# ECOPERSPECTIVES

2e trimestre 2025
Avril 2025




> SOUS L'EFFET DU CHOC TARIFAIRE IMPOSÉ PAR DONALD TRUMP, L'ÉCONOMIE AMÉRICAINE DEVRAIT ACCUSER UN RALENTISSEMENT MARQUÉ. ELLE ÉCHAPPERAIT À LA RÉCESSION, SOUS L'HYPOTHÈSE OPTIMISTE D'UNE DÉSESCALADE DANS LA GUERRE COMMERCIALE. PORTÉE PAR LES EFFORTS EUROPÉENS DE RÉARMEMENT ET LE PLAN D'INVESTISSEMENT ALLEMAND, LA CROISSANCE DANS LA ZONE EURO RESTERAIT PLUS ÉLEVÉE EN 2026 QU'EN 2025 ET SUPÉRIEURE À LA CROISSANCE AMÉRICAINE.

ÉTUDES ECONOMIQUES

BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

# SOMMAIRE




## ÉDITORIAL

3 Droits de douane : le grand chamboule-tout

## ÉTATS-UNIS

6 Des changements politiques négatifs pour l'économie

## ZONE EURO

8 Un rebond d'activité menacé par les droits de douane

## ALLEMAGNE

10 L'économie allemande suspendue au plan d'investissement à venir

## FRANCE

12 Une croissance soumise à de multiples contraintes

## ITALIE

14 Le rebond de l'investissement soutient la croissance

## ESPAGNE

16 Une croissance dynamique, mais jusqu'à quand ?

## BELGIQUE

18 En attendant la croissance allemande

## ROYAUME-UNI

20 Les freins à l'activité s'accumulent

## JAPON

22 Craintes extérieures et pause dans l'ajustement monétaire

## PRÉVISIONS

24

# ÉDITORIAL



## DROITS DE DOUANE : LE GRAND CHAMBOULE-TOUT

**Une conséquence directe et immédiate des annonces de Donald Trump du 2 avril sur les droits de douane, qui n'ont de réciproques et réduits que le nom, a été d'accentuer les risques baissiers sur l'économie américaine et de sérieusement secouer les marchés financiers. D'après nos prévisions, l'économie américaine accuserait un ralentissement marqué mais échapperait à la récession, sous l'hypothèse optimiste d'une désescalade dans la guerre commerciale et d'une atténuation de l'incertitude. Notre scénario a les apparences d'une stagflation puisqu'en parallèle nous anticipons une nette remontée de l'inflation. Entre deux maux, la Fed choisirait le *statu quo*, qu'elle prolongerait jusqu'en fin d'année. Les perspectives de croissance en Europe, qui avaient reçu un coup de boost des efforts de réarmement et du plan d'investissement allemand, reperdent aussi quelques dixièmes de point de pourcentage. Mais, dans la zone euro, la croissance en 2026 (1,3% en moyenne annuelle) resterait plus élevée qu'en 2025 (1%) et supérieure à la croissance américaine (1,1% en 2026 après 1,3% en 2025). Si les taux de croissance convergent de part et d'autre de l'Atlantique, les trajectoires d'inflation et de politique monétaire divergent : l'inflation en zone euro resterait contenue autour de 2%, laissant la voie dégagée pour la BCE et deux autres baisses de taux en juin et juillet après celle d'avril.**

### AVANT / APRÈS

Il pourrait clairement y avoir un avant et un après le 2 avril et le choc causé par les annonces de Donald Trump, mettant en scène une augmentation massive et généralisée (quoique différenciée par pays) des droits de douane américains, bien plus importante que ce que tout un chacun pouvait imaginer. Depuis, moults rétractations et revirements se sont produits, sauf à l'encontre de la Chine, avec qui l'escalade a continué (*cf.* notre Tariff tracker pour un récapitulatif). Ce choc néo-protectionniste américain est un tournant majeur, même s'il reste difficile à ce stade d'en imaginer toutes les conséquences, à court terme comme à long terme. Qu'elles soient négatives, en premier lieu pour les États-Unis[1], cela ne fait pas de doute ; l'incertitude porte sur l'ampleur des répercussions et de la reconfiguration des échanges mondiaux et du système financier international. Et même si du temps est donné pour les négociations et que celles-ci débouchent sur des accords et une levée ou une atténuation des droits de douane, le contexte reste extrêmement incertain, avec des effets négatifs importants et pérennes sur l'activité.

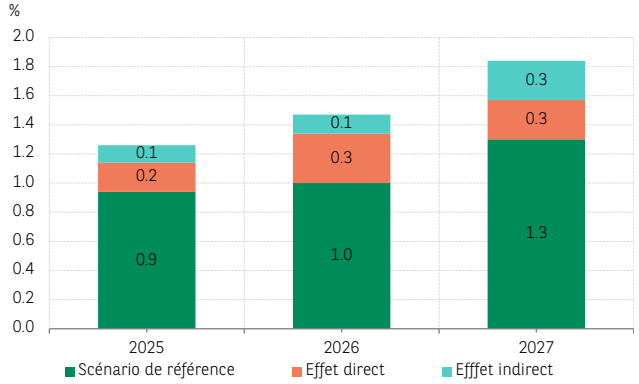
### AVANT LE 2 AVRIL, UN PREMIER CHANGEMENT DE PERSPECTIVE, FAVORABLE À L'EUROPE

Rembobinons quelques instants en arrière. Avant ces annonces du 2 avril, nous avions procédé, courant mars, à une double révision de nos prévisions de croissance. Pour les États-Unis, nous avions abaissé notre prévision pour 2025 de 0,5 point de pourcentage (de 2,3% à 1,8% en moyenne annuelle) et laissé inchangée la prévision 2026 (1,3%). Pour la zone euro, nous avions rehaussé notre prévision pour 2025 de 0,4 pp (de 0,9% à 1,3%) et de 0,5 pp pour 2026 (de 1% à 1,5%). En effet, l'horizon économique s'était, alors, éclairci, dans un double sens :

- Du fait, d'une part, d'un peu plus de clarté, malgré tout, sur la nature, l'ampleur et le *timing* des mesures tarifaires de la nouvelle administration américaine, les perspectives économiques des États-Unis s'en trouvant néanmoins concomitamment obscurcies.
- Et du fait, d'autre part, du côté européen, d'un horizon économique apparaissant un peu plus dégagé à la faveur d'une série d'annonces de la part de l'Allemagne et de la Commission actant d'un changement de pied majeur en termes de soutien à l'économie et nourrissant les espoirs d'un sursaut tangible de l'UE (*cf.* graphique 1 et, pour plus de détails, les textes Allemagne et zone euro dans ce numéro, ainsi que les différents encadrés consacrés au défi budgétaire du réarmement dans chaque fiche pays).

L'émergence de signaux conjoncturels plus négatifs aux États-Unis et plus positifs en zone euro appuyaient ce changement de perspective, également *pricé* par les marchés financiers, dans un retournement de situation assez remarquable[2].

PRÉVISIONS DE CROISSANCE ZONE EURO : IMPACT DES HAUSSES DE DÉPENSES EN DÉFENSE ET DU PLAN D'INFRASTRUCTURE ALLEMAND




SOURCE: BNP PARIBAS CALCULATIONS

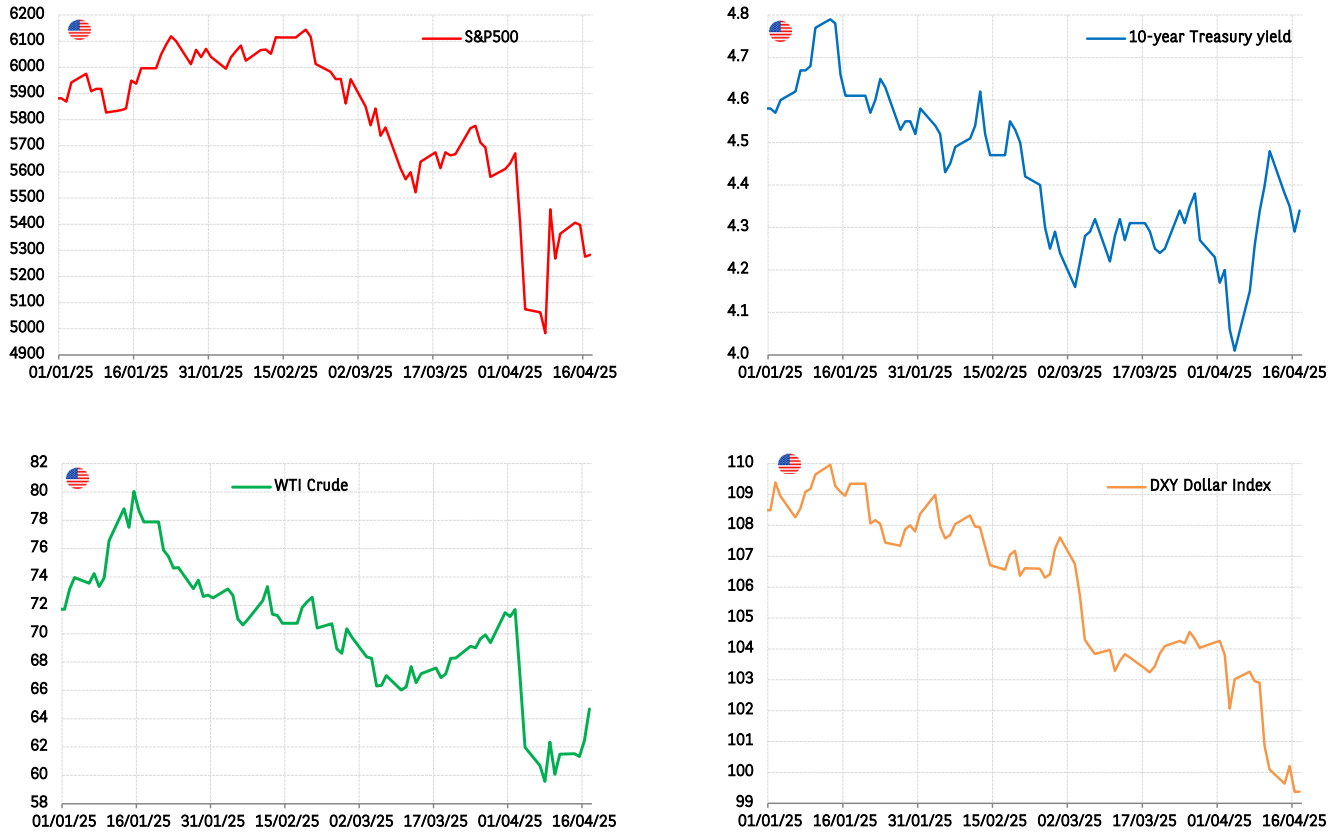
CHART 1

### UN ACTIVISME EUROPÉEN SALUTAIRE MAIS SOURCE DE COMPLICATIONS AUSSI

Le tournant budgétaire allemand et l'effort de réarmement européen, s'ils sont salutaires, soulèvent aussi de nouvelles questions et complications[3]. Réussir à concilier les différents impératifs du moment (augmentation discrétionnaire des dépenses publiques de défense et de transition énergétique et mécanique pour celles liées au vieillissement de la population), dans un environnement de taux plus hauts, avec des ratios de dette publique sur PIB très élevés dans de nombreux pays et des potentiels de croissance limités dans la plupart des mêmes pays et dans de nombreux autres : le tout relève de la quadrature du cercle.

1 *Cf.* édito Ecoweek d'Isabelle Mateos y Lago, Les tarifs douaniers « réciproques » sont néfastes pour la croissance mondiale et plus encore pour celle des États-Unis, 7 avril 2025.
2 Cf. édito Ecoweek d'Isabelle Mateos y Lago, Davos : le consensus pour 2025 démenti en deux mois, et maintenant ?, 17 mars 2025.
3 Cf. édito Ecoweek Jean-Luc Proutat, Grands chantiers européens : l'équation financière se complique, 31 mars 2025.

## LE TABLEAU DE BORD DE BESSENT




DATE DE MISE À JOUR : 18 AVRIL 2025

Les marchés obligataires veillent au grain et leur pression, pour l'heure discriminée, est une incitation claire à ne pas relâcher les efforts de rigueur budgétaire dans les pays où les déséquilibres sont les plus importants et les marges de manœuvre les plus réduites (exemple du Royaume-Uni dont les taux obligataires à 10 ans ont nettement rebondi entre le 4 et le 9 avril, quasiment autant que les taux américains, quand les taux allemands, français ou italiens ont peu bougé sur cette même période).

Aussi difficile soit-elle, une non-réduction des déficits primaires (là où ils sont aujourd'hui les plus élevés) n'est pas une option envisageable, car cela supposerait pour *a minima* stabiliser les ratios de dette publique, un différentiel *r-g* vraiment très négatif (et ce d'autant plus que le déficit primaire de départ est loin du niveau stabilisant), loin de ce qu'il est possible d'atteindre dans l'état actuel des choses. Quant à l'option de laisser encore dériver les ratios de dette, cela ne peut être envisagé que de manière contenue et sur une courte période, au regard de la nervosité actuelle des marchés et de l'accroissement du risque de tensions sur les taux[4]. Les États-Unis l'ont montré la semaine du 7 avril : ils ne sont pas non plus à l'abri d'un épisode de stress sur les taux, rattrapés par l'ampleur de leurs déséquilibres budgétaires à un moment où le virage protectionniste américain et la conduite chaotique et inefficiente de la politique font craindre une perte de confiance des investisseurs étrangers.

## APRÈS LE 2 AVRIL, NOUVELLE BASCULE ET SAUT DANS L'INCONNU

Une conséquence directe et immédiate des annonces du 2 avril a été d'accentuer les risques baissiers sur l'économie américaine et de sérieusement secouer les marchés financiers. Le Secrétaire au Trésor américain, Scott Bessent, qui veut voir les taux longs américains plus bas, ainsi que le dollar et les prix du pétrole, a certes été exaucé, mais à deux bémols près et pas des moindres : la chute des indices boursiers et la remontée brutale des taux longs US qui a suivi quelques jours après la déflagration du « *Liberation Day* » (*cf.* graphiques 2a-2d). Les revirements du 9 avril et des jours suivants ont permis de partiellement stopper les dégâts. Mais l'incertitude sur la tournure que va prendre la guerre commerciale demeure importante, de même que les craintes qui en découlent sur la croissance américaine et mondiale[5]. Le risque d'une récession aux États-Unis a fait une réapparition soudaine. Nous lui assignons une probabilité de 25%.

4 Dans le dernier rapport de la Commission européenne sur la soutenabilité de la dette (Debt Sustainability Monitor 2024, 17 mars 2025), deux pays seulement sont identifiés comme faisant face à un risque budgétaire à court terme élevé (Roumanie et Slovaquie). S'agissant des risques à moyen terme (à politique budgétaire inchangée), ils sont considérés élevés pour 11 pays (Belgique, Grèce, Espagne, France, Italie, Hongrie, Autriche, Pologne, Roumaine, Slovaquie, Finlande). Pour les risques à long terme (toujours à politique budgétaire inchangée), quatre pays sont exposés à un risque élevé (Belgique, Luxembourg, Malte, Slovaquie).
5 La prévision, mi-avril, par l'OMC d'une baisse (même légère, de 0,2%) des échanges mondiaux de marchandises en 2025 est une illustration claire de ces craintes (WTO | 2025 News items - Temporary tariff pause mitigates trade contraction, but strong downside risks persist, 16 avril 2025).

À ce stade, le scénario central que nous retenons est celui d'un ralentissement marqué de la croissance américaine (qui tomberait à 0,5% a/a au T4 2025 et à 1,3% en moyenne annuelle, puis à 1,1% en 2026, soit, respectivement, 0,5 et 0,2 pp en moins par rapport à notre prévision précédente du 19 mars ; *cf.* le texte sur les États-Unis dans ce numéro pour une présentation plus détaillée de notre analyse de la situation et des perspectives). L'économie américaine échapperait à la récession sous l'hypothèse, optimiste, d'une désescalade tarifaire[6] assortie d'une moindre incertitude. Dans le cas contraire, la récession deviendrait le scénario le plus probable. Dans l'éventualité inverse où la désescalade allait plus vite et plus loin qu'anticipé, ce serait évidemment un plus pour la croissance.

L'accentuation du choc tarifaire post-*Liberation Day* ne laisse pas non plus indemnes les perspectives de croissance en Europe (*cf.* les textes sur la zone euro, l'Allemagne, La France, l'Italie, l'Espagne et la Belgique dans ce numéro pour une présentation plus détaillée de notre analyse de la situation et des perspectives). Elle vient reprendre environ la moitié du surcroît de croissance en zone euro généré par les efforts de réarmement et d'investissement et les effets d'entraînement entre pays. Nous prévoyons désormais une croissance de 1% en 2025 en moyenne annuelle et de 1,3% en 2026 (-0,2/-0,3 pp en dessous de nos prévisions précédentes du 26 mars). Un mieux est néanmoins toujours attendu entre 2025 et 2026, malgré le tassement américain, grâce à la montée en puissance du plan allemand sur les infrastructures et des dépenses de défense partout en Europe. Notre scénario, qui se caractérisait déjà par une convergence significative des taux de croissance entre les États-Unis et la zone euro, a désormais aussi pour particularité d'anticiper une croissance de la zone euro supérieure à celle des États-Unis en 2026. Ce n'est pas anodin et plus l'exception que la règle.

Au Royaume-Uni, la croissance en moyenne annuelle est peu abaissée (à hauteur de -0,1 point, à 1% en 2025 et 0,8% en 2026, le pays étant moins sanctionné que ses voisins européens (*cf.* le texte sur le Royaume-Uni dans ce numéro pour une présentation plus détaillée de notre analyse de la situation et des perspectives). Au Japon, le rebond attendu de la croissance en 2025, déjà modeste et s'intercalant entre deux années de croissance à peine positive (0,1% en 2024, 0,2% en 2026), a aussi été revu en baisse (à 0,7% contre 1% précédemment) compte tenu de l'exposition forte du pays aux États-Unis (*cf.* le texte sur le Japon dans ce numéro pour une présentation plus détaillée de notre analyse de la situation et des perspectives).

## INFLATION ET POLITIQUE MONÉTAIRE : TRAJECTOIRES DIVERGENTES CONFIRMÉES

Les perspectives actuelles sur le front de l'inflation et de la politique monétaire de part et d'autre de l'Atlantique confortent la divergence anticipée des trajectoires soulignée dans notre précédent numéro d'Eco-Perspectives[7]. Les dernières données disponibles, portant sur le mois de mars, attestent certes de la poursuite du processus de désinflation, dans la zone euro, au Royaume-Uni comme aux États-Unis. Mais le risque d'un surcroît d'inflation outre-Atlantique, engendré par la hausse importante des droits de douane américains, reste bien présent.

D'après nos prévisions, l'inflation américaine commencerait à visiblement remonter à compter du T3 2025, pour dépasser, légèrement, 3% a/a, jusqu'à atteindre un pic à 4% au T2 2026. En moyenne annuelle, l'inflation s'élèverait à 3,1% en 2025 et 3,7% en 2026. Cette hausse ne procède pas d'une mécanique inflationniste auto-entretenue comme en 2021-2023. De ce point de vue, elle revêt un caractère transitoire (à condition que la Fed ne procède pas à un assouplissement monétaire prématuré, *cf.* ci-après). Un ralentissement plus marqué encore de l'économie américaine, voire une récession, pourrait modérer cette bosse d'inflation. Jusqu'à la faire disparaître ? C'est difficile à dire et pas plus acceptable comme prix à payer de la guerre commerciale (inflation ou récession ? sachant que la combinaison des deux, c'est-à-dire la stagflation, reste un scénario possible). Il est, en revanche, un développement actuel favorable, qui va tirer vers le bas l'inflation américaine, mais pas seulement : c'est le recul des prix du pétrole.

Compte tenu du risque de désancrage des anticipations d'inflation aux États-Unis, nous maintenons notre scénario central d'un *statu quo* monétaire prolongé de la Fed en 2025. Nous continuons de penser que, compte tenu de ce risque et en fonction de nos prévisions d'inflation et de croissance, la Fed ne peut pas passer outre la remontée de l'inflation et baisser ses taux pour réagir au ralentissement de l'activité. Ce serait prématuré et risqué. Nous considérons que les risques haussiers sur l'inflation et ceux baissiers sur la croissance se neutralisent (et non que les seconds dominent les premiers, comme le suggèrent les baisses de taux « *pricées* » par les marchés). En 2026 en revanche, la Fed serait en mesure de reprendre ses baisses de taux (-100 pb), l'arbitrage inflation-croissance se déformant en faveur de la seconde.

Du côté de la zone euro, nous voyons la balance continuer de pencher du côté d'une poursuite de la désinflation et d'un retour sécurisé à la cible. Au niveau des composantes domestiques, la dynamique est désinflationniste et au niveau des composantes non-domestiques, l'inflation importée des États-Unis et les surcoûts entraînés par les frictions et la réorganisation des chaînes de production devraient être contrebalancés par le renforcement de l'EURUSD, l'absence de mesures de rétorsion d'envergure et la désinflation, voire la déflation, importée de Chine. En 2026, l'inflation headline passerait même, légèrement, sous la barre des 2%. En revanche, l'inflation sous-jacente resterait au-dessus de cette barre et s'inscrirait sur une légère tendance haussière dans le courant de l'année, alimentée par l'impulsion budgétaire allemande et les efforts européens de réarmement.

Pour la BCE, les conditions restent réunies pour poursuivre ses baisses de taux à court terme. Nous continuons d'en anticiper une autre de 25 pb en juin, après celle d'avril, en en ajoutant une nouvelle en juillet compte tenu des risques baissiers sur la croissance. En 2026, en revanche, sur la deuxième partie de l'année, la donne un peu plus favorable du côté de la croissance associée au caractère inflationniste de l'effort de réarmement amènerait la BCE à remonter ses taux (+50 pb d'après nos prévisions), accentuant davantage le découplage avec la Fed. La BoE a les coudées moins franches que la BCE sur le front de l'inflation (plus élevée et plus persistante au Royaume-Uni que dans la zone euro) tout en faisant face à une situation économique difficile. D'après nos prévisions, cela amènerait la BoE à poursuivre son assouplissement au rythme lent d'une baisse par trimestre, en l'étalant jusque début 2026. La BoJ, qui se démarquait par une remontée précautionneuse de ses taux directeurs, se rapprocherait de ses pairs en mettant sur pause cet ajustement pour le restant de l'année. Un statu quo comme la Fed mais pour des motifs différents : au Japon, ce sont les inquiétudes sur la croissance qui prédominent. Une fois ces inquiétudes passées, la BoJ reprendrait ses hausses prudentes de taux en 2026 (+25 pb au T1 et +25 pb au T3).

*Achevé de rédiger le 17 avril 2025*

**Hélène Baudchon**

helene.baudchon@bnpparibas.com

6 Tarif douanier effectif moyen sur les importations américaines rabaissé à 16% depuis 27,3% sur la base des annonces au 10 avril.
7 Eco Perspectives — Economies Avancées | 1er trimestre 2025 – Etudes Economiques – BNP Paribas, 17 décembre 2024.

# ÉTATS-UNIS



## DES CHANGEMENTS POLITIQUES NÉGATIFS POUR L'ÉCONOMIE

**Après la surperformance de 2023-2024, la croissance américaine est attendue en net ralentissement sous l'effet des chocs d'incertitude et tarifaire provoqués par la nouvelle administration. Les craintes de récession font un retour remarqué. Dans le même temps, l'inflation enregistrerait un rebond marqué sous l'effet des droits de douane supplémentaires. Dans les conditions qui se dessinent, la Fed devrait se garder d'assouplir sa politique monétaire en 2025.**

### CROISSANCE : DES LENDEMAINS QUI DÉCHANTENT ?

Les États-Unis ont connu une nouvelle année de croissance dynamique en 2024 (+2,8% en moyenne annuelle, après +2,9% en 2023) – nettement au-dessus de son rythme de long de terme (+1,8% selon la Fed). Celle-ci a été largement soutenue par la consommation des ménages, des gains de productivité élevés et le rééquilibrage par l'offre du marché de l'emploi permis par l'immigration.

La croissance devrait sensiblement refluer en 2025. Le choc tarifaire (voir ci-après) va peser sur l'activité : son effet inflationniste est négatif pour la demande des ménages, par ailleurs exposés au décrochage des marchés financiers (effet richesse). Le climat général d'incertitude et de volatilité financière alimente le risque d'une récession significative, que nous estimons à 25%, notamment en pesant sur les intentions d'investissement et d'embauches. Par ailleurs, un éventuel durcissement des conditions financières sur fond de *sell-off* obligataire prolongé peut représenter un frein important à l'activité. Finalement, si l'ampleur du recul est incertaine, car elle dépend notamment du point d'atterrissage des tarifs douaniers, notre scénario central prévoit un ralentissement marqué de la croissance qui atteindrait +0,5% a/a au T4 2025 (contre +2,5% au T4 2024).

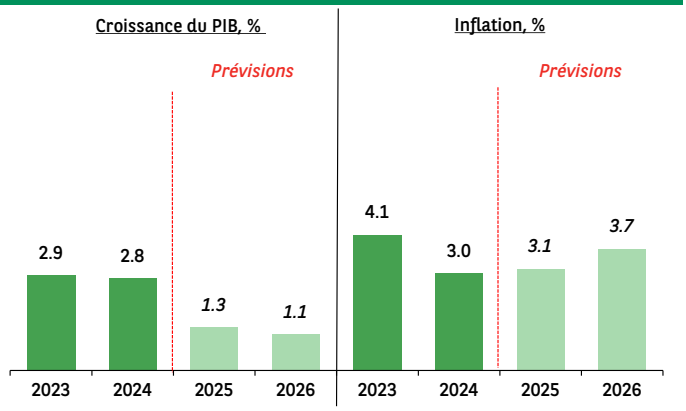
Pour l'heure, les signaux négatifs se situent principalement dans les données d'enquête. Le sentiment des ménages se dégrade fortement depuis novembre 2024. Les petites entreprises soulignent, quant à elles, des incertitudes substantielles dans l'enquête du NFIB, tandis que la confiance des chefs d'entreprise, mesurée par le CE Group, se situait en mars 2025 à un plus bas depuis 2012.

### TRUMP CONTRE LE DÉFICIT COMMERCIAL

Le déficit commercial des États-Unis a atteint USD -1 202 mds en 2024, un record historique en valeur absolue (4,1% du PIB). Cet état de fait est à l'origine de l'offensive tarifaire menée par D. Trump, qui a culminé avec l'annonce, le 2 avril dernier, des « tarifs réciproques réduits » (de 10 à 50% en fonction du solde commercial bilatéral). Ceux-ci ont été suspendus (pour 90 jours) et remplacés par un tarif uniforme de 10% le 9 avril, à la suite de la panique boursière post-annonce du 2 avril (chutes de l'USD, des *Treasuries* et des actions américaines). Ce mouvement s'inscrit dans une volonté de réduction du déficit commercial, de réindustrialisation et d'augmentation des recettes fédérales. Dans le même temps, il est pensé comme une arme de négociation visant à remodeler des relations économiques globales plus à l'avantage des États-Unis.

Au 10 avril 2025, l'offensive tarifaire se concentrait sur la Chine (droits de douane portés de 20% en février à 145% en avril après les rétorsions chinoises), le Mexique (25%) et le Canada (idem, hors énergie : 10%) – hors biens couverts par l'accord de libre-échange USMCA qui en sont exemptés. Au niveau sectoriel, des tarifs de 25% sont entrés en vigueur sur l'acier et l'aluminium (12 mars), puis l'automobile (3 avril). Les semiconducteurs et produits pharmaceutiques sont, pour l'heure, exemptés de tarif supplémentaire. Nous envisageons *in fine* une légère désescalade tarifaire, qui n'empêcherait pas les nouveaux standards de se situer sensiblement au-dessus des niveaux pré-Trump 2.0.

CROISSANCE ET INFLATION




GRAPHIQUE 1 SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

Nous anticipons la poursuite de l'affaiblissement de l'USD face à l'EUR, sous l'effet de la réduction du différentiel de croissance entre les États-Unis et la zone euro (et d'une remontée des taux longs européens). En 2026, la reprise de l'assouplissement monétaire de la Fed, combinée à une remontée des taux directeurs de la BCE au second semestre, contribuerait à renforcer davantage l'EUR/USD.

### MARCHÉ DU TRAVAIL : JUSQU'ICI TOUT VA BIEN ?

Les créations d'emplois se maintiennent au rythme mensuel de +150k - +170k depuis le second semestre 2024. C'est sensiblement au-dessus du niveau d'équilibre, estimé à moins de 100k par les officiels de la Fed. Dans le même temps, les licenciements ne dérapent pas et le taux de chômage (4,2% en mars 2025) reste en deçà de son niveau neutre (4,3% selon le *Congressional Budget Office*, CBO). Alors que les ménages se montrent pessimistes à propos des perspectives de chômage (en mars, 51% anticipaient davantage de chômage à 1 an selon l'Université du Michigan, un plus haut depuis avril 2020), nous envisageons une hausse à 4,6% d'ici à la fin 2025. Cependant, le risque accru de récession implique mécaniquement davantage de risques baissiers sur l'emploi. En outre, l'action menée sous l'égide du DOGE (*Department of Government Efficiency*) est susceptible d'affecter l'emploi fédéral (1,9% de l'emploi salarié en 2023) et associé (5,4% la même année).

### INFLATION : REDÉCOLLAGE IMMINENT

La désinflation marque le pas. Au T1 2025, l'inflation CPI headline et sous-jacente se sont élevées à +2,7% et + 3,1% a/a (contre +2,7% et +3,3% au T3 2024) au début des baisses de taux. Nous anticipons une nette remontée de l'inflation sous l'effet des politiques commerciale et migratoire de l'administration Trump. La hausse du prix des biens, directement impactés par les tarifs douaniers, constituera le vecteur premier.

L'inflation sous-jacente accélèrerait jusqu'atteindre +4,4% a/a au T2 2026. Les prémices du redécollage sont visibles dans l'indice des prix payés de l'ISM *Manufacturing*, indicateur avancé (à 1 an) de l'inflation sous-jacente, au plus haut depuis 2022 en mars.

Les anticipations d'inflation des ménages dérapent depuis l'élection de D. Trump. Selon l'enquête de l'Université du Michigan, elles sont passées de +2,7% à +5,0% à 1 an et de +3,0% à +4,1% à 5 ans (plus haut depuis 1991) entre octobre 2024 et mars 2025. Plus rassurant, les anticipations de moyen-long terme des marchés restent bien ancrées (*swap* d'inflation « 5Y5Y » inférieur à 2,2% en mars, cf. *graphique 2*).

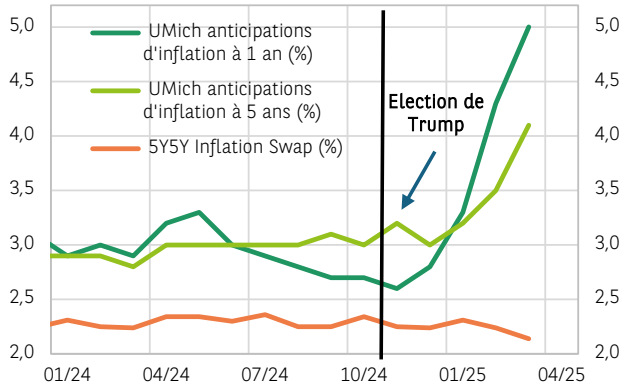
## PLAFOND DE LA DETTE EN VUE

Les prochains enjeux budgétaires relèvent de la prolongation et de l'extension des baisses d'impôts issues du *Tax Cuts and Jobs Act* (TCJA, loi budgétaire signature de Trump 1), dont les provisions non-permanentes expirent en fin d'année. Le Sénat a adopté, début avril, une résolution budgétaire en ce sens, qui occasionnerait un accroissement de USD 5,8 trn du déficit sur la période 2026 – 2034 (selon le *Committee for a Responsible Budget*) en cas de vote définitif. La question de la soutenabilité de la dette publique (voir encadré) se poserait alors avec une acuité renouvelée. L'enjeu lié au plafond de la dette va également rapidement intervenir. Le CBO estime que la « *X-date* », jour à partir duquel le Trésor ne pourra plus honorer ses obligations auprès de ses créanciers, interviendra en août ou en septembre 2025 en l'absence de relèvement du plafond (USD 36,1 trillions).

## PAUSE PROLONGÉE POUR LA FED

La Fed a interrompu son cycle d'assouplissement en 2025, maintenant à deux reprises sa cible de taux à +4,25% - +4,5%, du fait de la baisse des inquiétudes entourant l'emploi et de faibles progrès en matière de désinflation. Le mot d'ordre du comité (FOMC) est désormais d'attendre de « l'effet net » (terminologie de J. Powell) des décisions de l'administration Trump – que nous jugeons au global négatif pour la croissance et haussier sur l'inflation (du fait des tarifs et restrictions migratoires) – avant tout nouvel ajustement.

**ÉTATS-UNIS : EXPLOSION DES ANTICIPATIONS D'INFLATION DES MÉNAGES DEPUIS LA VICTOIRE DE TRUMP**




GRAPHIQUE 2

SOURCES : FRED (FEDERAL RESERVE ECONOMIC DATA), UNIVERSITY OF MICHIGAN, BNP PARIBAS

Dans ce contexte, nous anticipons une stabilité du taux directeur tout au long de 2025. En outre, malgré les craintes de récession, la perspective d'une baisse « préventive » nous apparaît irréaliste – et risquée – dans un contexte d'inflation persistante et attendue en hausse. L'assouplissement interviendrait en 2026 (-100 pb) face à la remontée du chômage et à un début de décrue inflationniste. Enfin, au-delà des seules décisions de taux, la Fed fait face à un enjeu maximal de préservation de son indépendance.

*Achevé de rédiger le 11 avril 2025*

**Anis Bensaidani**

anis.bensaidani@bnpparibas.com

## MÉTRIQUES BUDGÉTAIRES : MERCI AU « PRIVILÈGE EXORBITANT »

Le CBO prévoit que le déficit fédéral des États-Unis, déficitaire depuis 2001, atteindra 6,2% du PIB en 2025, avant une moyenne de 5,8% entre 2026 et 2035. Ces niveaux, inédits hors guerre ou récession, contribueraient à porter le ratio de dette/PIB à un plus haut niveau historique en 2029. De plus, ces projections reposent sur l'état actuel de la législation. Par exemple, elles prévoient une réduction de 1,0pp du déficit à horizon 2027, sous l'effet de la fin des provisions permanentes du TCJA. Or, l'objectif de les prolonger du tandem Trump/Bessent fait peser un risque haussier sur le déficit (*voir section « Plafond de la dette en vue »*). Quant à la possibilité que les recettes douanières ou la baisse des dépenses (via les actions du DOGE ou un vote du Congrès) contribuent à réduire le déficit, elle semble irréaliste en raison de l'effet probablement négatif de ces mesures sur la demande. En outre, les États-Unis font déjà face à une augmentation sensible de la charge d'intérêts, qui excède la dépense discrétionnaire (hors défense) et la dépense militaire à partir de cette année.

Des métriques budgétaires sur une telle trajectoire nourriraient des craintes légitimes d'insoutenabilité de la dette publique pour tout autre souverain. Les États-Unis échappent à ces considérations en tant qu'émetteur de l'USD, monnaie de réserve, et des *Treasuries*, dont la fonction est prépondérante sur les marchés financiers. Néanmoins, la poursuite éventuelle, que l'on ne saurait tout à fait écarter, de politiques hétérodoxes, visant à remettre en cause l'indépendance de la Fed et/ou à déprécier l'USD en contraignant les possesseurs de devises à un échange contre des obligations perpétuelles (comme évoqué par Stephen Miran, président du *Council of Economic Advisors*), irait à l'encontre du statut privilégié du billet vert.

# ZONE EURO



## UN REBOND D'ACTIVITÉ MENACÉ PAR LES DROITS DE DOUANE

**Le scénario économique de la zone euro reste suspendu à l'évolution du conflit commercial et à la mise en œuvre de possibles droits de douane réciproques américains de 20%. La hausse des dépenses militaires soutiendra néanmoins le PIB. Dans ce contexte, et bien que des signaux légèrement positifs émergent dans l'industrie, les difficultés structurelles de secteurs tournés vers l'exportation, comme la chimie, la sidérurgie et l'automobile, pourraient se prolonger. Face au protectionnisme américain, des leviers existent - approfondissement du marché intérieur, accroissement des investissements, renforcement de partenariats commerciaux externes. La désinflation se poursuivant et compte tenu des risques baissiers sur la croissance, deux baisses de taux de 25 pb de la BCE restent attendues d'ici juillet.**

### EFFET CROISSANT DES PROGRAMMES D'INVESTISSEMENT

Le taux plancher de 10% des droits de douane américains, en vigueur pour 90 jours à compter du 9 avril 2025, sera de nature à réduire l'activité en zone euro de 0,1 point de pourcentage (pp) de PIB, voire du double en cas de tarif réciproque à 20%[1]. La guerre commerciale entre les États-Unis et la Chine, et le ralentissement de la demande qu'elle induira pour ces économies pèseront également à court terme sur la croissance européenne, outre l'effet d'une incertitude extrêmement élevée. La hausse des dépenses de défense et le plan allemand sur les infrastructures devraient, en revanche, soutenir de plus en plus la croissance en zone euro (à hauteur de +0,3 point de pourcentage (pp) dès 2025 et de +0,5 pp en 2027[2], cf. *graphique 1* dans l'édito).

Ce surcroît d'activité se répartira de la façon suivante. Les pays dont la croissance du PIB est soutenue (Espagne, Portugal) sont moins liés économiquement à l'Allemagne. Ils bénéficieront donc moins des effets d'entraînement des plans outre-Rhin et ne projettent pas d'augmenter très fortement leurs dépenses militaires. Par ailleurs, l'impulsion budgétaire sera négligeable en France et en Italie, en raison de situations budgétaires contraintes. C'est en Allemagne que l'impulsion budgétaire sera la plus importante, entraînant le rebond de sa croissance et de celle des pays qui y sont les plus connectés (Europe centrale, petites économies ouvertes limitrophes).

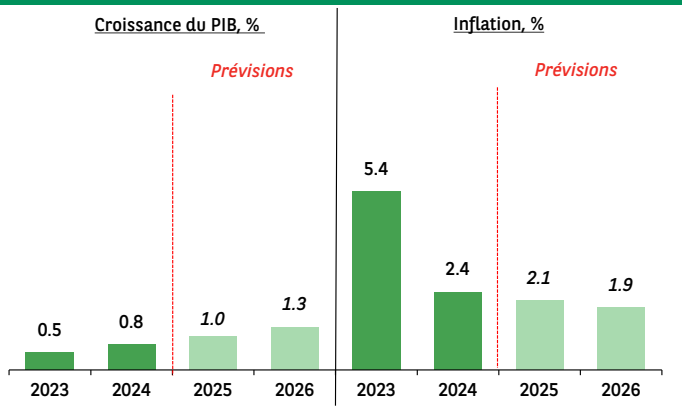
### MARCHÉ DU TRAVAIL : AU BEAU FIXE

La hausse des investissements en zone euro permettra au marché du travail de mieux absorber le choc externe de l'augmentation des droits de douane américains. Malgré la faiblesse de la croissance économique, le taux de chômage dans la zone s'est maintenu à un niveau historiquement bas (6,1% en février), tandis que les dernières données d'enquêtes demeurent assez bien orientées[3]. Cette dynamique est notamment soutenue par une hausse de la part des emplois dans la fonction publique (défense, administration publique, éducation) et la santé. Ces emplois publics représentent désormais plus d'un quart des emplois en zone euro, un record hors période Covid. À court terme, cela limitera l'ampleur des destructions d'emplois s'ils devaient y en avoir sous l'effet du choc tarifaire américain. Toutefois, cela pèse sur les dépenses publiques de certains États membres.

### INFLATION : PAS DE REBOND ATTENDU EN 2025

La cible des 2% d'inflation devrait être atteinte au début du second semestre 2025, alimentée par des pressions à la baisse sur les prix de l'énergie. Une poursuite de la désinflation est probable dans les services, le *wage tracker* de la BCE confortant le scénario d'une décélération des salaires en 2025. L'ampleur de la riposte commerciale de l'Union européenne à la hausse des droits de douane américains aura des répercussions sur l'inflation importée. Cependant, notre scénario central n'intègre pas, à ce stade, d'effets importants. Plusieurs facteurs seraient de nature à compenser le choc inflationniste initial, dont une redirection d'une partie des exportations asiatiques vers l'Europe (les prix de vente des entreprises chinoises sont plus bas que ceux de leurs concurrents). Le renforcement modéré de l'EUR-USD, que nous anticipons en 2025, ne devrait agir que marginalement sur les dynamiques d'inflation, la transmission aux prix à la consommation hors énergie étant faible en moyenne[4].

CROISSANCE ET INFLATION




GRAPHIQUE 1 SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

### POLITIQUE MONÉTAIRE : D'UN INSTRUMENT À L'AUTRE ?

La voie semble dégagée pour que la BCE procède à deux nouvelles baisses de taux en juin et en juillet, portant le taux de dépôt à 1,75%, soit la fourchette basse de notre intervalle d'estimation du taux neutre (1,5-2,5%). À terme, la BCE souhaite introduire un portefeuille « structurel » de titres pour préserver suffisamment de liquidités pour le système bancaire. Depuis le début du resserrement quantitatif, en mars 2023, la part des titres souverains détenus par l'Eurosystème a baissé de 41% à 33% (mars 2025), un chiffre supérieur à l'avant-Covid et à la mise en place du programme PEPP (*Pandemic Emergency Purchase Programme*). La BCE ne réinvestit plus, depuis janvier 2025, les actifs détenus au titre du PEPP arrivés à échéance.

1 La part des exportations de biens de la zone euro vers les États-Unis s'élevait à 3,2% du PIB en 2024. En faisant l'hypothèse d'une élasticité prix à l'importation de 0,3, une hausse des tarifs douaniers de 10% entrainerait une baisse des exportations de 0,1 points de PIB.
2 Nous estimons l'impact d'une hausse des dépenses militaires dans tous les pays de la zone, ainsi que celui des dépenses d'infrastructure en Allemagne sur la croissance au travers d'un effet direct (conséquences en termes de consommation et d'investissement public) et d'un effet indirect principalement lié à un accroissement du commerce intra-zone.
3 Le PMI composite emploi est repassé en mars au-dessus de la zone d'expansion (50,1).
4 Voir par exemple E. Ortega, C. Osbat, Exchange rate pass-through in the euro area and EU countries, April 2020.

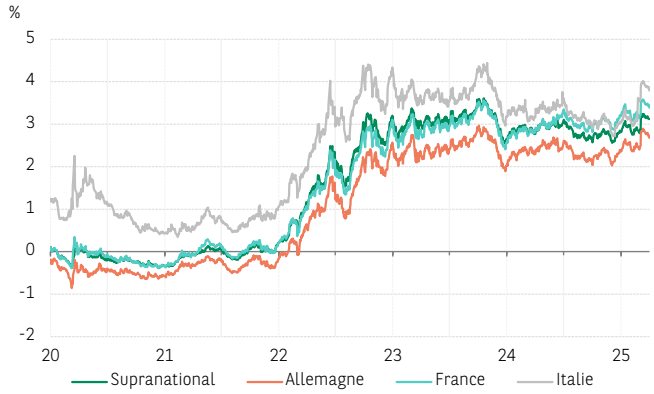
## POLITIQUE BUDGÉTAIRE : UNE CONSOLIDATION DIFFICILE À POURSUIVRE EN 2025

En moyenne, le déficit budgétaire des pays de la zone euro devrait, en 2024, s'être rapproché du seuil des 3% du PIB, ce qui, dans un contexte de remontée des taux d'intérêt, est remarquable. Cependant, les performances diffèrent entre les pays à l'épicentre de la crise des dettes souveraines (Italie, Espagne), qui continuent d'assainir leurs comptes publics, et d'autres pays, comme la France, qui ont des trajectoires moins favorables. À l'inverse, les pays avec une dette faible (Allemagne, Pays-Bas) devraient s'orienter vers un déficit budgétaire un peu plus significatif, sans que cela ne remette en cause la soutenabilité de leurs finances publiques. La hausse des dépenses militaires et le besoin probable de soutenir les industries touchées par l'offensive protectionniste américaine s'ajoutent aux défis structurels de la zone euro (transition écologique et vieillissement de la population). Cela impliquera des besoins de financement accrus (voir notre focus[5]). Toutefois, la consolidation budgétaire post-crise souveraine européenne de 2010-2012 offre, au moins à l'ensemble du bloc monétaire, quelques marges de manœuvre.

## L'APPROFONDISSEMENT DU MARCHÉ COMMUN, OBJECTIF NÉCESSAIRE ET DÉSIRÉ

L'Union européenne reste le marché commun le plus intégré au monde. L'approfondissement du marché intérieur n'en constituera pas moins l'un des principaux leviers de croissance face à la montée du protectionnisme et à la fragmentation de l'économie mondiale. Le FMI évalue que les restrictions sur les échanges de biens et de services intra-UE équivalent, respectivement, à 45% et 110% de droits de douane[6]. Par ses multiples initiatives, qui reposent principalement sur les recommandations du rapport Draghi, la Commission européenne entend renforcer le marché commun à la fois dans le domaine économique (assouplissement des politiques de concurrence, préférence européenne), financier (renforcement de la titrisation et de l'Union des marchés de capitaux) et énergétique.

ZONE EURO : RENDEMENT DES OBLIGATIONS À 10 ANS




GRAPHIQUE 2 SOURCE : BLOOMBERG

## APPRÉCIATION CONTENUE DE L'EURO FACE AU DOLLAR AMÉRICAIN

Le resserrement anticipé des taux de croissance entre la zone euro et les États-Unis devrait conduire, selon nos prévisions, à une appréciation de l'EUR/USD en 2025, même si elle pourrait être limitée par une politique monétaire plus restrictive de la Réserve fédérale américaine. L'excédent du compte courant de la zone euro reste par ailleurs important, soutenu par la forte hausse des exportations de services (+8,2% en valeur en 2024). Les exportations en technologies de l'information/communication et « autres services professionnels »[7] ont, chacune, progressé de plus de 10% en 2024[8]. Ces deux secteurs représentent désormais près de la moitié des exportations européennes de services et devrait continuer de progresser avec la numérisation de plus en plus poussée des activités.

*Achevé de rédiger le 17 avril 2025*

**Guillaume Derrien**
guillaume.a.derrien@bnpparibas.com

5 Lire également JL Proutat Grands chantiers européens : l'équation financière se complique, BNP Paribas Ecoweek 31 mars 2025.
6 Voir FMI : *Regional Economic Outlook : Europe*, Octobre 2024, page 19.
7 Cette catégorie regroupe principalement les services en recherche-développement, conseil en gestion, ingénierie-architecture.
8 Source : Eurostat.

### QUELLES SOLUTIONS POUR RÉPONDRE À LA HAUSSE DES BESOINS DE FINANCEMENT ?

Les besoins de financement accrus des États européens, dans un contexte de taux obligataires élevés, devraient conduire à un renchérissement de leurs charges d'intérêt. Selon nos calculs, une hausse supplémentaire et pérenne de 100 points de base des taux souverains en zone euro (par rapport à notre scénario central) augmenterait le service de la dette des pays de la zone euro de 0,2 pp de PIB en 2025 et 0,4 pp en 2026 en moyenne (avec des effets plus importants en France, Italie, Espagne et Finlande). Le processus de rallongement des maturités, employé durant la période pré-Covid (et qui a permis d'accroître la maturité moyenne des titres échangeables sur les marchés à 8 ans et 3 mois en février 2025, contre 6 ans et 5 mois dix ans auparavant), permet de contenir à court terme les effets de la remontée des taux à long terme sur la charge d'intérêt.

Le plan ReArm Europe, qui intègre EUR 150 mds de prêts européens financés par des émissions de titres sur les marchés, pourrait limiter la hausse du taux d'intérêt apparent. Ces émissions de dettes supranationales, dont les rendements sont proches de ceux du Bund allemand (cf. graphique 2), offrent à la quasi-totalité des États membres des conditions de financement plus favorables que celles qu'ils obtiendraient individuellement. L'idée d'un nouvel emprunt commun européen fait également son chemin dans certains pays, dont la France.

# ALLEMAGNE



## L'ÉCONOMIE ALLEMANDE SUSPENDUE AU PLAN D'INVESTISSEMENT À VENIR

**Dans un contexte de concurrence internationale renforcée et de tensions commerciales liées à la nouvelle politique tarifaire des États-Unis, l'économie allemande voit ses moteurs de croissance traditionnels remis en question. À court terme, la hausse des droits de douane imposée par l'administration Trump pèsera sur les exportations et accentuera le climat d'incertitude économique. Le futur gouvernement prépare un ensemble de réformes d'envergure pour y faire face. Parmi elles, un plan d'investissement ambitieux, centré sur les infrastructures et la défense, pourrait amorcer une transformation structurelle de l'économie. Mais ses effets se feront surtout sentir à moyen terme. Par ailleurs, le réarmement européen offre à l'Allemagne l'opportunité de réorganiser son industrie en s'appuyant sur ses filières stratégiques.**

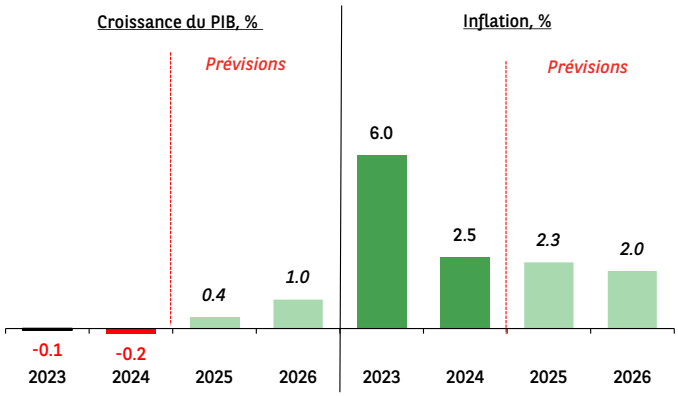
### FACE AUX CHOCS EXTÉRIEURS, L'ALLEMAGNE RÉFORME SON ÉCONOMIE

La stagnation du PIB allemand entre fin 2021 et fin 2024 s'explique principalement par le recul des exportations, qui furent longtemps un moteur de la croissance du pays. Elles ont diminué de 4,2% en volume entre le T4 2022 et le T4 2024, reflétant une perte de part de marché à l'exportation liée à la montée en puissance de concurrents asiatiques dans plusieurs secteurs (automobile, chimie, équipements électriques), et à une perte de compétitivité industrielle (coûts élevés de l'énergie).

La nouvelle politique tarifaire américaine risque d'aggraver les pressions existantes. Les États-Unis constituent, en effet, un marché clé pour l'Allemagne avec 10,4% des exportations allemandes en 2024. Une augmentation des droits de douane (+25% sur les véhicules importés, +20% sur les biens en provenance de l'UE[1]) pourrait entraîner une baisse de la demande et/ou une compression des marges, selon que le surcoût sera, ou non, répercuté sur les consommateurs finaux. L'économie allemande s'expose, en outre, aux effets indirects des hausses tarifaires américaines sur les partenaires commerciaux de l'Allemagne. Le gouverneur de la Bundesbank, J. Nagel, a ainsi estimé que la politique tarifaire américaine pourrait amputer le PIB allemand de 1,5 point à l'horizon 2027.

Le plan d'investissement, lancé par la coalition formée après les élections de février, pourrait atténuer les effets de ce choc à condition d'être mis en œuvre rapidement et de manière ciblée. Ce plan repose sur deux piliers : i/ EUR 500 mds d'investissements publics dans les infrastructures sur douze ans (dont 100 mds alloués aux Länder et 100 mds pour la transition bas carbone), ii/ l'exclusion de la règle du frein à l'endettement de toutes les dépenses militaires (dont l'aide à l'Ukraine) supérieures à 1% du PIB. Nous anticipons une croissance de +0,4% en 2025, puis de +1% en 2026. Les effets de ce plan devraient surtout se faire sentir à moyen terme, en renforçant le potentiel de croissance.

CROISSANCE ET INFLATION




GRAPHIQUE 1 SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

### LE MARCHÉ DU TRAVAIL EN VOIE DE TRANSFORMATION

Les perspectives d'emploi en Allemagne sont contrastées et le marché du travail est fragilisé. Ainsi, entre début 2023 et février 2025, le taux de chômage est passé de 2,9% à 3,5%. L'année 2024 a vu la suppression de 26 000 emplois, essentiellement dans l'industrie et la construction, tandis que le sous-emploi augmente depuis 2022 (+17% entre mai 2022 et septembre 2024 selon les dernières données disponibles). Dans ce contexte, les nouvelles barrières douanières américaines pourraient aggraver les difficultés rencontrées par certaines filières exportatrices, comme l'automobile ou la chimie, qui sont très dépendantes du marché nord-américain.

Le nouveau plan d'investissement public devrait toutefois soutenir le marché de l'emploi. Dans le cadre du volet réarmement, la demande de main-d'œuvre devrait se concentrer sur la construction, l'industrie, la défense et les services connexes. Certaines branches, comme la métallurgie ou les équipements électriques, pourraient aussi en bénéficier en réorientant leur production vers les besoins liés à la défense et au marché intérieur. À moyen terme, les investissements dans les infrastructures publiques et la transition bas carbone pourraient favoriser une montée en gamme de l'économie et dynamiser l'emploi qualifié. Ce serait le cas, notamment, des énergies renouvelables, des infrastructures numériques et de la R&D. Cette dynamique pourrait toutefois raviver les difficultés de recrutement dans certaines filières, et accentuer les pressions salariales.

Les salaires négociés ont continué de progresser mais à un rythme ralenti (+5,8% a/a contre +8,9% a/a au T3). Un relèvement du salaire minimum horaire (de EUR 12,82 actuellement à EUR 15) a, par ailleurs, été annoncé par la nouvelle coalition.

### LES PRESSIONS INFLATIONNISTES PERSISTENT

L'inflation harmonisée s'est établie à 2,3% a/a en mars 2025 et l'inflation sous-jacente à 2,6% a/a, en recul par rapport à février (2,6% et 2,7% respectivement), grâce à la poursuite de la baisse des prix de l'énergie et au ralentissement de l'inflation dans les services, qui reste néanmoins soutenue (+3,5% en mars). Le rythme de progression des salaires tend également à se modérer. Nous prévoyons une stabilisation de l'inflation dans les prochains mois.

1 Les droits de douane sur les véhicules importés sont en vigueur depuis le 2 avril. L'entrée en application des droits de douane réciproques sur les biens importés de l'UE a été reportée au 8 juillet prochain, un taux intermédiaire de 10% s'appliquera entre temps.

Elle s'élèverait à 2,3% en moyenne annuelle en 2025, puis à 2,0% en 2026. Un tel rythme pourrait être considéré comme élevé et donc peser sur la confiance des ménages et entraver la reprise de la consommation.

De plus, la mise en œuvre du plan d'investissement en Allemagne, combinée à la montée en charge des dépenses de défense au niveau européen, pourrait renforcer les tensions sur l'offre. Des goulets d'étranglement dans les chaînes d'approvisionnement risqueraient d'exercer de nouvelles pressions inflationnistes. Par ailleurs, des risques inflationnistes liés à la hausse des droits de douane américains existent, surtout si l'Union européenne décide de riposter.

## VERS LA FIN D'UNE RIGUEUR BUDGÉTAIRE EXTRÊME ET DAVANTAGE DE RÉFORMES STRUCTURELLES

L'augmentation des dépenses publiques devrait être essentiellement financée par l'emprunt. Des économies budgétaires sont certes envisagées (réduction de la bureaucratie, réforme des aides sociales), mais leurs retombées économiques ne seront pas immédiates.

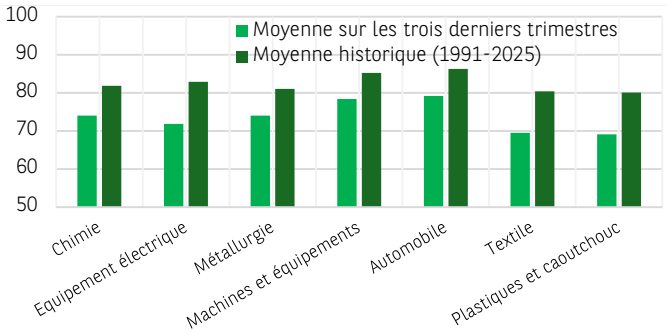
Cette orientation budgétaire entraînera une hausse du déficit et de la dette. Les risques restent maîtrisés : avec une dette publique à 62,9% du PIB en 2024, l'Allemagne conserve d'importantes marges de manœuvre. En revanche, cela expose la soutenabilité budgétaire à un environnement de taux d'intérêt plus élevé. Le déficit public est attendu à -2,9% du PIB en 2025, puis -3,5% en 2026, avec une dette atteignant 64,6% du PIB à l'horizon 2026 et 70% en 2030. Les taux à dix ans, qui ont bondi de 40 pb au lendemain de l'annonce du plan de dépense, devraient rester durablement plus élevés. Ces prévisions budgétaires risquent toutefois d'être révisées. En effet, le durcissement nord-américain devrait peser sur les perspectives de croissance.

Sur le front des réformes, outre le plan d'investissement, la nouvelle coalition prévoit de revoir la fiscalité des entreprises et des ménages, de baisser les prix de l'électricité, d'assouplir le marché du travail, de refondre les aides sociales et de durcir la politique migratoire. L'entrée en fonction du gouvernement, prévue début mai, marquera le lancement opérationnel de ce programme.

## LE RÉARMEMENT EUROPÉEN, AU SECOURS DU COMMERCE EXTÉRIEUR ?

La balance courante reste excédentaire (+EUR 230 mds en 2024), malgré l'érosion de l'excédent commercial due à la baisse des exportations de biens.

**ALLEMAGNE : TAUX D'UTILISATION DES CAPACITÉS DE PRODUCTION (%)**




GRAPHIQUE 2 SOURCE: DG ECFIN, BNP PARIBAS

La balance des services, quant à elle, reste déficitaire depuis 2021 (-EUR 20 mds en 2024) à cause du tourisme.

Hors UE, les perspectives à l'export se détériorent encore face au durcissement de la politique commerciale américaine, qui vient s'ajouter aux défis posés par la montée en puissance de la Chine.

À l'inverse, les échanges intra-européens pourraient s'intensifier à partir de 2026 dans le cadre du réarmement européen. L'Allemagne est bien positionnée pour répondre à la hausse des investissements de défense grâce à son industrie spécialisée dans les machines et équipements, la métallurgie, les équipements électriques et la chimie, qui peuvent constituer des intrants pour la défense (*voir notre encadré*). Le plan d'investissement public, qui doit encore être finalisé, pourrait également favoriser les circuits intra-européens en privilégiant les entreprises européennes dans les appels d'offres. Toutefois, ces évolutions devraient réduire encore l'excédent sur les biens, l'Allemagne s'apprêtant à investir davantage que les autres principaux pays européens.

*Achevé de rédiger le 17 avril 2025*

**Mariannne Mueller**
marianne.mueller@bnpparibas.com

### RÉARMEMENT EUROPÉEN ET RELANCE INDUSTRIELLE : UNE OPPORTUNITÉ POUR L'ALLEMAGNE

Face aux tensions géopolitiques persistantes et à l'affaiblissement du soutien militaire américain, les pays européens prévoient d'augmenter fortement leurs dépenses militaires. Ce tournant stratégique représente une opportunité économique pour l'industrie allemande.

L'Allemagne dispose, en effet, d'un tissu industriel robuste. Des groupes comme Rheinmetall, ThyssenKrupp, Hensoldt ou Diehl jouent un rôle central dans l'industrie de la défense, avec l'appui d'un réseau d'entreprises spécialisées en mécanique, électronique ou matériaux avancés. Entre 2020 et 2024, le pays représentait 2,6% des exportations mondiales d'armement (SIPRI) et participait activement aux programmes de défense européens.

Le contexte est favorable, de nombreuses capacités industrielles étant aujourd'hui sous-utilisées. Selon la Commission européenne, le taux d'utilisation des capacités de production dans les secteurs clés (moyenne non pondérée du textile, la chimie, les plastiques et le caoutchouc, la métallurgie, les machines et équipements) était de 74% sur les trois derniers trimestres, soit 8,3 points de moins que sur la moyenne 2010-2025 (cf. *graphique 2*). Certaines entreprises commencent déjà à réorienter leurs activités vers le secteur de la défense. Cela permettrait de mobiliser les ressources disponibles sans alimenter l'inflation.

Des freins à l'adaptation du tissu productif subsistent toutefois. L'accélération des procédures et la simplification des règles administratives, prévues par le futur gouvernement, permettraient de répondre efficacement aux nouveaux besoins.

# FRANCE



## UNE CROISSANCE SOUMISE À DE MULTIPLES CONTRAINTES

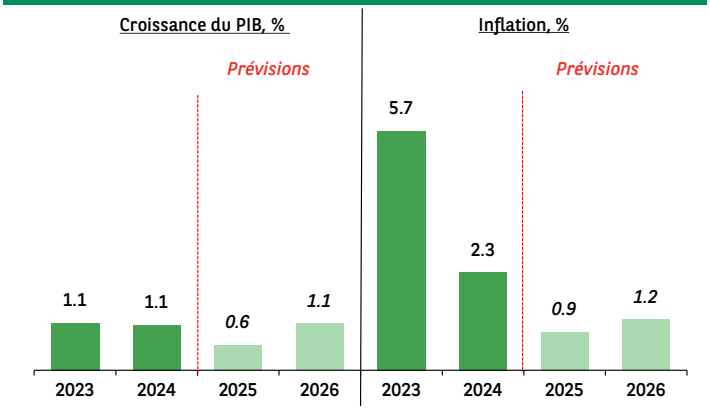
**La croissance française devrait toucher un point bas en 2025, en raison d'incertitudes politiques et commerciales. Elle se redresserait en 2026, soutenue par une hausse de la consommation publique portée notamment par les dépenses de défense et par l'accélération attendue de la croissance allemande. Cet environnement européen plus porteur prendrait donc le dessus en 2026 sur le choc lié à la hausse des tarifs douaniers américains. L'inflation resterait modérée et la détérioration du marché du travail serait contenue. Le niveau du déficit public restera un frein dans un environnement de taux d'intérêt peu porteur.**

### UNE CROISSANCE DONT L'AMÉLIORATION POURRAIT ATTENDRE 2026

La mise en œuvre tardive du budget 2025 (voté en février seulement) a compliqué le début de l'année. Le climat des affaires a touché un point bas en décembre 2024, à 94 (97 en mars 2025), tout comme la confiance des ménages, à 88 (92 en mars 2025). Le pessimisme de ces derniers concerne la situation économique future et les perspectives en matière de niveau de vie. Les indicateurs d'incertitude demeurent à des niveaux élevés, l'incertitude commerciale prenant désormais le dessus. Celle-ci devrait affecter en priorité les secteurs où les États-Unis constituent un débouché direct (aéronautique, vins et spiritueux) ou indirect au travers de l'Allemagne (tels que les sous-traitants français de l'industrie allemande).

La croissance française devrait, à terme, retrouver des soutiens. La mise en œuvre du budget s'accompagne d'une hausse des dépenses publiques collectives (défense, police, justice), tandis que la consommation publique individuelle (éducation, santé) n'est pas concernée par l'effort de consolidation budgétaire. À partir du 2e semestre, et encore davantage en 2026, la mise en œuvre du « quoi qu'il en coûte » allemand bénéficierait à la croissance française qui atteindrait 1,1% en 2026 (0,6% en 2025).

CROISSANCE ET INFLATION




GRAPHIQUE 1 SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

### HAUSSE DU CHÔMAGE : DES CRAINTES EXCESSIVES ?

Le marché du travail s'est détérioré avec 90 000 destructions nettes d'emplois au 4e trimestre 2024. 2025 a débuté sur une note négative, avec un recul du climat de l'emploi à 93 en février (96 en mars) d'après l'Insee. Le solde d'opinions sur la crainte du chômage a nettement augmenté (+46 en mars contre +30 en moyenne au T3 2024) dans l'enquête menée auprès des ménages.

Le taux de chômage a toutefois diminué au 4e trimestre, à 7,3% contre 7,4% au T3, en raison d'une baisse du taux d'activité des jeunes. En parallèle, la proportion des 15-29 ans sans emploi et sans formation atteint un plus haut, hors période de Covid, depuis le T3 2019, à 12,8%.

La demande faible et la détérioration du taux d'utilisation des capacités de production vont dans le sens d'une remontée du chômage. Toutefois, celle-ci serait tempérée et limitée dans le temps. Le taux de chômage atteindrait 8% fin 2025, avant de diminuer de nouveau en 2026 en raison de l'amélioration prévisible de l'activité.

### L'INFLATION DEVRAIT RESTER MODÉRÉE

La désinflation est notable. L'inflation est revenue à son niveau pré-Covid dans la plupart des postes de l'indice des prix à la consommation. L'enquête sur le climat des affaires de l'Insee montre des perspectives de hausses de prix limitées, y compris dans les services (où l'inflation reste un peu plus élevée).

Une réponse européenne à l'augmentation des tarifs douaniers par l'administration Trump pourrait engendrer une remontée de l'inflation. Toutefois, l'appréciation de l'euro face au dollar, depuis le début de l'année (et sa poursuite vers 1,12 fin 2025 et 1,2 fin 2026 d'après nos prévisions), et la décrue récente des prix de l'énergie devraient limiter l'inflation importée. Par ailleurs, la modération salariale observée depuis quelques trimestres va dans le sens également d'une inflation contenue, et de gains en termes de salaire réel.

En conséquence, le pouvoir d'achat des ménages devrait augmenter de 0,7% en 2025 et de 0,4% en 2026. Des hausses plus faibles néanmoins qu'en 2024 (+2,5%), alors soutenues par une croissance exceptionnelle des prestations sociales (+6,1% en 2024, une hausse compensant l'inflation observée en 2023).

### RATIO DE DETTE PUBLIQUE EN HAUSSE MALGRÉ LA CONSOLIDATION

Le déficit budgétaire s'est détérioré en 2024 (5,8% du PIB après 5,4% en 2023) et le ratio de dette publique sur PIB est revenu à 113% du PIB, son niveau de 2021 (ce qui efface les gains obtenus en 2022-23 au moment de la période inflationniste). L'adoption du budget pour 2025 ouvre la voie à une mise en œuvre des priorités budgétaires (défense, sécurité, justice) et devrait donc soutenir la hausse de la consommation publique. La cible budgétaire finalement retenue pour 2025 ramène le déficit à son niveau de 2023 (5,4% du PIB). Elle peut sembler peu ambitieuse. Toutefois, l'effort budgétaire, hors hausse de la charge d'intérêts (+0,4 point de PIB en 2025) et dépenses nouvelles (+0,2 point de PIB), est proche de 1 point de PIB. Il demeure qu'avec ce niveau de déficit et une croissance nominale qui devrait tomber à 2,5%, la dette publique devrait atteindre 115,5% du PIB en 2025, dépassant ainsi son précédent record de 2020. Cette hausse sera difficile à enrayer dans les années qui viennent (*voir encadré focus*).

## LA FRANCE RESTE ATTRACTIVE

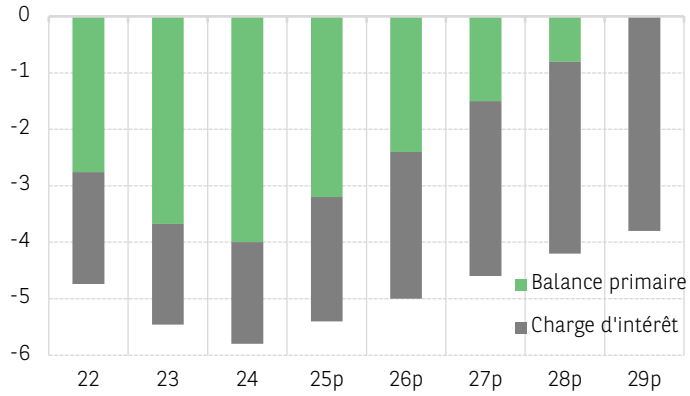
L'incertitude budgétaire et les mesures envisagées lors de la navette parlementaire (taxation des revenus du capital, notamment) ont fait craindre que l'attractivité de la France pour les investissements étrangers (premier pays européen selon le baromètre EY) ne se détériore. Il n'en est rien *in fine*. Si la hausse de la fiscalité sur les entreprises peut être pénalisante, le caractère exceptionnel de la surtaxe de l'impôt sur les sociétés est un moindre mal. La hausse des cotisations sociales est finalement plus limitée (à EUR 1,6 md) que dans le projet initial, et pèse donc moins qu'attendu sur le coût du travail. Le maintien d'une dynamique de créations d'entreprises, dont le niveau se rapproche de nouveau depuis novembre de celui maintenu jusqu'en août 2024, est un autre signal positif.

## EXPORTATIONS : À L'AUBE DU GRAND CHAMBARDEMENT

La croissance des exportations de biens et services a nettement ralenti en 2024 (+1,1% en volume). Sur les biens, la France a subi une baisse des exportations vers l'Europe (EUR -15 mds en valeur, dont près de −5 mds vers l'Allemagne comme vers l'Italie), tandis que les exportations aéronautiques ont stagné. En outre, ce sont les exportations vers les États-Unis qui ont le plus progressé (EUR +3,5 mds).

Les prochains trimestres devraient être marqués par un changement profond négatif - car la France est exposée aux tarifs douaniers que l'administration américaine pourrait décider (pharmacie, luxe, vins et spiritueux), puis par un autre plus positif - un rebond de la croissance en Allemagne et en zone euro que pourrait engendrer le plan européen d'investissement dans la défense. De plus, la production aéronautique s'accroîtrait à mesure que le secteur parviendrait à contrecarrer ses contraintes d'offre. Ainsi, regagnant en vigueur, les exportations soutiendraient la croissance française en 2026.

FRANCE : DÉCOMPOSITION DU DÉFICIT PUBLIC (% DU PIB)




GRAPHIQUE 2

SOURCES : INSEE, PRÉVISIONS BNP PARIBAS (P)

*Achevé de rédiger le 17 avril 2025*

**Stéphane Colliac**
stephane.colliac@bnpparibas.com

## UN RÉARMEMENT LIMITÉ PAR LA CONTRAINTE BUDGÉTAIRE

La France, 2e exportateur mondial d'armes (9,6% en 2024 selon le SIPRI), devrait tirer profit du plan d'investissement massif annoncé par l'Allemagne et de l'effort européen de réarmement qui, à terme, porterait les dépenses militaires des pays de l'Union européenne à 3,5% du PIB.

Toutefois, la France ne devrait pas fournir le plus gros effort en raison d'une contrainte budgétaire forte. Pour le moment, le gouvernement a décliné la marge de manœuvre budgétaire de 1 point de PIB que la Commission européenne accordera en matière de déficit public aux pays qui augmenteraient leurs dépenses militaires.

Les taux d'intérêt constituent la première contrainte. Si l'effet de leur remontée sur la charge d'intérêts est retardé en raison de la maturité moyenne relativement élevée de la dette française (8 ans et demi), le poids de cette charge doublerait entre 2024 et 2029 (augmentant de près de 2 points de PIB pour atteindre 3,8% du PIB).

La deuxième contrainte, durable également, est la montée en puissance des dépenses militaires. Même si la fourchette basse devait être retenue (cible de 3% du PIB en 2030), l'effort additionnel serait de près de 1 point de PIB par rapport à 2024. Un effort toutefois plus lissé qu'ailleurs en Europe : en France, nous anticipons une hausse des dépenses militaires de 0,2 point de PIB par an dès 2026, alors que l'Allemagne passerait les siennes de 2% du PIB en 2024 à 3,5% en 2027.

Troisième contrainte : le Parlement étant divisé, la consolidation budgétaire passera difficilement par une désindexation des dépenses sociales (un temps évoquée) ou par des économies plus franches sur les dépenses des collectivités locales. En 2025, les économies budgétaires portent principalement sur les dépenses de l'État central. Il en résultera une consolidation budgétaire très étalée dans le temps. Pour parvenir à réduire le déficit, des hausses d'impôts paraissent inévitables.

Nous incorporons dans nos hypothèses une augmentation de 0,5 point de PIB des dépenses militaires par rapport à ce que prévoit la loi de programmation militaire, ce qui aboutirait à un déficit supérieur à 3% du PIB (toujours possible à l'avenir, même si la France l'exclut pour le moment). Dans l'hypothèse de taux d'intérêt à 10 ans structurellement supérieurs à 3%, avec un taux d'intérêt apparent à terme au-dessus de la croissance nominale (de l'ordre de 2,5% du PIB), la dette publique continuerait d'augmenter inexorablement d'ici à la fin de la décennie.

# ITALIE



## LE REBOND DE L'INVESTISSEMENT SOUTIENT LA CROISSANCE

**Le léger rebond du T4 2024 a permis au PIB italien de croître de 0,5% en 2024. En 2025, la croissance atteindrait 0,8%, puis 1,3% en 2026. Elle resterait modérée tout au long du premier semestre, puis s'accélérerait en fin d'année, portée principalement par la consommation, elle-même soutenue par la progression du revenu disponible. L'incertitude liée au commerce international risque de limiter drastiquement la contribution des exportations à la croissance économique. En revanche, la tendance a été positive sur le marché du travail en 2024, avec +800 000 personnes en emploi entre le T4 2019 et le T4 2024.**

### ACTIVITÉ ÉCONOMIQUE : LA REPRISE DE L'INVESTISSEMENT A SOUTENU LA CROISSANCE FIN 2024

En 2024, l'économie italienne a progressé de 0,5% en moyenne annuelle : les exportations nettes et la demande intérieure ont été les principaux moteurs de la croissance (contribution de +0,3pp et +0,4pp respectivement), tandis que les variations de stocks l'ont ralentie (-0,2pp).

Après avoir stagné au T3, l'activité a légèrement rebondi au T4 (+0,1% t/t) permettant au PIB réel de dépasser de 5,9% son niveau du T4 2019. Au cours du dernier trimestre de 2024, l'investissement a augmenté (+1,6% t/t) après trois baisses consécutives. Bien qu'elle se soit généralisée à tous les secteurs, cette reprise de l'investissement a principalement profité au secteur des machines-équipement, ainsi qu'à la construction.

La valeur ajoutée a augmenté au T4 2024 dans l'agriculture (+2,0% a/a), la construction (+0,7%) et les services (+0,9%), tandis qu'elle a diminué dans l'industrie (-1,5%). La faible performance du secteur manufacturier, observable en 2024 et 2025, a été principalement due aux difficultés des industries énergo-intensives (bois, papier, métaux et produits chimiques). De plus, le textile continue de faire face à plusieurs difficultés. Ainsi, en 2024, sa production était de 30% inférieure à celle enregistrée au T4 2019.

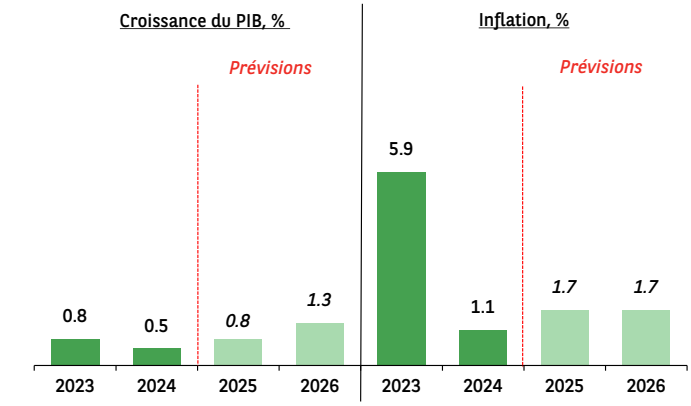
Durant les deux prochaines années, les retombées du rebond économique allemand et du programme ReArm Europe profiteront à la croissance italienne. Néanmoins, l'incertitude relative au commerce mondial devrait freiner le soutien des exportations à la croissance. En outre, la réduction du Superbonus (incitations fiscales à l'investissement dans la construction résidentielle) ne devrait être que partiellement compensée par des mesures mises en œuvre au titre des fonds Next Generation EU. Pour cette raison, l'investissement ne devrait contribuer que marginalement à la croissance économique de l'Italie. Par conséquent, le PIB réel devrait croître de 0,8% en 2025. En 2026, la croissance pourrait atteindre 1,3%, tirée notamment par la demande allemande.

Le commerce international est confronté à des risques baissiers avec l'escalade des tensions géopolitiques qui pourrait créer de nouveaux obstacles dans les chaînes d'approvisionnement mondiales. Les estimations préliminaires réduisent les projections de croissance italienne de 0,2 pp dans le cas où les menaces tarifaires américaines seraient pleinement appliquées. Les secteurs de l'alimentaire, de la pharmacie et de la chimie devraient être les plus affectés, tandis que la mode et l'ameublement pourraient subir une contraction plus modeste, du fait du niveau élevé de différenciation des produits, ce qui les rend moins facilement substituables à court terme.

### L'EMPLOI CONTINUE D'AFFICHER UNE TENDANCE FAVORABLE

Tout au long de l'année 2024, la dynamique du marché du travail a été positive : le nombre de personnes en emploi a augmenté (+168 000 sur un an au T4). Ainsi, le taux d'emploi a atteint un niveau historiquement

CROISSANCE ET INFLATION




GRAPHIQUE 1 SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

élevé (62,4%), mais toujours inférieur à la moyenne de l'Union européenne (70,9%). Néanmoins, le déclin démographique menace le marché du travail italien, et complique le remplacement des actifs âgés par les plus jeunes. L'évolution du nombre de salariés comparativement à 2019 (+756 000 entre le T4 2019 et le T4 2024) est principalement attribuable à la cohorte des 55-64 ans, tandis que l'emploi de la cohorte des 35-54 ans diminue.

En Italie, l'emploi est structurellement soutenu par des coûts de main-d'œuvre maîtrisés. Ces dernières années, ils ont augmenté plus lentement que l'inflation, ce qui a fait de la main-d'œuvre un intrant moins coûteux que les autres facteurs de production. La plupart des entreprises ont donc cherché à préserver leur capital humain, même lorsqu'il s'agissait de retenir des travailleurs sous-utilisés (rétention de main-d'œuvre). Selon l'Istat, entre le T4 2019 et le T3 2024, les salaires bruts par unité de travail ont augmenté de moins de 10%, tandis que les prix à la consommation ont crû deux fois plus vite. La situation devrait évoluer à mesure que les entreprises adopteront les solutions d'intelligence artificielle (IA). Selon la Banque d'Italie, environ 15 millions de salariés sont modérément ou fortement exposés à l'IA ; les actifs complémentaires sont néanmoins plus nombreux que les travailleurs substituables (respectivement 9 millions contre 6 millions).

### INFLATION : LA HAUSSE DU POUVOIR D'ACHAT DES MÉNAGES SOUTIENT LA CONSOMMATION PRIVÉE

Au T4 2024, l'amélioration des conditions économiques et financières et du pouvoir d'achat des ménages italiens a permis une hausse de la consommation privée (+0,1% t/t, après +0,4 % au T3). En 2024, les salaires horaires contractuels ont augmenté d'environ 3% a/a, dépassant l'inflation (1,1% en 2024).

Début 2025, le taux d'inflation a augmenté (1,7% a/a) avec la hausse des prix des produits alimentaires et de l'énergie. Au cours des deux prochaines années, elle devrait rester inférieure à 2% (1,7% en 2025 et 2026).

## POLITIQUE BUDGÉTAIRE : RÉTABLISSEMENT DES FINANCES PUBLIQUES

Malgré le ralentissement de la croissance en 2024, les finances publiques italiennes se sont rétablies, le ratio de déficit public sur PIB (passant de 7,2% en 2023 à 3,4%) comme le solde primaire (de -3,6% à +0,4%). De son côté, la pression fiscale (mesurée comme le rapport entre les recettes totales et le PIB nominal) reste élevée : elle est passée de 41,4% en 2023 à 42,6%. Dans l'ensemble, l'augmentation à venir des dépenses de défense pourrait peser sur les finances publiques (*voir notre focus*).

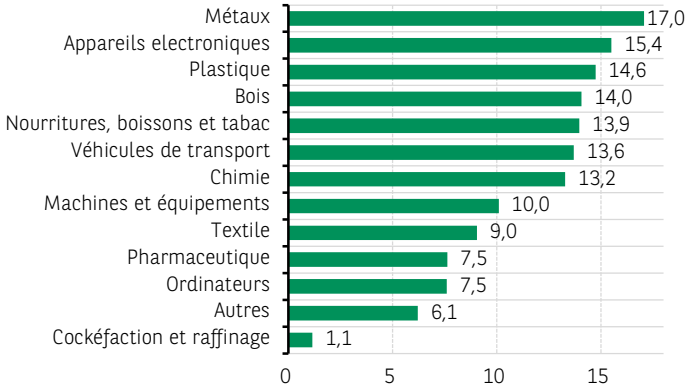
## COMMERCE EXTÉRIEUR : L'UN DES PAYS DE L'UE LES PLUS EXPOSÉS AUX MARCHÉS EXTÉRIEURS

Après avoir crû d'environ 20% en 2021 et 2022, la croissance des exportations italiennes (en valeur) a ralenti en 2023 (1,9%) et est devenue négative en 2024 (-0,4%)[1]. Point positif, les exportations de produits alimentaires et pharmaceutiques ont augmenté (+8% et +9,5% respectivement). En revanche, celles de métaux et matériaux de transport ont diminué (-3,3% et -12%).

La faiblesse de l'Allemagne, son principal partenaire commercial (11,4% des exportations totales), a affecté les exportations italiennes. Ainsi, les ventes à ce partenaire majeur ont baissé de 5% en 2024 en raison de la chute des exportations de matériel de transport (-20,2%) et de métaux (-10,9%).

Par ailleurs, parmi les pays de l'UE, l'Italie est l'un des plus exposés aux marchés non européens. En 2024, plus de 48% de ses exportations totales étaient dirigées en-dehors de l'UE (contre 45% pour l'Allemagne et la France, et environ 37% pour l'Espagne). En outre, les États-Unis sont la deuxième destination des produits italiens (10,4% des exportations totales, soit près de deux fois plus qu'en 2010), bien qu'en 2024 les exportations vers cette destination aient diminué (-3,6%), principalement le matériel de transport (-30%).

**EXPORTATIONS DE L'ITALIE VERS L'ALLEMAGNE EN 2024**
**(% DES EXPORTATIONS TOTALES VERS L'ALLEMAGNE)**




GRAPHIQUE 2

SOURCES : BNL ECONOMIC RESEARCH, ISTAT

## DÉFIS : L'IMPACT DES POLITIQUES D'INVESTISSEMENT ALLEMANDES

Le 18 mars, le Parlement allemand a approuvé un ensemble de mesures de dépense, comprenant un fonds d'infrastructure de EUR 500 mds d'euros sur 12 ans et la possibilité d'augmenter significativement les dépenses de défense. L'Allemagne étant le principal partenaire commercial de l'Italie, ce plan devrait stimuler les exportations italiennes, en particulier dans les machines, la technologie et les biens intermédiaires (dont les matériaux de construction, cf. *graphique 2*). L'Italie pourrait également bénéficier de nouvelles collaborations avec l'Allemagne : des projets communs d'infrastructure et de défense pourraient stimuler une coopération industrielle plus approfondie entre leurs entreprises. Toutefois, des incertitudes subsistent quant au calendrier de mise en œuvre du plan d'investissement de l'Allemagne et à son impact économique plus large.

*Achevé de rédiger le 17 avril 2025*

**Simona Costagli**

simona.costagli@bnpparibas.com

1 Les données figurant dans ce paragraphe ne sont pas désaisonnalisées.

### IMPACT DU PLAN REARM EUROPE SUR L'ITALIE

Dans le cadre de ReArm Europe, les États membres de l'UE seront autorisés à augmenter leurs dépenses de défense au-delà des limites fixées dans les plans budgétaires et structurels nationaux à moyen terme, et jusqu'à 1,5 point de PIB supplémentaire. Les investissements de défense dans l'ensemble de l'UE pourraient atteindre EUR 800 mds sur quatre ans (dont un fonds de EUR 150 mds (*Security Action for Europe*) destiné à soutenir des prêts pour des investissements de défense).

D'après une analyse récente de l'OPCI (un *think thank* italien), les dépenses de défense de l'Italie passeraient progressivement de 1,6% du PIB en 2024 à 3,1% d'ici 2028. Selon ce scénario, les EUR 128 mds de dépenses supplémentaires ne devraient augmenter le déficit que d'environ EUR 15 mds d'euros par an en moyenne (+0,6 pp du PIB), car l'effort serait partiellement financé par des économies. Le ratio de dette sur PIB de l'Italie atteindrait 135,5% d'ici 2031, dépassant à la fois le niveau de 2024 (+0,02pp) et la prévision de base du plan budgétaire structurel (+3,5pp).

# ESPAGNE



## UNE CROISSANCE DYNAMIQUE, MAIS JUSQU'À QUAND ?

**Au cours des deux prochaines années, la croissance espagnole devrait être plus forte qu'anticipé dans notre dernier numéro d'EcoPerspectives. La poursuite de la désinflation et la bonne performance du marché du travail continueraient de porter la demande intérieure, au détriment du commerce extérieur. Malgré les anticipations d'une hausse des dépenses de défense, la forte croissance nominale continuerait de faciliter le rééquilibrage des finances publiques. Cependant, les vulnérabilités structurelles de l'Espagne menacent la poursuite de sa surperformance sur un horizon plus lointain.**

### ACTIVITÉ ÉCONOMIQUE : DES PRÉVISIONS TOUJOURS POSITIVES

Après avoir rebondi en 2024 (+3,2%), la croissance espagnole diminuera très légèrement au cours des deux prochaines années. Elle restera néanmoins toujours largement supérieure à la moyenne de la zone euro (+2,6% et +2,1% en 2025 et 2026, contre 1,0% et 1,3%).

La consommation privée devrait continuer de soutenir l'activité économique. La robustesse du marché du travail, la croissance des salaires et le ralentissement de l'inflation tireront à la hausse le pouvoir d'achat des ménages. Le déboursement des fonds du plan de relance de l'Union européenne (NGEU) et l'assouplissement de la politique monétaire menée par la BCE bénéficieront à l'investissement, qui devrait rebondir. Toutefois, le commerce extérieur ne devrait plus contribuer positivement à la croissance, car la progression de la demande intérieure soutiendra davantage les importations que ce n'était le cas au cours des dernières années.

Enfin, la hausse des droits de douane américains, annoncée par Donald Trump, soulève de fortes incertitudes concernant les prévisions de croissance au sein de la zone euro, et ce dès 2025. Bien que les conséquences pour l'Espagne devraient être limitées – en raison de sa forte dépendance au secteur des services et de sa faible exposition aux États-Unis (la part des exportations totales de biens espagnols à destination des États-Unis ne s'élevant qu'à 1,2% du PIB en 2023) – le pays devrait souffrir du ralentissement de la croissance de ses principaux partenaires commerciaux européens (Allemagne, France et Italie), davantage affectés. Selon nos prévisions, ce n'est qu'à partir de 2026 que l'effet positif sur la croissance de la réorientation de la politique budgétaire en Europe, via une hausse attendue des dépenses de défense, dominerait, ce qui devrait *in fine* jouer positivement sur la croissance espagnole.

### MARCHÉ DU TRAVAIL : DOPÉ PAR L'IMMIGRATION

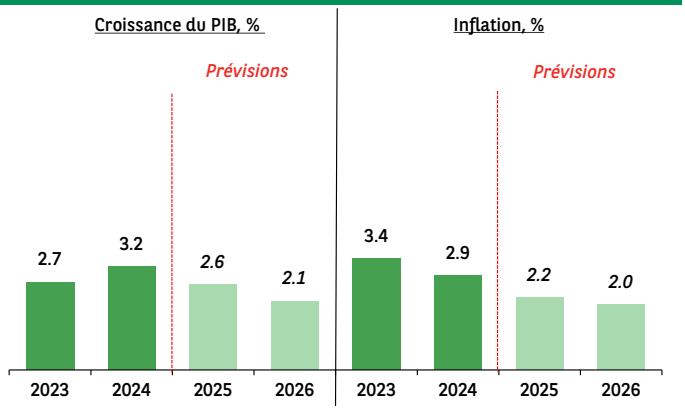
Le dynamisme du marché du travail ne faiblit pas : le nombre de chômeurs a de nouveau diminué en février (-0,4% m/m[1]), tandis que celui des personnes en emploi continue d'augmenter (+0,3% m/m). La part de travailleurs étrangers dans la main d'œuvre ne cesse de progresser (15,2% au T4 2024 ; +0,6 pp sur un an). La croissance de l'emploi devrait se poursuivre, principalement portée par ces flux migratoires. Ces perspectives positives, associées à la croissance toujours importante des salaires (salaires négociés en hausse de 3% a/a en février, et revalorisation du salaire minimum à EUR 1184 brut en 14 versements [+4,4%]), ainsi qu'à la désinflation, continueront de soutenir la consommation privée. Toutefois, les gains de revenus réels se modéreront au fil du temps, la croissance des salaires négociés ayant déjà commencé à ralentir.

### INFLATION : TIRÉE PAR LA HAUSSE DES PRIX DE L'ÉLECTRICITÉ

Après s'être maintenue à un niveau élevé en février (+2,9% a/a), en raison de la suppression du taux réduit de TVA sur les denrées alimentaires de base et de la hausse des prix de l'électricité (elle-même liée à la suppression des réductions d'impôts en ce début d'année), l'inflation harmonisée a nettement ralenti en mars (+2,2% selon l'estimation de l'INE). L'inflation devrait rester proche de ce niveau au cours des prochains mois du fait du ralentissement anticipé des prix de l'énergie. De son côté, l'inflation sous-jacente freine (2,0% a/a) et se rapproche de l'objectif de la BCE.

1 Donnée corrigée des variations saisonnières.

CROISSANCE ET INFLATION




GRAPHIQUE 1 SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

### FINANCES PUBLIQUES : LA CROISSANCE NOMINALE EN SOUTIEN DES RATIOS BUDGÉTAIRES

Malgré la fragmentation politique et la hausse attendue des dépenses de défense, la dynamique des finances publiques devrait demeurer positive tant que la croissance nominale restera élevée. Cela permettrait au ratio de dette publique sur PIB de continuer de diminuer (cf. *graphique 2*). En 2024, il s'était déjà réduit davantage qu'initialement anticipé (101,8% contre 102,5% estimé par la Banque d'Espagne). Il est ainsi possible qu'il se rapproche de la barre des 100%, voire qu'il la franchisse d'ici 2026 (100,6% en 2025 et 99,6% en 2026 selon nos prévisions), nonobstant l'augmentation des dépenses de défense (voir notre focus).

### COMMERCE EXTÉRIEUR : L'EXCÉDENT DES SERVICES ATTEINT UN RECORD HISTORIQUE

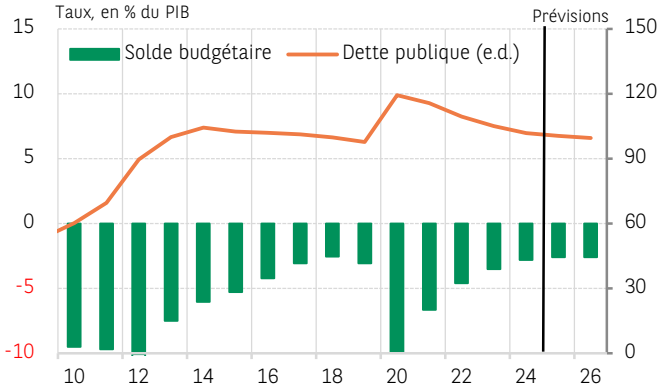
Les comptes extérieurs espagnols restent solides. Au T4 2024, le compte courant a atteint son meilleur niveau depuis 2018 (excédent de EUR 92,7 mds en cumulé sur douze mois). Celui-ci reste soutenu par l'excédent des services qui atteint un niveau historique (EUR 266 mds), porté par les records touristiques de 2024 (93,8 millions d'arrivées de visiteurs, +10,1% a/a).

## DÉFIS STRUCTURELS : ENTRE FAIBLE PRODUCTIVITÉ ET CRISE DU LOGEMENT

Les faibles niveaux de productivité observés en Espagne menacent la poursuite de sa surperformance à moyen terme. Durant la dernière décennie, l'évolution de la productivité (mesurée par le ratio de PIB par heures travaillées) montre que le pays se situe toujours derrière la moyenne de la zone euro. Entre 1995 et 2022, la productivité a augmenté de 18,7% en Espagne, contre +29,1% en moyenne dans la zone euro. Cette faiblesse s'explique par le fait qu'une plus large proportion de l'économie repose sur des secteurs à plus faible productivité, comme les services touristiques. Néanmoins, lorsque les dynamiques conjoncturelles positives se seront dissipées, ce manque de productivité pourrait agir comme un frein à la croissance du pays.

L'activité immobilière a rebondi en 2024. Sur un an, la demande de logements a redémarré : les transactions ont enregistré leurs meilleurs chiffres depuis 2008 (avec un total de 642 208 logements vendues [+10% a/a]). Cependant, l'offre de logements ne suit toujours pas, poussant les prix à la hausse (+7,7% a/a en février). Les régions les plus touchées par ces pénuries sont celles ayant une activité économique et touristique plus importante, telles que la Catalogne, la région de Madrid, ou encore l'Andalousie. Par ailleurs, selon la Banque d'Espagne[2], le déficit de logements pourrait grimper à 600 000 unités cette année.

ESPAGNE : SOLDE BUDGÉTAIRE ET DETTE PUBLIQUE




GRAPHIQUE 2 SOURCES : EUROSTAT, DG ECFIN AMECO, MACROBOND, BNP PARIBAS

*Achevé de rédiger le 17 avril 2025*

**Lucie Barette**
lucie.barette@bnpparibas.com

2 Note d'avril 2024 : The Spanish housing market, Banque d'Espagne.

### LA HAUSSE DES INVESTISSEMENTS EN DÉFENSE NE DEVRAIT PAS MENACER LES FINANCES PUBLIQUES ESPAGNOLES

La trajectoire des finances publiques de l'Espagne est assez favorable. La forte croissance nominale a permis aux ratios de dette publique et de déficit budgétaire sur PIB de diminuer. Ce dernier s'est d'ailleurs davantage réduit qu'anticipé en 2024 (-2,8%), tout comme le ratio de dette (*cf. plus haut*).

Le pays bénéficie d'une croissance nominale (6,2% en 2024) supérieure au coût moyen de la dette (2,5% du PIB), ce qui permet de la diminuer. Le gouvernement dispose ainsi d'une marge de manœuvre significative pour augmenter ses dépenses sans que cela détériore le ratio de dette publique.

En 2024, les dépenses de l'Espagne en matière de défense ne représentaient que 1,28% du PIB[1], soit l'un des niveaux les plus faibles parmi les pays de l'OTAN. Le Premier ministre s'est récemment engagé à augmenter les investissements publics dans la défense au seuil de 2% d'ici 2029. Néanmoins, la fragmentation politique pourra lui compliquer la tâche. Sans loi de finance, le gouvernement prévoit toutefois de déployer ces dépenses sans le vote du Parlement, en jouant sur les lignes budgétaires au travers de crédits extraordinaires.

Au cours des deux prochaines années, malgré la fin du soutien au secteur privé qui répondait à la hausse des prix de l'énergie, les dépenses publiques devraient augmenter en raison de la hausse des dépenses de défense. Néanmoins, la progression des recettes pourrait contrebalancer cette évolution. Celles-ci augmenteraient sous l'impulsion d'une hausse des cotisations sociales, induite par l'augmentation du nombre de travailleurs, et de la suppression de la réduction de TVA sur les denrées alimentaires de base. Ainsi, le ratio déficit budgétaire sur PIB devrait se réduire à -2,6% en 2025, puis se maintenir à ce niveau en 2026.

1 Selon les estimations de l'OTAN

# BELGIQUE



## EN ATTENDANT LA CROISSANCE ALLEMANDE

**À peine constituée, la nouvelle coalition gouvernementale a dû affronter les pressions des syndicats protestataires et les critiques concernant des prévisions économiques optimistes. La croissance belge reste positive mais inférieure à sa tendance de moyen terme. Les dépenses d'investissement pourraient marquer le pas tandis que la mauvaise dynamique du commerce extérieur pèse toujours sur le PIB. En revanche, le marché immobilier semble se redresser, les prix ayant continué de progresser malgré tout. À court terme, le spectre de la guerre commerciale devrait affecter la croissance du PIB belge. Ce dernier bénéficierait néanmoins, en 2026, de l'accélération du PIB allemand en raison des liens commerciaux forts entre la Belgique et l'Allemagne.**

### CROISSANCE DU PIB : LE POUR ET LE CONTRE

La croissance a été positive tout au long de l'année 2024 mais un ralentissement de l'économie belge est à prévoir. En ce qui concerne les exportations, les perspectives se détériorent compte tenu des événements récents (en particulier la nouvelle politique tarifaire américaine), ce qui devrait freiner la croissance du PIB en 2025. Les entreprises du secteur pharmaceutique (épargnées pour le moment) seraient vulnérables à une hausse des droits de douane sur les exportations en direction des États-Unis, comme le reste de l'industrie. En outre, la hausse des droits de douane américains à l'encontre de l'Allemagne pourrait peser sur la Belgique en raison des liens commerciaux forts qui unissent les deux pays. À plus moyen terme, des perspectives plus positives se font jour car les dépenses budgétaires en Allemagne devraient stimuler l'économie belge.

Sur le front de la demande intérieure, la consommation privée tient ses promesses. Malgré la hausse temporaire des craintes liées à la remontée du chômage, la confiance des ménages a plutôt bien résisté (elle est légèrement supérieure à sa moyenne historique). Par ailleurs, le marché du logement n'a pas retrouvé son dynamisme et l'investissement des entreprises devrait marquer le pas en 2025. Enfin, une légère hausse des dépenses publiques de défense pourrait tirer la croissance à la hausse (*voir le focus*).

### L'INFLATION SE CALME MODÉRÉMENT

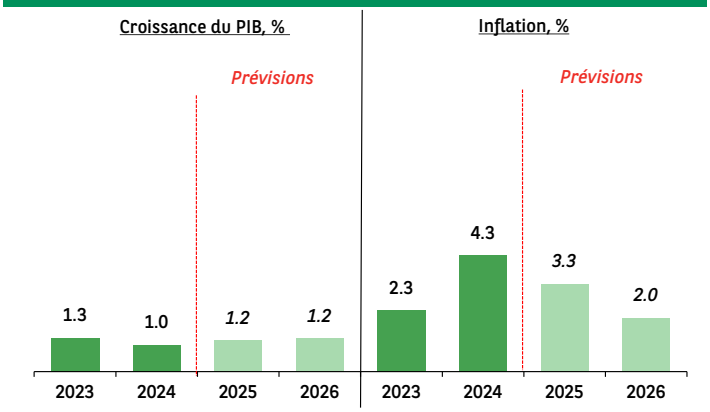
L'inflation (indice harmonisé) s'est établie à 4,3 % en 2024. Derrière cette moyenne annuelle, un tableau plus mitigé se dessine. Les mesures de soutien ont tiré à la baisse les coûts de l'énergie en 2023 et leur arrêt a mécaniquement augmenté la composante énergétique de l'inflation en 2024. C'est la principale raison pour laquelle la Belgique a été le pays de l'Union européenne avec l'inflation la plus élevée, derrière la Roumanie. L'inflation harmonisée devrait revenir autour de 2,0% d'ici à fin 2025. L'inflation sous-jacente et l'inflation des produits alimentaires se normaliseront également.

Dans le même temps, l'indice utilisé, dès qu'il augmente de 2%, pour indexer les salaires, a franchi ce seuil en février. L'indexation automatique des salaires a donc été mise en place et devrait l'être de nouveau cet été, mais n'interviendrait plus au cours des deux années suivantes en raison de la désinflation (selon le bureau du plan belge).

### MARCHÉ DU TRAVAIL : ATTERRISSAGE EN DOUCEUR

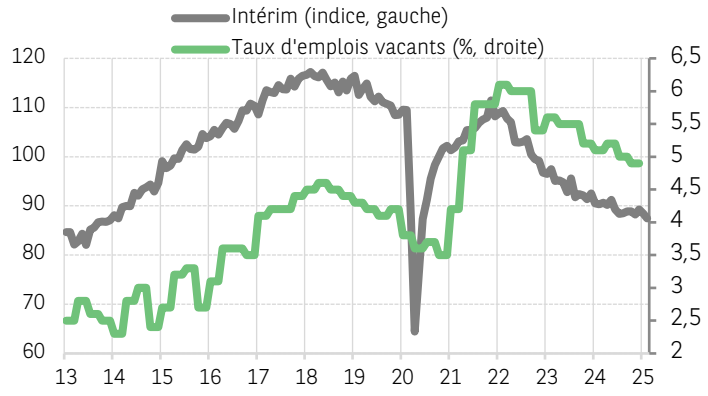
Les défaillances d'entreprises augmentent. Elles sont désormais supérieures de 4% aux niveaux pré-covid. Une analyse historique suggère que la hausse se poursuivrait au cours des mois suivants. À noter que les défaillances dans la construction, l'industrie et le transport ont pesé sur l'emploi en 2024.

**CROISSANCE ET INFLATION**




GRAPHIQUE 1 SOURCE : COMMISSION EUROPÉENNE, BNP PARIBAS

**MARCHÉ DU TRAVAIL BELGE : ATTERRISSAGE EN DOUCEUR**




GRAPHIQUE 2 SOURCES : EUROSTAT, BNP PARIBAS FORTIS

Les créations d'emplois ralentissent nettement. L'indice Federgon de l'emploi temporaire, un indicateur avancé, n'a cessé de baisser depuis 2021 (cf. graphique 2). Un atterrissage en douceur semble toutefois le scénario le plus probable car le chômage reste stable autour de 5,8 %. Nous prévoyons une augmentation à 6,5 % d'ici à fin 2026.

## FINANCES PUBLIQUES : « UN CONTE DE FÉES »

La Commission européenne exerce une pression forte sur le gouvernement belge en raison du déficit budgétaire important et d'un ratio élevé de dette publique sur PIB. Ce dernier pourrait atteindre 140% au cours des dix prochaines années si les politiques actuelles étaient maintenues. La coalition au pouvoir depuis début 2025 souhaite ramener le déficit à 3% (contre 4,5% en 2024) au cours des prochaines années. Cependant, en excluant les dépenses militaires supplémentaires des États (jusqu'à 1,5 point de PIB) de son évaluation des déficits budgétaires, la Commission européenne accorde une marge de manœuvre à la Belgique (ses dépenses de défense n'atteignaient que 1,3% du PIB en 2024, *voir le focus*).

L'hypothèse de 500 000 créations d'emplois en quatre ans (10% de l'emploi actuel), sous-jacente au budget actuel, est peu probable. Le gouvernement Michel-I (2014-2018), malgré des intentions similaires et des conditions très favorables, en avait créé 250 000.

En 2023, une nouvelle obligation d'État destinée aux investisseurs particuliers belges a rapporté plus de EUR 20 mds. Cette obligation a aidé l'agence de la dette à atteindre ses objectifs de financement par anticipation. Les émissions ultérieures n'ont pas bénéficié des mêmes avantages fiscaux et ont connu moins de succès. La maturité moyenne de la dette publique reste supérieure à 10 ans, mais le taux d'intérêt apparent est passé d'un point bas de 1,43 % en 2021 à 1,98 % fin 2024. Par rapport à 2024, le financement à long terme est émis cette année à un coût comparable mais à une échéance moyenne plus faible (elle pourrait s'avérer être de 12 ans contre près de 15 ans en 2024).

*Achevé de rédiger le 9 avril 2025*

**Arne Maes**

arne.maes@bnpparibasfortis.com

### DÉPENSES MILITAIRES

**Reprise des dépenses de défense**

Avec seulement 1,3% du PIB consacré à la défense en 2024, la Belgique se place en dernière position dans le classement de l'OTAN avec l'Espagne et le Luxembourg. 0,15 point du total dépensé concerne le soutien à l'Ukraine, une dépense entièrement financée par des recettes exceptionnelles de l'impôt sur les sociétés provenant des retours sur les avoirs russes gelés détenus en Belgique (selon la Banque centrale). Le gouvernement vise maintenant à augmenter les dépenses militaires à 2% du PIB d'ici l'été, tandis que le nouveau ministre de la Défense, M. Francken, évoque l'objectif de 3,5 % pour plus tard.

**Catégories de dépenses**

Le coût de la main-d'œuvre représente près de la moitié des dépenses de défense de la Belgique. Néanmoins, le personnel militaire a diminué de plus de 25% au cours des 10 dernières années, alors que les pays voisins ont maintenu leur effectif stable ou l'ont augmenté, comme ce fut le cas pour l'Allemagne. Mais cela serait sur le point de changer. Depuis le début de l'année, le ministère de la Défense fait état d'une augmentation record du nombre de postulants avec deux fois plus de candidatures qu'en 2024. La nécessité de réaliser des économies budgétaires pourrait toutefois contraindre l'augmentation de la masse salariale de la défense, dans un contexte où le taux de chômage reste relativement bas et où les entreprises privées rémunèrent mieux.

Avec à peine 15%, la part des dépenses totales de défense en équipements place une fois de plus la Belgique derrière tous les pays de l'OTAN. Ses voisins - la France, l'Allemagne, les Pays-Bas - dépensent environ le double. On s'attend à ce que la proportion augmente. En effet, des discussions sont menées en vue de la reconversion d'un site de production automobile, aujourd'hui abandonné, à Vorst pour augmenter la production militaire.

**Financement**

La question du financement de la hausse des dépenses de défense reste délicate, compte tenu des liens distendus entre les partis de la coalition gouvernementale. La volonté d'augmenter un paquet de réformes déjà important, qui vient compenser l'impulsion budgétaire, semble limitée. Il est probable que la hausse des dépenses de défense à partir du troisième trimestre sera financée par l'endettement, au moins pour cette année.

Pour la suite, divers scénarios sont envisagés mais aucun ne semble particulièrement convaincant jusqu'à présent. Des obligations dédiées aux dépenses militaires semblent une option tentante depuis l'émission réussie de 2023, mais des contraintes d'ordre pratique demeurent. M. Francken s'intéresse également à la mise en place d'un fonds d'investissement militaire pour soutenir le secteur sur une base plus structurelle. Enfin, les discussions autour de la vente d'une partie des participations du gouvernement dans des entreprises (de télécommunications notamment) ne font que débuter mais reviendront certainement sur le devant de la scène à mesure que la pression pour équilibrer le budget grandira dans les mois à venir.

Ainsi, en 2025, les dépenses militaires supplémentaires atteindraient probablement EUR 2 mds, soit environ 0,3 % du PIB dans le cadre d'une impulsion budgétaire uniquement financée par la dette. Plus de la moitié de l'équipement militaire de l'UE est acheté aux États-Unis, mais les événements récents mèneront sans aucun doute à la recherche de solutions alternatives en Europe. À mesure que les tensions sur le marché du travail se réduisent, le risque de contraintes d'offre baisse. Nous nous attendons donc à ce que l'augmentation des dépenses de défense dans le pays et à l'étranger (en particulier en Allemagne, principal partenaire commercial de la Belgique) stimule la croissance du PIB à court terme, de 0,2 point cette année et de 0,4 point en 2026.

Un nouveau monde avec de nouveaux besoins émerge rapidement, tandis que le gouvernement doit composer avec l'héritage du passé (déficit et dette publics conséquents).

# ROYAUME-UNI



## LES FREINS À L'ACTIVITÉ S'ACCUMULENT

**Moins sanctionné que ses voisins européens, le Royaume-Uni n'aura néanmoins pas échappé au tarif plancher de 10% sur les droits de douane américains. Les répercussions négatives sur l'activité s'ajouteront aux freins domestiques préexistants. Le taux d'épargne des ménages remonte dans un contexte d'inflation élevée. L'accroissement des investissements en défense au Royaume-Uni et ailleurs en Europe aura un effet positif sur le PIB, mais qui sera *a priori* compensé à court terme par les conséquences de la guerre commerciale. La remontée des taux longs obligataires, qui s'est accentuée après le 2 avril, complique davantage l'équation budgétaire. La baisse des taux directeurs de la Banque d'Angleterre restera progressive compte tenu du ralentissement modéré de l'inflation que nous continuons d'anticiper en 2025.**

### LES FREINS SONT D'ABORD DOMESTIQUES

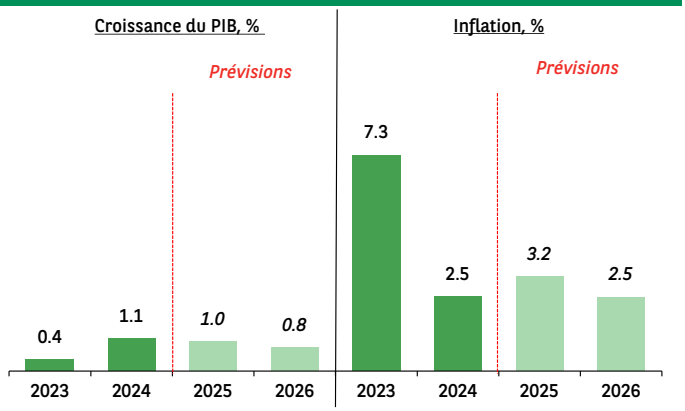
L'effet direct de la hausse des droits de douane américains sur le Royaume-Uni serait contenu autour de 0,1 point de PIB[1]. L'exposition du Royaume-Uni est surtout indirecte et l'activité pâtira du choc de croissance au sein de l'Union Européenne et aux États-Unis, dont l'ampleur reste à ce stade très incertaine. Les dépenses militaires, qui passeraient de 2,3% du PIB en 2024 à 2,5% en 2027, apporteront un surcroît d'activité, qui s'ajoutera aux effets induits du réarmement au sein de l'UE et notamment en Allemagne (où cet effort devrait être prononcé). Ce surplus de croissance pour l'UE (+0,5 p.p de PIB à horizon 2027 – voir page zone euro) soutiendra l'activité outre-Manche et permettrait tout juste de compenser le recul des exportations vers les États-Unis[2]. Les marges d'accélération de l'économie britannique resteront donc limitées en 2025 et 2026. La récession industrielle perdure, les enquêtes PMI indiquant même un plongeon des nouvelles commandes à l'exportation en mars[3]. Par ailleurs, le rétablissement du pouvoir d'achat des ménages (+4,2% en 2024), n'alimente pas la consommation mais le taux d'épargne, qui a atteint un record post-Covid au T4 2024, à 12% du revenu disponible brut. Le coût élevé des dépenses contraintes (énergie, logement) pèse sur la situation financière de certains ménages, alimentant la hausse des arriérés de paiements[4].

### MARCHÉ DU TRAVAIL : DES SIGNES DE STABILISATION À CONFIRMER, MAIS DES DISPARITÉS GRANDISSANTES

Le marché du travail fait en revanche preuve de résistance. L'emploi salarié a enregistré une légère hausse en janvier-février (+0,1%) et les ouvertures de postes se maintiennent à des niveaux comparables à l'avant-Covid. Le mois d'avril, qui a vu l'entrée en vigueur de plusieurs mesures budgétaires (hausse du taux de cotisations employeurs, augmentation de 6,7% du *National Living Wage*) marquera-t-il un point d'inflexion ? Les enquêtes sont mal orientées (PMI, KPMG-REC), et les destructions d'emploi dans des secteurs déjà fragilisés et plus exposés au risque de tarifs douaniers (industrie, commerce) pourraient s'amplifier. Si la croissance du PIB attendue en 2025 devrait limiter la dégradation de l'emploi, des divergences sectorielles sont probables.

En cinq ans, le nombre d'employés dans l'industrie britannique a reculé de près de 4%, c'est le secteur qui a connu le plus de destruction d'emplois avec le commerce. Moins de 8% des employés évoluent désormais dans l'industrie. Régions les plus affectées, le Pays de Galles, les Midlands et le Nord ont perdu plus de 5% de leurs emplois industriels par rapport à l'avant Covid. Les créations totales d'emploi sont restées plus dynamiques à Londres (+6% en cinq ans), l'écart entre la capitale et le reste du pays s'est donc creusé. Les efforts des autorités britanniques pour réduire les déséquilibres géographiques (le programme « Levelling-up » lancé en juillet 2021 en est la figure de proue) tarde ainsi à porter ses fruits. Ces déséquilibres constituent un frein structurel à l'activité, exacerbant au passage les tensions sur le marché immobilier dans la capitale. L'Irlande du Nord fait toutefois figure d'exception. Les emplois industriels y ont progressé significativement pendant cette période (+4,5%), la région bénéficiant notamment de son statut particulier post-Brexit (traité nord-irlandais), lui conférant un accès privilégié au marché européen.

CROISSANCE ET INFLATION




GRAPHIQUE 1 SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

### INFLATION : LA CIBLE DES 2% HORS DE PORTÉE EN 2025-2026

Le renforcement attendu de l'inflation sur l'alimentation, les biens d'équipement et l'énergie maintiendra l'inflation *headline* au-dessus des 3% en 2025. La désinflation dans les services tarde à se manifester en raison du dynamisme des salaires, que le ralentissement du marché du travail échoue pour le moment à juguler. L'enquête de la Banque d'Angleterre[5] projette une modération des salaires en 2025 comprise entre 3% et 4% a/a, insuffisante pour anticiper un retour de l'inflation vers l'objectif des 2% en 2025. Cette cible restera même hors de portée en 2026 selon nos prévisions.

1 Résultat basé sur la part des exportations de biens vers les États-Unis rapportée au PIB (2,1% en 2024) et l'hypothèse d'une baisse de 3% des importations liée à la hausse de 10% des tarifs américains (élasticité-prix à l'importation de 0,3).
2 La part des exportations britanniques vers l'UE rapportée au PIB s'élevant à 6,1% en 2024, une hausse du PIB de l'UE de 0,5p.p. soutiendrait la croissance du Royaume-Uni, à hauteur de 0,2-0,3 point de PIB en estimation haute.
3 L'indice a baissé de 5,7 points à 39,1 en mars, son plus bas niveau depuis août 2023.
4 La part des arriérés de paiement sur les crédits à l'habitat est remontée à 1,32% des encours totaux au T4 2024 (source : Financial Conduct Authority). Le montant moyen des arriérés sur les factures de gaz et d'électricité a atteint respectivement GBP1376 et GBP1616 au T4 2024 (source : Ofgem).
5 Banque d'Angleterre, Decision Maker Panel, mars 2025.

L'inflation reste structurellement élevée en raison de contraintes importantes sur l'offre (faiblesses des gains de productivité et coûts élevés de l'énergie, déséquilibre sur le marché immobilier). Le désancrage des anticipations d'inflation à long terme des ménages, constaté par certaines enquêtes (*cf. graphique 2*), limitera d'autant plus la dynamique de désinflation.

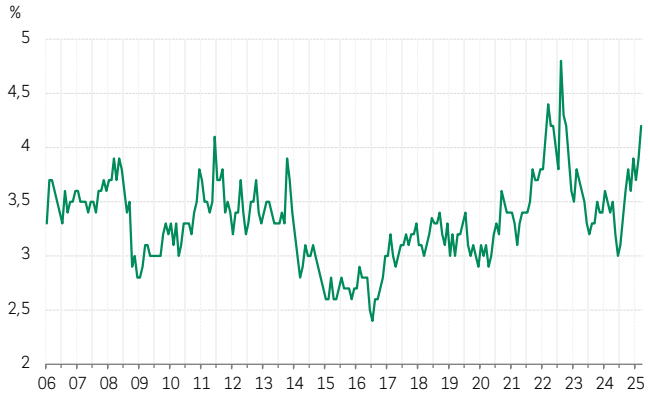
## POLITIQUE BUDGÉTAIRE : LA TRÈS ÉTROITE LIGNE DE CRÊTE

La remontée des taux long obligataires, dans un contexte de croissance faible, contraindra le gouvernement à plus de consolidation budgétaire pour redresser les finances publiques, avec le risque de peser sur l'activité. La marge budgétaire estimée par l'OBR (GBP 9,9 mds) est très faible et la prévision de croissance de l'organisme public pour 2026 (+1,9%) nettement supérieure à notre estimation actuelle (0,8%). Le déficit public, qui s'établissait à 5,6% du PIB sur l'année fiscale 2023, devrait rester proche de 5,5% en 2024. Le solde primaire restant sensiblement plus dégradé que le seuil nécessaire pour stabiliser le ratio de dette sur PIB, ce dernier restera sur une pente ascendante en 2025 et 2026, pour se rapprocher des 105% du PIB.[6]

## POLITIQUE MONÉTAIRE : POURSUITE DE L'ASSOUPLISSEMENT

Notre scénario central reste celui d'un assouplissement modéré des taux directeurs de la BoE – au rythme d'une baisse par trimestre – s'étalant jusqu'en 2026. Malgré la persistance d'une inflation élevée, une accélération des baisses de taux en 2025 est un scénario alternatif envisageable compte tenu des risques d'un décrochage de l'activité, et du fait que la politique monétaire reste encore très restrictive. L'autre voie d'assouplissement pour la BoE passerait par un resserrement quantitatif moins drastique. Contrairement à la Réserve fédérale américaine et à la BCE, qui adoptent une approche passive de réduction de leurs bilans, la BoE vend activement une partie des *Gilts* de son portefeuille APF (*Asset Purchase Facility*). Face aux chocs éventuels sur le marché obligataire, la BoE pourrait décider de manière préventive de limiter ou d'arrêter ses ventes de titres, dans le but de stabiliser les taux longs.

**ROYAUME-UNI : ANTICIPATIONS MÉDIANES D'INFLATION À LONG TERME DES MÉNAGES (5-10 ANS)**




GRAPHIQUE 2 SOURCES : YOUGOV/CITI

## POSITION EXTÉRIEURE : DES ÉVOLUTIONS DIAMÉTRALEMENT OPPOSÉES ENTRE BIENS ET SERVICES

Le Royaume-Uni est très présent sur les échanges de services. Malgré le Brexit, le pays conserve un vrai dynamisme dans les secteurs technologiques, qui a permis une forte progression des exportations de services de 7,7% en valeur en 2024 et d'accroître l'excédent commercial sur ce segment a 6,8% du PIB. À l'inverse, les exportations de biens ont reculé de 7,5% en 2024 et le déficit commercial s'est creusé à 7,9% du PIB. La part des exportations de biens dans le PIB a ainsi plongé à 13,2% au T4 2024, tandis que celle des services a atteint un record à 18,6%. Les ramifications commerciales sont significatives : si les tensions commerciales avec les États-Unis s'étendaient aux services, le Royaume-Uni serait l'un des pays les plus exposés.

*Achevé de rédiger le 17 avril 2025*

**Guillaume Derrien**
guillaume.a.derrien@bnpparibas.com

6 Dettes des administrations centrales et locales (au sens de Maastricht).

## DES RISQUES DE REFINANCEMENT ASSEZ LIMITÉS À COURT TERME

Les besoins de financement du Trésor britannique s'élèveraient, selon nos prévisions, à hauteur de 8,4% du PIB par an en moyenne sur la période 2025-2027 ; il s'agit néanmoins d'un niveau relativement limité, qui s'explique par une maturité moyenne de la dette élevée (supérieure à 13 ans). Cette dernière permet de fortement lisser dans le temps les effets, sur la charge d'intérêts, des refinancements à des taux plus élevés. Par ailleurs, près d'un quart des encours de titres souverains étant indexés sur l'inflation, la baisse de cette dernière a été un facteur important du recul de la charge d'intérêts de l'État en 2024. Celle-ci devrait rester assez stable autour de 3% du PIB en 2025-2026. La remontée importante des taux longs crée un risque haussier non négligeable sur ces prévisions. Néanmoins, le suivi des règles budgétaires permet au gouvernement de conserver une crédibilité indispensable pour contenir la pression à la hausse sur les taux obligataires, et limiter les effets collatéraux sur le marché immobilier.

# JAPON



## CRAINTES EXTÉRIEURES ET PAUSE DANS L'AJUSTEMENT MONÉTAIRE

**Le Japon se dirige vers une année de croissance en manque de rythme. La demande intérieure reste contrainte, les salaires nominaux progressant moins rapidement que l'inflation. Par ailleurs, la politique commerciale des États-Unis, premier marché japonais à l'exportation, fait peser un risque baissier sur l'économie. L'ajustement monétaire mené par la Banque du Japon se voit remis en cause par la fragilité de la croissance et les développements américains.**

### 2025 : VERS UNE CROISSANCE MODESTE

La quasi-stagnation de la croissancce en 2024 (+0,1%) masque une amélioration tout au long de l'année, avec une progression du PIB réel de +0,4% t/t au T3 et de +0,6% t/t au T4. Néanmoins, l'acquis de croissance négatif issu de l'année précédente (-0,3pp) et la contraction du T1 (-0,5% t/t) pèsent sur le résultat annuel moyen. Nos prévisions de croissance pour 2025 (établies avant les annonces américaines du 2 avril), quant à elles, tablaient sur un rythme trimestriel modéré (environ +0,1% t/t). Or, la forte exposition de l'économie japonaise aux bouleversements initiés par l'administration américaine fait peser un risque baissier important sur ces anticipations.

En effet, les États-Unis constituent la première destination des exportations japonaises de biens (cf. *graphique 2*). Celles-ci représentaient JPY 21,3 trillions en 2024, soit 3,5% du PIB nominal japonais. À ce titre, la décision américaine d'appliquer (à partir du 9 avril dernier) un « tarif réciproque » de 24% aux importations japonaises a constitué une source majeure de crispations sur la croissance du Japon. Celui-ci reste bien présent dans la mesure où, si le tarif réciproque est suspendu et remplacé par un niveau moindre de 10% pour 90 jours, un tarif sectoriel de 25% sur les automobiles (le tiers des exportations japonaises vers les États-Unis), s'applique depuis le 3 avril.

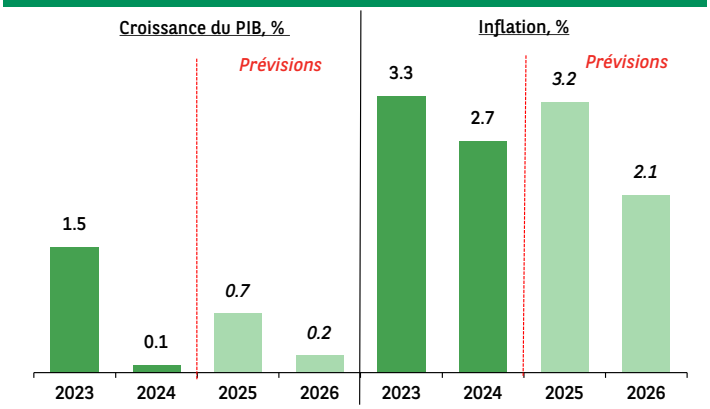
Un accord entre le Japon et les États-Unis est envisageable à court terme. Mais il est susceptible d'être conclu au désavantage de l'économie du pays et il n'effacerait pas totalement l'impact négatif sur la croissance des hausses des droits de douane. De plus, les effets indirects liés aux perturbations dans le commerce international, au climat d'incertitude et au ralentissement d'autres économies partenaires – principalement la Chine – persisteront probablement.

### SALAIRES RÉELS EN BERNE

En janvier 2025, la croissance des salaires contractuels programmés a atteint +3,1% a/a, un record depuis 1992, soutenue par un taux de chômage à 2,5%. En revanche, les salaires réels peinent à progresser durablement (-1,8% a/a dans le même temps), ce qui constitue un obstacle à la relance de la demande domestique, via la consommation des ménages.

Les salaires nominaux devraient continuer de progresser de manière dynamique cette année. La confédération syndicale Rengo a annoncé la signature d'un accord sur une augmentation des salaires de 5,46% à l'issue des négociations annuelles pour 2025. Ce résultat constitue un record depuis 1991, et un progrès par rapport au chiffre déjà substantiel de 2024 (+5,1%). Plus avant, le résumé des opinions (janvier 2025) de la Banque du Japon (BoJ) indique, à moyen terme, un « basculement depuis la norme zéro », autrement dit la fin de l'atonie durable de la croissance des salaires nominaux, ce qui doit permettre, à terme, de nourrir la boucle salaires-prix.

CROISSANCE ET INFLATION




GRAPHIQUE 1

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

### L'INFLATION S'ÉLOIGNE DE LA CIBLE

L'inflation *headline* a récemment accéléré (de +2,3% a/a en octobre 2024 à +3,7% en février 2025), en raison de la hausse des prix de l'énergie (+6,9% a/a en février) et du riz (+80,9%). L'inflation sous-jacente (hors nourriture non transformée, passée de +2,3% à +3,0%) et l'inflation « *new-core* » (sous-jacente hors énergie, passée de +2,3% à +2,6%) ont augmenté modérément. En revanche, le prix des services, indice pertinent de la propension des ménages à consommer et à nourrir une boucle salaires-prix, peine à gagner en vigueur (+1,3% en février).

En outre, l'inflation sous-jacente devrait décélérer au fil de 2025, passant de +3,8% a/a au T1 à +3,0% au T4, avant de se maintenir légèrement au-dessus de la cible de 2% en 2026. La dynamique de l'inflation alimentaire fait toutefois peser un risque à la hausse. Bonne nouvelle : l'optimisme, quant à la capacité du Japon à échapper durablement à la déflation, transparaît dans le *10-year breakeven inflation rate* (proche de 1,6% en moyenne en février, un record historique).

### UN BUDGET PLUS ÉLEVÉ MAIS MOINS D'ÉMISSIONS OBLIGATAIRES EN 2025

Le budget pour l'année fiscale 2025 (avril 2025 - mars 2026) a été adopté le 4 mars 2025 par la Chambre des représentants. L'absence de majorité absolue pour le Parti libéral démocrate a conduit à une réduction de JPY 300 mds du projet initialement adopté par le cabinet dirigé par Shigeru Ishiba, un évènement inédit depuis 1996. Dans sa mouture finale, le budget s'élève à JPY 115,2 trillions (+2,6% a/a),

un record historique. Il inclut une hausse de +9,7% des dépenses de défense, ce qui en fait un budget expansionniste. L'accroissement des recettes fiscales, lié aux profits des grandes entreprises, permettra toutefois de réduire significativement les émissions obligataires (-24,2% a/a). Par ailleurs, il est probable qu'un budget supplémentaire soit voté compte tenu du risque baissier actuel sur la croissance.

## PLUS DE HAUSSES DE TAUX AVANT 2026

La Banque du Japon (BoJ) a poursuivi son ajustement progressif de sa politique monétaire, avec une hausse à +0,5% (+25 pb) de l'uncollateralized overnight call rate en janvier avant une stabilisation en mars. Le processus, lancé en janvier 2024, devait se poursuivre sous la condition d'une matérialisation des prévisions de la BoJ : ces dernières incluent une prévision d'inflation sous-jacente à +2,4% pour l'année fiscale 2025 (débutant le 1er avril), avec des risques orientés à la hausse (contre +2,8% selon nos prévisions).

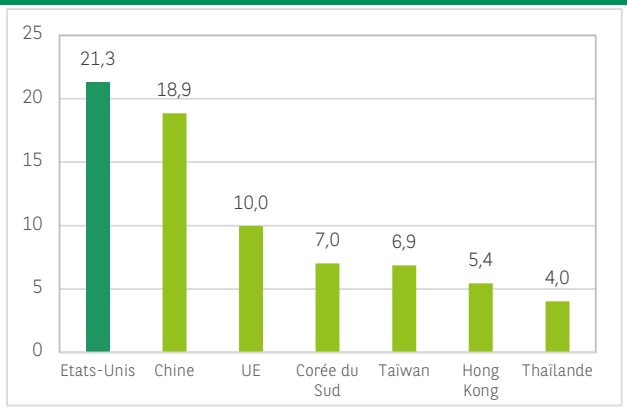
Cependant, nous anticipons une mise sur pause des hausses de taux pour ce qu'il reste de l'année 2025. La prudence de la banque centrale du Japon, liée à la fragilité de la demande et au risque de déstabilisation des marchés, sera importante, plus encore dans le contexte actuel d'incertitudes et d'un ralentissement annoncé de la croissance. L'ajustement monétaire reprendrait prudemment en 2026, avec un taux directeur attendu à +1,0% en fin d'année.

Le maintien d'une politique monétaire restrictive aux États-Unis devrait empêcher un renforcement du JPY, ce qui est plutôt une bonne nouvelle pour l'économie japonaise. D'après nos prévisions, l'USD/JPY se maintiendrait au-dessus de 150 en 2025.

## DÉMOGRAPHIE CONTRAIRE

Le Japon fait face à un problème structurel de manque de main d'œuvre. Certes, la part des femmes (15-64 ans) a nettement progressé, passant d'environ 60% en début de siècle à 76% en 2024, ce qui permet au taux d'activité total d'atteindre 81,6%. Mais ces progrès butent sur la problématique de la démographie. La population des 15-64 ans décline depuis 1998, tandis que la part des 65 ans et + atteint 29% de la population totale - un record mondial.

**PRINCIPALES DESTINATIONS DES EXPORTATIONS JAPONAISES (JPY TRN, 2024)**




GRAPHIQUE 2

SOURCES : MACROBOND, BNP PARIBAS

Cette offre de travail contrainte contribue à affaiblir la croissance potentielle que le Cabinet Office estime à +0,6% par an. En outre, le nombre d'heures travaillées a décliné au fil des années : la moyenne annuelle s'élevait à 1643 en 2024 contre 2064 en 1990, ce qui pèse à hauteur de -0,3pp sur la croissance potentielle.

*Achevé de rédiger le 17 avril 2025*

**Anis Bensaidani**
anis.bensaidani@bnpparibas.com

## DÉFIS BUDGÉTAIRES

Le Japon se caractérise par le niveau d'endettement public le plus élevé au monde (en % du PIB), avec 251% en 2025 selon le FMI. Il devrait légèrement décroître à 245% en 2029 car l'inflation soutient le PIB nominal et les recettes fiscales devraient augmenter. En-dehors d'une forte détention domestique, l'attrait pour la dette japonaise s'est accru avec la remontée des taux à 10 ans de 0% fin 2021 à 1,5% en mars 2025. Par ailleurs, la situation politique actuelle – gouvernement minoritaire, faiblesse de la confiance – constitue un obstacle à une éventuelle consolidation. Plus généralement, les gouvernements japonais sont confrontés à une situation ambivalente : d'une part, le niveau extraordinairement élevé du ratio de dette publique sur PIB suggère l'importance d'une consolidation ; d'autre part, la faiblesse de la croissance potentielle, celle endémique de la demande intérieure et le vieillissement de la population génèreront des dépenses nouvelles (pour y remédier) et compliquent toute consolidation qui aggraverait davantage la situation économique.

En outre, le changement de paradigme monétaire constitue une difficulté nouvelle pour le gouvernement japonais en matière de charge d'intérêts. À partir de 2013, la politique d'assouplissement monétaire (QQE, *quantitative and qualitative easing*) entreprise par la Banque du Japon a facilité l'absorption des émissions de dette, renforcé sa crédibilité auprès des autres investisseurs et maintenu les taux d'intérêt à des niveaux particulièrement bas, voire négatifs. Cependant, l'ajustement monétaire entamé en 2024 inclut la fin du contrôle de la courbe des taux et un plan de réduction de moitié du rythme mensuel d'achat de JGB par la BoJ à horizon 2026 (pour aboutir à JPY 3 trillions contre 4,4 aujourd'hui). Ainsi, en mars 2025, les rendements obligataires à 10 ans des JGB excèdent +1,5%, un plus haut depuis 2008. Par conséquent, la réduction de -0,7pp du déficit primaire, que nous anticipons entre 2024 et 2026, serait absorbée par l'augmentation de la charge d'intérêts et le déficit total évoluerait peu (-0,1pp à 2,7% du PIB).

# PRÉVISIONS



## PRÉVISIONS ÉCONOMIQUES

| | Croissance du PIB | | | | Inflation | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| % | 2023 | 2024 | 2025 e | 2026 e | 2023 | 2024 | 2025 e | 2026 e |
| États-Unis | 2.9 | 2.8 | 1.3 | 1.1 | 4.1 | 2.9 | 3.1 | 3.7 |
| Japon | 1.5 | 0.1 | 0.7 | 0.2 | 3.3 | 2.7 | 3.2 | 2.1 |
| Royaume-Uni | 0.4 | 1.1 | 1.0 | 0.8 | 7.3 | 2.5 | 3.2 | 2.5 |
| Zone euro | 0.5 | 0.8 | 1.0 | 1.3 | 5.4 | 2.4 | 2.1 | 1.9 |
| Allemagne | -0.1 | -0.2 | 0.4 | 1.0 | 6.0 | 2.5 | 2.3 | 2.0 |
| France | 1.1 | 1.1 | 0.6 | 1.1 | 5.7 | 2.3 | 0.9 | 1.2 |
| Italie | 0.8 | 0.5 | 0.8 | 1.3 | 5.9 | 1.1 | 1.7 | 1.7 |
| Espagne | 2.7 | 3.2 | 2.6 | 2.1 | 3.4 | 2.9 | 2.2 | 2.0 |
| | | | | | | | | |
| Chine | 5.2 | 5.0 | 4.5 | 4.3 | 0.2 | 0.2 | 0.8 | 1.0 |
| Inde* | 7.0 | 8.2 | 6.2 | 6.7 | 6.7 | 5.4 | 4.8 | 4.2 |
| Brésil | 2.9 | 3.2 | 2.1 | 1.0 | 4.6 | 4.4 | 5.3 | 4.8 |

* année budgétaire du 1er avril de l'année t-1 au 31 mars de l'année t

SOURCE : BNP PARIBAS (E: ESTIMATIONS, PRÉVISIONS)

## PRÉVISIONS FINANCIÈRES

**Taux d'intérêt, %**

| Fin de période | | T2 2025 | T3 2025 | T4 2025 |
|---|---|---|---|---|
| E-Unis | *"Fed Funds (borne supérieure)"* | 4.50 | 4.50 | 4.50 |
| | *Treas. 10a* | 4.65 | 4.40 | 4.20 |
| Zone euro | Taux de dépôt | 2.00 | 1.75 | 1.75 |
| | Bund 10a | 2.00 | 2.10 | 2.25 |
| | OAT 10a | 2.80 | 2.95 | 3.13 |
| | BTP 10 ans | 3.10 | 3.25 | 3.40 |
| | BONO 10 ans | 2.65 | 2.75 | 2.90 |
| Royaume-Uni | Taux BoE | 4.25 | 4.00 | 3.75 |
| | Gilt 10a | 3.90 | 4.00 | 4.00 |
| Japon | Taux BoJ | 0.50 | 0.50 | 0.50 |
| | JGB 10a | 1.50 | 1.60 | 1.70 |

**Taux de change**

| Fin de période | | T2 2025 | T3 2025 | T4 2025 |
|---|---|---|---|---|
| USD | EUR / USD | 1.10 | 1.11 | 1.12 |
| | USD / JPY | 150 | 152 | 152 |
| | GBP / USD | 1.29 | 1.31 | 1.30 |
| EUR | EUR / GBP | 0.85 | 0.85 | 0.86 |
| | EUR / JPY | 165 | 169 | 170 |

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

# RECHERCHE ÉCONOMIQUE GROUPE


| | | |
|---|---|---|
| **Isabelle Mateos y Lago**<br>Cheffe économiste Groupe | +33 1 87 74 01 97 | isabelle.mateosylago@bnpparibas.com |
| **Hélène Baudchon**<br>Cheffe économiste adjointe, Resp. de la recherche macroéconomique | +33 1 58 16 03 63 | helene.baudchon@bnpparibas.com |

| | | |
|---|---|---|
| **Stéphane Alby**<br>Maghreb, Moyen-Orient | +33 1 42 98 02 04 | stephane.alby@bnpparibas.com |
| **Lucie Barette**<br>Europe, Europe du Sud | +33 1 87 74 02 08 | lucie.barette@bnpparibas.com |
| **Anis Bensaidani**<br>États-Unis, Japon | +33 1 87 74 01 51 | anis.bensaidani@bnpparibas.com |
| **Céline Choulet**<br>Économie bancaire | +33 1 43 16 95 54 | celine.choulet@bnpparibas.com |
| **Stéphane Colliac**<br>Responsable de l'équipe Économies avancées – France | +33 1 42 98 26 77 | stephane.colliac@bnpparibas.com |
| **Guillaume Derrien**<br>Europe, Zone euro, Royaume-Uni – Commerce international | +33 1 55 77 71 89 | guillaume.a.derrien@bnpparibas.com |
| **Pascal Devaux**<br>Moyen-Orient, Balkans occidentaux – Énergie | +33 1 43 16 95 51 | pascal.devaux@bnpparibas.com |
| **Hélène Drouot**<br>Amérique latine | +33 1 42 98 33 00 | helene.drouot@bnpparibas.com |
| **François Faure**<br>Responsable du Risque pays – Türkiye | +33 1 42 98 79 82 | francois.faure@bnpparibas.com |
| **Salim Hammad**<br>Responsable de l'équipe Data et analytique – Brésil | +33 1 42 98 74 26 | salim.hammad@bnpparibas.com |
| **Thomas Humblot**<br>Économie bancaire | +33 1 40 14 30 77 | thomas.humblot@bnpparibas.com |
| **Cynthia Kalasopatan Antoine**<br>Europe centrale, Ukraine, Russie, Kazakhstan | +33 1 53 31 59 32 | cynthia.kalasopatanantoine@bnpparibas.com |
| **Johanna Melka**<br>Asie | +33 1 58 16 05 84 | johanna.melka@bnpparibas.com |
| **Marianne Mueller**<br>Europe, Allemagne, Pays-Bas | +33 1 40 14 48 11 | marianne.mueller@bnpparibas.com |
| **Christine Peltier**<br>Responsable de l'équipe Économies émergentes – Asie | +33 1 42 98 56 27 | christine.peltier@bnpparibas.com |
| **Lucas Plé**<br>Afrique subsaharienne, Colombie, Amérique centrale | +33 1 40 14 50 18 | lucas.ple@bnpparibas.com |
| **Jean-Luc Proutat**<br>Responsable des Projections économiques | +33 1 58 16 73 32 | jean-luc.proutat@bnpparibas.com |
| **Laurent Quignon**<br>Responsable de l'équipe Économie bancaire | +33 1 42 98 56 54 | laurent.quignon@bnpparibas.com |
| **Tarik Rharrab**<br>Data scientist | +33 1 43 16 95 56 | tarik.rharrab@bnpparibas.com |

| | | |
|---|---|---|
| **Mickaëlle Fils Marie-Luce**<br>Contact media | +33 1 42 98 48 59 | mickaelle.filsmarie-luce@bnpparibas.com |

# RECHERCHE ÉCONOMIQUE GROUPE

## ECOINSIGHT
Analyse approfondie de sujets structurels ou d'actualité

## ECOPERSPECTIVES
Analyses et prévisions des principales économies, développées et émergentes

## ECOFLASH
Un indicateur, un évènement économique majeur. Le détail ...

## ECOWEEK
L'actualité économique de la semaine et plus...

## ECOPULSE
Baromètre mensuel des indicateurs conjoncturels des principales économies de l'OCDE

## ECOCHARTS
Panorama mensuel des dynamiques d'inflation au sein des principales économies développées

## ECOTV
Quel est l'évènement du mois ?
La réponse dans vos quatre minutes d'économie

## EN ÉCO DANS LE TEXTE
Le podcast de l'actualité économique




Bulletin publié par les Études Economiques – BNP PARIBAS
Siège social : 16 boulevard des Italiens – 75009 PARIS / Tél : +33 (0) 1.42.98.12.34
Internet : www.group.bnpparibas - www.economic-research.bnpparibas.com
Directeur de la publication : Jean Lemierre
Directrice de la rédaction : Isabelle Mateos y Lago
Copyright image : MihaCreative

Les informations et opinions exprimées dans ce document ont été obtenues de, ou sont fondées sur des sources d'information publiques réputées fiables, mais BNP Paribas ne garantit, expressément ou implicitement, ni leur exactitude, ni leur exhaustivité, ni leur mise à jour. Ce document ne constitue ni une offre, ni une sollicitation d'achat ou de vente de titres ou autres placements. Il ne constitue ni du conseil en investissement, ni de la recherche ou analyse financière. Les informations et opinions contenues dans ce document ne sauraient dispenser l'investisseur d'exercer son propre jugement ; elles sont par ailleurs susceptibles d'être modifiées à tout moment sans notification et ne sauraient servir de seul support à une évaluation des instruments éventuellement mentionnés dans le présent document. Toute éventuelle référence à une performance réalisée dans le passé ne constitue pas une indication d'une performance future. Dans toute la mesure permise par la loi, aucune société du Groupe BNP Paribas n'accepte d'être tenue pour responsable (y compris en raison d'un comportement négligent) au titre de pertes directes ou découlant indirectement d'une utilisation des informations contenues dans ce document ou d'une confiance accordée à ces informations. Toutes les estimations et opinions contenues dans ce document reflètent notre jugement à la date de publication des présentes. Sauf indication contraire dans le présent document, il n'est pas prévu de le mettre à jour. BNP Paribas SA et l'ensemble des entités juridiques, filiales ou succursales (ensemble désignées ci-après « BNP Paribas »), sont susceptibles d'agir comme teneur de marché, d'agent ou encore, à titre principal, d'intervenir pour acheter ou vendre des titres émis par les émetteurs mentionnés dans ce document, ou des dérivés y afférents. BNP Paribas est susceptible notamment de détenir une participation au capital des émetteurs ou personnes mentionnés dans ce document, de se trouver en position d'acheteur ou vendeur de titres ou de contrats à terme, d'options ou de tous autres instruments dérivés reposant sur l'un de ces sous-jacents. Les cours, rendements et autres données similaires du présent document, y figurent au titre d'information. De nombreux facteurs agissent sur les prix de marché et il n'existe aucune certitude que les transactions peuvent être réalisées à ces prix. BNP Paribas, ses dirigeants et employés, peuvent exercer ou avoir exercé des fonctions d'employé ou dirigeant auprès de toute personne mentionnée dans ce document, ou ont pu intervenir en qualité de conseil auprès de cette (ces) personne(s). BNP Paribas est susceptible de solliciter, d'exécuter ou d'avoir dans le passé fourni des services de conseil en investissement, de souscription ou tous autres services au profit de la personne mentionnée aux présentes au cours des 12 derniers mois précédant la publication de ce document. BNP Paribas peut être partie à un contrat avec toute personne ayant un rapport avec la production du présent document. BNP Paribas est susceptible, dans les limites autorisées par la loi en vigueur, d'avoir agi sur la foi de, ou d'avoir utilisé les informations contenues dans les présentes, ou les travaux de recherche ou d'analyses sur le fondement desquels elles sont communiquées, et ce préalablement à la publication de ce document. BNP Paribas est susceptible d'obtenir une rémunération ou de chercher à être rémunéré au titre de services d'investissement fournis à l'une quelconque des personnes mentionnées dans ce document dans les trois mois suivant sa publication. Toute personne mentionnée aux présentes est susceptible d'avoir reçu des extraits du présent document préalablement à sa publication afin de vérifier l'exactitude des faits sur le fondement desquelles il a été élaboré.

Ce document est élaboré par une société du Groupe BNP Paribas. Il est conçu à l'intention exclusive des destinataires qui en sont bénéficiaires et ne saurait en aucune façon être reproduit (en tout ou partie) ou même transmis à toute autre personne ou entité sans le consentement préalable écrit de BNP Paribas. En recevant ce document, vous acceptez d'être engagés par les termes des restrictions ci-dessus.

BNP Paribas est constituée en France sous forme de société anonyme, et agréée et supervisée en tant qu'établissement de crédit par la Banque centrale européenne (BCE) et en tant que prestataire de services d'investissement par l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR) et l'Autorité des marchés financiers (AMF). Le siège social de BNP Paribas est situé au 16, boulevard des Italiens, 75009 Paris, France.

Les informations contenues dans le présent document peuvent, en tout ou partie, avoir déjà été publiées sur le site
Pour les avertissements par pays (Etats-Unis, Canada, Royaume-Uni, Allemagne, Belgique, Irlande, Italie, Pays-Bas, Portugal, Espagne, Suisse, Brésil, Turquie, Israël, Bahrein, Afrique du Sud, Australie, Chine, Hong Kong, Inde, Indonésie, Japon, Malaisie, Singapour, Corée du Sud, Taïwan, Thaïlande, Vietnam) veuillez consulter le document suivant :

© BNP Paribas (2025). Tous droits réservés.

*Pour vous abonner à nos publications :*

ÉTUDES ECONOMIQUES

BNP PARIBAS

La banque d'un monde qui change