toujours de la solidité du marché du travail tchèque, caractérisé par un taux de chômage particulièrement faible de 3,1 % en septembre. Cette situation de quasi-plein emploi continue d'exercer des pressions haussières sur les salaires, ce qui constitue un risque inflationniste non négligeable. Les ventes au détail demeurent robustes, même si les dernières enquêtes de conjoncture montrent un léger recul de la confiance des consommateurs, qui s'établit à 104,3 points, les ménages se montrant un peu plus prudents quant à leur situation financière future.

Face à ces risques, la Banque nationale tchèque (CNB) a relevé en novembre son taux directeur à deux semaines de 25 points de base, le portant à 4,0 %. Cette décision peut sembler surprenante puisque l'inflation a légèrement ralenti en octobre, passant de 2,5 % à 2,4 % en glissement annuel. Cependant, les dernières prévisions macroéconomiques de la banque centrale suggèrent que cette hausse de taux vise avant tout à ancrer les anticipations d'inflation et à prévenir une nouvelle accélération des prix. Cette décision était largement anticipée par les marchés. Une forte remontée de l'inflation énergétique est en effet attendue au début de l'année 2027. Nous prévoyons notamment des hausses à deux chiffres des prix du gaz et de l'électricité. L'inflation alimentaire devrait également accélérer, en particulier pour les produits laitiers et la viande. L'évolution future de l'inflation dépendra toutefois avant tout de la trajectoire des prix du gaz naturel. Si ceux-ci poursuivent leur hausse, l'inflation moyenne pourrait atteindre 4 % en 2027, ce qui conduirait vraisemblablement la CNB à poursuivre le resserrement de sa politique monétaire. Dans notre scénario central, nous retenons néanmoins une inflation moyenne de 3,6 % en 2027. Sur le plan de l'activité, nous anticipons une légère accélération de la croissance économique l'an prochain. Après une progression estimée à 1,8 % en 2026, le PIB tchèque devrait croître de 2,2 % en 2027.

Hongrie : la consolidation budgétaire soutient les ambitions d'adoption de l'euro

La Hongrie a abordé l'automne avec un ensemble de données macroéconomiques contrastées. La croissance du PIB au troisième trimestre a déçu, s'établissant à 1,5 % en glissement annuel. L'activité a été freinée par l'agriculture en raison de la sécheresse estivale, tandis que l'industrie et la consommation des ménages ont apporté un soutien à la croissance. Une légère amélioration est attendue au quatrième trimestre, ce qui porterait la croissance annuelle à environ 1,7 %. Notre prévision de croissance réelle pour 2027 se situe légèrement en dessous de l'objectif gouvernemental de 2,4 %, à un niveau plus réaliste de 2,2 %. Les comptes extérieurs demeurent un point fort de l'économie hongroise, avec un compte courant excédentaire et une position nette de

Figure CEE1 - Solde budgétaire de l'État vs dette



Source: KBC Economics d'après Macrobond

Figure CEE2 - Slovaquie, confiance des consommateurs



Source: KBC Economics d'après SUSR

prêteur favorable.

L'inflation est restée faible selon les standards historiques, à 2,0 % en glissement annuel en octobre, même si les prix ont augmenté de 0,4 % sur un mois, principalement sous l'effet des coûts des carburants. Plus important encore, l'inflation des services est restée persistante à 5,2 % en glissement annuel. Associée aux accords salariaux prévus pour 2027, cette situation appelle à la prudence. Sur le plan de la politique monétaire, la Banque nationale de Hongrie (MNB) a maintenu son taux directeur à 5,5 %. Malgré une inflation globale proche de l'objectif, la persistance de l'inflation des services et les incertitudes extérieures, en particulier les prix élevés de l'énergie au niveau mondial, justifient une attitude d'attente. Nous ne prévoyons pas de nouvelle baisse des taux cette année, même si un assouplissement pourrait reprendre en 2027 si les conditions s'améliorent, ce qui pourrait ramener le taux directeur à 5,0 % d'ici la fin de l'année.

Sur le plan budgétaire, le budget 2027 récemment présenté par le Premier ministre Magyar vise une consolidation significative des finances publiques, avec pour objectif de réduire le déficit public de 7,5 % du PIB estimé en 2026 à 4,9 % en 2027. Pour atteindre cet objectif, des mesures budgétaires importantes devront être mises en œuvre, notamment une réduction des dépenses de 1 500 milliards de forints, la suppression progressive des mesures de dépenses adoptées avant les élections et l'introduction de nouvelles taxes sur le patrimoine des entreprises. Loin de peser sur le sentiment des investisseurs, cet engagement fort en faveur de la discipline budgétaire a été bien accueilli par les marchés internationaux. Les investisseurs ont réagi positivement à la crédibilité du programme de consolidation ainsi qu'à la feuille de route présentée pour l'adoption future de l'euro. Cela a renforcé la confiance, fait baisser les rendements des obligations d'État hongroises et porté le forint à son plus haut niveau depuis quatre semaines face à l'euro.

Bulgarie : les risques s'accumulent, mais la croissance reste solide

Les incidents de sécurité en mer Noire occidentale se sont poursuivis à la fin du mois d'octobre, conduisant à des rapports du secteur faisant état d'une hausse des coûts d'assurance contre les risques de guerre et des tarifs de fret. Bien qu'il existe actuellement peu de preuves d'un recul significatif de l'activité dans les principaux ports bulgares, cette évolution constitue un risque haussier pour l'inflation via l'augmentation des coûts de transport, d'assurance et d'importation.

Le gouvernement a présenté le budget complet de l'État pour 2027 le 5 novembre, ouvrant ainsi la phase d'examen parlementaire avant un vote attendu en décembre. Ce budget confirme la préférence des autorités pour une consolidation budgétaire graduelle plutôt qu'agressive. La politique budgétaire devrait donc rester globalement favorable à la croissance en 2027, tout en laissant subsister des interrogations quant à la rapidité et à la crédibilité de la réduction du déficit dans le cadre de la procédure pour déficit excessif. Nous prévoyons que la dette publique passera de 30,1 % du PIB à 33,6 % en 2027, tandis que le déficit public s'améliorera de -5,7 % du PIB à -3,8 % (voir figure CEE1).

L'inflation bulgare mesurée par l'IPCH est passée de 5,7 % à 5,9 % en octobre, reflétant de fortes hausses de prix dans les catégories « habillement et chaussures », « loisirs, sport et culture » et « services d'éducation ». Les dernières données ne modifient pas nos prévisions d'inflation, avec une inflation moyenne attendue à 5,0 % en 2026 et à 3,8 % en 2027. La croissance économique se poursuit à un rythme soutenu, l'estimation rapide du troisième trimestre indiquant une progression du PIB de 0,6 % par rapport au trimestre précédent. Nous maintenons dès lors nos prévisions de croissance économique à 2,6 % pour 2026 et à 2,4 % pour 2027.

Slovaquie : la confiance se redresse tandis que les risques budgétaires s'accentuent

Le mois dernier, malgré les dissensions au sein de la coalition gouvernementale, Robert Fico est finalement parvenu à obtenir l'approbation parlementaire du budget 2027. Toutefois, la version finale du budget a largement abandonné les projets de consolidation budgétaire supplémentaire, laissant les finances publiques slovaques sur une trajectoire durablement fragile. Nous prévoyons que le déficit public restera élevé, autour de 5,5 % du PIB en 2027, tandis que la dette publique devrait atteindre environ 65 % du PIB.

Les mesures de soutien gouvernementales ont laissé une empreinte visible sur les chiffres de l'inflation. La réduction des tarifs des transports publics ferroviaires et par autobus a contribué à diminuer les coûts de transport, compensant en partie la hausse des prix des carburants. L'inflation harmonisée (IPCH) a ralenti à 2,9 %

en glissement annuel en octobre, son niveau le plus faible depuis près de deux ans. Dans le même temps, les prix alimentaires ont enregistré leur première hausse depuis plusieurs mois, ce qui suggère que la période de baisse des prix alimentaires pourrait toucher à sa fin, même si le taux d'inflation alimentaire annuel restera négatif. Nous estimons que l'inflation moyenne mesurée par l'IPCH atteindra 3,8 % en 2026 avant de ralentir modestement à 3,6 % en 2027.

L'économie slovaque a abordé le dernier trimestre de 2026 avec une amélioration des indicateurs de confiance et un apaisement des inquiétudes liées à l'inflation. Les enquêtes auprès des entreprises et des consommateurs ont montré un net renforcement du climat économique en octobre. L'indicateur de confiance des consommateurs est remonté à -22,1 (voir figure CEE2), son niveau le plus élevé depuis mars 2025, tandis que l'indicateur global de sentiment économique a progressé de 6,6 points. Cette amélioration est généralisée aux secteurs des services, de l'industrie et de la construction, tandis que la confiance des ménages s'est également redressée après les résultats plus faibles observés à la fin de l'été. Cette amélioration du climat intervient après un troisième trimestre décevant, au cours duquel le PIB n'a progressé que de 0,06 % par rapport au trimestre précédent. Selon l'estimation rapide, la consommation des ménages et l'investissement ont été les principaux moteurs ayant permis de maintenir la croissance économique en territoire positif. Nous estimons la croissance moyenne du PIB à 0,7 % en 2026. Les prévisions d'automne 2026 de la Commission européenne tablent également sur une croissance limitée à 0,8 %, reflétant l'impact négatif de la consolidation budgétaire, des coûts énergétiques élevés et de la faiblesse de la demande extérieure. Nous prévoyons une reprise modeste de la croissance à 1,2 % en 2027. Toutefois, la persistance des tensions sur les prix de l'énergie ainsi que la forte dépendance de la Slovaquie à la demande industrielle européenne, en particulier en provenance d'Allemagne, demeurent des risques importants à la baisse pour les perspectives économiques.

Pologne : une hausse de taux reste envisageable

La croissance économique polonaise a quelque peu perdu de son élan au troisième trimestre, le PIB progressant de 3,5 % en glissement annuel contre 4,1 % au deuxième trimestre, un chiffre légèrement inférieur aux attentes. Néanmoins, l'économie a continué à afficher une croissance soutenue de 0,8 % par rapport au trimestre précédent et demeure l'une des économies les plus dynamiques de la région, soutenue par la résilience de la demande des ménages, la vigueur du marché du travail et les flux de fonds européens. Nous prévoyons une croissance moyenne du PIB de 3,6 % en 2026 avant un léger ralentissement à 3,0 % en 2027.

La Banque nationale de Pologne (NBP) a maintenu son taux directeur inchangé à 3,75 %, conformément aux attentes. L'inflation a ralenti en octobre, passant de 4,1 % à 3,5 % en glissement annuel, principalement en raison d'un programme gouvernemental visant à réduire les prix des carburants, ramenant ainsi l'inflation globale à la limite supérieure de la fourchette de tolérance de la banque centrale. Malgré cet apaisement récent des pressions inflationnistes, les dernières projections de la NBP continuent de mettre en évidence des risques inflationnistes persistants. Selon ces projections, l'inflation devrait rester comprise entre 3,1 % et 5,3 % en 2027 si les taux d'intérêt demeurent inchangés, ce qui souligne la marge de manœuvre limitée pour adopter une politique monétaire plus accommodante.

Ces préoccupations ont également été exprimées par le gouverneur Adam Glapiński lors de sa conférence de presse de novembre. Tout en indiquant qu'une hausse des taux en décembre restait peu probable, il a reconnu que les risques inflationnistes avaient augmenté depuis la réunion précédente et a suggéré que le débat de politique monétaire se déplacerait davantage vers le début de l'année 2027. Cette analyse correspond globalement à notre scénario central, qui prévoit au moins une hausse de taux de 25 points de base au cours du premier trimestre de l'année prochaine. Nous anticipons une inflation moyenne harmonisée de 3,2 % en 2026, puis une accélération à 3,5 % en 2027.

Pour le zloty, en revanche, cette conférence de presse n'a apporté qu'un soutien limité. Adam Glapiński a réaffirmé que l'affaiblissement de la monnaie polonaise ne constituait pas une préoccupation pour la NBP et que la banque centrale n'avait pas de vision particulière quant à un niveau de change « approprié ». Combinée à la perspective seulement graduelle d'un nouveau resserrement monétaire national et à la réduction de l'écart de taux d'intérêt avec la BCE et potentiellement avec la Fed, cette position laisse le zloty vulnérable. Nous

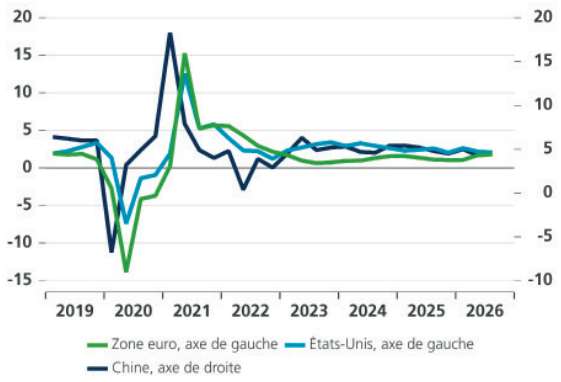
prévoyons que le taux de change EUR/PLN atteindra 4,43 d'ici la fin de cette année avant de se déprécier davantage pour atteindre 4,50 à la fin du troisième trimestre 2027.

taux directeur inchangé à 3,75 %, conformément aux attentes. L'inflation a ralenti en octobre, passant de 4,1 % à 3,5 % en glissement annuel, principalement en raison d'un programme gouvernemental visant à réduire les prix des carburants, ramenant ainsi l'inflation globale à la limite supérieure de la fourchette de tolérance de la banque centrale. Malgré cet apaisement récent des pressions inflationnistes, les dernières projections de la NBP continuent de mettre en évidence des risques inflationnistes persistants. Selon ces projections, l'inflation devrait rester comprise entre 3,1 % et 5,3 % en 2027 si les taux d'intérêt demeurent inchangés, ce qui souligne la marge de manœuvre limitée pour adopter une politique monétaire plus accommodante.

Ces préoccupations ont également été exprimées par le gouverneur Adam Glapiński lors de sa conférence de presse de novembre. Tout en indiquant qu'une hausse des taux en décembre restait peu probable, il a reconnu que les risques inflationnistes avaient augmenté depuis la réunion précédente et a suggéré que le débat de politique monétaire se déplacerait davantage vers le début de l'année 2027. Cette analyse correspond globalement à notre scénario central, qui prévoit au moins une hausse de taux de 25 points de base au

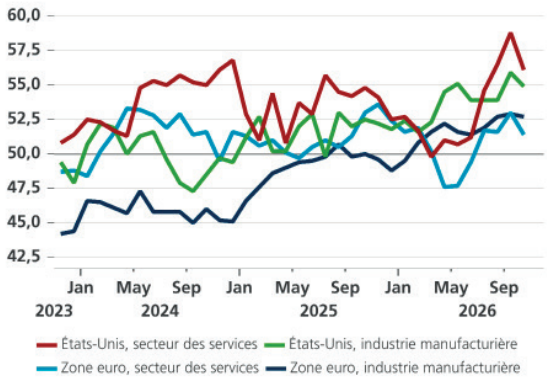
Figures

PIB réel
(variation annuelle en %)



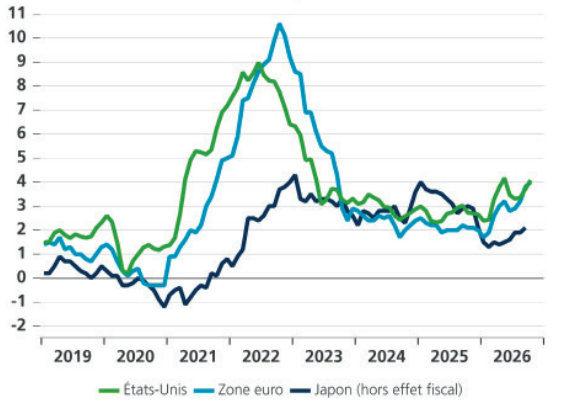
Source: KBC Economics d'après Eurostat, BEA, NBS

Indicateurs de confiance des entreprises
(indice, supérieur à 50 = expansion)



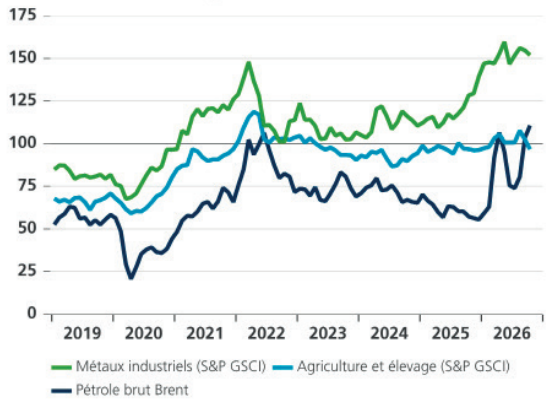
Source: KBC Economics d'après S&P Global

Inflation générale
(variation annuelle de l'indice des prix à la consommation, en %)



Source: KBC Economics d'après Eurostat, SBJ, BLS

Prix des matières premières
indice, janvier 2013=100, en USD



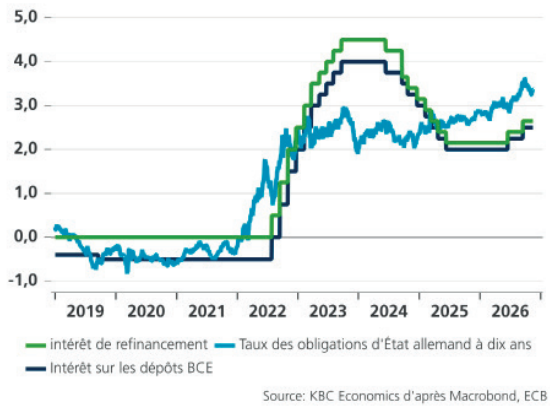
Source: KBC Economics d'après World Bank, S&P Global

Taux d'intérêt États-Unis
en %



Source: KBC Economics d'après Fed, U.S. Treasury

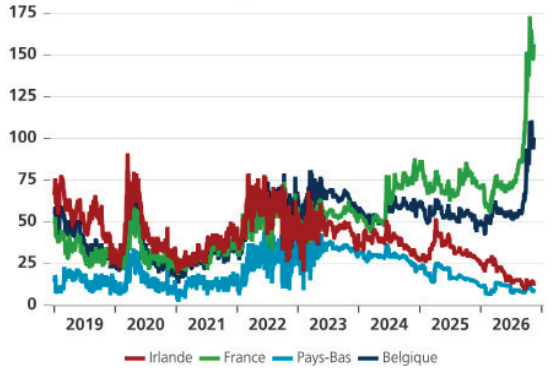
Taux d'intérêt zone euro
en %



Source: KBC Economics d'après Macrobond, ECB

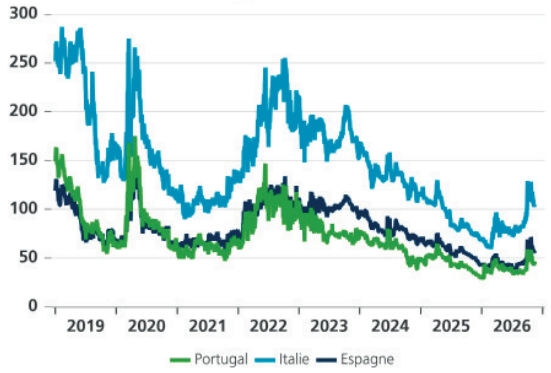
Figures

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



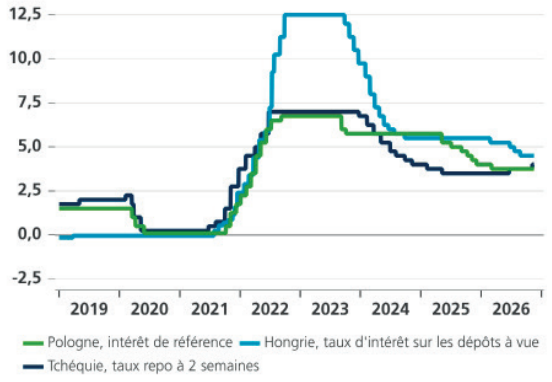
Source: KBC Economics d'après Macrobond

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



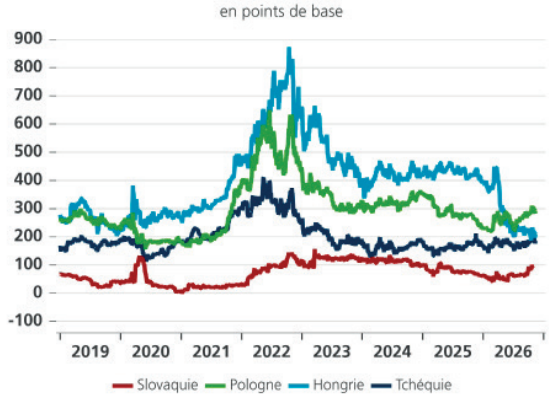
Source: KBC Economics d'après Macrobond

Taux directeur Europe centrale
en %



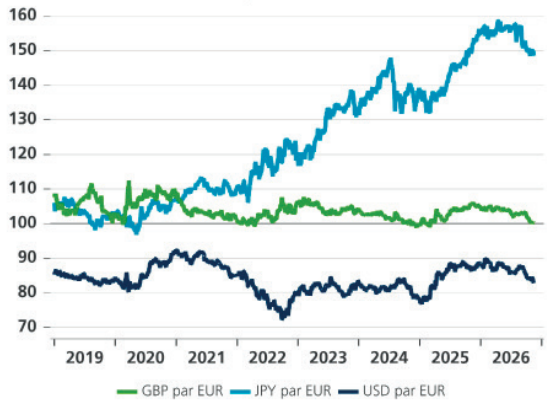
Source: KBC Economics d'après CNB, MNB, NBP

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 %)		
	16/11/2026	2025	2026	2027	2025	2026	2027
Zone euro	Zone euro	1,3	1,1	0,9	2,1	3,0	2,2
	Allemagne	0,3	1,0	0,8	2,2	2,9	2,4
	France	0,9	0,2	0,1	0,9	2,5	1,4
	Italie	0,7	0,8	0,4	1,6	3,1	1,7
	Espagne	2,6	2,5	1,8	2,7	3,6	2,3
	Pays-Bas	1,6	1,8	1,5	3,0	2,7	2,0
	Belgique	0,9	0,7	0,8	3,0	3,7	2,5
	Irlande	0,9	0,7	1,2	4,2	3,8	3,6
	Bulgarie	3,1	2,6	2,4	3,5	5,0	3,8
Europe centrale et orientale	Tchéquie	2,7	1,8	2,2	2,3	1,8	3,6
	Hongrie	0,6	1,7	2,2	4,4	2,2	3,3
	Pologne	3,8	3,6	3,0	3,3	3,2	3,5
Reste du monde	Royaume-Uni	1,2	1,3	1,1	3,3	3,2	3,1
	Chine	4,9	4,6	4,3	0,0	1,0	0,8
	États-Unis	2,3	2,4	2,3	2,7	3,5	2,8
	Japon	1,2	0,8	0,8	3,2	1,9	2,1

Taux directeurs (fin de période, en %)

		16/11/2026	Q4 2026	Q1 2027	Q2 2027	Q3 2027
Zone euro	Zone euro (refi)	2,65	2,90	3,15	3,15	3,15
	Zone euro (dépo)	2,50	2,75	3,00	3,00	3,00
Europe centrale et orientale	Tchéquie	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00
	Hongrie (base rate)	5,50	5,50	5,50	5,50	5,25
	Pologne	3,75	3,75	4,00	4,25	4,25
Reste du monde	Royaume-Uni	4,00	4,00	4,25	4,50	4,50
	Chine (7-jour rev. repo)	0,00	1,40	1,30	1,20	1,20
	États-Unis (taux moyen)	3,875	4,125	4,375	4,375	4,375
	Japon	1,25	1,50	1,50	1,75	1,75

Taux d'intérêt des emprunts d'État à dix ans (fin de période, en %)

		16/11/2026	Q4 2026	Q1 2027	Q2 2027	Q3 2027
Zone euro	Allemagne	3,39	3,35	3,30	3,40	3,40
	France	4,97	4,85	4,90	4,90	4,85
	Italie	4,46	4,45	4,50	4,55	4,52
	Espagne	3,96	3,95	3,90	4,00	4,00
	Pays-Bas	3,49	3,45	3,40	3,50	3,50
	Belgique	4,40	4,25	4,30	4,30	4,25
	Slovaquie	4,32	4,30	4,25	4,35	4,35
	Bulgarie*	4,44	4,55	4,50	4,60	4,55
Europe centrale et orientale	Tchéquie	5,22	5,50	5,30	5,00	4,70
	Hongrie	5,53	5,40	5,30	5,20	5,10
	Pologne	6,33	6,30	6,00	6,00	6,00
Reste du monde	Royaume-Uni	5,38	5,25	5,20	5,30	5,30
	Chine	1,63	1,60	1,60	1,60	1,60
	États-Unis	5,15	5,00	5,00	4,90	4,90
	Japon	2,90	2,80	3,00	3,00	3,00

***Attention : marché très illiquide**

Taux de change (fin de période)

	16/11/2026	Q4 2026	Q1 2027	Q2 2027	Q3 2027
USD par EUR	1,10	1,11	1,10	1,11	1,12
CZK par EUR	24,42	24,30	24,30	24,20	24,10
HUF par EUR	364,83	363,00	362,00	365,00	363,00
PLN par EUR	4,40	4,43	4,46	4,50	4,50
GBP par EUR	0,83	0,83	0,85	0,85	0,85
RMB par USD	6,67	6,67	6,66	6,65	6,64
JPY par USD	159,62	156,00	155,00	153,00	151,00

16/11/2026	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	1,8	2,2	0,9	0,7	1,2
Inflation (variation annuelle moyenne, en %, IPC harmonisé)	2,3	1,8	3,6	4,2	3,8	3,6
Taux de chômage (définition d'Eurostat, en % de la population active, fin de l'année)	3,2	3,2	3,1	5,7	5,9	5,9
Solde budgétaire du gouvernement (en % du PIB)	-2,2	-2,8	-3,6	-4,4	-5,0	-5,5
Dette publique brute (en % du PIB)	44,2	45,8	47,6	60,5	62,5	65,0
Balance des opérations courantes (en % du PIB)	0,7	-0,5	-0,2	-4,8	-3,9	-3,3
Prix de l'immobilier (définition Eurostat) (variation annuelle moyenne en %, nombre total de logements)	10,4	8,2	5,0	12,4	10,2	5,5

16/11/2026	Hongrie			Bulgarie		
	2025	2026	2027	2025	2026	2027
Croissance du PIB réel (variation annuelle moyenne,calculé à partir de chiffres trimestriels, en %)	0,6	1,7	2,2	3,1	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 d'Eurostat, en % de la population active, fin de l'année)	4,5	4,5	4,3	3,1	3,8	4,0
Solde budgétaire du gouvernement (en % du PIB)	-4,7	-7,2	-5,0	-4,0	-5,7	-3,8
Dette publique brute (en % du PIB)	74,4	77,3	76,9	29,9	30,1	33,6
Balance des opérations courantes (en % du PIB)	2,3	0,0	0,5	-5,9	-7,3	-5,8
Prix de l'immobilier (définition Eurostat) (variation annuelle moyenne en %, nombre total de logements)	18,3	4,5	4,0	14,6	11,0	6,5

Perspectives des marchés stratégiques - Belgique

Comptes nationaux (croissance réelle en %) 16/11/2026	2025	2026	2027
Consommation privée	1,4	1,0	0,4
Consommation publique	2,2	1,0	0,5
Investissements en capital fixe	0,0	-0,3	0,6
Investissements des entreprises	1,4	0,3	0,8
Investissements publics	2,4	-3,1	-1,7
Investissements en construction	-6,7	-0,4	1,5
La demande intérieure finale (hors variation des stocks)	1,2	0,7	0,5
Variation des stocks (contribution à la croissance)	0,1	-0,5	0,1
Exportations de biens et de services	-0,1	3,5	2,3
Importations de biens et de services	0,4	2,8	2,1
Produit intérieur brut (PIB), calculé à partir de chiffres trimestriels	0,9	0,7	0,8
Revenu disponible des ménages	0,9	-1,0	0,9
Taux d'épargne brut des ménages (en % des revenus disponibles)	13,5	11,8	12,3

Indicateurs d'équilibre 16/11/2026	2025	2026	2027
Inflation (hausse annuelle moyenne, en %)			
Prix à la consommation	3,0	3,7	2,5
Indice santé	2,6	3,3	3,4
Marché du travail			
Emploi intérieur (variation en cours d'année, en '000)	20,4	10,8	22,5
Taux de chômage (fin d'année, définition Eurostat)	6,4	6,2	6,3
Finances publiques (en % du PIB, avec les politiques actuelles)			
Solde de financement	-5,2	-5,6	-5,5
Dette publique	108,1	110,2	112,7
Compte courant (en % du PIB)	-0,2	0,5	0,2
Prix des maisons (variation au cours de l'année, logements existants et nouveaux, en %)	3,2	1,5	2,8

Contact

KBC Economics				
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	
Cora Vandamme		Irena Procházková		
Senior Economist		Analyst		
cora.vandamme@kbc.be		iprochazkova@csob.cz		
			CBC Banque	
Allison Mandra		Wouter Beeckman	Bernard Keppenne	
Senior Economist		Senior Economist	Chief Economist CBC	
allison.mandra@kbc.be		wbeeckman@csob.cz	bernard.keppenne@cbc.be	
Laurent Convent		Dominik Rusinko		
Economist		Senior Economist		
laurent.convent@kbc.be		drusinko@csob.cz		
Sam Devinck		Mateusz Matloch		
Economist		Economist		
sam.devinck@kbc.be		mmatloch@csob.cz		
Romain Crucil				
Economist				
romain.crucil@kbc.be				

For general information:

KBC.Economic.Research@kbc.be

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

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

Éditeur responsable: KBC Global ServicesSA, Havenlaan 2 – 1080 Brussel – België – 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 12 novembre 2026, sauf stipulation contraire. Les opinions et stratégies décrites sont telles qu'en vigueur le 12 novembre 2026.