ECOPERSPECTIVES

3e trimestre 2025
Septembre 2025



> LE MÉLANGE DE FACTEURS DE FREINAGE (DROITS DE DOUANE AMÉRICAINS, INCERTITUDES) ET DE SOUTIEN (PRIX BAS DU PÉTROLE, BAISSES DE TAUX DE LA FED, MESURES EUROPÉENNES) CONTRIBUE À CE QUE LES SIGNES DE RALENTISSEMENT (AMÉRICAIN) COMME DE REDRESSEMENT (EUROPÉEN) RESTENT PROGRESSIFS.

ÉTUDES ECONOMIQUES

BNP PARIBAS

La banque d'un monde qui change

SOMMAIRE

ÉDITORIAL

3 Sur un fil, les économies avancées continuent de faire preuve de résistance

FOCUS

6 Commerce international : tout ne tourne pas autour des États-Unis

ÉTATS-UNIS

10 Ralentissement en cours

ZONE EURO

12 Une croissance appelée à se renforcer

ALLEMAGNE

14 Une reprise en gestation

FRANCE

16 Vers un rebond pérenne de la croissance

ITALIE

18 Ralentissement de la croissance ; amélioration des finances publiques

ESPAGNE

20 Les créations d'emplois continuent de soutenir la croissance

BELGIQUE

22 Une performance solide malgré l'incertitude

ROYAUME-UNI

24 Rebond fragile

JAPON

26 Entre le marteau de l'inflation et l'enclume des tarifs

INDICATEURS

28

TABLEAUX DE PRÉVISIONS

29

ÉDITORIAL

SUR UN FIL, LES ÉCONOMIES AVANCÉES CONTINUENT DE FAIRE PREUVE DE RÉSISTANCE

Les économies avancées continuent de faire preuve de résistance face à la guerre commerciale américaine. Malgré des variations importantes dans les échanges au premier semestre 2025, le commerce mondial est peu impacté pour l'heure. Alors que les liens avec les États-Unis se distendent, le commerce se réoriente vers le reste du monde. Le mélange de facteurs de freinage (droits de douane américains, incertitudes) et de soutien (prix bas du pétrole, baisses de taux de la Fed, mesures européennes) contribue à ce que les signes de ralentissement (américain) comme de redressement (européen) restent progressifs. D'après nos prévisions, la baisse de 25 points de base, décidée par la Fed en septembre 2025, marquerait le début d'une série de cinq. La Fed échangerait ainsi sa position avec la BCE, qui peut désormais opter pour le *statu quo*. L'écart de croissance entre les États-Unis et la zone euro se resserrerait, passant de +2 points de pourcentage en 2024 à +0,1 en 2026. Avec une croissance attendue en hausse et une inflation maîtrisée, la zone euro échappe à la configuration stagflationniste des États-Unis, du Royaume-Uni et du Japon. L'euro gagne en attractivité et se renforce face au dollar (parité prévue à 1,22 fin 2026). Le *policy mix* budgétaire et monétaire reste complexe à concilier aux États-Unis, au Royaume-Uni et au Japon, tandis que la zone euro bénéficie d'une situation plus confortable.

GUERRE COMMERCIALE: APRÈS LE CHOC, LE TEMPS DE L'ADAPTATION

Après le grand chamboule-tout du « *Liberation Day* » début avril et les multiples revirements et annonces successives sur le calibrage de l'augmentation des droits de douane américains, la poussière est quelque peu retombée depuis fin juillet-début août. L'accord entre les États-Unis et l'Union européenne, notamment, puis la divulgation de la nouvelle grille tarifaire américaine permettent d'y voir un peu plus clair sur le point d'atterrissage des droits de douane et les conditions qui y sont associées. Cela redonne un peu de visibilité mais les incertitudes demeurent importantes et nombreuses[1].

S'agissant des premiers impacts de ce choc tarifaire sur le commerce mondial, ils sont, pour l'heure, à la fois marqués et limités. Marqués au regard des variations importantes, à la hausse et à la baisse, des exportations et des importations au premier semestre 2025, en anticipation des augmentations des droits de douane puis en contrecoup ; marqués également au regard de l'adaptation rapide des flux d'échanges à la nouvelle donne tarifaire, comme le met en évidence notre Focus sur le sujet dans ce numéro. Ce Focus montre aussi que l'impact au global sur le commerce mondial est limité, voire inexistant pour l'instant : son rythme de progression n'a pas décroché et demeure proche de la tendance de 2024. Si les liens commerciaux avec les États-Unis sont en train de se distendre, ils se redéploient et tendent à se renforcer dans le reste du monde. S'agissant de l'impact sur la croissance et l'inflation, les pleins effets du choc tarifaire restent à venir. Tous les pays ne sont pas logés à la même enseigne mais, contrairement au discours ambiant négatif, l'Europe s'en sort clairement relativement bien[2] et le choc, dans ses dimensions actuelles, apparaît tout à fait gérable.

LES MÊMES FREINS ET SOUTIENS TOUJOURS À L'ŒUVRE

L'une des caractéristiques des évolutions économiques observées et attendues selon notre scénario central est leur progressivité. La lenteur des ajustements contraste avec le ressenti du tourbillon d'un monde qui change toujours plus vite. Le risque d'effets non-linéaires et d'une détérioration plus brutale de la situation économique, américaine en particulier, s'est certes accru. L'ampleur des incertitudes participe au sentiment que la trajectoire économique est sur le fil du rasoir. Mais, pour l'heure, les signes de ralentissement comme les signes d'amélioration restent contenus, sous l'effet des forces contraires qui continuent de traverser l'économie mondiale.

De multiples vents contraires

Parmi les freins à l'activité figurent toujours, en première position, les droits de douane américains et l'incertitude élevée persistante entourant leur évolution. Il faut aussi garder un œil sur les tensions sur les taux longs. Celles-ci restent latentes et lorsqu'elles se manifestent, elles demeurent, pour l'heure, ponctuelles. Les marchés obligataires font preuve d'une vigilance accrue mais discriminée vis-à-vis des risques budgétaires. De plus, les taux longs américains ont bénéficié récemment d'un mouvement de détente, nourri par les anticipations de baisses de taux de la Fed. Mais compte tenu de l'ampleur des besoins de financement et des appels aux marchés de nombre de pays, dont beaucoup ont une situation budgétaire détériorée, une embardée plus durable, prononcée et/ou généralisée des taux longs constitue un risque important en raison de ses possibles implications.

Le niveau plus élevé des taux longs complique déjà la donne budgétaire à un moment où d'importants efforts de consolidation sont nécessaires dans de nombreux pays en même temps qu'il faut dégager des marges de manœuvre pour accroître certains postes de dépenses publiques (défense, environnement, dépendance). La consolidation budgétaire, là où elle a lieu, même si elle se fait en douceur, constitue un autre frein à la croissance. On peut aussi ajouter les menaces qui pèsent sur l'indépendance de la Fed. À court terme, c'est la dose supplémentaire d'incertitude et d'inquiétudes qui est pénalisante ; à plus long terme, ce sont les risques économiques et de stabilité financières qu'elles font peser, aux États-Unis et ailleurs dans le monde. Pour terminer cette liste des freins à la croissance, on mentionnera les fragilités chinoises : la conjoncture chinoise a plutôt bien résisté au premier semestre 2025 mais elle semble s'essouffler et l'économie reste empêtrée dans ses problèmes structurels internes[3]. C'est doublement négatif pour la croissance mondiale : les exportations vers la Chine en souffrent et les importations en provenance de Chine restent soutenues, le pays étant toujours dépendant du relai externe des exportations pour compenser ses difficultés internes.

Et autant de vents porteurs

Face à ces vents contraires, nombreux et relativement puissants, des vents porteurs, favorables, sont aussi l'œuvre en nombre et en force à peu près similaires.

1 Cf. Accord commercial entre l'UE et les États-Unis : dégâts limités avec succès (27 juillet 2025) et Droits de douane américains dans les pays émergents : y voit-on plus clair ? (27 août 2025).
2 Cf. Hausse des tarifs américains : c'est l'Europe qui s'en sort le mieux, 17 septembre 2025
3 En Chine, la croissance résiste mais le combat contre la déflation est loin d'être gagné, 8 septembre 2025

Nous mentionnerons, pour commencer, le niveau plutôt bas des prix du pétrole, qui constitue un soutien non négligeable à la croissance du PIB des pays avancés. Du côté américain, cela complique certes la vie des producteurs pétroliers mais cela facilite celle des consommateurs et la tâche de la Fed.

La reprise des baisses de taux par cette dernière (dans un mouvement général qui reste à la détente un peu partout dans le monde), après un *statu quo* monétaire de 9 mois, est également un facteur de soutien. D'après nos prévisions, la baisse de 25 pb annoncée à l'issue du FOMC des 16-17 septembre serait le début d'une série de cinq (25 pb chacune). Elle permet de diminuer le degré de restriction de la politique monétaire américaine à un moment où le marché du travail outre-Atlantique donne des signes plus importants et inquiétants de ralentissement. Toutefois, ce n'est pas sans risque puisque cela pourrait alimenter davantage la remontée en cours de l'inflation américaine, sous l'effet de l'augmentation des droits de douane sur les importations américaines, alors qu'elle n'était pas revenue à la cible de 2%.

L'accueil réservé par la Bourse américaine à la baisse de taux de la Fed a d'abord été mitigé, partagé entre le signal négatif sous-jacent (détérioration du marché du travail) et le signal positif du soutien apporté par la détente monétaire. À l'approche de l'ouverture des marchés actions américains le lendemain de la réunion du FOMC, ceux-ci semblaient plus enclins à voir cette baisse d'un bon œil. Cette capacité à voir le verre à moitié plein depuis le début de l'année, malgré les incertitudes et les inquiétudes que font peser la politique commerciale et migratoire de la nouvelle administration Trump (le coup de semonce post-Liberation Day a fait long feu), est un facteur significatif de soutien à la croissance, dont la résistance globale vient en retour alimenter l'optimisme des marchés. Croissance et marchés sont également portés par la vague tech-IA. Ce soutien se teinte toutefois aussi d'inquiétudes du fait du parfum d'exubérance irrationnelle qui l'entoure.

Du côté de la zone euro, la dynamique favorable du crédit est aussi un point positif. Dernier facteur de soutien et non des moindres : le plan massif d'investissements allemand, les efforts de réarmement européens et les effets d'entraînement associés. Des premiers effets transparaissent dans le climat des affaires en Allemagne. Ils doivent encore être confirmés d'autant que les défis à relever pour matérialiser au plus vite ce soutien demeurent importants. La conscience de la nécessité et de l'urgence d'un sursaut européen, et la volonté de s'y atteler sont là mais la traduction en actes, concrets et rapides, se fait attendre. Le nouveau cri d'alarme de Mario Draghi, à l'occasion d'un discours marquant le premier anniversaire de la présentation de son rapport-feuille de route pour redresser la compétitivité européenne[4], le montre. Le compteur des réalisations n'est pas vide[5] mais ne suffit pas, pour l'heure, à faire la différence. La direction prise est toutefois la bonne et notre scénario central table sur une montée en puissance progressive.

Un rééquilibrage des forces désynchronisé

Ces vents contraires et favorables ne s'équilibrent toutefois pas nécessairement à tout instant compte tenu de délais de transmission différents et difficiles à appréhender. Les effets de l'incertitude se manifestent rapidement, tandis que ceux directement liés à l'augmentation des droits de douane émergent plus lentement et dans une ampleur encore incertaine. Niveau élevé des taux longs et consolidation budgétaire agissent également dans la durée mais peuvent assez rapidement peser sur les enquêtes de confiance.

Le ralentissement chinois produit des effets plutôt instantanés, de même que la dynamique du crédit et la vague d'investissements dans l'IA du côté des facteurs de soutien. Le niveau bas des prix du pétrole se voit quasi-instantanément sur les prix à la pompe mais son soutien à la croissance est plus lent à se diffuser. Les effets richesse sont déjà à l'œuvre mais, en théorie, ils mettent du temps à se transmettre, de même que les baisses des taux directeurs. Le soutien apporté à la croissance européenne de l'accroissement des dépenses militaires et du plan d'investissement allemand sera le plus long à se faire sentir (compte tenu des délais de mise en œuvre et d'adaptation des capacités de production) mais l'existence et la perspective de ce soutien peuvent d'ores et déjà jouer favorablement sur le climat des affaires. Pour illustrer plus concrètement notre point, dans notre scénario pour la zone euro, nous anticipons que la croissance sera plutôt freinée à court terme par les effets délétères de la guerre commerciale américaine avant que les effets positifs des mesures européennes l'emportent sur le moyen terme.

L'EUR/USD À LA CONFLUENCE DES INFLUENCES

Un bon indicateur de la situation économique

La parité EUR/USD est un bon indicateur des développements économiques en cours. Pour le moment, la dépréciation du billet vert est ordonnée et globalement bénéfique : pour les États-Unis, tant qu'elle reste favorable à la croissance et que l'inflation ne joue trop les trouble-fête ; pour le reste du monde, et la zone euro en particulier, tant que jouent les effets modérateurs sur l'inflation, facilitant les baisses de taux, et que la croissance n'est pas trop pénalisée.

Un signal positif pour la zone euro

L'appréciation de la parité EUR/USD tient pour partie à l'amélioration des perspectives de croissance de ce côté-ci de l'Atlantique par rapport à leur détérioration de l'autre côté. Ce n'est pas tant le dollar qui s'affaiblit que l'euro qui se renforce. Ce signal positif en termes d'attractivité permet de relativiser l'impact négatif sur la compétitivité de la zone euro. Le différentiel de politique monétaire (retour des baisses de taux côté Fed, arrêt côté BCE) participe aussi de la baisse du billet vert contre la monnaie unique. Mais, dans le même ordre d'idées, c'est un bon signe pour la zone euro que la BCE ait (très probablement) clôt son cycle de baisse des taux.

Le risque d'évolutions plus déstabilisantes du dollar US ne peut être écarté, le billet vert n'est pas à l'abri d'un mouvement de défiance plus marqué. Mais ce risque paraît moins grand que celui qui pèse sur les autres marchés (actions, crédit, obligations). Compte tenu de sa forte appréciation passée (près de +50% entre juillet 2011 et janvier 2025 en taux de change effectif réel, près de +30% contre l'EUR), la marge de baisse du dollar US est importante avant qu'il ne puisse être considéré comme faible (il a perdu 6% depuis janvier 2025 en TCER et un peu plus de 10% contre l'EUR).

Nos prévisions tablent sur une parité EUR/USD à 1,20 fin 2025 et 1,22 fin 2026, et sur une dépréciation du taux de change effectif nominal du dollar US de 3% supplémentaires d'ici la fin 2025 par rapport à son niveau moyen d'août et de 4% entre la fin 2025 et la fin 2026.

4 https://commission.europa.eu/document/download/0951a4ff-cd1a-4ea3-bc1d-f603decc1ed9_en?filename=Draghi_Speech_High_Level_Conference_One_Year_After.pdf&prefLang=fr, 16 septembre 2025
5 Voir Rapport Draghi, un an après : l'Europe renforce sa compétitivité et The Draghi report: one year on.

PRÉVISIONS DE CROISSANCE : PEU DE CHANGEMENTS MALGRÉ LES CHANGEMENTS

Depuis notre précédent numéro d'EcoPerspectives daté d'avril[6], les grandes tendances anticipées alors n'ont pas beaucoup changé.

Malgré l'agitation conjoncturelle et autour de la politique tarifaire américaine, les données économiques des pays avancés sont globalement allées dans le sens de nos prévisions de croissance. Nos ajustements sont relativement peu importants et, surtout, à la hausse dans la grande majorité des cas. Si le rythme de la croissance américaine devrait rester supérieur à celui de la zone euro, les perspectives demeurent à un ralentissement outre-Atlantique (-1,3 point de pourcentage entre 2024 et 2026) et à un renforcement du côté de la zone euro (+0,6 pp). L'écart de croissance se resserrerait nettement : de +2 pp à l'avantage des États-Unis en 2024, il tomberait à +0,4 pp en 2025 et +0,1 pp en 2026[7]. La croissance au Royaume-Uni et au Japon connaîtrait également un mieux en 2025, avant une décélération en 2026.

Nos prévisions de croissance pour les États-Unis pour 2025 sont identiques au consensus (1,7%) et légèrement en deçà pour 2026 (1,5%, -0,2 pp). En revanche, nous sommes plus optimistes que le consensus pour la zone euro pour 2025 (1,3%, +0,1 pp) et 2026 (1,4%, +0,3 pp). Nos prévisions pour le Royaume-Uni et le Japon, quant à elles, sont proches du consensus. Enfin, la balance des risques autour de notre scénario nous semble plutôt équilibrée.

CONFIGURATION DE TYPE STAGFLATIONNISTE, À L'EXCEPTION NOTABLE DE LA ZONE EURO

Si l'on croise la situation et les perspectives de croissance avec celles de l'inflation, les États-Unis, le Royaume-Uni et le Japon sont confrontés à une situation de type stagflationniste, combinant croissance qui ralentit (États-Unis) ou peu élevée (Royaume-Uni, Japon) et inflation élevée (Royaume-Uni, Japon) et orientée à la hausse (États-Unis). La zone euro échappe singulièrement à cette configuration défavorable : la croissance est en voie de redressement et l'inflation de retour à sa cible, attendue en baisse au niveau du *headline* et globalement stable au niveau du sous-jacent.

Ce qui caractérise la zone euro, c'est encore l'hétérogénéité des performances de ses quatre plus grandes économies. L'Espagne continue de surperformer, largement, ses partenaires même si un ralentissement est attendu. En tant que pays industriels, l'Allemagne et l'Italie sont plus touchées par l'augmentation des droits de douane américains mais les perspectives de croissance sont à une amélioration, même fragile, entre 2024 et 2025 puis à nouveau entre 2025 et 2026.

La croissance française connaîtrait également une amélioration en 2026 par rapport à 2025, mais après s'être distinguée défavorablement en 2025 (avec une croissance en baisse par rapport à 2024 et inférieure à celle de la moyenne de la zone euro). Elle est pénalisée par des facteurs qui lui sont propres (notamment une confiance des ménages particulièrement basse) qui masquent des points forts importants (aéronautique, services, dynamisme entrepreneurial). La France bénéficie tout de même d'un acquis de croissance au T2 de +0,6% contre +0,2% pour l'Allemagne, +0,5% pour l'Italie et +2,3% pour l'Espagne qui est hors catégorie.

UN POLICY MIX ASSEZ COMPLIQUÉ AUX ÉTATS-UNIS, AU ROYAUME-UNI ET AU JAPON, MOINS AU NIVEAU DE LA ZONE EURO

Des politiques monétaires et budgétaires difficilement conciliables

La politique monétaire et la politique budgétaire dans les différents pays avancés que nous couvrons ici marchent chacune sur des œufs, dans des directions non coordonnées et difficiles à concilier.

Dans le cas américain, le soutien budgétaire apporté à la croissance via l'OBBBA est contré par les effets négatifs du choc tarifaire et du durcissement de la politique migratoire[8]. Nous prévoyons une impulsion budgétaire modérément restrictive, ce que le réengagement de la détente monétaire peut contribuer à amortir. Mais le maintien à un niveau très dégradé du déficit budgétaire américain est un facteur de pression potentielle (plutôt invisible pour l'heure[9]) à la hausse sur les taux longs (auquel s'ajoutent les effets des menaces sur l'indépendance de la Fed via un renchérissement de la prime de terme). La transmission pleine et entière de l'assouplissement monétaire de la Fed pourrait s'en trouver contrarié. En outre, celui-ci ne peut être tenu pour acquis tant il reste conditionné à l'évolution des données et de l'équilibre des risques.

Du côté du Royaume-Uni, la persistance de l'inflation limite la marge de manœuvre de la BoE pour continuer de détendre sa politique monétaire, tandis que les fragilités de la croissance compliquent le calibrage de la consolidation budgétaire, le tout sous l'œil vigilant et la pression des marchés obligataires, ce qui complique davantage la situation. Au Japon, l'orientation du *policy mix* est inverse mais pas plus facile à mettre en œuvre. La politique monétaire est engagée dans une phase de resserrement (depuis un niveau très accommodant) pour contenir l'inflation, alors que le biais expansionniste de la politique budgétaire risque de perdurer et d'alimenter des pressions inflationnistes, l'économie étant au plein-emploi. L'enjeu pour la BoJ est de ne pas se retrouver « behind the curve » à augmenter ses taux trop peu et/ou trop tardivement alors que les questions budgétaires font aussi monter la pression sur les taux longs japonais.

La BCE dans une situation plus confortable

Du côté de la zone euro, la politique monétaire est unique et les politiques budgétaires nationales. Au moins la situation de la Banque centrale européenne est-elle plus confortable que celle de ses pairs. Elle a ramené sa politique monétaire en zone globalement neutre, avec une inflation conforme à l'objectif. De plus, à court terme, si elle devait de nouveau agir ce serait dans le sens d'un assouplissement compte tenu des fragilités de la reprise. Au niveau de la politique budgétaire, à l'échelle de la zone euro, la situation se présente bien également : l'impulsion serait modérément expansionniste en 2026, l'augmentation (maîtrisée) du déficit budgétaire allemand étant partiellement contrebalancée par une amélioration des soldes primaires français, espagnols et italiens.

Achevé de rédiger le 19 septembre 2025

Hélène Baudchon

6 EcoPerspectives — Economies Avancées | 2e trimestre 2025 – Etudes Economiques – BNP Paribas, 18 avril 2025
7 Retrouvez toutes nos prévisions en fin de publication et dans chaque fiche pays sous format graphiques.
8 Ce que la dernière analyse du CBO met en évidence : CBO's Current View of the Economy From 2025 to 2028, septembre 2025.
9 Depuis le début de l'année, les taux longs américains ont bien connu quelques moments de tensions (notamment au moment du Liberation Day). Mais la dégradation relative des perspectives macroéconomiques, alimentant les anticipations de baisses de taux de la Fed, les a tirés assez nettement vers le bas, au point qu'au 18 septembre, ils sont près de 70 pb moins élevés qu'à la mi-janvier, au pic du « Trump trade », de nouveau plus proches de 4% que de 5% comme en début d'année. Cependant, même proches de 4%, ils se situent à un plus haut depuis 2007.

COMMERCE INTERNATIONAL : TOUT NE TOURNE PAS AUTOUR DES ÉTATS-UNIS

Les droits de douane américains ont augmenté massivement en deux étapes : d'abord en avril, puis à la suite des multiples accords commerciaux signés cet été. L'impact du premier palier de ce durcissement tarifaire est connu : les flux vers les États-Unis ont été fortement perturbés. Le commerce mondial reste dynamique, par ailleurs, notamment en Asie (un phénomène structurel) ou en Europe (qui devrait bénéficier d'une dynamique interne avec le rebond de l'économie allemande). La recomposition des flux commerciaux (déjà en cours avec la montée en puissance de la Chine) pourrait, elle, s'accélérer, les différents pays cherchant ailleurs les débouchés perdus aux États-Unis.

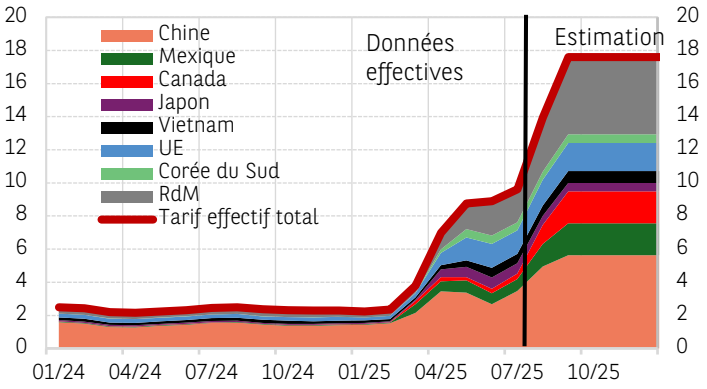
DROITS DE DOUANE AMÉRICAINS : UN NOUVEAU MONDE

Depuis le retour de Donald Trump à la Maison Blanche en janvier 2025, l'administration américaine a augmenté ses droits de douane en deux principales étapes. La première a été marquée par la hausse des tarifs sectoriels (à 25% pour l'automobile et 50% pour l'acier et l'aluminium) et celle des tarifs « réciproques ». Ces derniers ont été ramenés provisoirement à 10% pour la plupart des pays le 9 avril dernier, le temps que la négociation avec les partenaires commerciaux aboutisse. Cette première salve a conduit le tarif effectif moyen imposé aux importations américaines de biens à près de 10% en juillet 2025 contre 2,3% de moyenne en 2024.

La conclusion de nombreux accords bilatéraux en juillet-août[1] et l'application de tarifs plus élevés pour les pays non-signataires, ont marqué la seconde étape, qui a porté le tarif moyen à 17,6% selon nos estimations (*cf. graphique 1*). Les produits en provenance de Chine continueraient d'y apporter la contribution la plus importante (sur 17,6 points de pourcentage, près de 5,5 sont liés aux tarifs prélevés sur les produits chinois). Toutefois, parmi les partenaires principaux, ce sont l'Union européenne et les pays de l'USMCA qui voient leur contribution à ce tarif augmenter le plus (notamment en raison du poids des échanges de ces deux zones avec les États-Unis).

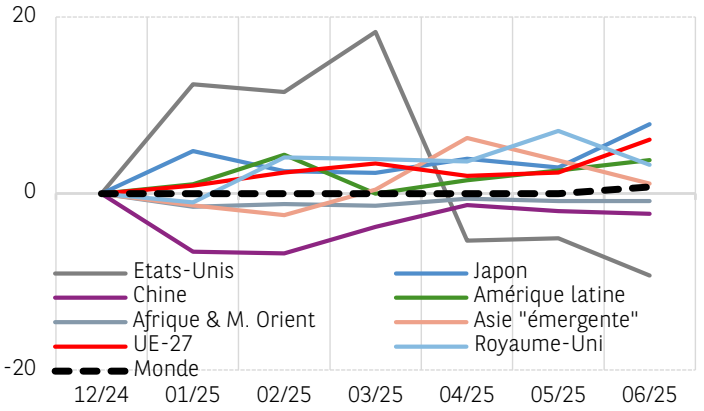
Cette séquence a introduit une volatilité très forte des importations de biens en volume aux États-Unis. Après une hausse de +11,0% t/t au T1 2025, elles ont fléchi de -10,1% au T2. Toutefois, en glissement annuel, les importations augmentent pour le 4e semestre consécutif au S1 2025, à +4,7% d'un semestre à l'autre (+11,8% a/a). Cela montre que le reflux au T2 (*graphique 2*) ne compense pas encore totalement la nette augmentation au T1. La stabilité de la catégorie des biens d'équipement – qui représente 31% des importations en 2024 – au T2 après le bond du T1 (+10,5% t/t) explique cette croissance. Sans surprise (droits de douane portés à 25%), le secteur automobile subit une baisse marquée au S1 2025 (-3,8% par rapport au semestre précédent) après un net repli au S2 2024 (-4,9%). Les importations sont également pénalisées par les subventions accordées aux constructeurs d'automobiles produites aux États-Unis, soutien dont les véhicules importés ne bénéficient pas. À l'heure où les accords commerciaux négociés cet été entrent en vigueur, les flux commerciaux vers les États-Unis pourraient se réduire plus franchement pour les secteurs concernés.

ÉVOLUTION DU TARIF EFFECTIF MOYEN SUR LES IMPORTATIONS DE BIENS AUX ÉTATS-UNIS (TOTAL EN %, PAYS EN CONTRIBUTION)



GRAPHIQUE 1 SOURCES : US CENSUS BUREAU, CALCULS DE BNP PARIBAS

ÉVOLUTION DES IMPORTATIONS DEPUIS DÉC. 2024 (VOLUME, %)



GRAPHIQUE 2 SOURCES : CPB, EUROSTAT, ONS, BNP PARIBAS

SI LES ÉTATS-UNIS IMPORTENT MOINS, D'AUTRES ZONES CONTINUENT D'IMPORTER PLUS

Le choc tarifaire américain a mis en exergue la capacité d'adaptation des flux commerciaux mondiaux. Si les importations ont connu un repli au T2 aux États-Unis, elles sont en hausse dans d'autres régions du monde (*cf. graphique 2*).

C'est notamment le cas pour la zone euro, où les importations ont progressé de 2,5% t/t, un rythme similaire au T1. L'Europe constitue l'un des marchés de report les plus importants pour la Chine, la structure du marché européen étant proche de celle des États-Unis.

1 Notamment avec l'Union européenne (tarifs à 15%), le Japon (15%), la Corée du Sud (15%), Taiwan et les pays de l'Asean (19%-20%), principaux partenaires des États-Unis, tandis que la « trêve » avec la Chine a été prolongée.

Les importations ont également augmenté en Amérique latine et au Japon (+3,8% t/t chacun au T2). En Chine, les importations ont d'abord diminué, car le pays a augmenté, en rétorsion, ses tarifs sur les États-Unis, mais une grande partie de cette baisse s'est résorbée par la suite. structure du marché européen étant proche de celle des États-Unis.

Le poids des États-Unis dans les importations mondiales reste important (autour de 14%), mais la part de l'Asie dans ces dernières a continué de se renforcer, soutenue par une croissance économique toujours élevée et des partenariats commerciaux régionaux efficaces. L'Asie "émergente"[2], qui concentre 10% des importations mondiales (un plus haut historique), a pris le relais de la Chine. Cette dernière s'est engagée dans une politique de substitution de productions locales aux importations.

LES EXPORTATIONS MONDIALES RÉSISTENT BIEN À LA REMISE EN QUESTION DU DÉBOUCHÉ AMÉRICAIN

Ainsi, l'offensive tarifaire américaine ne concerne qu'une partie mineure du commerce mondial (*cf. graphique 3*). Les données agrégées du Central Plan Bureau néerlandais (CPB), qui font office de référence en la matière, sont formelles : la tendance croissante du commerce mondial n'a pas été remise en cause (*cf. graphique 4*). Après leur nette augmentation au T1, les exportations se sont repliées modérément au T2. *In fine*, le commerce mondial poursuit pour l'heure sa croissance tendancielle à un rythme proche de celui de 2024, à savoir +0,8% t/t. Les tarifs américains ont toutefois été préjudiciables aux pays pour lesquelles les États-Unis constituent un débouché important et qui disposent de peu d'alternatives. C'est le cas du Canada, dont les exportations ont diminué sur l'ensemble du 1er semestre.

En Europe, les évolutions ont été très différentes selon les secteurs. En valeur, le bond des exportations pharmaceutiques (et autres produits chimiques) au T1 n'a pas été totalement effacé au T2. En comparaison avec 2024, la croissance de ces exportations sur le S1 2025 (+31%, soit près de EUR 55 mds) fait plus que compenser la baisse des exportations automobiles (-6,9%, soit EUR 9,7 mds). Cette évolution entraine bien évidemment des effets redistributifs entre pays (nettement positifs pour l'Irlande et la Suisse, plus négatifs pour l'Allemagne). Toutefois, au niveau de l'UE, ces effets se compensent globalement.

Cette résilience du commerce mondial s'explique aussi par l'accélération des échanges d'équipements électroniques à travers le monde. La demande pour ces produits, indispensables dans le cadre des projets d'investissements massifs dans l'intelligence artificielle (IA), provient notamment de Chine, et plus largement d'Asie où ils sont également très largement produits. Cela explique une bonne partie de la solidité des exportations des pays asiatiques et, surtout, la très forte augmentation des exportations de la Corée du sud et de Taiwan, deux pays clés dans la fabrication des équipements nécessaires à l'IA. Les semi-conducteurs n'étant pas actuellement soumis à des tarifs américains, les échanges continuent donc d'augmenter fortement sous l'effet des investissements massifs dans ce domaine, y compris aux États-Unis.

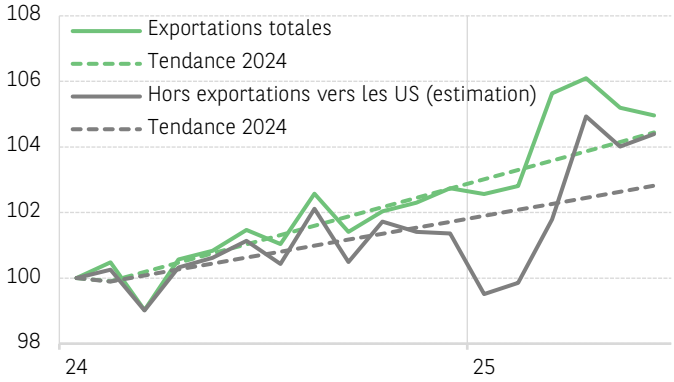
De plus, les États-Unis et la Chine restent encore dépendants l'un de l'autre dans des secteurs hautement stratégiques (métaux rares exportés par la Chine, semi-conducteurs exportés par les États-Unis). Cela permet d'espérer que des barrières douanières ne viendront pas entraver ce développement rapide, à l'image de l'aéronautique qui bénéficie de droits de douane nuls dans l'accord US-UE compte tenu des interdépendances fortes entre les deux acteurs industriels majeurs du secteur.

OFFENSIVE TARIFAIRE DES ÉTATS-UNIS PAR RAPPORT À L'ENSEMBLE DU COMMERCE INTERNATIONAL (USD MDS, 2024)



GRAPHIQUE 3 SOURCES : FMI, MAISON BLANCHE, US CENSUS BUREAU, BNP PARIBAS

ÉVOLUTION DES EXPORTATIONS MONDIALES (JAN 2024=100)



GRAPHIQUE 4 SOURCES : CPB, CALCULS BNP PARIBAS

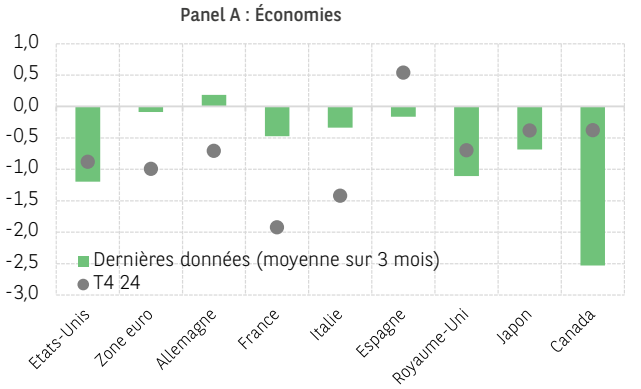
LES TARIFS AMÉRICAINS : UN CHOC GÉRABLE À CONDITION QU'ILS CESSENT D'ÉVOLUER

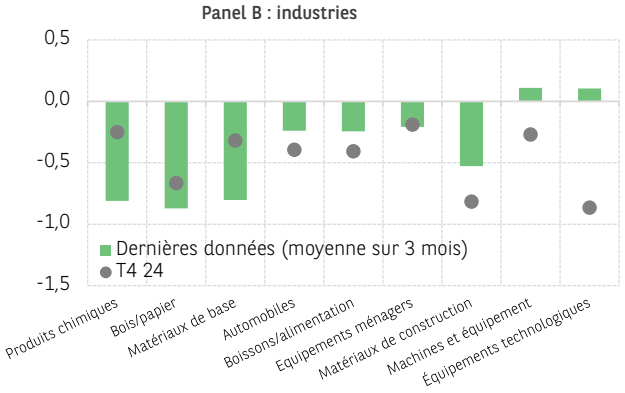
Aucune donnée ne permet encore de mesurer l'effet des accords commerciaux signés cet été par les États-Unis. Par ailleurs, il n'est pas certain que les tarifs américains n'évoluent pas de nouveau. Des investigations sont actuellement conduites aux États-Unis dans des secteurs ciblés pour leur importance (notamment le secteur pharmaceutique et celui des semi-conducteurs, aujourd'hui exemptés de tarif supplémentaire), au titre de la Section 232 du *Trade Expansion Act*. Cette enquête pourrait conduire à une augmentation des tarifs sectoriels (le pays le plus vulnérable pour chaque secteur considéré est représenté dans le tableau 1).

De plus, l'examen de la légalité de la procédure utilisée pour mettre en place les tarifs « réciproques » n'a pas livré son verdict définitif (la Cour suprême devrait se prononcer en novembre). Une condamnation de ces tarifs pourrait ouvrir la voie à une hausse des tarifs sectoriels.

2 Terminologie du FMI et qui regroupe 18 pays d'Asie (hors Chine, Japon, Corée du sud).

INDICES PMI MANUFACTURIERS DES NOUVELLES COMMANDES À L'EXPORT (Z-SCORE)





Z-score calculés par rapport à la moyenne sur 15 ans (août 2010-août 2025).
Les PMI sectoriels couvrent plus de 40 pays.

GRAPHIQUE 5

SOURCES : MARKIT, BNP PARIBAS

Par ailleurs, les discussions entre Washington et Pékin ont permis d'aboutir, le 12 mai, à un accord provisoire permettant de réduire le niveau des tarifs bilatéraux par rapport au niveau élevé atteint en avril. Cet accord provisoire a depuis été reconduit et reste en vigueur faute d'accord définitif pour le moment.

Toutefois, d'après les données d'enquête sur le climat des affaires, la majeure partie du choc d'incertitude, créé par l'administration américaine en avril, s'est dissipée, en particulier en Europe. L'indice PMI des nouvelles commandes à l'export s'est, en effet, redressé dans la plupart des pays (*cf. graphique 5*) : là où les chiffres sont disponibles pour juillet (France), les exportations outre-Rhin rebondissent ; ce phénomène devrait se renforcer au 2e semestre 2025.

En effet, les droits de douane imposés aux importations américaines en provenance de l'UE ont été portés à 15%, mais ils incluent les droits de douane préexistants. L'appréciation de l'euro est un second frein à la compétitivité (près de 10%). Le choc global est de l'ordre de celui subi par les entreprises en 2007-08 (lié uniquement à l'époque à la forte dépréciation du dollar). Si celui-ci était resté gérable en termes de volumes (relativement résilients), il avait davantage affecté les prix et les marges des entreprises. Cette fois, l'Europe n'est pas la seule zone à subir une augmentation des droits de douane (alors que le choc de l'euro fort lui était propre en 2007-08), ce qui pourrait une nouvelle fois limiter l'impact in fine sur les volumes échangés.

Les pays les plus proches des États-Unis ne pouvant espérer trouver d'alternatives commerciales à leurs échanges, ils seront les plus durement touchés par la hausse des tarifs. L'évolution de l'indice des nouvelles commandes à l'export du Canada est, à ce titre, marquante.

Du point de vue des secteurs industriels, d'après les enquêtes PMI, les perspectives sont bonnes pour les biens d'équipement (technologie, machines et équipement) et s'améliorent pour le secteur automobile, désormais moins taxé. Ce n'est pas le cas pour la chimie secteur au sein duquel les matériaux de base (dont les métaux) sont à la fois davantage taxés et de plus en plus concurrencés, notamment par la Chine.

VULNÉRABILITÉ DES PAYS À DE NOUVEAUX TARIFS SECTORIELS SUR LES SEMI-CONDUCTEURS ET LES BIENS PHARMACEUTIQUES

Rang	Semi-conducteurs	Pharmaceutique
1	Taïwan	Singapour
2	Malaisie	Suisse
3	Israël	Israël
4	Thaïlande	Inde
5	Corée du Sud	Canada
6	Mexique	UE
7	Vietnam	UK
8	Japon	Corée du Sud
9	Singapour	Japon
10	Indonésie	Australie

Classement des pays en fonction de leur vulnérabilité à de nouveaux tarifs sectoriels sur les semi-conducteurs et les biens pharmaceutiques. Les pays sont classés en fonction de l'importance du secteur considéré dans leur PIB respectif. Le code couleur illustre la part respective de chaque pays dans les importations agrégées de semi-conducteurs et de pharmaceutiques aux Etats-Unis .
*L'Union européenne est surreprésentée dans les importations de biens pharmaceutiques aux Etats-Unis (60% du total en 2024), toutefois l'Irlande en représente une part importante et la vulnérabilité est nettement moindre pour la plupart des autres pays européens.

TABLEAU 1

SOURCES : US CENSUS BUREAU, SOURCES NATIONALES, BNP PARIBAS

CE QUE L'ON NE SAIT PAS ENCORE MAIS QUI SERA DÉCISIF : VERS UNE ACCÉLÉRATION DE LA RECOMPOSITION DES FLUX COMMERCIAUX ?

Les flux commerciaux étaient déjà en train d'évoluer avant la hausse des droits de douane américains. Cette recomposition va-t-elle s'accélérer en raison de la perte relative du débouché américain ? C'est possible, mais pas certain :

- En Asie, la Chine apparaît aujourd'hui comme un gagnant paradoxal, puisqu'elle voit ses proches voisins de l'ASEAN subir un choc tarifaire également (le tarif effectif appliqué sur les importations américaines de biens chinois est passé de 10,7% fin 2024 à 41,4% fin août, et le tarif moyen pour l'ASEAN-5 de 2,5% fin 2024 à 17% fin août). En outre, la taxe de 40% sur les biens chinois transitant par des pays tiers (envisagée par l'administration Trump, mais qui sera difficile à mettre en œuvre) pourrait réduire ses possibilités d'utiliser ces pays connecteurs pour contourner les tarifs américains, comme elle l'a fait jusqu'à maintenant.

- Concernant l'Europe, la concurrence croissante est un sujet qui n'a pas débuté avec l'introduction des tarifs américains. C'est le cas notamment des échanges entre l'Allemagne et la Chine, cette dernière étant passée progressivement (et singulièrement après l'épidémie de la Covid-19) d'un débouché à un concurrent. Cet appétit devrait même se renforcer et s'étendre à d'autres secteurs, avec plus d'exportations puis plus d'investissements dans l'UE, afin de contourner les barrières à l'entrée. Ce phénomène pourrait s'accroître avec le recul du débouché américain, sachant que la Chine, en surproduction structurelle, n'a pas d'autre choix que de trouver de nouveaux débouchés, alors que son marché domestique ne prend pas suffisamment le relais (*voir édito d'Ecoweek*).

Par ailleurs, le monde ne s'arrêtera pas de tourner. L'accélération des négociations entre États, dans le but de sceller ou de renforcer les accords commerciaux, montre que le libre-échange, s'il est attaqué par la stratégie protectionniste américaine, conserve de solides fondations.

Et l'Europe ne s'arrêtera pas de tourner non plus. Si la réforme du marché intérieur prend du temps, la mise en œuvre d'un effort de défense commun devrait permettre d'engager une nouvelle dynamique. Plus largement, la relance de l'investissement en Allemagne devrait rapidement produire ses premiers effets sur le commerce intra-zone. Enfin, même s'il est vain d'espérer remplacer les parts de marché perdues aux États-Unis ou en Chine, cela devrait inciter l'Union européenne à redoubler d'efforts pour gagner de nouveaux marchés (accord UE-Mercosur).

Achevé de rédiger le 16 septembre 2025

Stéphane Colliac, Guillaume Derrien, Anis Bensaidani

Avec l'aide de Benjamin Puiseux pour les graphiques, stagiaire.

stephane.colliac@bnpparibas.com
guillaume.a.derrien@bnpparibas.com
anis.bensaidani@bnpparibas.com

ÉTATS-UNIS

ÉTATS-UNIS : RALENTISSEMENT EN COURS

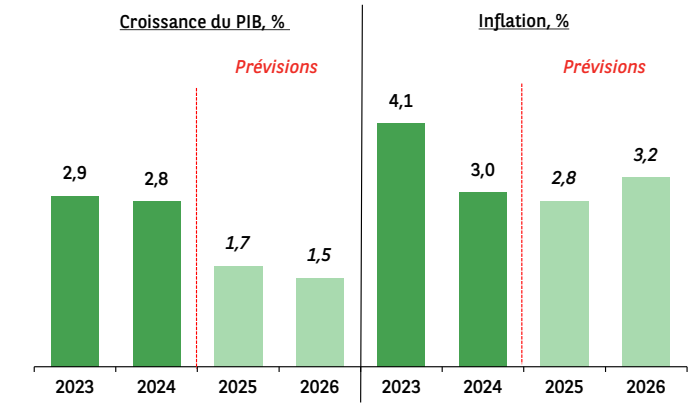
La croissance des États-Unis a nettement diminué par rapport à 2024 et devrait rester modérée dans les prochains mois, tout en maintenant un certain dynamisme. L'inflation rebondit graduellement en raison notamment de la hausse des tarifs douaniers, tandis que le marché du travail s'affaiblit déjà nettement. Ces développements provoquent un rééquilibrage des risques autour du mandat dual de la Réserve fédérale (Fed) : ceux – baissiers – sur l'emploi prennent de l'ampleur par rapport à ceux – haussiers – sur l'inflation. Cela devrait, selon nous, conduire la Fed à procéder à deux nouvelles baisses du taux directeur d'ici la fin 2025 après la baisse de septembre. Dans le même temps, la politique budgétaire ne devrait pas permettre d'enrayer l'augmentation du ratio de dette publique.

LA CROISSANCE AU RALENTI

La croissance du PIB a sensiblement ralenti du fait de l'incertitude et des craintes inflationnistes dues aux décisions de politique économique, notamment commerciales. Mesurée en moyenne sur le S1 2025 pour neutraliser la volatilité induite par la nette hausse des importations au T1 (et leur reflux au T2), elle s'est réduite à +0,3% t/t (+0,7% en moyenne au S2 2024). La demande intérieure finale privée recule également (+0,5%, contre +0,8% auparavant). Avec en moyenne +0,3%, la consommation ralentit significativement (vs. +0,9% au S2 2024). L'investissement résidentiel s'est contracté durant les deux derniers trimestres et se situe 12% en deçà du S2 2021. A l'inverse, l'investissement productif accélère avec une croissance moyenne de +1,9% (+0,1% au S2 2024).

Les données disponibles pour le T3 sont globalement encourageantes. Les ventes au détail étaient robustes en juillet et août. Dans le même temps, la tendance bicéphale de l'investissement se prolonge, avec des difficultés dans les mises en chantier (-8,4% m/m en août) et les permis de construire (contraction mensuelle en juillet et août) ; mais des commandes sous-jacentes de biens durables en hausse en juillet. Selon nos prévisions, le taux de croissance annuel moyen atteindrait 1,7% en 2025 (+2,8% en 2024), largement aidé par l'effet d'acquis de l'année précédente (1,0pp), puis 1,5% en 2026.

CROISSANCE ET INFLATION (MOYENNE ANNUELLE)



GRAPHIQUE 1 SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

COMMERCE EXTÉRIEUR : AU-DELÀ DU PIC DU PRINTEMPS, UN CHOC D'INCERTITUDE DURABLE

Les États-Unis subissent très peu de rétorsions tarifaires, en dehors de la Chine, et l'apport du commerce extérieur à la croissance a été très légèrement positif au S1. En juillet, les exportations de biens se sont réduites à un niveau conforme à celui du S2 2024, le boost de la fin de T1 2025 se dissipant progressivement. Au préalable, les tensions commerciales ont induit de la variabilité dans le solde commercial des biens, tandis que celui des services, épargnés par celles-ci, est resté stable (+1,0 - +1,1% du PIB). L'incertitude de politique commerciale reflue grâce à la clarification permise par les annonces d'accords commerciaux de l'été (60% des importations de 2024 couvertes), mais reste très élevée (*graphique 2*).

Enfin, des aspects importants restent en suspens, à savoir les investigations au titre de la Section 232 du *Trade Expansion Act*, susceptibles d'aboutir à des tarifs sectoriels sur la pharmacie, les puces et les semi-conducteurs, et le recours sur la légalité des tarifs réciproques devant la Cour suprême (début novembre).

MARCHÉ DU TRAVAIL : TOUJOURS TENDU, MALGRÉ UNE NETTE BAISSE DES CRÉATIONS D'EMPLOIS

Le refroidissement du marché du travail est enclenché depuis 2024, mais s'amplifie. Ceci nourrit les craintes d'une remontée plus prononcée du taux de chômage (4,3% en août, +0,1pp a/a). Les créations d'emplois salariés (*nonfarm payrolls*) sont passées de +175k en janvier à +64k en août (moyenne mobile sur 6 mois). Le secteur du gouvernement (+1k de moyenne mensuelle depuis janvier) fait écho à la politique associée, alors que le secteur des loisirs et de l'hôtellerie ralentit (+8k, +20k en moyenne annuelle en 2024). L'emploi manufacturier est en recul (-5k). L'affaiblissement transparaît dans la dernière révision annuelle du BLS sur l'emploi salarié entre avril 2024 et mars 2025, qui atteint -911k en estimation préliminaire (record historique). L'offre de travail est pénalisée par la nouvelle politique migratoire, particulièrement restrictive, qui coïncide avec une réduction de 1,5 million des travailleurs non-natifs entre mars et août 2025[1]. Dans le même temps, le taux d'activité a perdu 0,2pp, à 62,3%.

Pour le moment, le taux de chômage se maintient dans une fourchette de 4,0% à 4,3%, conforme ou légèrement en deçà du plein-emploi. Notre scénario central table sur une stabilisation à court terme car la croissance de la main d'œuvre disponible et le rythme des créations d'emplois[2] ralentissent parallèlement.

1 L'ampleur exacte de cette réduction fait débat (difficultés de comptage et effets possibles de report dans les statistiques de la population native). Mais elle n'en alerte pas moins sur le risque que les expulsions font peser sur le marché du travail américain.
2 Le « point mort » du taux de chômage correspond au nombre de créations d'emplois nécessaire à sa stabilité au regard de l'évolution de la force de travail. Nous l'évaluons aujourd'hui à 35k – 50k, contre 70k – 100k précédemment.

Le « drôle d'équilibre », décrit par J. Powell, apparaît dans les mesures sous-jacentes de l'état de tension du marché du travail. Le peu de mouvements parmi les embauches, démissions et licenciements suggère un attentisme partagé, tandis que le rapport entre les emplois vacants et les personnes en recherche d'emploi est proche de 1 (contre 2,1 avant le début du resserrement monétaire et 0,6 de moyenne entre 2001 et 2019).

INFLATION : PAS D'EFFETS DE SECOND TOUR ?

La transmission de la hausse des droits de douane à l'inflation se précise. L'inflation (CPI) a augmenté au T3 (+2,9% a/a contre +2,4% au T2), tirée à la hausse par les biens hors-énergie (+1,5% a/a en août, contre -1,1% de moyenne annuelle en 2024). Le processus devrait se poursuivre. La sous-composante des prix payés de l'enquête ISM, indicateur avancé de l'inflation sous-jacente, évolue de façon inédite depuis 2022 (*graphique 3*). Les services non-énergétiques, logement et hors logement, ralentissent globalement mais restent sensiblement au-dessus des 2%, respectivement à +3,3% et +3,6%. Ainsi, nous anticipons une hausse de l'inflation jusqu'à un pic de +3,5% a/a mi-2026.

Le principal risque réside dans les possibles effets de second tour de cette inflation tarifaire, peu probables à ce stade si le ralentissement de l'activité se poursuit. Les anticipations d'inflation des marchés restent bien ancrées, bien que le niveau dégradé de celles des ménages soit un signal à surveiller. Pour sa part, J. Powell s'est rangé à l'opinion des « colombes » (*doves*) de son *board*. Il a estimé « improbable » une inflation salariale en raison de « l'accroissement des risques à la baisse » sur le marché du travail, jugeant dès lors une « hausse ponctuelle des prix » comme un « scénario central raisonnable ».

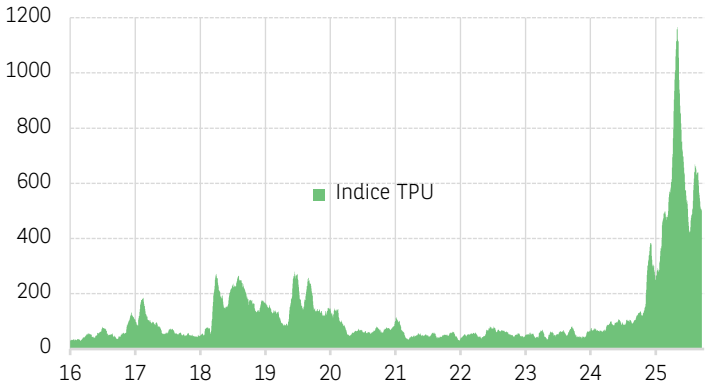
FOMC, LE CHANT DE LA COLOMBE

Si les tensions se renforcent de part et d'autre du mandat dual de la Fed, les développements et risques baissiers sur le marché du travail impliquent une réallocation des risques vers la composante « emploi maximal ». La Fed a ainsi réduit de 25 pb sa cible de taux en septembre, à +4,0% - +4,25%, dans une optique de « gestion des risques ». Selon nos prévisions, cela amorce un cycle d'assouplissement monétaire devant se poursuivre jusqu'au taux terminal de 3,0% (limite supérieure) en fin de S1 2026, dont deux nouvelles baisses de 25 pb d'ici à fin 2025. En 2026, la matérialisation des risques inflationnistes et la résilience de l'économie ne devraient pas justifier plus de deux baisses de taux supplémentaires. Cependant, la nouvelle priorisation du volet emploi implique que les risques autour de ce scénario central pointent vers davantage de baisses de taux en cas d'affaiblissement. Dans le même temps, la question de l'indépendance de la Fed occupe les esprits. C'est un enjeu de taille qui comporte des risques matériels (hausse de la prime d'inflation, pressions obligataires et/ou affaiblissement de la devise nationale).

STABILISATION DU DÉFICIT À UN NIVEAU DANGEREUX

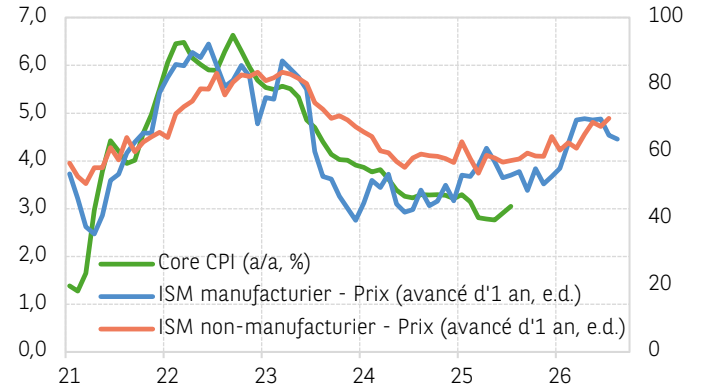
La politique fiscale de l'administration ne devrait pas permettre de redresser les comptes publics[3]. La loi budgétaire *One, Big, Beautiful Act* (OBBA), promulguée le 4 juillet, devrait avoir un impact négatif sur le déficit fédéral, que le Congressional Budget Office (CBO) estime entre USD 4 113 et 4 971 mds sur toute la période 2025 – 2034. Le CBO évalue, d'autre part, à USD 4 000 mds la réduction du déficit permise par les revenus tarifaires sur la même période, ce qui compenserait, toutes choses égales par ailleurs, en majeure partie l'impact de l'OBBA et limiterait l'accroissement du déficit. Dans ces conditions, nous estimons que le déficit fédéral s'établirait à -5,5% en 2025, ce qui correspond à une impulsion budgétaire négative, et entre -5,5% et -6,0% du PIB sur la période 2026 – 2029 (-6,4% en 2024). Il s'agirait de niveaux particulièrement élevés, contribuant à la hausse du ratio de dette publique sur PIB (97,8% en 2024 avant 99,9% en 2025 et 101,7% en 2026).

ÉTATS-UNIS : INCERTITUDE DE POLITIQUE COMMERCIALE (MOYENNE MOBILE SUR 30 JOURS)



GRAPHIQUE 2 SOURCES : MACROBOND, BNP PARIBAS

ÉTATS-UNIS : PRIX PAYÉS ET INFLATION SOUS-JACENTE



GRAPHIQUE 3 SOURCES : BEA, ISM, BNP PARIBAS

En attendant, une relative pression obligataire apparaît : les taux à 30 ans ont approché les 5,0% en août (contre 4,7% en moyenne au S1 2025), avant de reculer après des données économiques décevantes. Dans le même temps, le Trésor accroît ses programmes de rachats de titres. Il a ainsi acquis USD 135 mds de titres depuis le 20 janvier 2025 afin de réduire la charge d'intérêt via un raccourcissement de la maturité moyenne de la dette. La pratique fait toutefois courir un risque accru de liquidité sur des maturités courtes sur-sollicitées.

Achevé de rédiger le 18 septembre 2025

Anis Bensaidani
anis.bensaidani@bnpparibas.com

3 voir notre EcoInsight : Le marché des Treasuries, un colosse aux pieds d'argile – Dette fédérale, les risques de l'abondance

ZONE EURO

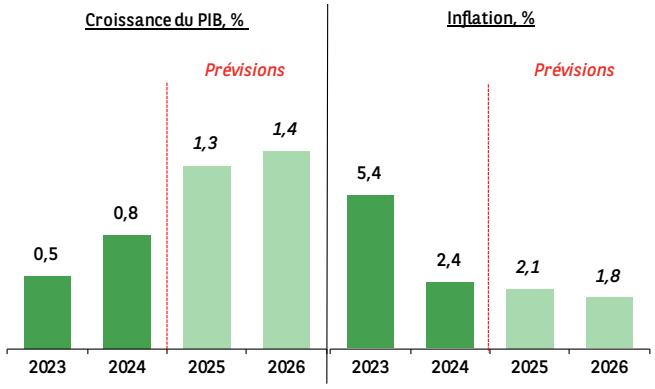
UNE CROISSANCE APPELÉE À SE RENFORCER

La croissance de la zone euro a plutôt bien résisté aux chocs jusqu'ici (accompagnée notamment par une accélération des nouveaux crédits sur fond de baisse des taux) et devrait progressivement accélérer. Les exportations resteront fragilisées par la concurrence chinoise et le protectionnisme américain. Toutefois le rebond prévisible de l'activité en Allemagne bénéficiera à la croissance de la zone euro. Au demeurant, la bonne tenue du marché du travail soutient le pouvoir d'achat des ménages, sans susciter de tensions inflationnistes, offrant à la BCE de la visibilité et des marges de manœuvre si nécessaire.

CROISSANCE : RÉSISTANCE EN 2025, ACCÉLÉRATION ENSUITE

La croissance a été irrégulière au S1 2025, notamment en raison de la nette augmentation des exportations vers les États-Unis au T1 (Allemagne, Irlande) puis du contrecoup au T2. Pour autant, la croissance est restée relativement soutenue (0,3% t/t en moyenne par trimestre sur le semestre), malgré l'augmentation des tarifs douaniers américains. La hausse serait du même ordre au S2 2025 (+0,2 % au T3, +0,3 % au T4), avant un renforcement en 2026 (+0,5 % en moyenne par trimestre). L'accroissement des dépenses militaires en Europe et les plans de soutien à l'investissement public et privé en Allemagne, ajouteraient, respectivement, 0,3 et 0,5 point de croissance en 2025 et 2026. La bonne tenue du marché du travail et l'inflation modérée soutiendraient plus particulièrement la consommation des ménages. La récession industrielle devrait prendre fin (le PMI manufacturier est repassé en août au-dessus des 50 pour la première fois en trois ans), ce qui permettrait à l'Allemagne et à l'Italie de renouer progressivement avec la croissance. La nécessité d'accroitre les dépenses liées à la transition énergétique et écologique, combinée à la baisse passée des taux de la BCE et à la hausse induite du volume du crédit, viendront également en soutien de l'investissement des entreprises.

CROISSANCE ET INFLATION (MOYENNE ANNUELLE)



GRAPHIQUE 1

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

LE DYNAMISME DES NOUVEAUX CRÉDITS POURRAIT ÊTRE MODÉRÉ

Les nouveaux crédits à l'investissement aux entreprises sont demeurés dynamiques en juillet 2025 (en cumul annuel, +15,2% a/a) alors que les taux d'intérêt sont relativement stables depuis février (environ 3,6% pour ceux avec une période de fixation initiale du taux>5 ans). Le taux des nouveaux crédits de trésorerie (taux variable et période de fixation initiale du taux<3 mois) a poursuivi sa baisse en juillet 2025 (-5 pb m/m à 3,31%), mais devrait se stabiliser. Les nouveaux crédits de trésorerie cumulés sur un an ont accéléré en juillet 2025 à 9,0% a/a, ce qui pourrait refléter des difficultés de trésorerie de certaines entreprises ou un accroissement des stocks.

En ce qui concerne les ménages, la stabilité du taux des nouveaux crédits à l'habitat, toutes maturités confondues, durant le S1 2025 (3,3% entre février et juillet) pourrait globalement se poursuivre au S2. La tarification des prêts à taux fixe (environ 75% des nouveaux crédits à l'habitat en zone euro) repose largement sur le taux *swap* 10 ans/3 mois (augmenté d'une prime de liquidité) dont la baisse depuis 2024 contraste avec la hausse des taux souverains. Ainsi, le coût des nouveaux prêts à taux fixe (supérieurs à 10 ans) est demeuré stable à 3,12% entre avril et juillet 2025. Il devrait le rester car la BCE ne devrait plus réduire ses taux selon notre scénario. Ainsi, les nouveaux crédits à l'habitat vont perdre le principal facteur de soutien à leur dynamisme récent (en cumul annuel, +28,7% a/a en juillet 2025). Au demeurant, certains ménages attentistes pourraient être incités à passer à l'achat dès lors qu'ils n'anticiperaient plus de baisse supplémentaire des taux. Les banques et les ménages anticipant une relative stabilité de la demande de crédits à la consommation, ces derniers devraient, quant à eux, conserver une dynamique proche de celle constatée actuellement (en cumul annuel, +1,3 % a/a en juillet 2025) tandis que leur taux demeure historiquement élevé (7,5% en juillet 2025 contre 5,5% en moyenne entre 2018 et 2022).

MARCHÉ DU TRAVAIL : LES TENSIONS POURRAIENT S'ACCENTUER

À 6,2% en juillet, le taux de chômage en zone euro s'est établi à un niveau comparable à son plus bas historique et devrait continuer à se replier. L'hétérogénéité entre les pays se réduit. La remontée du chômage observée en France et en Allemagne depuis un an est limitée (+0,2 point et +0,3 point sur un an). Elle est, par ailleurs, largement compensée par les améliorations observées en Europe du Sud, qui devraient se poursuivre. La Commission européenne estimant que le taux de chômage plancher qui permet d'éviter une accélération de l'inflation (NAIRU) est de 6,5% en zone euro, le marché du travail serait déjà sous tension. Une baisse supplémentaire du taux de chômage pourrait s'accompagner de pressions salariales plus importantes. Parallèlement, le rebond des gains de productivité est insuffisant pour abaisser les coûts unitaires du travail (+3,1% en g.a. au T2) qui constituent l'indicateur le plus pertinent des coûts de production. Néanmoins, à brève échéance (fin 2025), les hausses de salaires devraient refluer, favorisant le repli de l'inflation dans les services (*cf. graphique 2*).

INFLATION : PEU D'ÉCART À LA CIBLE

L'inflation resterait stable autour de la cible de 2% et les risques équilibrés : si les dynamiques internes (marché du travail plus tendu, croissance des salaires supérieure aux gains de productivité) sont de nature à alimenter la hausse des prix, notamment dans les services, les facteurs exogènes modéreraient celle-ci : l'EUR/USD continuerait de s'apprécier modérément (1,22 fin 2026 selon nos prévisions), la stabilisation du prix des hydrocarbures allègerait la composante énergie, tandis que les coûts de fret ont continué de se normaliser après les tensions de 2024. Par ailleurs, la hausse des importations en provenance de Chine s'est amplifiée avec la baisse du yuan et cette tendance pourrait se pour-

suivre. Dans cette perspective, cette désinflation importée limiterait le risque d'une réaccélération de l'inflation en zone euro.

LA BCE EN BONNE POSITION

Eu égard aux perspectives d'inflation, la BCE est dans une position confortable. À 2% actuellement sur le taux de la facilité de dépôt, le cycle de baisse des taux d'intérêt est, selon nous, clos, dans la mesure où l'activité devrait se renforcer. Face au risque plus fréquent de choc sur les prix et l'activité, la BCE tolérera des écarts à la cible, même prolongés, pour autant que ceux-ci ne soient pas trop importants et qu'ils ne remettent pas en cause l'ancrage des anticipations d'inflation – un objectif réussi jusqu'à présent (selon la BCE, les anticipations d'inflation médianes des ménages à long-terme (5 ans) étaient stables à 2,1% en juillet). Cette tolérance transparait dans les dernières projections d'automne (11 septembre) de la BCE, avec des prévisions d'inflation sous la cible des 2% en 2026 (1,7%) et 2027 (1,9%). Néanmoins, en cas de choc négatif impliquant un risque baissier persistant sur les prévisions d'inflation, la BCE a laissé la porte ouverte à baisser davantage ses taux directeurs. Parallèlement, le processus de resserrement quantitatif devrait se poursuivre avec une politique de ventes passives alimentant la réduction du bilan de la BCE en 2026.

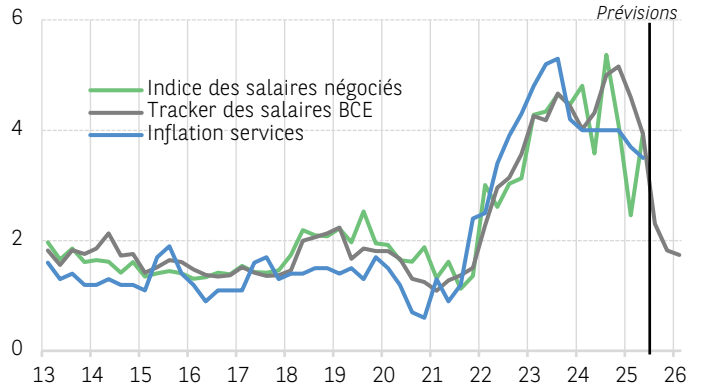
L'ACCROISSEMENT DU DÉFICIT BUDGÉTAIRE RESTERAIT MAÎTRISÉ

La politique budgétaire européenne sera modérément expansive en 2026. Le déficit public en zone euro devrait augmenter en 2025-26, mais celui-ci se maintiendrait proche de la cible des 3% du PIB. L'accroissement du déficit en Allemagne serait compensé par une amélioration du solde primaire en France, en Italie et en Espagne. La remontée des taux obligataires aurait un effet relativement limité à court terme sur le service de la dette, du fait de l'allongement des maturités moyennes des titres souverains (8,3 ans en moyenne en zone euro), mais accroîtrait progressivement l'effort de consolidation budgétaire dans les pays les moins bien positionnés, en France notamment. La mise en route du mécanisme européen de prêts pour la défense (SAFE, les pays européens devant soumettre leurs requêtes à la Commission d'ici au 30 novembre) et la clause dérogatoire (permettant pendant 4 ans aux gouvernements nationaux d'accroître leurs investissements dans la défense jusqu'à 1,5% du PIB sans que cela soit pris en compte dans le calcul du déficit public) permettront néanmoins de faciliter une partie de l'effort de consolidation au niveau national.

LES FREINS AUX EXPORTATIONS SE RENFORCENT

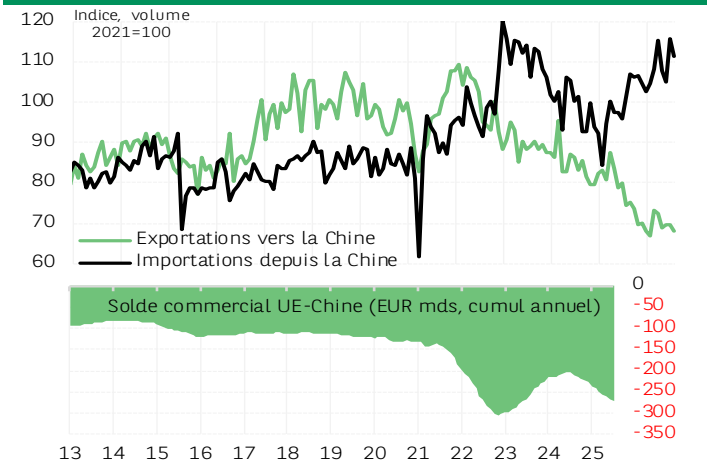
Choc tarifaire américain, appréciation de l'euro, montée en gamme chinoise : les obstacles aux exportations européennes se cumulent en 2025. Si l'évolution de la politique commerciale des États-Unis reste incertaine, l'accord avec ces derniers (taxant à hauteur de 15 % la majorité des exportations européennes) est plus favorable que pour la plupart des pays (notamment car, dans le cas de l'UE, ces 15% incluent les tarifs préexistants et, en principe, à venir). La concurrence chinoise, frein structurel majeur aux exportations européennes, s'est durcie depuis la Covid et la dépréciation du yuan, amorcée en 2022 : les exportations de la zone euro vers la Chine ont chuté de 33 % (déc. 2019–juin 2025, *cf. graphique 3*) et de 27 % vers l'ASEAN sur la même période. Les baisses structurelles d'activité dans les secteurs intermédiaires (pétrochimie, plasturgie, sidérurgie), sur fond de décarbonation des économies, seront notamment difficiles à enrayer. Dans le même temps, les importations européennes en provenance de Chine ont bondi de 41 %. Face au risque portant sur la demande américaine et chinoise, l'UE mise sur une diversification (Mercosur, Inde, Philippines, Indonésie), mais elle devra d'abord et surtout relancer ses échanges internes. Les exportations intra-zone euro ont en effet reculé de 2 % depuis fin 2019 (*cf.* notre focus dans ce numéro pour un panorama plus global des dernières évolutions du commerce international).

ZONE EURO : ÉVOLUTION DES SALAIRES ET INFLATION (EN %)



GRAPHIQUE 2 SOURCES : BCE, EUROSTAT, BNP PARIBAS

ZONE EURO : ÉCHANGES COMMERCIAUX AVEC LA CHINE



GRAPHIQUE 3 SOURCES : BCE, EUROSTAT, BNP PARIBAS

Les tensions commerciales entre l'UE et la Chine se sont progressivement amplifiées depuis l'automne 2024, période d'instauration des taxes européennes sur les véhicules électriques chinois (des représailles ont été introduites par la Chine, sur les spiritueux et le porc). Force est toutefois de constater que le déséquilibre entre les deux zones continue de s'aggraver. L'effet de normalisation post-Covid évacué (les importations en provenance de Chine et le déficit bilatéral de l'UE avaient bondi en 2020-2021), le déficit est reparti à la hausse à partir de 2024. La concurrence des biens chinois sur le sol européen continue donc de s'accroître et risque de s'amplifier avec le reroutage probable vers l'Europe des exportations chinoises vers les États-Unis.

Achevé de rédiger le 12 septembre 2025

Guillaume Derrien, Thomas Humblot
guillaume.a.derrien@bnpparibas.com thomas.humblot@bnpparibas.com

ALLEMAGNE

UNE REPRISE EN GESTATION

Le redémarrage de la croissance allemande a été freiné par les droits de douane américains. Toutefois, les perspectives continuent de s'éclaircir grâce à la stratégie du gouvernement, articulée autour d'un vaste programme d'investissements publics et d'incitations à l'investissement des entreprises. Au-delà du rebond conjoncturel anticipé, le redressement structurel de la croissance dépendra de la capacité du pays à maîtriser ses chaînes de valeur et à se repositionner dans le commerce mondial, face à une concurrence accrue. L'inflation devrait poursuivre sa décrue. Malgré les évolutions défavorables dans l'industrie, le chômage demeure contenu, et des tensions sur la main d'œuvre pourraient rapidement ressurgir. La dette publique devrait croître sous l'effet du creusement du déficit budgétaire et de la hausse des taux d'intérêt (dont les répercussions se feront sentir sur les autres membres de la zone euro).

MALGRÉ UN PREMIER SEMESTRE DIFFICILE, LA REPRISE ÉCONOMIQUE SEMBLE ENGAGÉE

Après un début d'année dynamique (+0,3 % t/t au T1), porté par un surcroît d'exportations en anticipation du relèvement des droits de douane américains, l'activité a reculé au T2 (-0,3 % t/t). Si les exportations subissent un contrecoup attendu, leur recul est modéré. C'est le repli de l'investissement en machines et équipements, ainsi qu'en construction, qui explique le chiffre négatif du T2. Or, cette baisse pourrait s'expliquer par le report de projets qui bénéficieront d'aides (pour les entreprises) et de financements additionnels (pour les infrastructures et la défense, *voir ci-après*) à partir du 2nd semestre – une analyse que le redressement ininterrompu depuis neuf mois de l'indice Ifo du climat des affaires corrobore (+4,2 points entre décembre dernier et août, où il atteint 89 points). En parallèle, la consommation des ménages reste bridée par un sentiment dégradé. A la mi-2025, le PIB réel reste ainsi proche de son niveau de fin 2019[1].

Dans un contexte où les pressions extérieures devraient perdurer, c'est sur la politique économique du nouveau gouvernement que repose la reprise. Celle-ci vise à soutenir un rebond de l'investissement public et privé (*via* notamment le dispositif d'amortissement anticipé de l'investissement permettant de réduire l'impôt sur les sociétés). Les premiers effets sont attendus dès le 2nd semestre, avant une accélération en 2026 en raison des effets d'entraînement anticipés. Le diagnostic d'un recul au T2 de l'investissement lié à un report de ces dépenses conforte celui d'un rebond prochain. Nos prévisions de croissance s'établissent à +0,3 % en 2025 et +1,4 % en 2026 (après -0,5 % en 2024) respectivement 0,1 point en deçà et 0,2 point au-dessus des prévisions du Consensus Forecasts pour septembre.

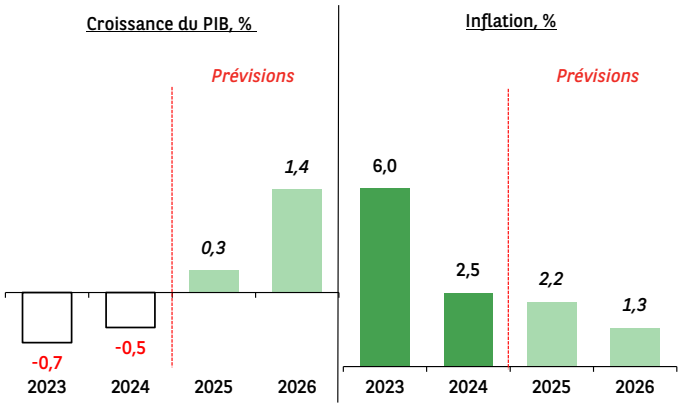
L'EMPLOI STAGNE, MAIS LE TAUX DE CHÔMAGE RESTE BAS

Si la dynamique des créations d'emploi s'est étiolée sous l'effet de la récession industrielle, le marché du travail reste historiquement solide. Après un point bas de 3% en 2023, le taux de chômage est remonté progressivement à 3,7% en juillet 2025 - un niveau toujours bas, en particulier comparé à la moyenne de 6,2% en zone euro.

Les destructions d'emplois se poursuivent dans l'industrie manufacturière (-85 000 au S1 2025, -220 000 depuis 2023), à l'inverse des services qui continuent d'en créer, en particulier dans la santé et les services sociaux (+120 000 au S1 2025).

À court terme, le redressement de la conjoncture devrait relancer la demande de travail et soutenir de nouvelles embauches. Toutefois, à plus longue échéance, c'est l'offre de travail qui pourrait devenir contraignante : faute d'une immigration suffisante et adaptée, les évolutions démographiques risquent en effet de générer des pénuries de main d'œuvre, en particulier pour les travailleurs qualifiés.

CROISSANCE ET INFLATION (MOYENNE ANNUELLE)



GRAPHIQUE 1 SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

LA DÉSINFLATION SE POURSUIVRAIT AU-DELÀ DE L'OBJECTIF FIXÉ

L'inflation a nettement ralenti, et la tendance devrait se poursuivre. Après +2,5% en moyenne en 2024, l'inflation harmonisée devrait s'établir à +2,2% en 2025 puis +1,3% en 2026. L'énergie devrait continuer de tirer l'indice vers le bas (en particulier si la baisse envisagée des taxes sur l'électricité est effectivement mise en place), tandis que l'inflation des services continuerait de refluer sous l'effet du ralentissement de la hausse des salaires (indice du coût du travail en progression de +3,4 % a/a au T2 25, après +2,5 % au T1 mais une moyenne de +5 % entre 2022 et 2024).

Plusieurs facteurs pourraient néanmoins contrarier la poursuite de la désinflation, tels que la revalorisation du salaire minimum prévue (EUR 13,9 en 2026, puis EUR 14,6 en 2027, vs EUR 12,82 actuellement) et les plans d'investissements allemand et de réarmement européen, susceptibles de raviver les tensions sur les salaires à terme.

UNE POLITIQUE BUDGÉTAIRE AMBITIEUSE, DONT LES CONSÉQUENCES DÉPASSENT LES FRONTIÈRES DU PAYS

Avec le gouvernement Merz, l'Allemagne connaît un tournant important dans sa politique économique et budgétaire. Un fonds de EUR 500 mds, étalé sur douze ans, doit permettre de moderniser les infrastructures publiques et d'accélérer la transition bas carbone. Le budget de la défense devrait aussi connaître une hausse notable. Ces mesures ont nécessité un assouplissement du « frein à l'endettement ».

1 Voir le graphique « croissance » de la page de graphiques en fin de publication pour des points de comparaison.

En parallèle, le gouvernement engage une série de réformes en faveur des entreprises. Ces réformes n'étant pas concernées par l'assouplissement du frein à la dette, leur coût devra être compensé par des mesures d'économies. Une refonte des aides sociales est envisagée pour se faire, sans qu'un consensus ait été pour le moment trouvé entre les différentes parties prenantes de la coalition au pouvoir.

Cette nouvelle politique budgétaire allemande implique un recours accru à l'endettement et devrait creuser le solde budgétaire, qui, de -2,8% du PIB en 2024, atteindrait -3,8 % en 2025 et -4,4 % en 2026 selon nos estimations. Dans le même temps, la dette publique atteindrait 66% en 2026 (contre 62,1% du PIB en 2024). Le Bund à 10 ans continuerait de remonter pour s'établir à 3,2% fin 2026 (contre 2,66 % début septembre 2025) – une évolution importante pour l'ensemble de la zone euro, pour qui les taux allemands constituent la référence.

⇆ PILIER DE L'ÉCONOMIE ALLEMANDE, LE COMMERCE EXTÉRIEUR EST FRAGILISÉ

En 2025, les exportations représentent encore près de 41 % du PIB allemand et contribuent à maintenir des excédents extérieurs récurrents (solde courant de +120 mds au S1 25, stable autour de 5,5 % du PIB). Pourtant, ce moteur traditionnel de prospérité ne porte plus la croissance depuis plusieurs années.

La perte de débouchés dans deux marchés clés explique cela. Les exportations vers la Chine, dont la compétitivité s'est améliorée, baissent depuis trois ans déjà (-28 % en valeur cvs depuis janvier 2022, dernières donnés en juillet). Et avec le durcissement de la politique commerciale américaine, c'est le dernier relais de croissance significatif qui est en train de s'étioler. Les exportations allemandes vers les États-Unis ont ainsi reculé de 2,8% a/a en valeur cvs au 1er semestre 2025, entraînant une dégradation de EUR 3.9 Mds (-11 %) de la balance bilatérale en un an.

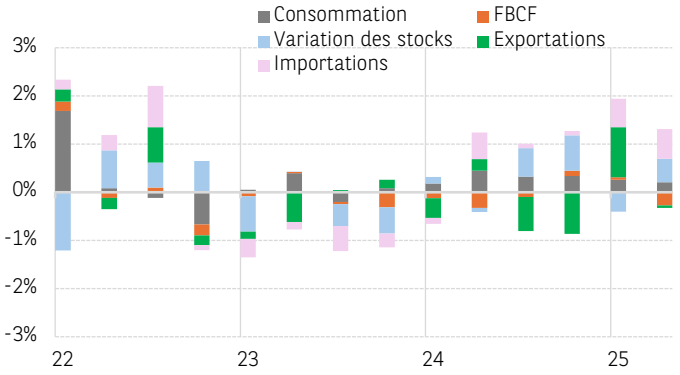
Premier partenaire commercial de l'Allemagne, l'Union européenne a permis de compenser en partie ces pertes. Mais compte tenu de la taille des marchés perdus, le pays n'a d'autre choix que de chercher davantage de relais de croissance en interne. La réorientation du modèle de croissance allemand vers l'investissement, potentiellement financée par une meilleure mobilisation de l'épargne domestique, pourrait se traduire par une hausse des importations et réduire l'excédent courant, qui resterait néanmoins confortable.

↻ QUELS LEVIERS POUR LA CROISSANCE ?

À court terme, le regain de croissance pourrait être obtenu grâce à une meilleure mobilisation de la main-d'œuvre et du capital, actuellement sous-employé (taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie manufacturière de 77,2% au T3 25, soit près de 6.5 pp en-deçà de la moyenne historique).

Mais ces ajustements ne permettraient que de retrouver un rythme de croissance potentielle déjà historiquement bas. Estimée à 2,5 % dans les années 1970, celle-ci s'est établie à 1,4 % entre 2000 et 2019, puis à moins de 1 % depuis 2020. Ce déclin s'explique par une contribution affaiblie du capital - conséquence d'un investissement privé et public insuffisants -, par le ralentissement des gains de productivité et, plus récemment, par la hausse du chômage.

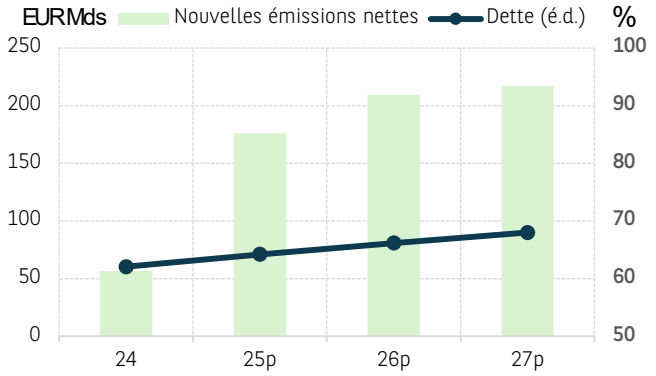
ALLEMAGNE : ÉVOLUTION DU PIB ET DE SES COMPOSANTES



GRAPHIQUE 2

SOURCES : OFFICE FÉDÉRAL DE LA STATISTIQUE

ALLEMAGNE : NOUVELLES ÉMISSIONS DE DETTE ET RATIO DE DETTE PUBLIQUE



GRAPHIQUE 3

SOURCES : MINISTÈRE FÉDÉRAL DES FINANCES, PRÉVISIONS BNP PARIBAS

Or, les prochaines années s'annoncent particulièrement exigeantes au regard du vieillissement démographique, et alors que la transition énergétique – autre défi majeur – devra être conduite dans une économie dominée par des industries très consommatrices d'énergie. Face à ces défis, la politique économique du nouveau gouvernement constitue une source d'optimisme. En misant sur la modernisation et le renforcement du capital productif, ainsi que sur le soutien à l'innovation qui relancerait les gains de productivité, elle pourrait compenser en partie la potentielle contraction du facteur travail. Reste à savoir si ces ambitions se traduiront effectivement et rapidement par des résultats tangibles.

Achevé de rédiger le 18 septembre 2025

Marianne Mueller
marianne.mueller@bnpparibas.com

FRANCE

VERS UN REBOND PÉRENNE DE LA CROISSANCE

La France a enregistré un rebond de sa croissance à 0,3% t/t au T2 2025 après une période plus défavorable marquée par l'incertitude politique. Cette dernière persiste, toutefois le rebond de la croissance devrait être pérenne. En effet, contrairement au volet politique, d'autres paramètres de l'économie française se sont améliorés (productions agricole et aéronautique, taux d'intérêt au secteur privé, investissement) ou sont en passe de le faire (demande allemande). D'ores et déjà, la stabilisation du marché du travail et la nette augmentation des créations d'entreprises confirment le rebond.

CROISSANCE DU PIB : APRÈS L'HIVER, LE PRINTEMPS

La croissance française se redresse après quelques trimestres sous la moyenne de la zone euro. Au-delà de l'incertitude budgétaire, la stagnation de la production aéronautique (contraintes d'offre) et la baisse de la production agricole l'ont pénalisée jusqu'au T1 2025. Seul le développement tendanciel des services a continué de la soutenir.

Le printemps 2025 a vu un début de rebond de la production grâce à un effet ponctuel observé dans l'agriculture (retour à la normale de la production de blé) et à un autre, plus structurel, dans l'aéronautique (nouvelles capacités de production). Le rebond de la croissance allemande en 2026 devrait s'ajouter aux soutiens que sont les services, l'aéronautique et le logement (voir plus bas) pour permettre, en 2026, un retour de la croissance française sur le rythme enregistré en 2024 (1,1%).

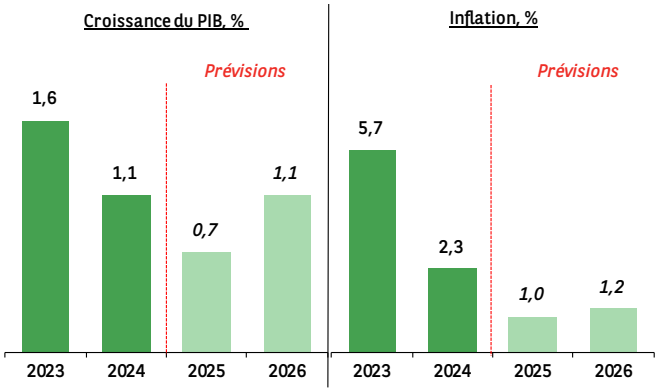
BAISSE DU COÛT DU CRÉDIT ET REBOND DE L'IMMOBILIER

Après -60 pb de baisse depuis début 2024, les taux des prêts à l'habitat ont atteint un palier (3%) depuis février 2025. Leur déconnection avec le taux de l'OAT, en hausse, s'explique par le recul du taux *swap* à 10 ans (un indicateur plus pertinent de l'évolution du coût des ressources bancaires adossées aux crédits à taux fixes). Ainsi, la production nouvelle a enregistré une forte hausse au S1 2025 (+46% a/a). Cette dynamique a permis à l'encours bancaire de renouer, pour la première fois depuis février 2024, avec une croissance annuelle légèrement positive (+0,1% en juin). Celle-ci reste néanmoins grevée par les flux de remboursements importants liés aux crédits abondants octroyés durant la période de taux bas.

L'amélioration des conditions de crédit a soutenu le pouvoir d'achat immobilier et permis de stopper, en octobre 2024, la baisse des volumes de transactions dans l'ancien observée depuis 2022. Celles-ci atteignaient, en juin 2025, 906 000 transactions sur 12 mois (+8,2% sur un an). Les prix des logements anciens (+0,1% t/t au T4 2024) ont ponctuellement renoué avec la croissance au T1 2025 (+1,0% t/t). Le même constat vaut dans le logement neuf où, après le creux historique de 2024 (264 000 mises en chantieren cumul annuel en octobre), les chiffres de la construction repartent à la hausse (+5,9% a/a en juillet, après +4,4% en juin). Les prix des logements neufs, en recul depuis octobre 2022, progressent de nouveau depuis le T3 2024 (+2,0% a/a au T1 2025). La disparition du soutien apporté par la baisse des taux des prêts a toutefois pesé sur les prix dans l'ancien au T2 (-0,6% t/t), ce qui a contribué à maintenirles volumes de transactions à un niveau élevé.

Les taux directeurs de la BCE et les taux swap devraient se stabiliser. Ainsi, les taux des prêts à l'habitat resteraient proches de leur niveau actuel durant les prochains trimestres (malgré la remontée modérée des rendements souverains allemands et français qui devrait se poursuivre d'ici à fin 2026). Cette évolution, conjuguée au ralentissement de la croissance du revenu par ménage (notamment du fait de la fin des effets de rattrapage sur l'inflation passée qui jouent encore en 2025), suggère une relative stabilité des volumes de transactions et des prix dans les prochains trimestres.

CROISSANCE ET INFLATION (MOYENNE ANNUELLE)



GRAPHIQUE 1 SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

UNE TERRE D'INVESTISSEMENT ET DE CRÉATION D'ENTREPRISES

Le contexte politique a entraîné une hausse de l'incertitude sans remettre en cause les lignes de force de l'économie française. Après un trou d'air fin 2024-début 2025, outre l'emploi (*voir plus bas*), les créations d'entreprises ont retrouvé leur dynamisme. Elles ont atteint le niveau inédit de près de 100 000 entreprises créées en juillet 2025 (près de +5% par rapport au rythme enregistré fin 2024).

Au-delà des signaux positifs du côté de l'investissement des ménages (+1,4% entre le T3 2024 et le T2 2025), celui des entreprises est stable depuis trois trimestres à près de 21,5% de la valeur ajoutée (environ 2 points de plus qu'en Allemagne). Sa baisse antérieure était inévitable : il avait atteint un plus haut historique au T2 2021, à 23,3% de la valeur ajoutée des entreprises non financières, porté par le plan France Relance. Sous l'effet de la hausse des taux, l'investissement matériel s'est fortement replié jusqu'au T3 2024, nettement moins ensuite. En parallèle, la lame de fond de la « servicisation » de l'investissement entraîne une croissance ininterrompue de l'investissement immatériel appelée à durer.

MARCHÉ DU TRAVAIL : STABILISATION

La France a subi 103 000 destructions nettes d'emplois salariés en cumul au T4 2024 et au T1 2025. Ce chiffre n'a été dépassé (hors Covid) qu'en 1993 et en 2008, deux années de récession à l'issue desquelles le taux de chômage avait augmenté de plus de 2 points. Cette fois-ci, il a atteint 7,5% au T2 2025, marquant une hausse marginale (+0,2 point en un an) et il ne devrait pas augmenter beaucoup dans les prochains trimestres. En outre, Les embauches ont repris au T2 et ont conduit à une hausse de l'emploi salarié (+52 000), suggérant davantage un report (au plus fort de l'incertitude politique) qu'une annulation des embauches.

Le recul de l'âge de départ en retraite depuis 2010 continue de soutenir le taux d'emploi des 55-64 ans (+20 points en 15 ans, à 61,8% au T22025). Par ailleurs, la diminution des salaires réels en 2022-23 (ie. les salaires n'ont pas suivi l'inflation) a contribué pour 2,5 points à l'amélioration des marges des entreprises. Cela contribue à soutenir l'emploi, alors que la hausse des salaires réels dans les années précédant les récessions de 1993 et de 2008 l'avait au contraire pénalisé.

UNE INFLATION FAIBLE MAIS SANS HAUSSE DE LA CONSOMMATION

L'inflation a retrouvé son niveau de l'avant-Covid (proche de 1% a/a) et devrait s'y maintenir. Toutefois, la consommation des ménages ne rebondit toujours pas. Les Français ressentent une détérioration de leur niveau de vie, qui peut s'expliquer par une perte de pouvoir d'achat des salaires observée en 2021-23. Toutefois, depuis près de 18 mois, les salaires progressent plus vite que l'inflation. De plus, les prestations sociales alimentent toujours le pouvoir d'achat, tout comme les salaires (les deux ont contribué à parts égales, 0,2% chacun, à la hausse de 0,4% du pouvoir d'achat au T2). Si la consommation augmente peu, c'est aussi parce que la revalorisation des retraites (près de la moitié de la hausse des prestations sociales en 2024 et en 2025) est fortement épargnée (cf. la note de conjoncture de juin 2025 de l'Insee). La croissance de la consommation des ménages devrait rester modérée (+0,4% en 2025 et +0,9% en 2026) : les gains de pouvoir d'achat sont réels mais diminuent (+2,5% en 2024, +0,9% en 2025 et +0,4% en 2026 selon nos prévisions). De plus, la situation des finances publiques peut peser sur les intentions de dépenses des ménages, qui comprennent que l'essentiel de la consolidation reste à faire.

LA CONSOLIDATION BUDGÉTAIRE N'A PAS ENCORE EU LIEU

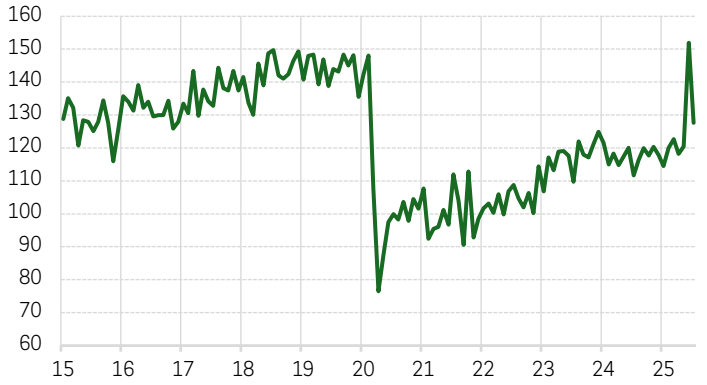
Une réduction moyenne du déficit budgétaire de 0,5 point de PIB par an est nécessaire pour réduire ce dernier à 3% du PIB à l'horizon 2030, ainsi que pour stabiliser la dette publique à 120% du PIB (113,2% en 2024). Cette baisse suppose un effort en réalité plus important, de l'ordre de 0,8 point hors charge d'intérêt, car la charge d'intérêt devrait augmenter de 0,3 point par an en moyenne.

Dans cette optique, une première étape serait d'atteindre la cible du gouvernement en ramenant le déficit public à 5,4% du PIB en 2025 (vs. 5,8% en 2024). Or, c'est l'augmentation des recettes qui permettrait d'y parvenir (dont la contribution exceptionnelle sur l'impôt sur les sociétés). Or, la France se distingue des autres pays européens principalement par des dépenses sociales plus conséquentes. Elles ont même augmenté plus rapidement que l'inflation, portant à 26,6% en 2024 leur poids dans le PIB (vs. 25,6% en 2019). Une hausse non financée (et la principale cause de l'augmentation du déficit public) puisque que les cotisations ont évolué à un rythme proche de celui des salaires (inférieur à l'inflation). Comme les salaires augmentent désormais plus vite que l'inflation, les prestations pourraient désormais être sous-indexées. Cela permettrait de réduire leur poids dans le PIB sans risquer une diminution du pouvoir d'achat du revenu disponible brut des ménages : un enjeu pour 2026 et au-delà.

UN COMMERCE EXTÉRIEUR QUI DEVRAIT SE REDRESSER

Si le commerce extérieur a soutenu la croissance en 2024, c'est davantage en raison de la baisse des importations que de la hausse des exportations, qui ont été pénalisées par la récession industrielle en Allemagne et en Italie. Le 1er semestre 2025 a marqué la poursuite de cette tendance, notamment dans l'automobile et ses intrants affectés par la hausse des droits de douanes américains.

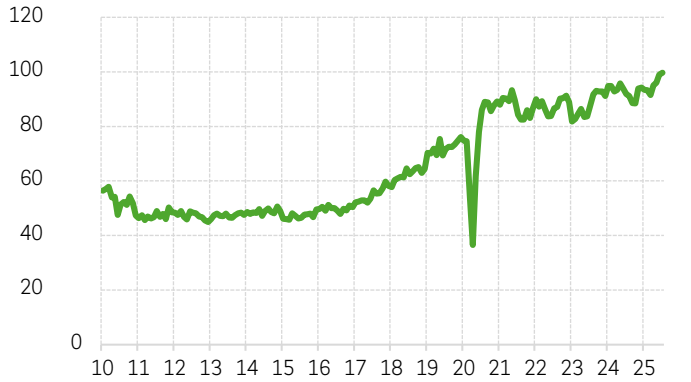
FRANCE : PRODUCTION AÉRONAUTIQUE EN VOLUME (CVS)



GRAPHIQUE 2

SOURCES : INSEE, BNP PARIBAS

FRANCE : CRÉATIONS D'ENTREPRISES PAR MOIS (CVS)



GRAPHIQUE 3

SOURCES : INSEE, BNP PARIBAS

Des motifs d'espoir existent toutefois : d'un côté, depuis la mise en œuvre des droits de douane américains, on n'observe pas de décrochage des exportations françaises outre-atlantique mais plutôt une stagnation ; de l'autre, le rebond des exportations, déjà perceptible dans l'aéronautique et l'alimentation, devrait se renforcer. De même, les exportations vers l'Allemagne progressent de nouveau (après deux ans de baisse) : une tendance que la mise en œuvre d'un soutien important à l'investissement outre-Rhin devrait entretenir.

Achevé de rédiger le 14 septembre 2025

Stéphane Colliac et Laurent Quignon
stephane.colliac@bnpparibas.com
laurent.quignon@bnpparibas.com

ITALIE

RALENTISSEMENT DE LA CROISSANCE ; AMÉLIORATION DES FINANCES PUBLIQUES

Au 2e trimestre, la baisse de 0,1% t/t du PIB italien met fin à sept trimestres consécutifs de croissance. L'investissement (+1% t/t) n'a pas suffi à compenser la baisse des exportations nettes, tandis que la production industrielle a ralenti (-1,1% a/a). Malgré cela, les dernières données d'enquête révèlent une amélioration de l'activité, des nouvelles commandes et de la confiance des entreprises. Le marché du travail reste solide : l'emploi s'est maintenu et le taux de chômage continue de baisser. L'inflation reste contenue (1,7%) et permet un rebond du pouvoir d'achat (+0,9% t/t). Les finances publiques se sont améliorées mais les pressions à venir sur les dépenses devraient s'intensifier.

L'INVESTISSEMENT NE COMPENSE PAS LA CONTRIBUTION NÉGATIVE DES EXPORTATIONS NETTES

Le PIB réel a baissé de 0,1% t/t au T2. Du côté de l'offre, cela s'explique par une valeur ajoutée moindre dans l'agriculture et l'industrie, ainsi que par une stagnation dans les services. Du côté de la demande, la croissance des composantes intérieures n'a pas compensé la baisse des exportations nettes. La consommation intérieure est restée stable tandis que la formation brute de capital fixe a augmenté de 1% t/t (les investissements en machines, équipements et armements ont crû de 2,1 %, ceux en matériel de transport de 2,5 %). Affectée par une demande étrangère en baisse, la production industrielle italienne continue de décliner. Au S1 2025, elle a chuté de 1,1% a/a (contre -1,7% en Allemagne, -0,3% en France et +0,3% en Espagne). Parmi les principaux secteurs, seule l'industrie alimentaire a enregistré une croissance positive.

Les dernières données qualitatives issues des enquêtes PMI et de l'Istat révèlent une amélioration de l'activité, des nouvelles commandes et de la confiance des entreprises, en particulier dans les services de transport et d'entreposage. L'augmentation des dépenses touristiques témoigne également d'une légère reprise dans ce secteur. La Banque d'Italie[1] a également souligné que, malgré les défis, l'industrie italienne avait connu un processus de restructuration significatif ces dernières années. Ainsi, la part des employés dans les moyennes et grandes entreprises a augmenté tout comme la diffusion et l'utilisation des technologies avancées. La rentabilité et la solidité financière des entreprises se sont également améliorées.

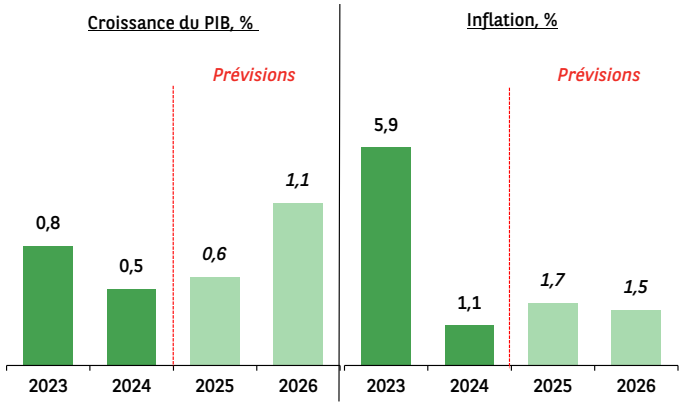
LES CONDITIONS RESTENT SOLIDES SUR LE MARCHÉ DU TRAVAIL

Les perspectives restent favorables sur le marché du travail italien. Après avoir augmenté au T1 (+0,5% t/t), le nombre de personnes en emploi est resté stable au T2 (24,169 millions de personnes) : l'augmentation du nombre de travailleurs indépendants (+74 000, soit +1,4% t/t) a compensé la diminution du nombre de salariés permanents (-21 000, soit -0,1% t/t) et de salariés à durée déterminée (-45 000, soit -1,7% t/t). Le taux d'emploi, le taux de chômage et le taux d'inactivité sont également stables par rapport au T1 2025, s'établissant respectivement à 62,7%, 6,3% et 33,0%. En comparaison avec la période prépandémique (T4 2019), l'Italie compte 1,12 million de personnes supplémentaires en emploi (contre +0,6 million en Allemagne, +1,8 million en France et +2,4 millions en Espagne). Cependant, le taux d'emploi reste faible par rapport à la moyenne de l'UE-27 (71,2% au T1). Dans ce scénario, la croissance de l'emploi, mesurée sur la base des postes à temps plein, dépasserait celle du PIB en 2025 et 2026. Le taux de chômage devrait continuer à baisser en 2025 et en 2026.

L'INFLATION CONTENUE ALIMENTE LE REBOND DU POUVOIR D'ACHAT

En août, l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) a enregistré une variation de +1,7% a/a (inchangé par rapport à juillet et inférieur à la moyenne de la zone euro). La déflation des prix de l'énergie s'est accentuée (passant de -3,5% en juillet à -4,4% en août). Par ailleurs, les prix des denrées alimentaires ont légèrement augmenté (de 3,8% en juillet à 3,9% en août), principalement en raison de la hausse des prix des aliments non transformés (de 5,9% en juillet à 6,4% en août). L'inflation sous-jacente s'est stabilisée à 2,0 % depuis juin.

CROISSANCE ET INFLATION (MOYENNE ANNUELLE)



GRAPHIQUE 1 SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

À l'exception de mars 2025, l'inflation d'ensemble est restée inférieure à 2% depuis octobre 2023. Cette tendance a entraîné une légère augmentation du pouvoir d'achat des ménages, qui s'est redressé au T1 2025 (dernières données disponibles ; +0,9% t/t) après avoir chuté au trimestre précédent. Au cours des prochains mois, une inflation modérée est attendue, soutenue par la baisse des prix de l'énergie et une demande plus faible.

La consommation privée devrait croître à un rythme modéré mais stable (inférieur à 1% en 2025 et en 2026), soutenue par la croissance des salaires et de l'emploi. Elle serait néanmoins freinée par le climat d'incertitude qui devrait entraîner une augmentation de la propension à épargner. En effet, au T1 2025 (dernières données disponibles), le taux d'épargne des particuliers était estimé à 9,3% (+0,6 pp t/t).

LES FINANCES PUBLIQUES S'AMÉLIORENT PROGRESSIVEMENT

Les finances publiques italiennes se sont nettement renforcées au cours des quinze dernières années, grâce à l'amélioration des fondamentaux macroéconomiques. En 2024, le déficit public a diminué de moitié par rapport à 2023 (3,4% du PIB contre 7,2%) et le pays a renoué avec un excédent primaire (0,4% du PIB) pour la première fois depuis 2019. Le ratio de la dette publique sur PIB n'a augmenté que modérément (135,3%).

Le FMI a récemment mis en lumière des résultats budgétaires de l'Italie meilleurs qu'attendu. Cette performance est principalement attribuée

1 Banque d'Italie, Rapport annuel, Remarque finale du gouverneur, mai 2025.

à des dépenses publiques inférieures aux prévisions et à des recettes soutenues par la vigueur du marché du travail. Le document sur les finances publiques de 2025, publié en avril dernier, confirme la trajectoire budgétaire convenue avec la Commission européenne. Il prévoit un déficit de 3,3% du PIB en 2025 et de 2,8% en 2026 (respectant ainsi le plafond de 3% fixé par le pacte de stabilité et de croissance de l'UE).

Bien que la dette publique italienne ait dépassé les EUR 3 000 mds en juin 2025, l'écart entre les obligations d'État italiennes et allemandes a continué à se réduire (83 pb contre 135 en moyenne en 2024) grâce à l'amélioration des mesures budgétaires et à la stabilité politique actuelle. En avril 2025, S&P a relevé la note souveraine de l'Italie pour la première fois depuis octobre 2017 (de BBB à BBB+) et maintenu une perspective « stable ». Peu après, en mai 2025, Moody's a laissé la note inchangée (Baa3) mais a révisé la perspective de « stable » à « positive ».

LE DÉCLIN DÉMOGRAPHIQUE MENACE LE POTENTIEL DE CROISSANCE À LONG TERME

Au cours des prochaines années, les dépenses publiques seront soumises à des pressions à la hausse, principalement en raison du vieillissement de la population, des transitions verte et numérique, et de la nécessité d'augmenter les dépenses pour renforcer les capacités de défense. La viabilité de la dette à moyen et long terme dépendra principalement de la mise en œuvre de réformes structurelles[2] et de l'utilisation efficace des ressources disponibles. La croissance économique et la viabilité budgétaire se renforcent mutuellement : la confiance dans les finances publiques favorise l'investissement, tandis qu'une croissance plus forte facilite l'assainissement budgétaire.

Le vieillissement de la population et le faible taux de natalité devraient avoir un impact profond sur le potentiel de croissance de l'économie italienne. Selon l'Istat, le nombre de personnes en âge de travailler devrait diminuer d'environ 5 millions d'ici 2040. En outre, 700 000 Italiens ont émigré au cours des dix dernières années, dont 1/5e de jeunes diplômés. L'immigration légale pourrait aider, mais l'Italie a la plus faible proportion de migrants titulaires d'un diplôme universitaire parmi les principaux pays de l'UE.

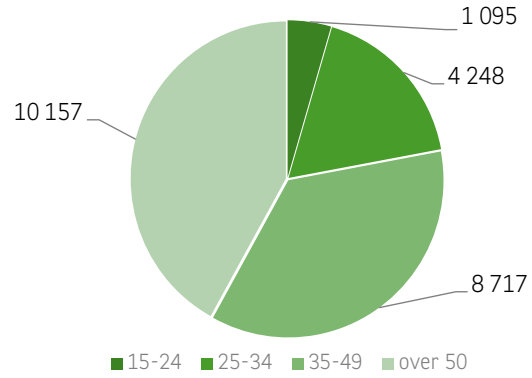
DES EXPORTATIONS SOUTENUES PAR LE COMMERCE INTRA-UE ET VERS LES ÉTATS-UNIS

Au S1 2025, la balance commerciale de l'Italie a été largement positive à EUR 22,82 mds. Les exportations ont augmenté (+2,1% a/a), principalement grâce au commerce intra-UE, en particulier avec l'Espagne (+11,8% entre janvier et juin ; 5,5% du total des exportations italiennes) et l'Allemagne (+2,6% ; 11,4% des exportations italiennes, le principal marché de destination de l'Italie). Hors UE, les exportations ont diminué presque partout, à l'exception des États-Unis où elles ont augmenté de 7,8% au S1 (principalement en raison d'une augmentation de +10,4% a/a en juin). Cette augmentation a été tirée par le secteur pharmaceutique (+77% a/a en juin et +77,9% au S1 2025) et le secteur de la chimie (+10,9% en a/a en juin).

La dynamique des exportations italiennes vers les États-Unis est très différente de celle observée dans le reste de l'UE : selon Eurostat, les exportations de l'UE-27 vers les États-Unis ont baissé de 10,3% en juin. L'Italie a donc probablement continué de bénéficier de la constitution de stocks par ses partenaires américains, qui ont tenté d'anticiper l'impact des tarifs douaniers ; ce phénomène devrait logiquement prendre fin avec l'entrée en vigueur des nouvelles mesures tarifaires au mois d'août dernier. Au cours des derniers mois, une enquête menée par l'Istat[3] a montré qu'un peu plus de 23 000 entreprises (0,5% du total) sont vulnérables à une baisse des exportations (en raison d'une concentration excessive de produits et de zones géographiques). Parmi ces entreprises, 3 300 ont les États-Unis comme principal marché de destination, tandis que pour environ 2 800 d'entre elles, il s'agit de l'Allemagne.

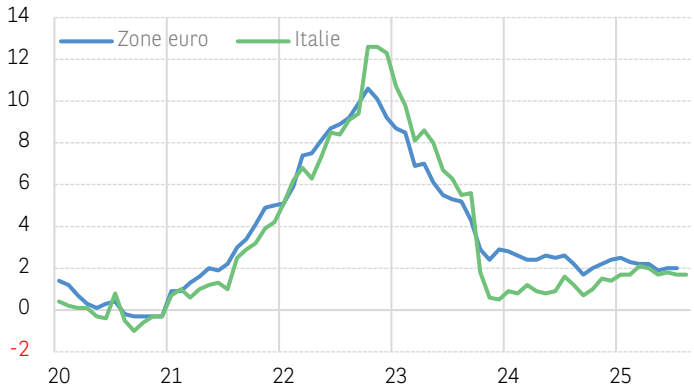
Dans l'ensemble, même si les tensions commerciales actuelles devraient s'atténuer progressivement au cours du S2 2025, elles pourraient avoir un impact négatif sur le cycle économique en Italie, avec des effets plus prononcés sur les investissements et le commerce extérieur et, dans une moindre mesure, sur la consommation des ménages, et affecter leur confiance.

ITALIE : EMPLOI SELON L'ÂGE (MILLIERS, JUILLET 2025, CVS)



GRAPHIQUE 2 SOURCES : ISTAT, BNP PARIBAS

ITALIE : INFLATION EN ITALIE ET EN ZONE EURO (IPCH, % CH A/A)



GRAPHIQUE 3 SOURCES : EUROSTAT, BNP PARIBAS

Achevé de rédiger le 3 septembre 2025

Simona Costagli et Paola Verduci
simona.costagli@bnpparibas.com
paola.verduci@bnpparibas.com

2 Le FMI a récemment indiqué que l'Italie devrait se concentrer sur la stimulation de la productivité et de l'innovation, sur l'amélioration de la participation au marché du travail, mais aussi sur la transition vers les énergies renouvelables et les infrastructures énergétiques résilientes.
3 Istat, Rapport sur la compétitivité des secteurs productifs 2025, mars 2025.

ESPAGNE

LES CRÉATIONS D'EMPLOIS CONTINUENT DE SOUTENIR LA CROISSANCE

Après un 1er semestre robuste, la croissance espagnole devrait rester supérieure à celle de ses voisins européens en 2025 et 2026. La demande intérieure demeurerait le principal moteur, essentiellement soutenue par les créations d'emplois, tandis que la contribution du commerce extérieur deviendrait légèrement négative. Le déficit budgétaire et le ratio de dette sur PIB devraient toujours bénéficier d'une croissance nominale significative, qui devrait néanmoins ralentir progressivement. La faiblesse de la productivité pourrait toutefois freiner la croissance potentielle à plus long terme, en particulier lorsque la main d'œuvre disponible commencera à se raréfier.

ACTIVITÉ ÉCONOMIQUE : LA DEMANDE INTÉRIEURE, PRINCIPAL MOTEUR DE LA CROISSANCE

La croissance espagnole s'est établie à +0,7% t/t en moyenne au 1er semestre 2025, principalement portée par la consommation privée et le rebond de l'investissement en machines et équipement. Elle devrait rester solide au 2e semestre (+0,6% en moyenne) et porter la moyenne annuelle à +2,7% en 2025.

L'année prochaine, l'activité devrait légèrement ralentir avec une croissance du PIB à +2,3%. La contribution du commerce extérieur deviendrait négative : d'un côté, l'incertitude géopolitique et commerciale, induite par la hausse des droits de douane américains et ses impacts sur les principaux partenaires commerciaux européens de l'Espagne, devrait pousser les exportations à la baisse (*plus de détails plus bas*) ; de l'autre, les importations seront davantage stimulées par la forte croissance de la demande intérieure.

La consommation des ménages devrait rester le principal moteur de la croissance : le volume des ventes au détail continue de progresser solidement (+1,9% t/t au T2), la confiance des ménages est élevée en comparaison historique (47,8 contre 42,3 en moyenne sur 2015-2019 selon l'enquête Ipsos) et le taux d'épargne diminue progressivement (12,8% du revenu disponible au T1 2025, contre 14% au T1 2024). L'investissement devrait de son côté poursuivre son rebond. Bien que sa reprise ait été particulièrement lente depuis le Covid, l'investissement en machines et équipements montre dernièrement des signes de redressement. Il a retrouvé depuis le T4 2024 son niveau pré-Covid, soutenu par les aides aux victimes des inondations de la région de Valence et par les investissements associés aux déboursements des fonds du plan de relance et de résilience.

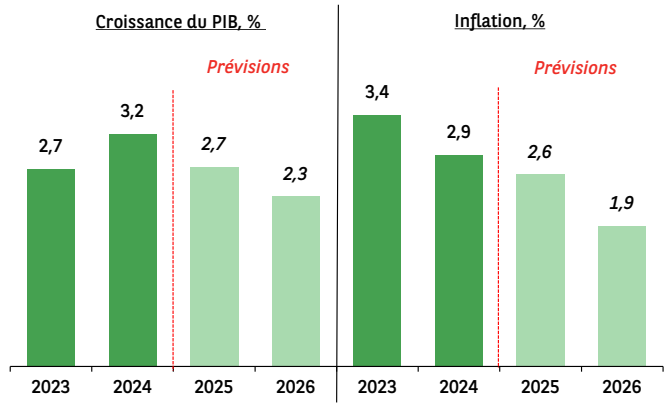
En outre, et à l'instar des autres pays de la zone euro, l'Espagne devrait bénéficier des effets positifs du déploiement du plan d'infrastructure allemand (induisant une augmentation de la demande allemande) et de la hausse des dépenses de défense au cours des deux prochaines années (générant davantage d'opportunités industrielles au niveau européen).

MARCHÉ DU TRAVAIL : LE RENFORCEMENT SE POURSUIT

En matière de facteurs de production, la croissance espagnole est tirée par la disponibilité de la main d'œuvre, abondante, compétente et bon marché. La forte contribution à la croissance de la consommation des ménages découle ainsi de ce que cette main d'œuvre importante apporte en termes de revenus, qui sont ensuite dépensés. Cette performance du marché du travail se retrouve dans les derniers chiffres : le taux de chômage est redescendu à son plus bas niveau depuis mai 2008 (10,4% en juillet) et l'emploi, mesuré par le nombre d'affiliés à la sécurité sociale, atteint un record historique (21,6 millions en juillet).

De légères tensions persistent toutefois. Selon la Banque d'Espagne, la proportion d'entreprises percevant des problèmes de disponibilité de main d'œuvre a diminué au T2 par rapport au T1 (-3pp) mais reste à un niveau élevé (42,9% contre 30,2% en moyenne au cours du même trimestre des quatre dernières années). Ces problématiques sont particulièrement marquées dans l'agriculture, l'hôtellerie et la construction. Néanmoins, c'est dans les branches liées au tourisme que l'emploi continue de croître le plus (services à +2,4% a/a en juillet).

CROISSANCE ET INFLATION (MOYENNE ANNUELLE)



GRAPHIQUE 1 SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

INFLATION : VERS UNE DIMINUTION À MOYEN TERME

La forte demande touristique joue positivement sur l'activité, mais également sur les prix. La hausse de l'inflation dans les services (+3,6% a/a en juillet, +0,2pp m/m) reflète notamment la répercussion des coûts par les entreprises sur leurs clients, comme le confirme l'enquête PMI services. Ce phénomène, porté par la croissance continue des salaires nominaux (+3,5% a/a en juillet), reste le principal contributeur de l'inflation totale (+2,7% a/a ; +0,4pp m/m et -0,3pp par rapport à juillet 2024). Malgré une croissance des salaires nominaux aujourd'hui supérieure à l'inflation, les salaires réels restent inférieurs d'environ huit points à leur niveau pré-crise inflationniste.

Deux forces s'opposeront durant les prochains trimestres. D'une part, les prix de l'énergie devraient continuer de baisser, ce qui agira comme un frein sur la hausse des prix. D'autre part, la croissance des salaires, toujours forte, et la pénurie de logements accentueront les tensions inflationnistes. La pénurie de logements s'explique par une demande toujours largement supérieure à l'offre : la demande bénéficie de l'amélioration des conditions financières et un déficit de la construction explique la faiblesse de l'offre. Afin d'atténuer ces tensions, le gouvernement a mis en place des mesures visant à encadrer les locations touristiques. Il a également déployé un plan national pour le logement, comprenant notamment une augmentation des investissements publics pour accélérer la construction. Ces tensions devraient toutefois persister et pousser les prix immobiliers et les loyers à la hausse au cours des deux prochains trimestres. Nous anticipons donc une inflation encore relativement élevée en 2025 (+2,6%), avant une diminution à +1,9% en 2026.

FINANCES PUBLIQUES : UNE DYNAMIQUE FAVORABLE DES RATIOS BUDGÉTAIRES

Malgré l'absence de budget pour 2025, des mesures approuvées en novembre 2024 ont permis d'augmenter les recettes publiques (introduction d'un impôt sur les revenus des sociétés de 15% minimum pour les multinationales, hausse de la tranche supérieure sur les revenus du capital des particuliers, augmentation des taxes sur le tabac et les cigarettes électroniques). Ces mesures, associées au relèvement des cotisations sociales (induit par la croissance du nombre de travailleurs) et à la suppression des réductions de TVA mises en place durant la période inflationniste, devraient permettre au gouvernement de garder une marge de manœuvre significative pour augmenter ses dépenses, notamment dans la défense (de 1,3% du PIB en 2024 à 2,1% dès cette année[1]). Celles-ci ne devraient toutefois pas empêcher le ratio de dette publique de diminuer comme il l'a déjà fait au cours des dernières années (de 109,5% en 2022 à 101,8% en 2024). En effet, la croissance nominale espagnole devrait rester élevée (5,1% en 2025 et 4,4% en 2026) et supérieure au taux d'intérêt apparent sur la dette (2,6% du PIB puis 2,7%), ce qui permettrait une réduction du ratio de dette publique sur PIB (cf. graphique 2).

COMMERCE EXTÉRIEUR : ENTRE RALENTISSEMENT COMMERCIAL ET ATTRACTIVITÉ RENOUVELÉE

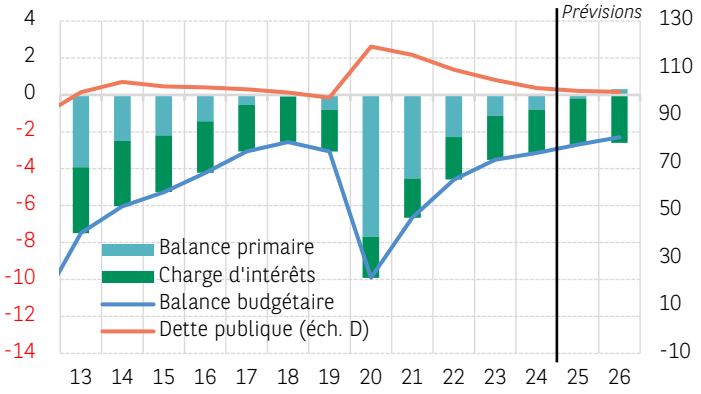
L'excédent de la balance des biens et des services devrait diminuer au cours des deux prochaines années. D'un côté, l'excédent sur les services devrait se réduire, en raison du net essoufflement de la croissance des recettes touristiques[2] (principale source de l'excédent des services). De l'autre, le déficit sur les biens devrait s'accentuer, les exportations de biens ayant d'ailleurs commencé à ralentir au T2 (EUR 101,3 mds ; -0,4% a/a) en raison des impacts directs et indirects de la hausse des droits de douane américains : les exportations de biens vers les États-Unis ont fortement baissé (-11,7% a/a), tout comme celles à destination de l'UE (principal partenaire commercial de l'Espagne), qui ont ralenti de 1,2%. Ces détériorations ont été compensées par une hausse des exportations hors UE (+1,5%), notamment en direction de la Chine (+4,6%).

Bien que les flux d'investissements directs étrangers (IDE) aient ralenti en Espagne, comme dans la plupart des économies développées en 2024 (-35% a/a), ils n'en restent pas moins importants pour le pays (EUR 31 mds). L'Espagne conserve sa deuxième place en Europe au classement de ceux attirant le plus d'investissements, après la France[3]. Ce flux entrant d'IDE soutient le développement du potentiel productif espagnol et améliore la capacité du pays à exporter.

LE MANQUE DE PRODUCTIVITÉ RESTE LA PRINCIPALE PROBLÉMATIQUE STRUCTURELLE

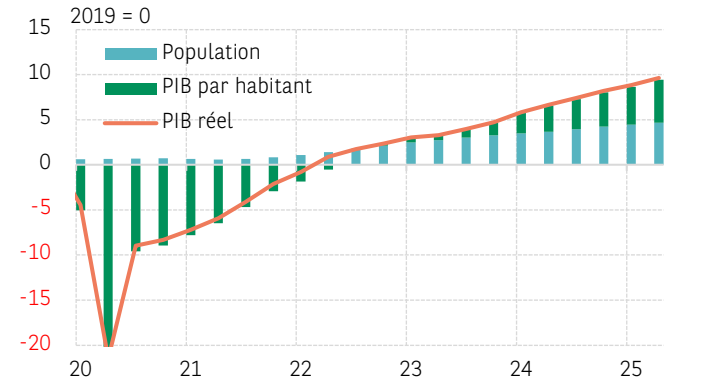
L'écart persistant du ratio de PIB par habitant entre l'Espagne et les trois autres grands pays de la zone euro (Allemagne, France et Italie) est principalement dû à la faiblesse de sa productivité[4]. L'économie espagnole repose en effet sur des secteurs à plus faible productivité (comme les services touristiques). Ce handicap s'explique également par la petite taille de ses entreprises, leur difficulté à se développer, et leur faible niveau d'investissement en recherche et développement (en Espagne, les dépenses intérieures brutes consacrées à la R&D atteignaient 1,5% du PIB en 2023 contre 2,2% pour la France). Malgré une croissance du PIB supérieure à la moyenne de la zone euro, ce manque de productivité pourrait devenir plus préjudiciable à moyen/long terme. En outre, le ralentissement potentiel de l'immigration nette et le poids du vieillissement démographique pèseront sur le capital humain, principale force de l'économie espagnole. Selon l'OCDE[5], si le niveau de productivité reste inchangé, le PIB réel par habitant espagnol n'augmenterait plus que de 1,0% par an d'ici 2040 sous l'effet du vieillissement démographique (contre 1,5% en moyenne entre 2000 et 2024[6]).

ESPAGNE : RATIOS BUDGÉTAIRES (EN % DU PIB)



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

LA CROISSANCE ESPAGNOLE A ÉTÉ PRINCIPALEMENT PORTÉE PAR LA DYNAMIQUE DÉMOGRAPHIQUE SUR LA PÉRIODE POST-COVID



GRAPHIQUE 3 SOURCES : EUROSTAT, BNP PARIBAS

Achevé de rédiger le 29 août 2025

Lucie Barette
lucie.barette@bnpparibas.com

1 Le Premier ministre Pedro Sanchez a toutefois annoncé son refus de se conformer au seuil de 5% de dépenses militaires requis à terme par l'OTAN.
2 Les entrées de touristes sont en hausse de 1,4% a/a en juin 2025 contre +13,2% un an auparavant.
3 World Investment Report 2025 « World Investment Report 2025: International investment in the digital economy », UNCTAD.
4 Note de juin 2025 « Spain's Productivity Gap Vis-à-Vis Europe and the United States: Diagnosis and Remedies », FMI.
5 Note de juillet 2025, « OECD Employment Outlook 2025: Spain », OCDE.
6 Hors 2020, car période Covid.

BELGIQUE

UNE PERFORMANCE SOLIDE MALGRÉ L'INCERTITUDE

La croissance belge a fluctué au 1er semestre 2025 : après un bon T1, le T2 a été marqué par un ralentissement. Néanmoins, notre *Nowcast* pour le T3 table sur une croissance de 0,3 % t/t grâce à un regain de confiance des ménages et des entreprises. Une croissance qui se maintient malgré l'atonie des exportations (liée aux droits de douane et à l'incertitude qui en découle). Toutefois, celles-ci pourraient à l'avenir bénéficier d'une progression des salaires désormais plus modérée en Belgique qu'ailleurs en Europe, ce qui permettrait d'améliorer la compétitivité belge. Dans l'immobilier, la rareté des logements se renforce, en raison d'un faible volume de constructions neuves, et les prix continuent de croître. Enfin, le gouvernement doit composer avec un ratio d'endettement qui augmente de 2 points de pourcentage par an et des engagements accrus envers l'OTAN, qui creusent le déficit. Il devra prendre des décisions difficiles pour le réduire.

CROISSANCE RÉSILIENTE

La croissance a ralenti à 0,2% t/t juste avant l'été, après une forte progression au premier trimestre (0,4 %). Pour le T3, notre *Nowcast* de 0,3% t/t pointe vers une résilience de l'économie. La confiance des ménages est à son plus haut niveau depuis un an, ce qui coïncide avec une augmentation des dépenses de consommation et une reprise progressive du marché immobilier. Le climat des affaires continue de s'améliorer dans tous les secteurs depuis avril (un peu moins dans les services). Sur la base de notre analyse mensuelle des transactions financières d'un sous-ensemble d'entreprises belges, nous observons une forte augmentation des niveaux d'activité.

À plus long terme, les exportations belges devraient bénéficier de l'accélération de la croissance en Allemagne. Toutefois, en parallèle, le renforcement de la consolidation budgétaire en Belgique pèsera sur la croissance. Ces effets se compenseront et la croissance annuelle devrait rester stable (1,1% pour 2025 et 2026).

Les disparités géographiques belges devraient s'accentuer, le Nord (la Flandre) devançant la région de Bruxelles-Capitale et le sud de la Wallonie. L'un des principaux facteurs est la part importante des services marchands dans l'économie flamande. En outre, une simulation récente du Bureau du Plan belge souligne que le nombre de travailleurs bruxellois et wallons se rendant en Flandre pour y travailler va augmenter, ce qui renforcera la domination économique de la région.

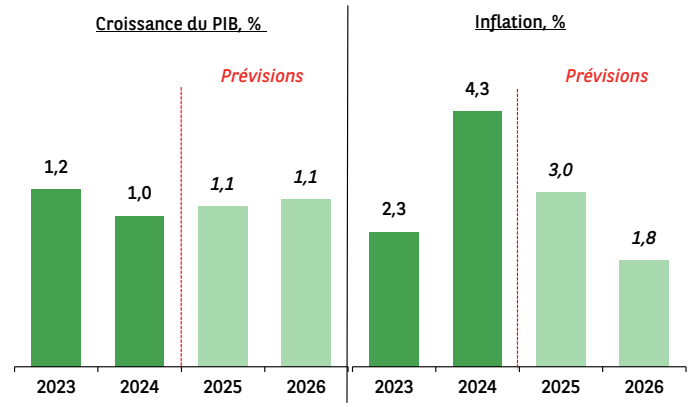
MARCHÉ DU TRAVAIL : ATTERRISSAGE EN DOUCEUR, « ÉPISODE 241 »

Le taux de chômage oscille légèrement au-dessus des 6% depuis le début de l'année, après avoir atteint son niveau le plus bas pendant la pandémie, à 5%. Les indicateurs avancés signalent un ralentissement depuis un certain temps déjà. Le taux d'emplois vacants dans le secteur privé, qui a atteint un pic de 6% en 2022, est désormais redescendu à 4,8%, un niveau toutefois élevé. La crainte du chômage, un sous-indicateur du sentiment des ménages, est en hausse depuis 2024.

Récemment, toutefois, cette crainte s'est atténuée. La croissance totale de l'emploi s'est accélérée depuis 2025, soutenue par les services non marchands. À l'avenir, il devrait pâtir de la consolidation budgétaire. Dans ce contexte, le développement de l'emploi indépendant (dont le taux de croissance a doublé par rapport à l'avant-Covid) est un coup pouce bienvenu. Nous prévoyons que le taux de chômage augmentera encore légèrement, mais qu'il se stabilisera avant d'atteindre 7%.

Parallèlement, le soutien politique au marché du travail pourrait contribuer à accélérer la création totale d'emplois, mais pas autant que l'espère le gouvernement fédéral actuel (*voir ci-dessous*).

CROISSANCE ET INFLATION (MOYENNE ANNUELLE)



GRAPHIQUE 1 SOURCES : FORTIS, BNP PARIBAS

INFLATION : NORMALISATION DE L'INFLATION SOUS-JACENTE

Après avoir connu la plus forte inflation au sein de l'UE (avec la Roumanie) pendant la majeure partie de l'année 2024, la croissance de l'indice harmonisé belge a ralenti, passant de 4,4% a/a en janvier à 2,6% en août. Au cours de la même période, l'inflation sous-jacente a également ralenti pour s'établir à 2,2%, ce qui a entraîné un ralentissement de la croissance des salaires (indexés sur l'inflation). Cette dernière devrait se maintenir à ce niveau. En effet, la marge maximale de croissance des salaires réels négociés collectivement pour la période 2025-2026 a récemment été fixée à zéro par la Banque centrale.

En outre, les nouvelles mesures annoncées par le gouvernement fédéral, telles que le plafonnement des cotisations sociales, devraient faire baisser les cotisations patronales et, par conséquent, les coûts de main-d'œuvre. L'inflation énergétique devrait d'abord baisser en raison de l'amélioration des conditions d'approvisionnement et de la faiblesse du dollar américain, avant de remonter en 2027 avec l'introduction du système EU ETS2.

POLITIQUE BUDGÉTAIRE : TOUT LE MONDE A UN PLAN…

Le déficit budgétaire s'élevait à 4,5% du PIB en 2024. Après de longues négociations pour former un gouvernement, le Premier ministre Bart De Wever a réaffirmé l'objectif de son parti de réduire le déficit. Cependant, la réalité a rapidement sapé ses ambitions. En effet, l'accroissement des engagements de dépenses de l'OTAN et la hausse des dépenses

d'intérêts - qui devraient augmenter de 0,3 point de pourcentage du PIB chaque année dans un avenir prévisible - rendent cet objectif plus difficile à atteindre. En outre, la stratégie du gouvernement reposait en partie sur une augmentation de l'emploi afin de renforcer les recettes et de réduire les dépenses sociales. Mais l'objectif de créer plus de 500 000 emplois en quatre ans est difficile à atteindre dans les conditions actuelles. Par conséquent, le déficit devrait encore augmenter, la dette publique devant progresser de plus de 2 points de pourcentage du PIB par an au cours de la période de prévision.

Le gouvernement a pris des mesures qui devraient permettre de redresser la barre à plus long terme, telles que la réduction des retraites des fonctionnaires qui permettra de limiter l'explosion des dépenses liées au vieillissement.

DES PRIX DE L'IMMOBILIER EN HAUSSE

La problématique de l'accès au logement se fait de plus en plus prégnante, le marché immobilier belge étant victime de son propre succès. Les prix immobiliers ont augmenté plus rapidement depuis mi-2022 que ceux pratiqués en France et en Allemagne, et leur niveau atteint celui des Pays-Bas. Cela a contribué à consolider l'idée que cette classe d'actifs pourrait continuer à s'apprécier à un rythme régulier, soutenue par des fondamentaux solides.

Cependant, le prix n'est qu'un aspect parmi d'autres. Le volume des transactions sur le marché secondaire a chuté de 15% au cours des trimestres qui ont suivi les premières hausses de taux. Si la situation semble récemment s'être améliorée, la construction neuve continue de se contracter. Celle-ci est un moyen important d'améliorer la durabilité du parc immobilier. Pourtant, le nombre de nouveaux permis de construire continue de baisser et est désormais inférieur de 35% à son niveau de 2022. Les logements neufs ne sont accessibles qu'à une minorité de ménages de plus en plus réduite.

Alors que nous prévoyons que les prix immobiliers continueront à augmenter de 2% par an au cours des prochaines années, de nouvelles initiatives en matière d'accession à la propriété paraissent urgentes.

LES EXPORTATIONS NETTES PÈSENT SUR L'ÉCONOMIE

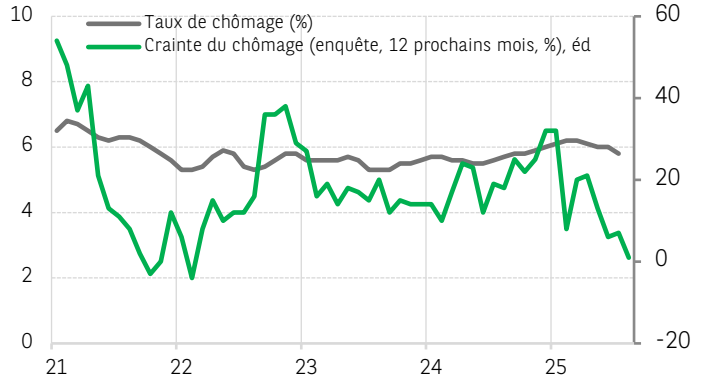
L'excédent de la balance commerciale belge s'est amélioré au 1er semestre 2025 par rapport au S1 2024. Ce résultat s'explique, en grande partie, par les exportations anticipées à destination des États-Unis au cours des premiers mois de 2025. Toutefois, il apparaît clairement que les exportations nettes ont freiné la croissance du PIB et que cette situation ne changera pas de sitôt.

À l'avenir, la diminution des flux commerciaux liés à la Covid-19 et la perte de compétitivité de la Belgique pendant le cycle d'indexation des salaires 2022-2023 continueront à peser sur les exportateurs. Cela dit, le handicap salarial de la Belgique devrait s'atténuer à mesure que les pays voisins rattraperont leur retard, créant ainsi des opportunités pour récupérer les parts de marché perdues à l'exportation. La France, l'Allemagne et les Pays-Bas restent les partenaires commerciaux les plus importants du pays, et la perspective d'une augmentation des dépenses budgétaires (notamment en Allemagne) constituerait un soutien à la reprise économique du pays.

Achevé de rédiger le 5 septembre 2025

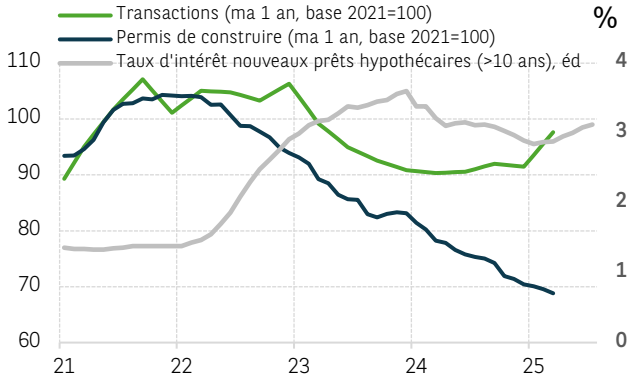
Arne Maes
arne.maes@bnpparibas.com

MARCHÉ DE L'EMPLOI BELGE : TAUX DE CHÔMAGE ET SENTIMENT



GRAPHIQUE 2 SOURCE : BANQUE NATIONALE DE BELGIQUE

BELGIQUE : CONDITIONS DU MARCHÉ IMMOBILIER



GRAPHIQUE 3 SOURCES : BANQUE NATIONALE DE BELGIQUE, STATISTIQUES BELGIQUE

ROYAUME-UNI

REBOND FRAGILE

Après une croissance conséquente au 1er semestre 2025, le 2nd semestre devrait marquer un ralentissement (sous le poids de la politique commerciale américaine et de la politique budgétaire britannique). Malgré les risques à la baisse sur le marché de l'emploi et les difficultés dans l'industrie, la croissance retrouverait un rythme plus élevé et stable en 2026 (+0,3% t/t en moyenne) à la faveur de l'assouplissement monétaire. Le *policy mix* resterait toutefois modérément restrictif, contraint par l'inflation élevée et les tensions sur les marchés obligataires. Trouver l'équilibre entre consolidation budgétaire et croissance reste un défi au Royaume-Uni.

VERS UN SECOND SEMESTRE PLUS DIFFICILE, AVANT UNE CROISSANCE PLUS ÉLEVÉE EN 2026

Après un bon 1er semestre (+0,7% t/t au T1 et +0,3% t/t au T2), la croissance serait plus modérée au S2 (+0,1% t/t au T3 et 0,3% au T4), avant une stabilisation de celle-ci proche de son rythme potentiel en 2026 (+0,3% t/t par trimestre). En moyenne annuelle, la croissance décélèrerait toutefois entre 2025 (1,3%) et 2026 (1%), 2025 bénéficiant d'un acquis plus favorable. Au rayon des satisfactions, la consommation des ménages augmente depuis quatre trimestres, bien aidée par la progression des salaires réels, même si ces derniers ralentissent (+1,2% a/a en juin). Toutefois la remontée probable du chômage pourrait pénaliser les choix de consommation. Une baisse du taux d'épargne, actuellement élevé par rapport à sa moyenne historique (10,9% du revenu disponible au T1 25) permettrait d'amortir une partie du choc. Mais il n'est pas dit que cela se matérialise : le contexte d'incertitude encore forte risque de favoriser le maintien d'une épargne de précaution élevée.

Au global, la vigueur de l'activité dans les services (indice PMI à 54,2 en août) devrait servir d'amortisseur, pour une économie par ailleurs exposée à plusieurs vulnérabilités. L'industrie reste mal orientée (indice PMI en baisse à 47,0 en août) et la décélération de la croissance aux États-Unis – premier débouché à l'exportation du Royaume-Uni après la zone euro – aura un effet immédiat alors que les effets positifs du renforcement de l'activité en zone euro devraient se matérialiser plus tard (surtout début 2026). Les perspectives pour 2026 restent donc ambivalentes, avec le risque que la consolidation budgétaire ne pèse davantage sur la croissance ou que, pour soutenir cette dernière, cette consolidation soit retardée, ce qui alimenterait les tensions sur les taux longs (et ne serait pas sans effet sur la croissance).

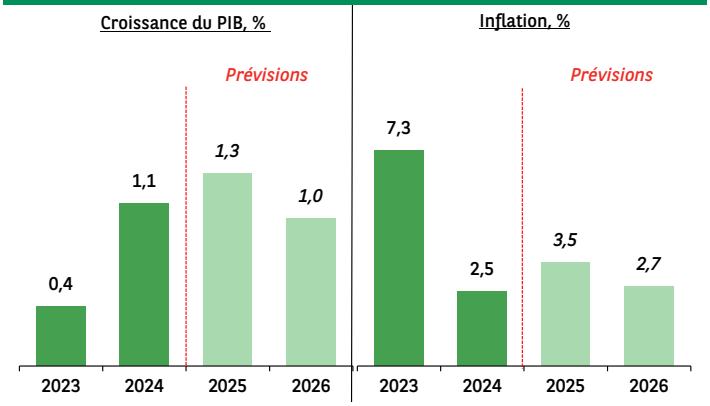
AUGMENTATION RELATIVE DU CHÔMAGE

Le taux de chômage a poursuivi sa remontée au premier semestre 2025, atteignant 4,7% en juin, soit 0,6 point de plus que le creux de juillet 2024, tandis que le volume des postes vacants est retombé à son plus bas niveau depuis 2017. La hausse du coût du travail, renforcée par les mesures budgétaires d'avril, pèse sur les entreprises britanniques. Jusqu'à présent, ces dernières ont comprimé leurs marges, mais ce comportement atteint ses limites, puisque les marges ont diminué à 43,2% au T2 2025, leur plus bas niveau en 15 ans. L'emploi pourrait donc désormais devenir le principal levier d'ajustement. Certaines enquêtes pointent dans cette direction (*cf. graphique 2*). Un ralentissement plus marqué du marché du travail atténuerait la hausse des salaires. Cette dernière a déjà ralenti (+4,5% a/a en juin, soit la plus faible progression depuis fin 2021) mais elle reste supérieure à l'inflation, ce qui soutient le pouvoir d'achat.

INFLATION : REBOND MODÉRÉ EN 2025, REPLI LIMITÉ EN 2026

Après un rebond cet été, à 4,2% a/a en juillet, l'inflation resterait sur un plateau élevé jusqu'en mai 2026. L'inflation dans les services resterait proche de 5% jusqu'à cette date, lorsque l'effet de base, lié à l'introduction des hausses de taxes d'avril 2025, s'estompera. La trajectoire dépendra ensuite de l'évolution du marché du travail, dont la détérioration anticipée devrait engendrer un ralentissement des salaires et des prix dans les services. Si un retour à la cible d'inflation de 2% ne sera pas d'actualité en 2026, les tensions inflationnistes devraient être de moins en moins généralisées. Après une augmentation de 6,4% au T2, la hausse du plafond des prix de l'énergie pour les tarifs non réglementés ralentira au T4 (+2% selon Ofgem), ce qui limitera l'inflation énergétique par la suite. Autre évolution favorable : la hausse des loyers a ralenti depuis le début de l'année 2025 – passant d'un pic à 7,8% a/a en janvier à 4,5% en juillet – et pourrait repasser cet automne sous la composante services (hors loyers) pour la première fois depuis l'été 2023.

CROISSANCE ET INFLATION (MOYENNE ANNUELLE)



GRAPHIQUE 1 SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

DEUX NOUVELLES BAISSES DE TAUX ET UN RESSERREMENT QUANTITATIF MOINS PRONONCÉ

Après une baisse de taux directeur de 125 pb en un an, deux baisses de taux additionnelles (de 25 pb chacune) sont à attendre au T4 2025 et au T1 2026 d'après nos prévisions. Le point d'atterrissage des taux (3,5%) sera plus élevé qu'en zone euro (2% pour le taux de dépôt), reflétant une inflation supérieure et persistante. Par ailleurs, dans un contexte de tensions sur les taux longs souverains et de hausse attendue des émissions obligataires de l'État britannique en 2026, la BoE devrait opter pour une gestion plus fine et régulière de son resserrement quantitatif – à la fois sur la taille et la structure du bilan de la banque centrale. La décision de réduire le rythme de baisse du bilan de la BoE (passant de £100 mds (octobre 2024-septembre 2025) à £70 mds (octobre 2025-septembre 2026), lors de la réunion du 18 septembre, constitue une première étape d'assouplissement du resserrement quantitatif, qui continuerait d'évoluer en 2026, suivant l'évolution des tensions sur le marché des Gilts. Néanmoins, la réduction du QT implique la réalisation de pertes plus lourdes sur le portefeuille de Gilts de la BoE, pertes qui doivent être

indemnisées par le Trésor et, ce faisant, creusent les besoins de financement de ce dernier.

UNE CIBLE DE DÉFICIT PUBLIC DIFFICILE À ATTEINDRE

Les nouvelles tensions sur le marché obligataire (qui ont entraîné une hausse des taux à 30 ans de l'ordre de 30 pb depuis le début de l'année) et la dégradation du marché du travail compliquent la consolidation budgétaire. D'un côté, malgré l'inflation soutenue et les mesures budgétaires d'avril, qui ont permis d'accroître certaines recettes (droits de timbre [*Stamp duty*], cotisations employeurs), les rentrées de TVA progressent de manière limitée (+3,9% en cumul sur douze mois en juillet), ce qui limite aussi la hausse des recettes courantes (+5,3%). De l'autre, les revalorisations salariales dans la fonction publique et l'augmentation du service de la dette tirent à la hausse les dépenses courantes (+7,3% cumul sur douze mois).

Comme en 2024, la cible de déficit pour l'année fiscale 2025 (qui court d'avril à mars) de 3,9% du PIB visée par l'OBR (prévisions de mars) sera difficile à atteindre. Une révision à la hausse du déficit est donc à attendre cet automne (le budget d'automne sera annoncé le 26 novembre), ce qui contraindra d'autant plus le gouvernement à muscler ses mesures de consolidation budgétaire. Néanmoins, selon nos estimations, l'écart entre le solde primaire et celui nécessaire pour stabiliser le ratio de dette publique reste inférieur à la situation en France ; la hausse de ce ratio devrait être donc plus modérée au Royaume-Uni. Le service de la dette, qui s'est établi à 2,9% du PIB en 2024, devrait s'accroître, mais de manière modérée (autour de 3,2% du PIB à fin 2026). La maturité moyenne résiduelle élevée des titres d'État (14 ans) permet en effet d'étaler les phases de refinancement dans le temps.

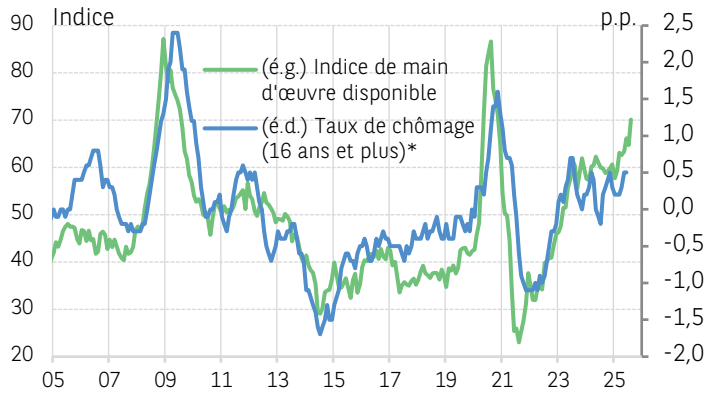
COMPTES EXTÉRIEURS : BAISSE DES EXPORTATIONS VERS L'ASIE

Les risques sont élevés que le déficit commercial (GBP 243 mds en juillet, cumul sur douze mois) continue de se dégrader en 2026. Si le Royaume-Uni est parvenu à limiter le choc tarifaire avec les États-Unis, en négociant notamment un quota d'exportation pour la filière automobile, la baisse des exportations du secteur – l'un des premiers postes d'exportations (plus de 10% du total) – est structurelle et provient surtout d'une baisse de la demande du marché asiatique. Le recul des exportations d'hydrocarbures, résultant des efforts de transition énergétique, et qui ont représenté jusqu'à 13% des exportations de biens du Royaume-Uni (2012), ne représentent désormais plus que la moitié des exportations. Cela pèse aussi sur le déficit commercial. La part du Royaume-Uni dans les exportations mondiales, qui a reculé sous la barre des 2% en 2024, baisse à nouveau en 2025 (1,9% en mai, en moyenne sur douze mois, un niveau inférieur à la France [2,5%], l'Italie [2,7%] et *a fortiori* l'Allemagne [6,8%]). Néanmoins, l'excédent dans les services continue de progresser et de compenser une large partie du déficit sur les biens, une tendance qui devrait se poursuivre en 2026 (*cf. graphique 3*).

Si le Brexit laissera une trace indélébile sur le commerce entre l'UE et le Royaume-Uni, les exportations de biens en volume vers l'UE ont toutefois progressé de 11% sur les sept premiers mois de l'année. La part des exportations vers les 27 est ainsi repassée cet été au-dessus de la barre des 50%.

Sans parler à ce stade de véritable recentrage, il est évident que le Royaume-Uni aura besoin de renforcer ses liens commerciaux avec ses voisins européens. Cela permettrait au Royaume-Uni de profiter de la hausse attendue des investissements en Europe, tout en augmentant sa capacité de résilience face aux chocs à venir sur le commerce mondial.

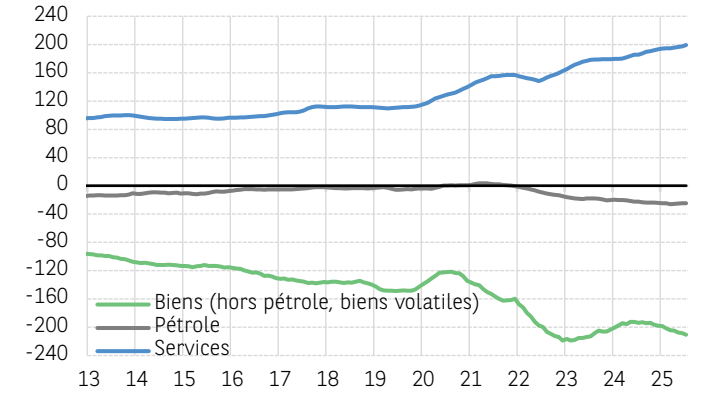
ROYAUME-UNI : ENQUÊTE REC/KPMG ET TAUX DE CHÔMAGE



GRAPHIQUE 2

* CHANGEMENT ANNUEL, EN P.P.
SOURCES : REC/KPMG, ONS, BNP PARIBAS

ROYAUME-UNI : SOLDES DES BIENS ET SERVICES (£ MDS, CUMUL SUR DOUZE MOIS)



GRAPHIQUE 3

SOURCES : ONS, BNP PARIBAS

La participation au programme SAFE de réarmement européen, pas encore officialisée mais dont les négociations avancent, et qui devrait entrer réellement en action en 2026, acterait un rapprochement supplémentaire entre les deux zones.

Achevé de rédiger le 18 septembre 2025

Guillaume Derrien
guillaume.a.derrien@bnpparibas.com

JAPON

ENTRE LE MARTEAU DE L'INFLATION ET L'ENCLUME DES TARIFS

L'économie japonaise montre un certain dynamisme depuis un peu plus d'un an. Mais, cette performance devrait s'étioler au second semestre du fait, notamment, du durcissement de la politique commerciale américaine. Le marché du travail reste tendu et l'inflation continue d'excéder la cible des 2%. Prise entre plusieurs feux — une conjoncture qui pourrait marquer des signes d'affaiblissement et une nette remontée des taux longs sur fond d'inquiétudes budgétaires — la Banque du Japon (BoJ) fait preuve d'une extrême prudence en remontant son taux directeur très progressivement.

CROISSANCE : LE SURPRENANT DYNAMISME POURRAIT S'ÉTIOLER

L'économie japonaise sort d'une séquence, inédite depuis 2017, de cinq trimestres consécutifs de croissance positive (dont +0,6% t/t au T4 2024, puis +0,1% et +0,5% aux T1 et T2 2025 respectivement). La bonne performance au T2 2025, tirée par la consommation des ménages (+0,4% t/t), a surpris compte tenu de la forte inflation. L'investissement productif, quant à lui, a contribué pour 40% à la croissance du PIB observée au S1, contre un apport négatif du commerce extérieur avec un rebond des importations (+5,3% a/a sur le semestre).

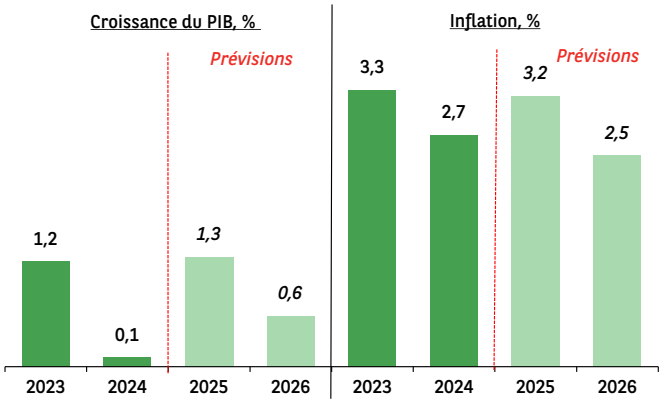
La performance de l'économie japonaise pourrait toutefois s'étioler par la suite, pénalisée par l'accroissement des droits de douane américains et, surtout, par un environnement intérieur qui pourrait devenir stagflationniste. En effet, l'économie japonaise semble exploiter son plein potentiel : l'écart de production s'est résorbé fin 2024 avant de devenir légèrement positif en 2025 (+0,1pp au T2) selon le Cabinet Office, sur fond de marché de l'emploi tendu et de politique budgétaire expansionniste. Le contexte politique heurté pourrait également peser (*voir ci-dessous*). Toutefois la vigueur des indices PMI (le composite a atteint 52,0 en août, après quatre mois consécutifs d'amélioration) suggère que le ralentissement pourrait encore attendre et que la croissance pourrait de nouveau surprendre à la hausse au T3 (par rapport à notre prévision de 0% t/t).

UN ACCORD COMMERCIAL À SENS UNIQUE AVEC LES ÉTATS-UNIS

La politique douanière des États-Unis constitue un risque baissier pour la croissance japonaise. C'est le premier débouché extérieur d'une économie dont les exportations de biens représentaient plus de 15% du PIB en 2024. Au premier semestre, le solde commercial s'est réduit sous l'effet d'une hausse des importations au T1. Les États-Unis et le Japon ont conclu, le 22 juillet 2025, un accord commercial bipartite, formalisé le 4 septembre. Les droits de douane supplémentaires sur les produits japonais entrant aux États-Unis sont fixés à 15%, contre un tarif « réciproque » de 25% annoncé lors du *Liberation Day* et un autre de 10% appliqué depuis le 9 avril. Point important, ce tarif s'appliquera également au secteur de l'automobile (comme dans l'accord avec l'UE), qui compte pour près d'un tiers des exportations japonaises à destination des États-Unis et dont le tarif sectoriel standard est de 25%. Dans le même temps, le Japon s'engage à investir USD 550 mds dans l'économie américaine à horizon 2029, ainsi qu'à accroître l'ouverture de son marché intérieur aux acteurs américains, notamment ceux de la filière rizière.

Au global, d'après nos estimations, le droit de douane moyen appliqué aux exportations japonaises diminuerait à 11,5% (contre 15% entre avril et l'accord du 22 juillet). Même si ce tarif reste nettement supérieur au niveau moyen observé en 2024 (1,5%) et que l'accord est déséquilibré, la conclusion de cet accord réduit l'incertitude. Toutefois, le plein effet devrait continuer de se faire ressentir. Le contexte est, par ailleurs, inflationniste avec des coûts de production qui laissent peu de marge de manœuvre aux entreprises japonaises pour réduire leurs prix de vente à l'exportation. L'indice des prix à l'exportation recule en glissement annuel, depuis avril 2025. Ce mouvement est bien plus marqué en yen (JPY) qu'en contrat de change.

CROISSANCE ET INFLATION (MOYENNE ANNUELLE)



GRAPHIQUE 1 SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

L'INFLATION HEADLINE EST IMPORTANTE MAIS LA SOUS-JACENTE RESTE CONTENUE

L'inflation devrait continuer d'excéder la cible des 2% d'ici à fin 2026, même si elle ralentit après le plus haut sur 34 ans atteint au T1 2025 (+3,8% a/a). L'inflation demeure tirée vers le haut par la composante alimentaire (+7,2% a/a de moyenne depuis le début de l'année, soit 58% de contribution, à date, à la variation annuelle du CPI en 2025). En cause : le problème majeur des prix du riz (+90,7% a/a) qui devrait continuer de se poser d'après la Banque du Japon (BoJ). L'inflation sous-jacente excède également nettement la cible (+3,2% a/a de moyenne depuis le début de l'année), mais l'inflation des services est plus modérée, notamment l'inflation des services (+1,5% a/a en juin, +2,1% a/a hors loyers imputés, en très légère hausse depuis le début de l'année). Quant aux anticipations d'inflation des marchés, mesurées par le « 10-year *breakeven* inflation rate », elles ont regagné en vigueur à partir de mai 2025, après avoir perdu 30 pb en avril à la suite du *Liberation Day* aux États-Unis. En août 2025, elles s'élevaient à +1,5% (le record historique est de 1,6%). Cette inflation anticipée plus proche de la cible est un signal favorable, d'autant plus que la BoJ cherche à s'assurer que le pays ne renouera pas avec la spirale déflationniste passée lorsque les facteurs temporaires d'inflation se seront dissipés.

MALGRÉ LA VIGUEUR DU MARCHÉ DU TRAVAIL, LES SALAIRES RÉELS SE REPLIENT

La progression des salaires contractuels programmés, mesure sous-jacente de la croissance salariale, a atteint 2,5% a/a en juillet 2025, un plus haut depuis décembre 2024. Plus largement, la hausse nominale

des revenus regagne progressivement en vigueur au fil de l'année, après le léger creux de la fin du T1 2025. Ce dynamisme devrait perdurer, porté par un marché du travail tendu, ce qu'illustre un taux de chômage (+2,3%) au plus bas depuis la fin 2019. De plus, les résultats définitifs du *Shunto* (+5,25%, graphique 2), négociations salariales annuelles menées par la confédération syndicale Rengo, marquent un progrès par rapport à 2024 (+5,1%) et un record depuis 1991. Cependant, la persistance de l'inflation pèse sur les salaires réels. Ces derniers n'ont été en territoire positif qu'une seule fois en 2025 (+0,5% a/a en juillet), ce qui devrait peser sur la consommation des ménages japonais.

LA BOJ DEVRAIT REPRENDRE SON RESSERREMENT MONÉTAIRE APRÈS UNE LONGUE PAUSE

La Banque du Japon a, pour l'heure, mis les hausses de taux en suspens. L'« *uncollateralized overnight call rate* » (taux directeur) a été maintenu stable, à +0,5%, depuis la hausse de janvier 2025 (+25 pb). Le caractère graduel et prudent de la normalisation monétaire, lié à la fragilité de la demande intérieure, a été amplifié par l'incertitude concernant la politique commerciale. Néanmoins, la pause se prolonge en dépit de la persistance de l'inflation au-dessus de sa cible.

Les incertitudes commerciales ayant diminué, une hausse de taux devrait intervenir en décembre (+25 pb) au regard des perspectives d'inflation et de la communication de la banque centrale. Nous envisageons ensuite trois hausses supplémentaires (+25 pb) en 2026, une par trimestre entre le T2 et le T4. Le taux directeur de la BoJ atteindrait alors 1,5%, ce qui correspondrait à une politique monétaire modérément accommodante avec une inflation toujours au-dessus de sa cible. Il résulterait de ces développements une appréciation du JPY par rapport à l'USD (à 145 en fin d'année 2025 et 141 au terme de l'année 2026), ajoutant une contrainte supplémentaire aux entreprises japonaises.

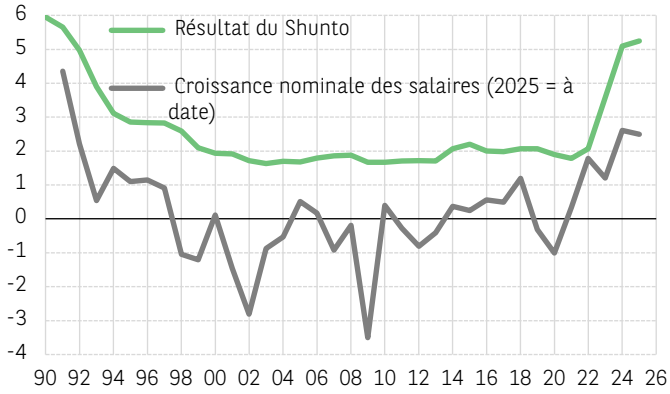
VERS UNE HAUSSE DES DÉFICITS

Le Japon est en quête d'un nouveau chef de gouvernement, moins d'un an après la nomination de S. Ishiba (1er octobre 2024) dont la démission a été annoncée le 7 septembre 2025. Ce départ fait lui-même suite à deux contreperformances électorales majeures : les élections générales anticipées d'octobre 2024 (perte de majorité absolue pour la coalition LDP/Komeito à la Chambre basse) et les élections à la Chambre haute (recul du LDP) de juillet 2025. La mise en retrait de S. Ishiba ajoute à l'instabilité, dans un contexte d'assemblée minoritaire et de montée en puissance des formations populistes. Le successeur de S. Ishiba à la présidence du LDP sera désigné lors de l'élection interne du 4 octobre prochain et deviendra, selon toute probabilité, le Premier ministre du Japon.

Le déficit primaire du Japon devrait légèrement croître à -2,4% du PIB en 2025 (+0,3pp) du fait d'une politique budgétaire expansionniste, avant de se stabiliser à ce niveau en 2026 selon le FMI. L'accroissement de la charge d'intérêts entraîne un creusement plus important du déficit total (2,9% en 2025 et 3,1% en 2026, contre 2,5% en 2024). Dans le même temps, l'endettement public est sur une trajectoire baissière (234,9% en 2025 contre 236,7% en 2024), du fait de l'inflation et d'une croissance nominale du PIB plus forte.

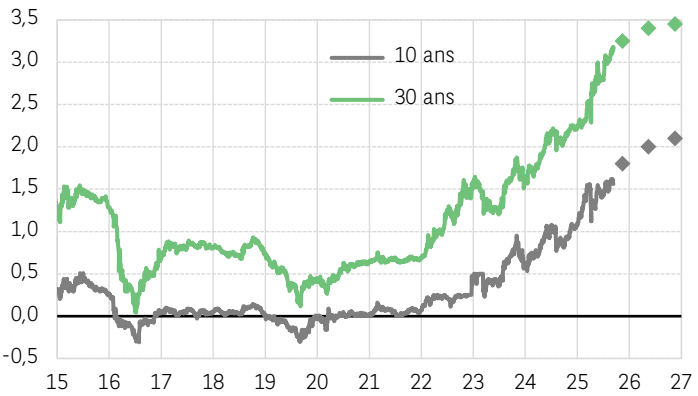
Par ailleurs, la configuration actuelle de la Diète peut amener le futur Premier ministre à s'orienter vers davantage de stimulus budgétaire. Ceci, combiné à la situation générale instable, peut ajouter à la pression obligataire (*graphique 3*) actuelle. Cette pression est pour partie le reflet des craintes budgétaires globales mais aussi de celles propres au Japon, en raison du niveau élevé de l'endettement public et des anticipations de hausses de taux de la BoJ.

JAPON : RÉSULTATS RECORDS DES NÉGOCIATIONS SALARIALES (%)



GRAPHIQUE 2 SOURCES : MACROBOND, BNP PARIBAS

JAPON : PRESSION SUR LES RENDEMENTS À LONG TERME (%)



GRAPHIQUE 3 SOURCES : MACROBOND, PRÉVISIONS DE BNP PARIBAS

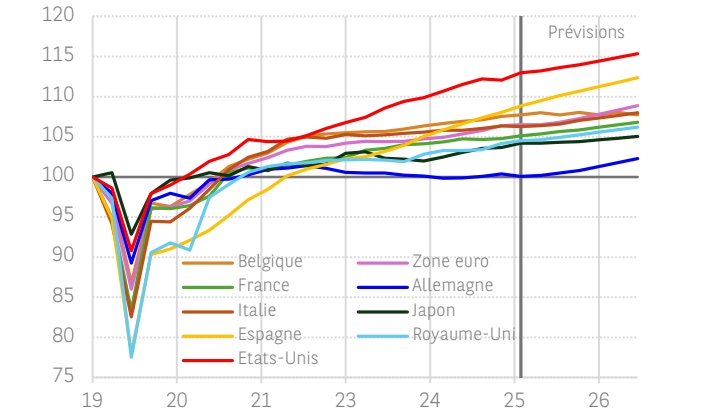
Notre scénario central table sur une poursuite de la hausse des rendements obligataires, notamment ceux de long terme, avec des taux à 10 ans et 30 ans atteignant, respectivement, 2,0% et 3,4% mi-2026 (contre 1,56% et 3,17% en ce moment), avant de se stabiliser à ce niveau à l'horizon de nos projections (T4 2026).

Achevé de rédiger le 9 septembre 2025

Anis Bensaidani
anis.bensaidani@bnpparibas.com

PRINCIPAUX INDICATEURS

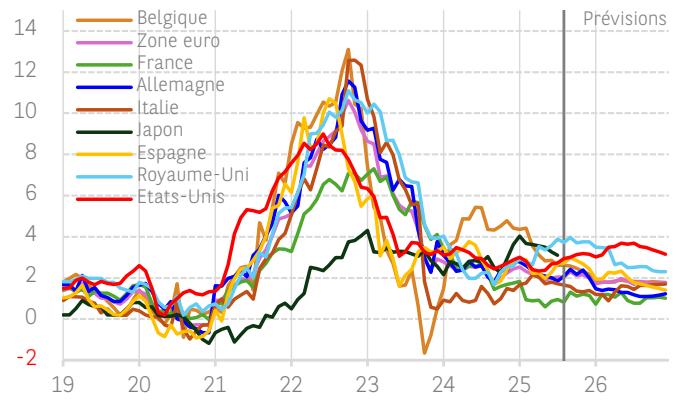
PIB (2019=100)



GRAPHIQUE 1

SOURCES : EUROSTAT, BEA, ONS, CAO, PRÉVISIONS BNP PARIBAS

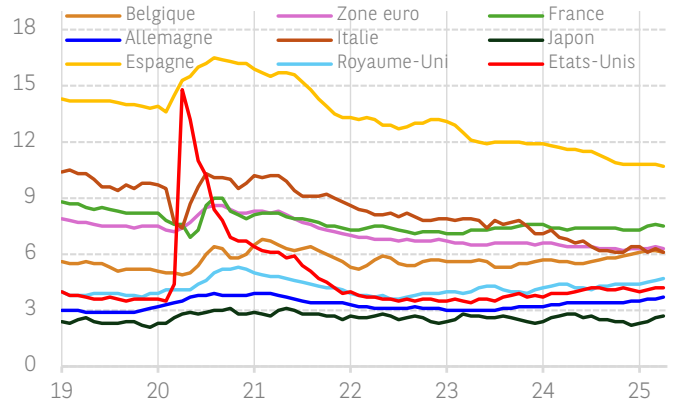
TAUX D'INFLATION (%, G.A.)



GRAPHIQUE 2

SOURCES : EUROSTAT, ONS, BLS, PRÉVISIONS BNP PARIBAS

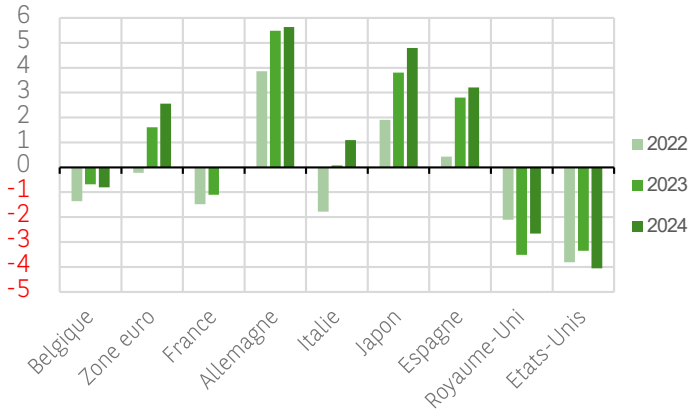
TAUX DE CHÔMAGE (%)



GRAPHIQUE 3

SOURCES : EUROSTAT, BLS, SBJ, BNP PARIBAS

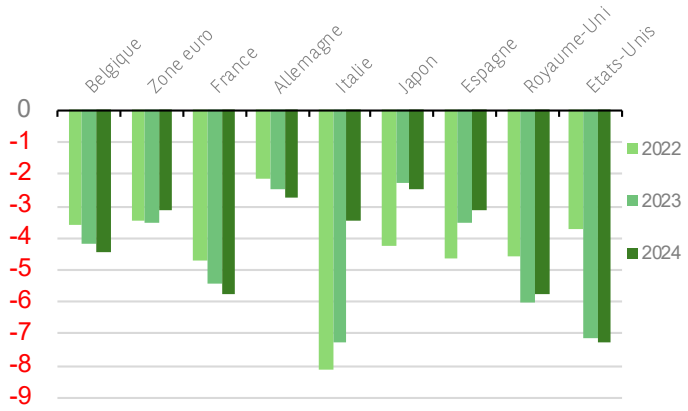
BALANCE COURANTE (% DU PIB)



GRAPHIQUE 4

SOURCES : OCDE, BNP PARIBAS

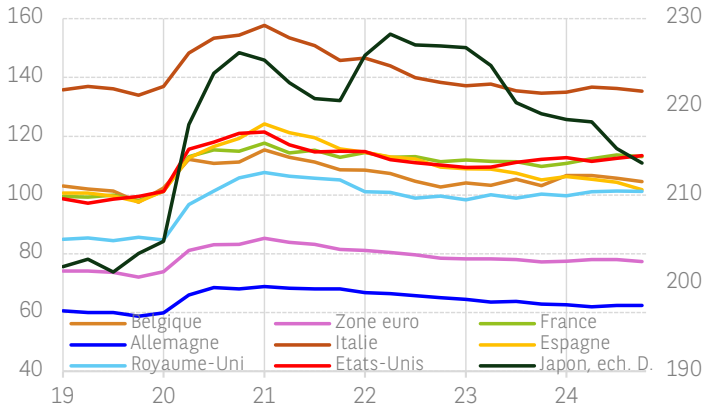
DÉFICIT PUBLIC (% DU PIB)



GRAPHIQUE 5

SOURCES : FMI, BNP PARIBAS

DETTE PUBLIQUE (% DU PIB)



GRAPHIQUE 6

SOURCES : FMI, BNP PARIBAS

PRÉVISIONS

PRÉVISIONS ÉCONOMIQUES

	Croissance du PIB				Inflation			
% (en moyenne annuelle)	**2023**	**2024**	**2025 e**	**2026 e**	**2023**	**2024**	**2025 e**	**2026 e**
États-Unis	2,9	2,8	1,7	1,5	4,1	2,9	2,8	3,2
Japon	1,3	0,1	1,3	0;6	3,3	2,7	3,2	2,5
Royaume-Uni	0,4	1,1	1,3	1;0	7,3	2,5	3,5	2,7
Zone euro	0,7	0,8	1,3	1,4	5,4	2,4	2,1	1,8
Allemagne	-0,7	-0,5	0,3	1,4	6,0	2,5	2,2	1,3
France	1,6	1,1	0,7	1,1	5,7	2,3	1,0	1,2
Italie	0,8	0,5	0,6	1,1	5,9	1,1	1,7	1,5
Espagne	2,7	3,2	2,7	2,3	3,4	2,8	2,6	1,9
Chine	5,2	5,0	5,0	4,5	0,2	0,2	0,0	1,0
Inde*	9,2	6,5	6,2	6,4	5,4	4,7	3,2	4,4
Brésil	2,9	3,4	2,3	1,6	4,6	4,4	5,1	4,4

* 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		Spot 19/09/2025	T4 2025	T2 2026	T4 2026
E-Unis	*"Fed Funds (borne supérieure)"*	4,25	3,75	3,25	3,25
	Treas. 10a	4,11	4,25	4,30	4,40
Zone euro	Taux de dépôt	2,00	2,00	2,00	2,25
	Bund 10a	2,71	2,90	3,05	3,20
	OAT 10a	3,49	3,70	3,80	4,00
	BTP 10 ans	3,56	3,60	3,70	3,85
	BONO 10 ans	3,24	3,43	3,55	3,70
Royaume-Uni	Taux BoE	4,00	3,75	3,50	3,50
	Gilt 10a	4,72	4,60	4,50	4,40
Japon	Taux BoJ	0,50	0,75	1,00	1,50
	JGB 10a	1,63	1,80	2,00	2,10

Taux de change

Fin de période		Spot 19/09/2025	T4 2025	T2 2026	T4 2026
USD	EUR / USD	1,18	1,20	1,21	1,22
	USD / JPY	148	145	143	141
	GBP / USD	1,35	1,38	1,38	1,39
EUR	EUR / GBP	0,87	0,87	0,88	0,88
	EUR / JPY	174	174	173	172

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

RECHERCHE ÉCONOMIQUE GROUPE

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

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

Mickaëlle Fils Marie-Luce 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