ECOPERSPECTIVES

3e trimestre 2026
Septembre 2026

ÉCONOMIES AVANCÉES



> “ L’histoire a tendance à se répéter pour les économies avancées. Une nouvelle fois, la croissance a finalement très peu déçu au premier semestre 2026, et ce malgré le conflit en Iran. En 2025, déjà, l’impact des tarifs douaniers s’était révélé plus limité que redouté. C’est le signe que des éléments structurels (IA, défense et électrification, notamment) soutiennent la croissance de ces pays. ”

ÉTUDES ECONOMIQUES

BNP PARIBAS

La banque
d’un monde
qui change

SOMMAIRE

ÉDITORIAL

3 Pays avancés : d'une résilience à l'autre

ÉTATS-UNIS

6 Une expansion à l'épreuve des chocs

ZONE EURO

8 Une croissance sur de bons rails malgré les secousses

ALLEMAGNE

10 Une reprise portée par les exportations

FRANCE

12 La croissance plie, mais ne rompt pas

ITALIE

14 Les fonds européens soutiennent la croissance, mais les contraintes sur l'industrie et la dette persistent

ESPAGNE

16 Croissance robuste

ROYAUME-UNI

18 La croissance résiste aux chocs

JAPON

20 Croissance sous tension

INDICATEURS

22

CONTRIBUTIONS

23

PRÉVISIONS

25

ÉDITORIAL

PAYS AVANCÉS : D'UNE RÉSILIENCE À L'AUTRE

L'histoire a tendance à se répéter pour les économies avancées. Une nouvelle fois, la croissance a finalement très peu déçu au premier semestre 2026, et ce malgré le conflit en Iran. En 2025, déjà, l'impact des tarifs douaniers s'était révélé plus limité que redouté. C'est le signe que des éléments structurels (IA, défense et électrification, notamment) soutiennent la croissance de ces pays et devraient continuer de le faire en 2027. Des risques importants pèsent toutefois sur les perspectives économiques, principalement de nature géopolitique, avec un risque à la hausse important sur l'inflation et les taux. L'autre répétition de l'histoire concerne une période que les moins de 20 ans ne peuvent pas connaître : celle qui a précédé la crise de 2008 dont on perçoit certaines réminiscences en termes de croissance, d'inflation, d'orientation de la politique monétaire et de taux longs.

Les économies avancées sont marquées par des évolutions comparables avec celles qu'elles ont connues il y a près de 20 ans :

- La croissance est résiliente en 2025-26 malgré les chocs, comme en 2006-07, dans les principales économies avancées.

- L'inflation est au-dessus de la cible des banques centrales : elle appelle, comme en 2006-07, un resserrement de la politique monétaire.

- En Europe et aux États-Unis, les taux longs ont retrouvé leur niveau de 2006-07 (de 1996 pour le Japon) : c'est un défi pour les finances publiques dans un contexte de ratios de dette publique nettement supérieurs à ceux observés il y a 20 ans.

L'ÉCONOMIE MONDIALE EN PLEIN CYCLE DE CROISSANCE

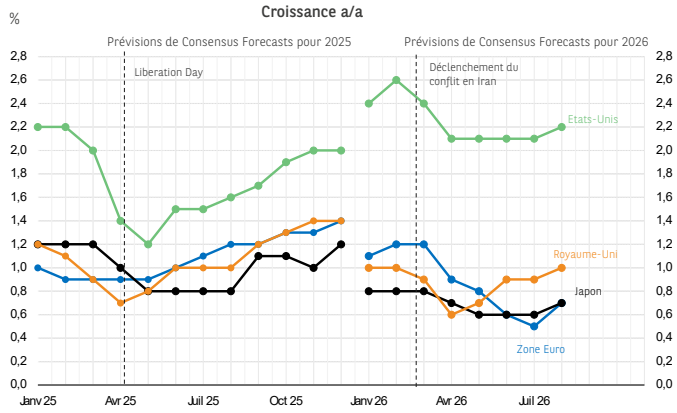
L'année 2026 est déjà bien avancée et le constat à ce jour est clair : la croissance mondiale fait preuve de résistance. Après un choc tarifaire américain l'année dernière, elle se montre de nouveau, et pour l'heure, nettement moins affectée par le conflit en Iran que ce qui avait été anticipé au moment de son déclenchement. Pourtant, dans un premier temps, on a craint que ce nouveau choc ne l'atteigne plus durement. Comme lors de la hausse des tarifs douaniers en 2025, l'impact a été mesurable, notamment au regard de la confiance des ménages. Mais en 2025 comme 2026, la croissance a aussi fait montre d'un certain ressort.

Les chiffres du 2e trimestre en témoignent malgré la forte hausse du prix du pétrole, dont l'impact récessif n'est pas visible pour le moment. Selon nos prévisions, la croissance atteindrait ou dépasserait 1% en 2026 dans les quatre grandes zones avancées (zone euro, Japon, Royaume-Uni et États-Unis, où elle serait même supérieure à 2%), pour la 2e année consécutive. Cela n'était plus arrivé (hors période de rattrapage post-Covid) depuis 2006-07. Les chiffres de croissance sont plus modérés (notamment pour des raisons démographiques), mais le secteur privé ne témoigne pas (aujourd'hui) des mêmes excès (à l'époque le boom du crédit avait précédé la plus forte crise depuis les années 1930) ; même si l'endettement a récemment augmenté dans la tech américaine.

La responsable du cycle prolongé de croissance actuel est toute désignée : l'intelligence artificielle (IA). Elle soutient le commerce mondial et l'investissement des entreprises dans la plupart des pays. C'est clairement le cas aux États-Unis, où ce dernier progresse fortement au gré de la mise en œuvre des plans d'investissement dans la tech américaine.

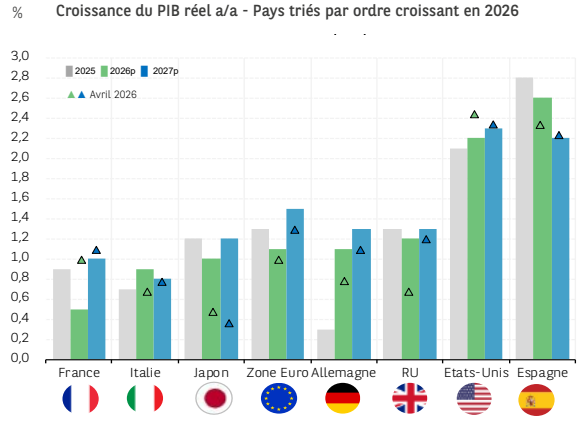
Toutefois, c'est à un effort d'équipement plus large que les principales économies du globe se livrent. En parallèle du développement continu des services, en particulier numériques, on observe depuis début 2025 un rebond de la production industrielle dans la plupart des pays. Les secteurs porteurs sont principalement les équipements technologiques, les machines, l'aéronautique, la défense et leurs intrants essentiels (énergie et métaux). Cette typologie prévaut partout, y compris en Europe, et s'installe dans la durée, avec une amélioration des indicateurs de climat des affaires, notamment des nouvelles commandes à l'export. La croissance se renforcerait donc encore en 2027, particulièrement celle de la zone euro où les plans d'investissement allemands monteraient en puissance et dont les retombées ruisselleraient davantage sur l'économie.

La croissance résiste mieux aux chocs qu'initialement anticipé



GRAPHIQUE 1 SOURCES : CONSENSUS FORECASTS, BNP PARIBAS

La croissance irait en se renforçant en 2027



GRAPHIQUE 2 SOURCES : LSEG, PRÉVISIONS BNP PARIBAS

Tous les secteurs ne bénéficient cependant pas de la même dynamique. C'est particulièrement vrai pour ceux qui dépendent de la consommation des ménages qui a évolué en ordre dispersé. Notre constat d'une consommation plus dynamique outre-Atlantique qu'en Europe s'est vérifié en 2026 et les perspectives ne pointent pas vers un changement de hiérarchie.

Si les ménages européens et américains subissent peu ou prou le même choc d'inflation énergétique, l'inflation reste plus élevée aux États-Unis. Mais cela n'empêche pas la consommation de garder le rythme, d'abord parce qu'elle repose sur les plus aisés qui sont moins sensibles à l'inflation qu'à l'effet richesse. En outre, si le taux d'épargne reste élevé en zone euro, les ménages américains ont puisé dans leurs économies. C'est le cas également des ménages britanniques, ce qui explique la légère surperformance de croissance du Royaume-Uni depuis le début de l'année. Au Japon, les finances publiques ont partiellement compensé l'inflation énergétique (tandis que les autres pays le font nettement moins qu'en 2022), ce qui a soutenu la croissance de la consommation.

Toutefois, ces réponses – baisse de l'épargne ou soutien budgétaire – ont leurs limites dès lors que les chocs durent. Les deux grands conflits actuels (Iran et Ukraine) sont loin d'être réglés et leur impact se prolonge. Ce risque géopolitique persistant et ses conséquences en termes d'inflation constituent une hypothèque importante pour les perspectives de croissance en 2027.

LA HAUSSE DE L'INFLATION APPELLE UNE RÉPONSE

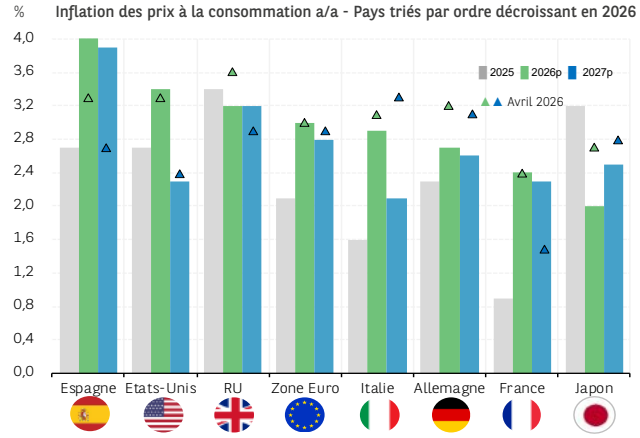
L'inflation dépasse la cible de trois des quatre banques centrales étudiées dans cette publication, ce qui constitue un autre point commun (mais les raisons diffèrent) avec la période 2006-07. Le Japon fait exception, les mesures d'aide aux ménages freinant temporairement l'inflation. En dehors de la Banque du Japon, engagée dans un processus de normalisation de longue haleine, aucune banque centrale ne devait relever ses taux directeurs en 2026.

Mais elles y sont incitées désormais pour des raisons qui diffèrent d'une zone à l'autre. La première est le conflit en Iran et l'augmentation du prix du pétrole en ayant découlé, qui a entraîné un rebond de l'inflation énergétique à partir du 2e trimestre. Or, le conflit n'ayant pas été réglé par le protocole d'accord signé en juin et la baisse des prix des hydrocarbures de l'époque ayant fait long feu, elle devrait de nouveau augmenter. La hausse du prix du gaz devrait en aggraver l'impact, dans le contexte de restockage en vue de l'hiver, en Europe notamment. Les prix de l'électricité devraient suivre dans la plupart des pays mais plus modérément qu'en 2022. En effet, le gaz est aujourd'hui moins utilisé pour produire de l'électricité qu'à l'époque (grâce au développement des énergies renouvelables), et à un degré moindre encore en France.

Le risque que l'inflation énergétique se transmette davantage à l'avenir au reste des composantes de l'inflation est réel, et les anticipations d'inflation pourraient finir par le refléter. C'est la raison pour laquelle la Banque centrale européenne a d'ores et déjà relevé son taux directeur à deux reprises (juin et septembre) et sera conduite à le faire de nouveau en décembre, selon notre scénario. Pour cette même raison, nous anticipons que la Banque d'Angleterre relève son taux directeur en novembre. En effet, si le plafond sur les prix de l'énergie a été maintenu longtemps, il vient d'être relevé. Ainsi, l'inflation devrait augmenter d'ici à la fin de l'année. Il s'agira alors d'éviter des effets de second tour.

L'inflation peut aussi être un signe de (trop) bonne santé. Aux États-Unis, elle dépasse la cible de 2% depuis 2021. L'élément en faveur d'un nouveau cycle de hausses de taux (après celui de 2022-2023) réside principalement dans la résilience actuelle de la croissance et l'amélioration du marché de travail. La Réserve fédérale (Fed) doit concilier

L'inflation devrait rester au-dessus de la cible des banques centrales dans les prochains mois



GRAPHIQUE 3

SOURCES : LSEG, PRÉVISIONS BNP PARIBAS

deux objectifs de même importance : l'emploi maximal et la stabilité des prix. Or, contrairement au dernier trimestre 2025 où la baisse des créations d'emplois avait justifié un assouplissement monétaire (à hauteur de 75 pb), leur net rebond actuel inverse totalement l'analyse. Selon nos prévisions, le taux de chômage devrait diminuer dans les mois qui viennent, ce qui éloigne la perspective d'une baisse de l'inflation sous-jacente. Cette dernière persiste tant en raison de contraintes d'offre (sur laquelle une banque centrale n'a pas de prise) que d'un excès de demande (que la Fed peut en revanche atténuer). En conséquence, la Fed a relevé son taux directeur en septembre et devrait ajouter deux hausses de taux d'ici à janvier 2027.

Au Japon, enfin, au-delà d'une inflation *headline* abaissée par l'intermédiaire des aides gouvernementales, l'inflation sous-jacente se maintient. Les tensions salariales s'accroissent, dans un contexte de pénuries de main-d'œuvre. La Banque du Japon est donc conduite à accélérer le rythme de sa normalisation monétaire.

Dans toutes ces zones, le pic d'inflation est pour le moment envisagé au T4 2026 ou au T1 2027. C'est dans ce contexte d'une inflation temporaire que les hausses de taux pourraient prendre fin également à cet horizon (hors Japon). Toutefois, cela suppose qu'au terme du choc énergétique, dont l'évolution reste incertaine, l'inflation diminue. Les effets d'El Niño, encore difficiles à cerner à ce jour, pourraient prendre le relai. L'inflation resterait alors au-dessus de la cible des banques centrales plus durablement. Dans cette hypothèse, les hausses de taux iraient plus loin que ce qui est actuellement envisagé.

LA REMONTÉE DES TAUX LONGS, UN PARAMÈTRE QUI VA CONTRAINDRE LES FINANCES PUBLIQUES

Les politiques monétaires sont également amenées à compenser les effets inflationnistes de la politique budgétaire, notamment aux États-Unis (où le déficit budgétaire est élevé et ne se réduit pas) et au Japon (où le nouveau gouvernement mène des politiques pro-croissance). En Europe, la politique budgétaire est nettement moins mise à contribution qu'en 2022. Les aides octroyées à l'époque avaient certes permis de réduire le taux d'inflation à court terme (de près de 2,5 points par exemple en France) mais, en maintenant la demande à un niveau élevé, elles avaient retardé la désinflation et augmenté l'ampleur du resserrement monétaire requis.

Le déclenchement du conflit en Iran a servi de catalyseur : il a entraîné une remontée des taux longs (alors qu'ils étaient orientés à la baisse en début d'année) vers des niveaux proches de ceux de 2006-07. Cette hausse est généralisée mais ses causes sont diverses. Les anticipations d'inflation semblent jouer un rôle plus important en zone euro alors que la remontée des taux d'intérêt réels paraît être le principal facteur aux États-Unis et au Japon.

L'inflation plus élevée et la croissance réelle plus résiliente que redouté vont dans le même sens : une croissance nominale plus forte qu'attendu et probablement durable. Or, à long terme une croissance nominale élevée favorise une remontée des taux d'intérêt nominaux (car elle est le symptôme positif de projets d'investissement plus rentables), à l'inverse de la problématique de la stagnation séculaire soulevée dans la décennie 2010 (qui combinait croissance nominale et taux d'intérêt nominaux faibles).

L'autre problématique est le niveau élevé des déficits publics (trop pour une période de croissance) avec différents cas de figure. Dans plusieurs pays, le ratio de dette publique sur PIB continue de croître. Aux États-Unis, la réduction du déficit n'apparaît pas prioritaire tant et si bien qu'il devrait se maintenir au dessus de 6% du PIB *a minima* d'ici au terme du mandat de D. Trump (avec peu d'espoirs que les *midterms* modifient significativement la dynamique). Au Royaume-Uni et en France, la consolidation a débuté, mais elle se heurte à l'augmentation concomitante de certaines dépenses (charge de la dette ; défense ; santé, en raison du vieillissement notamment) qui en ralentit le rythme. En Allemagne, la mise en œuvre des plans d'investissement implique un creusement du déficit. Celui-ci n'engendre pas de problématique de soutenabilité, mais se traduit par une hausse des émissions annuelles de dette. Au Japon, le déficit budgétaire est modéré par une charge d'intérêt qui reste faible car la remontée des taux est récente et la maturité moyenne de la dette élevée (10 ans). Toutefois, la politique budgétaire expansionniste pourrait poser davantage de problèmes en termes de dynamique de la dette si elle durait jusqu'à la fin de la décennie. En Italie et en Espagne, la consolidation a suffi à stabiliser le ratio de dette publique (et même à le diminuer en Espagne), mais l'ampleur de la charge de la dette italienne l'expose à une remontée des taux d'intérêt.

Dans tous ces pays, l'équation budgétaire est plus simple aujourd'hui qu'elle ne le sera en 2030. En effet, dans la plupart des cas, la moitié de la dette seulement a été émise après 2022 (c'est-à-dire après la fin de la période de taux zéro). La charge de la dette n'a encore que partiellement remonté, en dehors des États-Unis où la majeure partie du chemin a déjà été parcourue en raison d'une maturité moyenne de la dette plus basse (6 ans). Cela se traduit par un taux de croissance du PIB encore supérieur, pour l'ensemble des pays, au taux d'intérêt moyen payé sur la dette publique (ou taux d'intérêt apparent).

En 2030, le taux apparent aura augmenté et rattrapé la croissance du PIB. En conséquence, la charge de la dette aura retrouvé, dans la plupart des cas, son poids dans le PIB observé au début des années 2000. Afin de stabiliser les ratios de dettes publiques, les soldes primaires devront s'être améliorés. Cela supposera même de générer des excédents primaires, notamment en Italie (qui y parvient déjà), en France ou au Royaume-Uni. Un virage crucial que les gouvernements devront prendre dès le prochain budget 2027, sous peine de reporter encore une fois la stabilisation de leur ratio de dette publique sur PIB.

Achevé de rédiger le 17 septembre 2025

Stéphane Colliac

stephane.colliac@bnpparibas.com

ÉTATS-UNIS

UNE EXPANSION À L'ÉPREUVE DES CHOCS

La croissance américaine se maintient malgré les chocs successifs. Elle devrait atteindre, selon nos prévisions, 2,2% en 2026 et 2,3% en 2027. Son principal moteur reste l'investissement lié à l'intelligence artificielle (IA) qui n'est nullement affecté par le choc énergétique. Le marché du travail se caractérise par une nette amélioration des créations d'emplois et la baisse du taux de chômage. L'inflation sous-jacente demeure rigide et au-dessus de la cible de la Réserve fédérale (Fed). Dans ces conditions, la Fed a initié un cycle de hausses de taux en septembre, qui porterait la cible des Fed Funds à 4,50% (limite supérieure) au T1 2027, d'après notre scénario. Dans le même temps, les taux longs subissent une pression haussière.

LE CHOC ÉNERGÉTIQUE N'ENRAYE PAS LA CROISSANCE

Portée par l'investissement lié à l'IA, la croissance américaine résiste malgré la hausse de l'inflation énergétique : nous l'anticipons à 2,2% en 2026 et 2,3% en 2027 en moyenne annuelle. Le cycle d'investissement lié à l'IA[1] (+14,8% a/a au S1 2026) devrait se poursuivre, assorti de possibles gains de productivité. Les autres segments de l'investissement privé (dont l'immobilier résidentiel) restent, en revanche, atones. Par ailleurs, le renchérissement du coût du capital pourrait accentuer son « profil en K ». La consommation des ménages devrait bénéficier, dans son ensemble, du rebond des créations d'emplois et se maintenir au-dessus de 2% a/a à l'horizon fin 2027. Au S1 2026, elle a résisté au regain d'inflation du fait de l'augmentation moyenne de 11,5% a/a des remboursements d'impôts et d'un taux d'épargne au plus bas depuis 2022 (2,8% au T2).

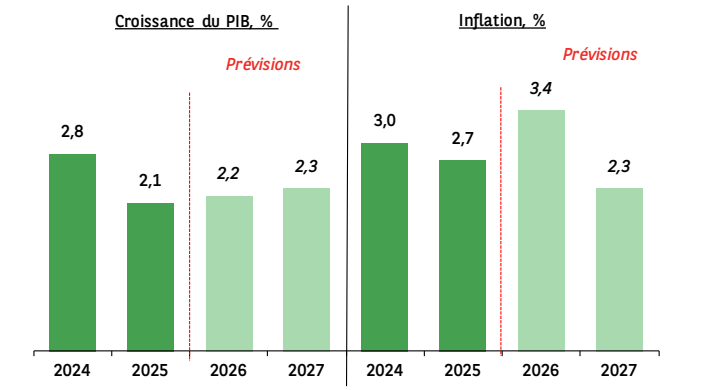
DES LEVÉES DE CAPITAUX RECORD PORTÉES PAR L'IA

Cette année, les investissements liés à l'IA stimulent des levées de fonds massives des entreprises sous forme d'emprunts, d'émissions obligataires ou d'actions. Le mouvement devrait se poursuivre tant les besoins paraissent colossaux, même si les primes de risque sur le marché obligataire commencent à s'élargir. D'après leurs déclarations, les cinq géants de la tech pourraient investir près de USD 900 mds cette année et plus de USD 1000 mds l'an prochain, soit plus du double de 2025. Encouragées par l'assouplissement de la réglementation, les grandes banques américaines ont annoncé qu'elles mobiliseraient d'importantes ressources pour soutenir les projets jugés stratégiques pour les États-Unis (IA, défense, énergie, infrastructures). Si le financement du boom de l'IA semble insensible à la hausse des taux longs, cette dernière devrait continuer de peser sur la demande de crédits hypothécaires des ménages. Depuis le début du conflit au Moyen-Orient, la hausse des taux hypothécaires à 30 ans atteint +78 pb (à 6,76% début septembre). Les prêts à la consommation sont, en revanche, restés dynamiques au S1 2026 et soutiennent les dépenses des ménages.

UNE CROISSANCE À DEUX VITESSES DANS L'INDUSTRIE

La production industrielle a légèrement rebondi en 2025 (+1,1%), portée par l'IA et l'aérospatial. Elle accélérerait à +1,5% en 2026 et +2% en 2027 selon nos prévisions. L'investissement en IA soutient l'électronique, tandis que l'aéronautique (civil et militaire) rebondit avec le traitement des retards de commandes et la hausse des besoins dans la défense. En revanche, les secteurs exposés à l'augmentation des droits de douane (acier, aluminium, automobile notamment) restent au second plan, à rebours de l'objectif de ces mesures. Ce momentum positif de la production industrielle, bien que concentré, devrait se maintenir, conforté par le rebond du climat des affaires. L'ISM manufacturier est en zone d'expansion depuis début 2026, et ce malgré les pressions continues sur les prix et les chaînes d'approvisionnement.

Croissance et inflation



GRAPHIQUE 1 SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

MARCHÉ DU TRAVAIL : UN TAUX DE CHÔMAGE BAS ET ORIENTÉ À LA BAISSE

Les créations d'emplois (*nonfarm payrolls*) rebondissent, à +80k (moyenne mensuelle) depuis le début de l'année, contre +10k en 2025. Ces créations ne se limitent plus aux services de santé. Si on exclut ces derniers, elles progressent de +38k en moyenne en 2026 contre -47k en 2025. L'industrie et la construction, deux secteurs portés par l'IA, contribuent à ce rebond. En parallèle, la population active n'augmente plus depuis janvier 2025 en raison du repli de la main-d'œuvre née à l'étranger (-4,2% en cumulé sur la période). Hors Covid-19, le taux d'activité évolue au plus bas depuis la décennie 1970, autour de 61,5%. Le rebond de la demande de travail et la pression persistante sur l'offre ont ramené le taux de chômage à 4,1% en août 2026 (-0,3pp depuis le début de l'année). Il reculerait à 3,9% fin 2027 selon nos prévisions (4,2% correspond à une situation de plein-emploi selon le CBO) grâce à des créations d'emplois de l'ordre de 40k – 60k/mois.

INFLATION : STRUCTURELLEMENT AU-DESSUS DE LA CIBLE

La hausse du prix du pétrole a provoqué un rebond de l'inflation CPI. C'est la contribution de la composante énergétique (+1,2 pp) qui explique pour l'essentiel la hausse de l'inflation depuis février. Une décélération a été observée (de +4,2% à +3,4% a/a) entre le pic de mai et août. Elle devrait se poursuivre du fait d'effets de base sur le prix de l'énergie. Nous anticipons le point bas à +1,8% a/a au T2 2027 avant une stabilisation autour de +2,3% a/a au cours de l'année.

1 Il inclut : énergie et communications, centres de données (structures) ; équipements informatiques et périphériques, équipements de communication (équipements) ; logiciels, recherche et développement (produits de la propriété intellectuelle).

L'inflation sous-jacente, quant à elle, resterait au-dessus de la cible de 2% de la Fed, et au-dessus de +2,5% a/a en 2027. Cela souligne le caractère structurel de l'inflation au-delà des fluctuations de court terme liées à l'énergie. Les services hors logement montreraient une forte inertie avec une inflation qui oscillerait autour de +3% a/a d'ici à fin 2027. Le potentiel de désinflation semble également limité pour les services liés au logement, la hausse des loyers ne montrant pas de signes d'accalmie. Enfin, l'inflation sur les biens hors énergie freine avec la dissipation des effets liés aux droits de douane. Mais le cycle de l'IA se traduit, au contraire, par une pression haussière via le renchérissement global des produits électroniques.

FED : FEU VERT AUX HAUSSES DE TAUX

Le FOMC a entamé un cycle de hausses de taux. La cible des Fed Funds a été réhaussée à 4,0% (+25pb) lors de la réunion de septembre, et nous anticipons deux hausses additionnelles qui porteraient le taux directeur à 4,5% en janvier 2027. Ces trois hausses (permises par les développements rassurants pour l'emploi et l'activité) visent à inverser les trois baisses de 2025 décidées pour contrer les « risques baissiers » sur le marché du travail d'alors. Ainsi, le Comité peut recalibrer sa politique en direction de la « stabilité des prix » et traduire, par les décisions de taux, la priorité donnée à cet objectif dans ses communications. Les risques sont orientés vers davantage de resserrement monétaire : dans notre scénario central, l'inflation sous-jacente resterait rigide et la baisse du chômage donnerait au FOMC une marge de manœuvre pour aller plus loin dans les hausses de taux.

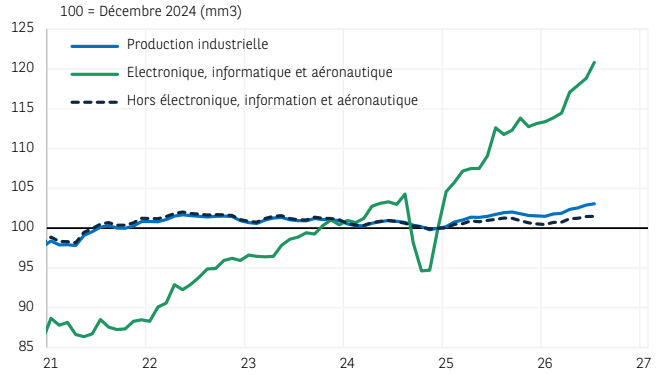
FINANCES PUBLIQUES : DÉTÉRIORATION TENDANCIELLE ET TENSIONS SUR LES TAUX LONGS

Le déficit fédéral se creuserait de 0,7pp à -6,6% du PIB en 2026 (de 0,4pp à -3,1% pour le déficit primaire) selon nos estimations, pénalisé par la baisse des revenus liés aux droits de douane (remboursement des droits déjà perçus et recettes inférieures aux anticipations). En 2027, la fin de cet effet exceptionnel permettrait une amélioration, à la marge, à -6,3% (à -2,8% pour le déficit primaire). Le poids croissant de la charge d'intérêts (3,5% du PIB en 2026 et 3,6% en 2027, après 3,2% en 2025) et du conflit en Iran (sur le budget militaire) pèse sur le solde budgétaire et sur la dynamique de l'endettement fédéral. Ce dernier poursuit sa hausse tendancielle, sans inflexion particulière, au-delà de 100% du PIB (101,9%, soit +3,3pp, en 2026 ; 103,5% en 2027). Il devrait atteindre 110% à la fin de la décennie sur fond de déficits budgétaires proches de 6% du PIB à politique budgétaire inchangée.

Par ailleurs, les élections de mi-mandat (qui renouvellent intégralement la Chambre des représentants et un tiers du Sénat) pourraient aboutir à un Congrès divisé ou à un basculement des deux chambres en faveur du Parti démocrate. Le premier scénario accroîtrait le risque de blocage législatif, tandis que dans le second le droit de veto présidentiel limiterait la capacité du camp démocrate à infléchir la politique budgétaire.

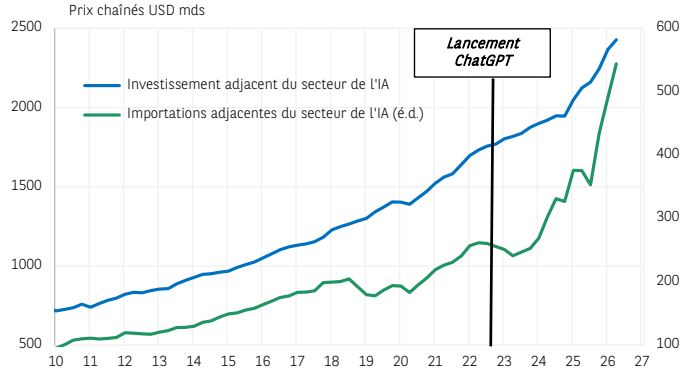
Dans ce contexte, la pression obligataire devrait se poursuivre dans les prochains mois. Les émissions de *Treasuries* s'accroissent, alimentées par des besoins de dépense en hausse (IA, défense, chaînes d'approvisionnement, etc.). En face, la déformation de la typologie des investisseurs accroît la volatilité de la demande, et les émissions des entreprises du secteur de l'intelligence artificielle intensifient la concurrence pour les capitaux. Nous anticipons un taux à 10 ans à 4,95% au T1 2027, avant une légère détente permise par les hausses de taux de la Fed qui crédibiliseraient l'objectif de stabilité des prix. Selon notre prévision, ce taux resterait toutefois proche d'un plus haut depuis 20 ans, à 4,80% au T4 2027.

La production industrielle est soutenue par le cycle de l'IA et le secteur aérospatial



GRAPHIQUE 2 SOURCES : RÉSERVE FÉDÉRALE, BNP PARIBAS

Les importations liées à l'IA accélèrent plus vite que l'investissement associé



GRAPHIQUE 3 SOURCES : BEA, BNP PARIBAS

LES ÉTATS-UNIS IMPORTENT LEUR CROISSANCE

Le déficit commercial américain est récemment reparti à la hausse. Il devrait peser en 2026, d'après nos prévisions, autant dans le PIB qu'en 2024 (4,4%). Cette dynamique s'explique par les importations de biens d'équipement liées à l'IA, qui sont passées de 1,2% à 2,1% du PIB entre 2022 et 2026. L'investissement en IA est, en effet, intensif en produits importés (Graphique 3), ce qui atténue son effet positif sur la croissance et met en lumière la dépendance extérieure des États-Unis dans un cycle dont ils sont pourtant le fer de lance.

Les droits de douane additionnels n'ont pas permis d'inverser la trajectoire du déficit commercial. Par ailleurs, les tarifs IEEPA invalidés par la Cour suprême ont été remplacés, en juillet 2026, par des tarifs « Section 301 » (travail forcé) de 10% à 12,5%. Ceux-ci visent 60 pays et s'ajoutent à des tarifs sectoriels existants (acier, aluminium, automobile). Au terme de ces ajustements, le taux statutaire (mesuré sur la structure des importations de 2024) est resté légèrement supérieur à 10%. Les principaux risques tiennent à la possibilité de nouveaux droits de douane sectoriels et à la renégociation de l'USMCA.

Achevé de rédiger le 17 septembre 2026

Anis Bensaidani
anis.bensaidani@bnpparibas.com
Céline Choulet
celine.choulet@bnpparibas.com

ZONE EURO

UNE CROISSANCE SUR DE BONS RAILS MALGRÉ LES SECOUSSES

La croissance a surpris à la hausse au T2 et continuerait de se raffermir dans les prochains trimestres pour atteindre, selon nos prévisions, 1,5% en 2027 après 1,1% en 2026. Elle serait portée par l'investissement et son effet d'entraînement sur les exportations. En moyenne annuelle, l'inflation s'élèverait à 3% en 2026 et 2,8% en 2027, avec un pic à fin 2026. La BCE devrait poursuivre son resserrement monétaire. À ce stade, une seule hausse de taux supplémentaire, destinée à préserver l'ancrage des anticipations d'inflation, est attendue en décembre. L'impact de la remontée des taux d'intérêt (taux directeurs et taux de marché) sur les finances publiques et les conditions de financement au secteur privé sera à surveiller.

CROISSANCE : AU-DELÀ DES CHOCS, UNE DYNAMIQUE QUI TIENT

La croissance de la zone euro est restée soutenue au 1er semestre 2026, à 0,25% t/t au T1 et 0,33% t/t au T2, hors Irlande (dont l'activité est volatile). Elle a été tirée par l'Allemagne, où les signaux de rebond se précisent (*cf.* page Allemagne). Notre scénario central table sur une croissance de 1,1% en 2026 puis 1,5% en 2027 en moyenne annuelle. Cette croissance serait portée par le renforcement des tendances déjà à l'œuvre sur l'investissement public et privé (notamment dans la défense et l'IA) et sur les exportations (échanges de services et commerce intra-zone de biens). La résilience devrait être de mise, y compris pour la consommation des ménages. Selon nos prévisions, les créations d'emplois continueraient en effet de soutenir les revenus de ces derniers, ce qui amortirait l'impact de l'inflation.

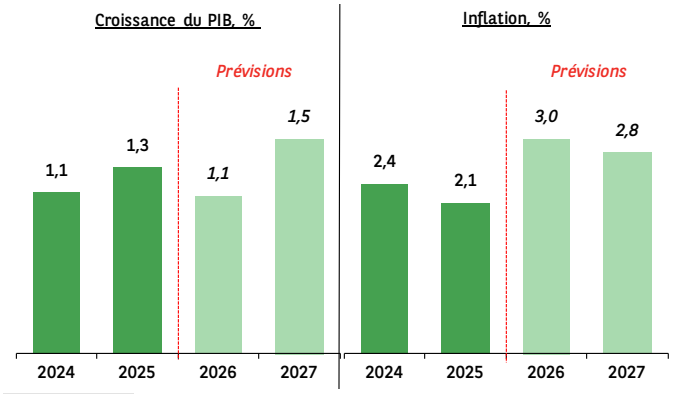
UN NOUVEAU SOUFFLE DANS L'INDUSTRIE

La zone euro connaît l'une des mutations industrielles les plus profondes de son histoire. Il en découle des divergences entre activités importantes mais, surtout, de nouveaux leviers de croissance dont les effets sont de plus en plus visibles (voir notre analyse). En effet, les signaux d'un rebond de l'activité se renforcent. Les indicateurs de climat des affaires montrent une nette amélioration des perspectives d'activité dans la plupart des secteurs (Graphique 1), tirée en premier lieu par l'électronique (IA, numérisation), l'automobile et l'aéronautique. L'industrie européenne bénéficie ainsi de la forte demande pour les biens d'équipement ; un mouvement de fond que la poursuite des cycles d'investissement dans l'IA, la défense et l'électrification continuera d'alimenter. L'instauration de quotas en contenu minimum européen dans la proposition de loi sur l'accélérateur industriel, ainsi que la volonté de la Commission de durcir les critères d'accès aux marchés publics européens offriront à plus long terme un soutien supplémentaire à l'industrie européenne.

COMMERCE EXTÉRIEUR : UN REPOSITIONNEMENT QUI PORTE SES FRUITS

Après un repli en 2026, lié au renchérissement des importations d'énergie, l'excédent de la balance commerciale remonterait autour de 3,0% du PIB en 2027 (dont 2% du PIB pour les biens et 1% pour les services). La croissance des exportations européennes s'est tassée par rapport à sa tendance pré-Covid et pâtit de la baisse des débouchés chinois et américains. Toutefois, les exportations de la zone euro en volume ont nettement augmenté au T2 (+3,4% t/t). Plus important encore, les pays de la zone euro ont trouvé depuis le *Liberation Day* (avril 2025) des relais de croissance importants auprès d'autres partenaires européens, ce qui leur a permis de très bien amortir le déclin des exportations vers certains marchés tiers. Cela se vérifie à la fois dans les exportations avec le reste de l'UE, les pays de l'AELE (la Suisse en particulier) et, dans une moindre mesure, le Royaume-Uni, l'Ukraine et les Balkans (Graphique 2). La dynamique des échanges intra-européens au sens large reste donc très bien orientée. Elle devrait même se renforcer avec les investissements attendus dans la défense, l'IA et l'électrification.

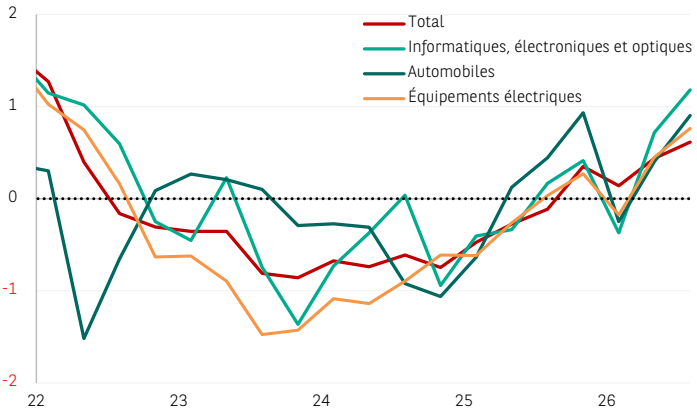
Croissance et inflation



GRAPHIQUE 1 SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

Un redressement plus généralisé de l'activité industrielle se profile

Zone euro : indices des nouvelles commandes industrielles (z-score)



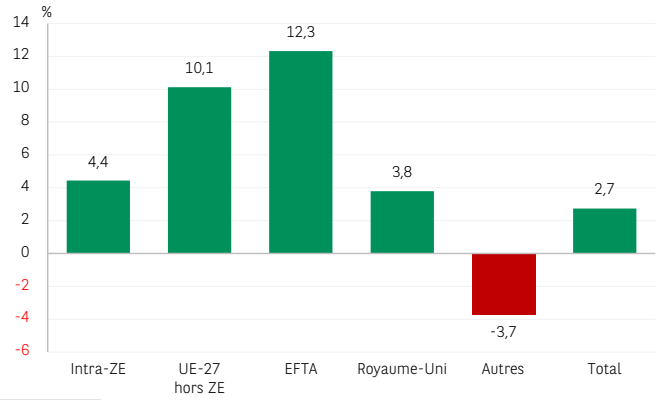
GRAPHIQUE 2 SOURCES : COMMISSION EUROPÉENNE, BNP PARIBAS

FINANCEMENTS : LES CONDITIONS FINANCIÈRES DEVRAIENT RESTER RESTRICTIVES

Les conditions financières en zone euro sont restées restrictives au T2 2026, selon les indices calculés par la BCE (dont le BIG [*Broad Intermediation Gauge*]). Elles devraient s'enfoncer plus sensiblement en territoire restrictif au S2 : i/ la remontée des taux obligataires longs, qui s'est accélérée depuis le déclenchement du conflit en Iran, devrait

Les exportations vers l'Europe compensent la faiblesse sur les autres marchés

Évolution des exportations de la zone euro depuis le Liberation day (avril 2025)



GRAPHIQUE 3 SOURCES : EUROSTAT, BNP PARIBAS

se poursuivre et ii/ la BCE va poursuivre son resserrement monétaire (+25 pb au T3, puis au T4). Pour l'instant, la charge de la dette pèse encore modérément sur les finances publiques en raison de la maturité élevée des dettes des pays (8,2 ans en juillet en moyenne en zone euro), mais cette charge ira croissant à l'horizon 2030.

Du côté des entreprises, la hausse des taux d'intérêt est restée contenue (+2 pb depuis janvier 2026 pour s'établir à 3,9% en juillet), ce qui a contribué au dynamisme des nouveaux crédits à l'investissement (en cumul annuel, +9,1% a/a en juillet contre 15,3% a/a en septembre 2025). En revanche, les émissions nettes de titres de dette cumulées sur un an sont restées stables en juillet, tandis que les émissions nettes d'actions cotées cumulées sur un an ont été divisées par deux d'un mois sur l'autre.

La hausse des taux continuera de pénaliser les nouveaux crédits à l'habitat aux ménages à taux variable (environ 65% de la production nouvelle) davantage que les crédits à taux fixe dont les taux s'établissaient en juillet à respectivement 3,69% (+4 pb m/m) et 3,36% (+2 pb m/m). La production nouvelle de crédits à l'habitat, stable en cumul annuel en 2026, ne devrait donc pas connaître d'embellie. Une baisse des transactions dans l'immobilier pourrait peser sur les nouveaux crédits à la consommation *via* une réduction des dépenses liées à l'équipement du logement et aux rénovations alors qu'ils ont été assez dynamiques jusqu'à présent (en cumul annuel, +5,2% a/a en juillet contre +1,4% a/a en janvier).

MARCHÉ DU TRAVAIL : UNE RÉSILIENCE À CONFIRMER

L'emploi en zone euro a de nouveau progressé de 0,1% t/t en moyenne au 1er semestre 2026, tiré par l'Espagne et le Portugal. Au vu des perspectives de croissance dans ces deux pays, cette dynamique devrait se poursuivre, tandis qu'une stabilisation de l'emploi semble poindre dans les enquêtes de climat des affaires en Allemagne. Néanmoins, le niveau d'emploi plafonne (France, Pays-Bas), voire recule dans d'autres pays (Autriche, Finlande), ce qui devrait freiner le repli du taux de chômage en zone euro, qui resterait proche de ses niveaux actuels en 2027. Par ailleurs, des effets de second tour de la remontée de l'inflation sur les salaires ne sont pas à exclure : le *wage tracker* de la BCE suggère un renforcement des salaires proche des 3% à horizon de l'été 2027 (2,9% a/a en juin 2027, contre 2,6% en septembre).

INFLATION : UN PIC ATTENDU FIN 2026

L'évolution des dynamiques salariales constituera un élément important des perspectives d'inflation pour 2027, alors que la hausse des prix de l'énergie repart, entraînée par le conflit au Moyen-Orient. Cette augmentation est même plus forte qu'au printemps sur le gaz (en lien avec le restockage avant l'hiver) et une répercussion est probable dans plusieurs pays sur les prix de l'électricité. Ainsi, nous anticipons un pic d'inflation à 3,7% a/a au T4 2026, avant un reflux lié au recul de la composante énergétique. En moyenne annuelle, l'inflation totale s'élèverait à 3% en 2026 puis à 2,8% en 2027.

À ce stade, la transmission de la hausse des prix de l'énergie aux autres composantes de l'indice des prix à la consommation, notamment les services, reste limitée. Les indicateurs alternatifs sous-jacents suivis par la BCE, dont le PCCI (*Persistent and Common Component of Inflation*, 2,1% en juillet), restent proches de la cible des 2%. L'inflation sous-jacente atteindrait toutefois son pic deux mois plus tard que le *headline* (3% en mars 2027).

Les risques inflationnistes sont néanmoins orientés à la hausse. Ils sont liés aux prix alimentaires, qui subiraient le choc énergétique et les conditions climatiques (sécheresse estivale, El Niño) ; ils pourraient également provenir d'un impact retardé de la hausse des prix de l'énergie sur l'inflation sous-jacente. La hausse des prix des intrants dépendants de l'énergie (chimie, plastiques notamment) et de ceux liés au secteur de l'IA devrait être soutenue. La croissance, que nous prévoyons soutenue au cours des prochains trimestres, alimentera aussi des pressions inflationnistes sous-jacentes.

POLITIQUE MONÉTAIRE : RESSERRER SANS FREINER

Après deux hausses de 25 pb (en juin et en septembre), nous en anticipons une troisième en décembre, ce qui porterait le taux de la facilité de dépôt à 2,75%. Il serait alors en territoire légèrement restrictif (nous estimons la borne haute du taux neutre à 2,5%). Cette hausse viserait principalement à ancrer les anticipations d'inflation et, donc, à freiner les effets de diffusion de cette dernière. Le resserrement monétaire resterait donc limité. En effet, le dépassement de la cible d'inflation serait transitoire et le cadre opérationnel, adopté par la BCE en juin 2025, l'autorise à le tolérer tant qu'il reste bref. Il n'est toutefois pas à exclure que la BCE en fasse plus, si le repli de l'inflation se révélait moins rapide qu'escompté.

LES FINANCES PUBLIQUES SOUMISES À LA REMONTÉE DES TAUX

L'impulsion budgétaire en zone euro serait nettement positive en 2026 en raison de la montée en puissance des dépenses de défense et d'infrastructures en Allemagne. Celles-ci contribueront à creuser le déficit primaire du pays (de +0,9 pp de PIB à 2,8% selon nos prévisions). L'amélioration des comptes publics devrait marquer une pause tant en France qu'en Italie, au moins en 2026, en raison de l'impact de l'inflation sur la charge de la dette au travers des obligations indexées. La dynamique devrait s'inverser en 2027 avec des politiques budgétaires moins expansionnistes. Néanmoins, l'augmentation de la charge de la dette alimenterait une nouvelle hausse du déficit public, qui passerait ainsi autour de 3,3% et de 3,5% du PIB respectivement en 2026 et 2027 (contre 2,9% en 2025). Dans ce contexte, le ratio de dette publique de la zone euro franchirait la barre des 90% du PIB en 2026 et atteindrait 93% du PIB en 2027 selon nos prévisions.

Achevé de rédiger le 15 septembre 2026

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

ALLEMAGNE

UNE REPRISE PORTÉE PAR LES EXPORTATIONS

La croissance, amorcée au quatrième trimestre 2025, s'est renforcée au premier semestre 2026. Cette dynamique devrait se maintenir, avec une progression attendue de 1,1 % en 2026 et de 1,3 % en 2027. À court terme, le principal moteur restera les exportations, notamment vers l'Europe, qui contribueront à la recomposition de l'industrie. Les retombées des plans d'investissement devraient se renforcer en 2027, tandis que la demande intérieure resterait contrainte par l'inflation (2,7% en 2026 et 2,6% en 2027), qui pèserait sur le pouvoir d'achat. L'impulsion budgétaire et les réformes structurelles devraient continuer de soutenir la croissance. Toutefois, la hausse du déficit et de l'endettement implique que la remontée des taux longs observée jusqu'ici soit, en bonne partie, structurelle.

UN RETOUR À LA CROISSANCE PORTÉ PAR LE COMMERCE EXTÉRIEUR

Le 1er semestre 2026 confirme le rebond de la croissance (0,4% puis 0,3% t/t aux T1 et T2). Celle-ci est tirée par le commerce extérieur (contributions des exportations nettes de +0,8 pp et +0,2 pp respectivement, dont +0,9pp en moyenne provenant des exportations et -0,4 pp des importations), après deux années de contraction des exportations notamment de celles à destination de l'Europe (*voir plus bas*). La montée en charge des dépenses publiques (voir notre analyse) traduit la mise en œuvre des plans d'investissement, dont l'effet multiplicateur sur la croissance devrait aller en augmentant.

Au 2nd semestre, la croissance devrait rester soutenue et porter la moyenne annuelle à 1,1% en 2026 (après 0,3% en 2025). Les exportations resteraient le moteur principal grâce à une demande européenne toujours forte, qui prend le relais d'une demande intérieure encore atone. La croissance de la consommation privée restera, en effet, modérée par l'inflation énergétique. L'investissement des entreprises devrait être porté par les secteurs dynamiques (défense, équipements technologiques, aéronautique), ce qui limiterait l'impact de la hausse des taux d'intérêt.

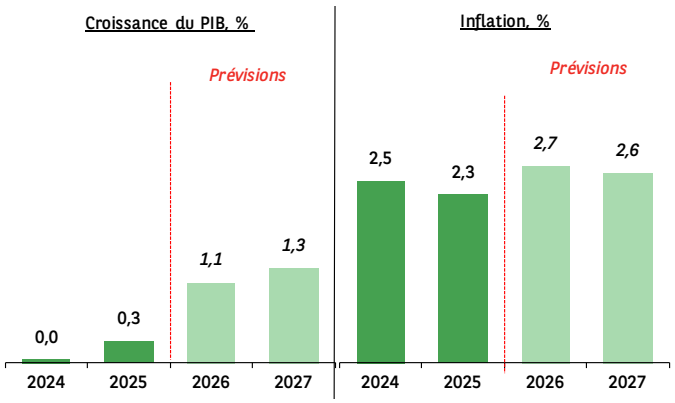
En 2027, la croissance (1,3%) s'appuierait cette fois plus sur la demande interne avec davantage de retombées des plans d'investissement et un redressement probable de la consommation des ménages (après un pic de l'inflation au T1 2027). En parallèle, la demande extérieure resterait bien orientée, mais sa contribution à la croissance serait inférieure à celle de 2026. En effet, la plus forte progression de la demande intérieure stimulerait davantage les importations.

L'INDUSTRIE BÉNÉFICIE DES INVESTISSEMENTS DANS L'IA ET D'UNE DYNAMIQUE INTRA-EUROPÉENNE

Le climat des affaires dans l'industrie s'est nettement amélioré au début du 2nd semestre (PMI manufacturier en hausse de 4 points depuis mai, à son plus haut depuis quatre ans en août). Les nouvelles commandes à l'exportation atteignent même leur meilleur niveau depuis début 2022. Ces signaux favorables relativisent les risques liés aux évènements climatiques de l'été (canicules et sécheresse historique du Rhin) perturbant l'activité industrielle et le transport fluvial.

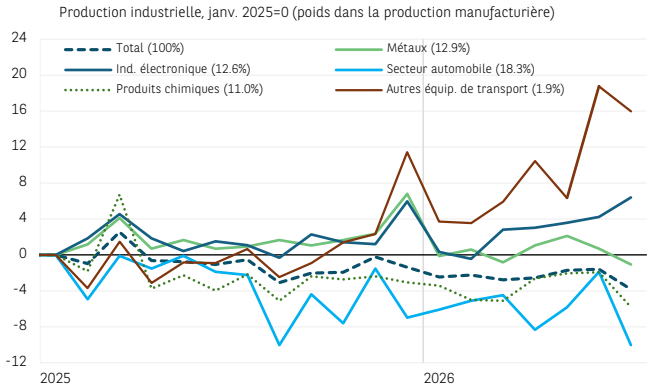
Depuis début 2025, la production de certains secteurs marque un rebond, notamment l'électronique (+6,4%). Les fabricants d'équipements électriques, ainsi que les entreprises de l'informatique et de l'électronique, bénéficient notamment de la vague d'investissements dans les centres de données et la défense. La poursuite de cette dynamique pourrait compenser une partie des pertes enregistrées dans l'automobile et la chimie, les deux secteurs subissent les plus fortes baisses de production depuis fin 2017 (-12,8% et -19,4% respectivement).

Croissance et inflation



GRAPHIQUE 1 SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

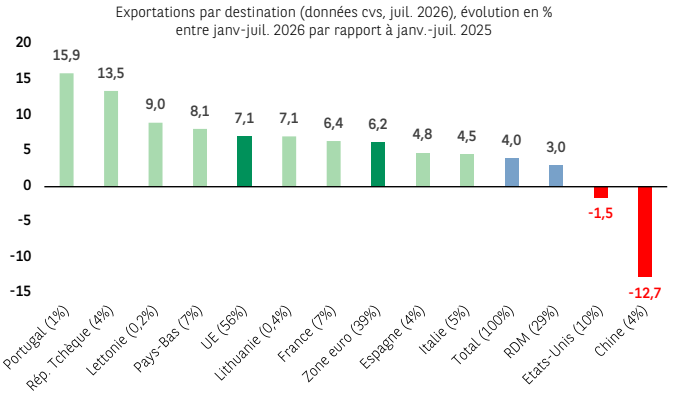
L'industrie se recompose et bénéficie des investissements dans l'IA et la défense



GRAPHIQUE 2 SOURCES : DESTATIS, MACROBOND, BNP PARIBAS

L'augmentation durable des dépenses militaires dans les technologies médicales et la robotique, dans l'ensemble de l'Europe, favorise une recomposition du secteur des biens intermédiaires. Les entreprises exposées aux secteurs en difficulté se tournent progressivement vers ces nouveaux débouchés. Toutefois, cette réorientation ne compense pas totalement la perte de débouchés historiques.

La réorientation du commerce extérieur européen se poursuit



GRAPHIQUE 3 SOURCES : BUNDESBANK, MACROBOND, BNP PARIBAS

Le rebond de l'industrie allemande est aussi alimenté par la demande européenne. Les exportations vers la Chine (-12,7% a/a sur un an entre janvier et juillet) et les États-Unis (-1,5%) ont certes encore reculé, mais celles vers plusieurs pays de l'Union européenne ont fortement progressé, notamment l'Europe du Sud et l'Europe centrale. Cette réorientation profite avant tout aux machines et équipements de transports (47,6% des exportations de biens, +20,5% depuis janvier 2025). Nous anticipons la poursuite de cette dynamique en 2027 dans un cercle vertueux de renforcement avec la croissance européenne.

UN MARCHÉ DU TRAVAIL TOUJOURS FIGÉ

La situation sur le marché du travail allemand s'est stabilisée depuis plusieurs trimestres, mais elle ne s'améliore pas encore. Le taux de chômage évolue relativement peu (4% en novembre ; +0,2 pp sur 1 an) et reste inférieur à la moyenne de la zone euro (6,4%). Le recul de l'emploi dans l'industrie manufacturière (-0,6% depuis le T4 2019) est contrebalancé par une hausse dans les services (+0,9%). Néanmoins, les dernières enquêtes du climat des affaires suggèrent que la situation pourrait se stabiliser. La reconversion progressive de la main-d'œuvre des secteurs en difficulté permet de répondre à une partie des besoins découlant des nouveaux investissements. De manière générale, à plus long terme, la réforme des retraites devrait soutenir l'offre de travail. En effet, elle permettra d'augmenter progressivement le nombre de travailleurs, notamment *via* la suppression progressive de la retraite anticipée à 63 ans et l'indexation de l'âge de départ sur l'espérance de vie dès 2032.

Bien que le taux de chômage demeurerait bas, la croissance des salaires resterait limitée, particulièrement en 2026 car les salaires négociés compenseront moins l'inflation qu'ils ne le feront en 2027. Les hausses prévues du salaire minimum (+8% en 2026 et +5% en 2027, à EUR 14,6/h), aussi importantes qu'elles soient, se diffuseront peu au reste de l'échelle salariale.

LE POUVOIR D'ACHAT RESTE COMPRIMÉ PAR UNE INFLATION ÉLEVÉE

Le pouvoir d'achat des salaires devrait encore se replier en 2026, après avoir déjà perdu 4 pp depuis 2022, avant de se stabiliser en 2027. La baisse de l'impôt sur le revenu (de EUR 10 mds, soit 0,2% du PIB), qui entrera en vigueur en janvier prochain, devrait également soutenir le revenu disponible des ménages à revenus faibles et intermédiaires.

L'inflation repart à la hausse depuis le début de l'été et devrait rester au-dessus de 2% tout au long de notre horizon de prévision. Elle a accéléré depuis juin (+0,5pp à +2,9% a/a en août) sous l'effet d'un nouveau rebond des prix de l'énergie (+6,7pp à +9,4% a/a), tandis que l'inflation sous-jacente est stable à +2,6%. À partir du printemps 2027, l'accalmie attendue sur les prix de l'énergie – notamment celui du gaz – devrait faire baisser l'inflation. Cette baisse sera toutefois limitée par les effets inflationnistes du déploiement plus ample des plans d'investissements, ainsi que par la hausse prévisible des prix alimentaires.

Cette inflation, structurellement plus élevée depuis le déclenchement du choc énergétique de 2022, pèsera sur la consommation des ménages. En outre, la propension à épargner des ménages allemands reste élevée en comparaison internationale (avec un solde d'opinion de 15 points supérieur en moyenne sur les dix dernières années selon la Commission européenne), ce qui pèse également sur leur consommation.

L'IMPULSION BUDGÉTAIRE SE POURSUIT

Après avoir enregistré un déficit public de -3% du PIB en 2025, nous anticipons une nouvelle dégradation du solde public à -4% en 2026, puis -4,2% en 2027. Le déficit primaire atteindrait -2,8% du PIB en 2026 (après -1,9% en 2025) avant de se résorber légèrement à -2,7% en 2027. Dans le même temps, la charge d'intérêts progresserait graduellement de 1,1% du PIB en 2025 à 1,5% en 2027. Cette combinaison se traduirait par une remontée rapide du ratio de dette sur PIB, de 62,6% du PIB en 2025 à 66,1% en 2026 puis 69,7% en 2027, avant de se rapprocher de 85% en fin de décennie.

Le rendement du Bund à 10 ans a dépassé 3,5% le 14 septembre, son plus haut niveau depuis 2007. Au-delà de l'augmentation des émissions liées aux fonds extrabudgétaires, les tensions inflationnistes contribuent également à cette remontée. Le reflux graduel de l'inflation l'année prochaine permettrait une détente modérée des taux souverains en 2027. Toutefois, leur niveau resterait élevé, à 3,2% au T4 2027, ce qui indiquerait que la majeure partie de la hausse est structurelle.

En parallèle, le gouvernement poursuit la mise en œuvre de son programme de réformes structurelles avec des mesures de soutien à l'investissement des entreprises, la réforme de l'assurance maladie, la réforme des retraites et la refonte du système fiscal. Plusieurs mesures sont entrées en vigueur, notamment l'amortissement accéléré de l'investissement des entreprises jusqu'en 2027, qui sera suivi d'une baisse de l'impôt sur les sociétés à partir de 2028. La simplification administrative doit également aboutir à une refonte du système d'imposition à compter de janvier 2027. La réforme de l'assurance maladie a été votée, tandis que celle des retraites est encore en cours de discussion pour une adoption prévue d'ici la fin de l'année.

Achevé de rédiger le 14 septembre 2025

Lucie Barette

lucie.barette@bnpparibas.com

FRANCE

LA CROISSANCE PLIE, MAIS NE ROMPT PAS

La croissance française enregistre, en 2026, une sous-performance pour partie liée à la multiplication d'éléments exceptionnels. En 2027, elle rebondirait à 1% (contre 0,5% en 2026), soutenue par l'augmentation de la demande externe (notamment européenne). Les entreprises et les ménages semblent jusqu'ici amortir relativement bien la remontée de l'inflation, même si elle se poursuivrait pendant quelques mois (nous prévoyons 2,3% d'inflation en 2027, après 2,4% en 2026). La principale problématique concerne la consolidation budgétaire, compliquée par la faible croissance observée en 2026, et qui resterait progressive. Ainsi, la dette publique devrait continuer d'augmenter avec un risque modéré à la hausse en raison de la remontée des taux obligataires souverains.

CROISSANCE : VERS UN REBOND ?

La France a frôlé la récession au 1er semestre 2026 en raison d'éléments exceptionnels : la baisse de l'investissement public (habituelle à l'approche des élections municipales), celle de la production agricole et l'inflation énergétique.

L'évolution des dépenses publiques (investissement et consommation) est notable. La contribution de ces dernières à la croissance diminue depuis 2025 (0,3 pp après 0,6 en 2024), une tendance qui devrait se poursuivre en 2026 et 2027 (à hauteur de 0,2 pp). Cette tendance baissière est particulièrement marquée pour l'investissement public (+5,2% en 2024, +2,7% en 2025, prévision de -1,6% en 2026), pour lequel les perspectives restent négatives.

L'investissement des entreprises devrait rebondir après un repli au 1er semestre. Les carnets de commandes se reconstituent, notamment à l'exportation (*voir ci-dessous*) et les intentions d'investissement rebondissent selon l'Insee. Affecté durant les premiers mois du conflit en Iran, le climat des affaires s'est de nouveau rapproché, en août 2026, de son niveau pré-dissolution (comme il l'avait fait entre décembre 2025 et février 2026). Le choc énergétique a, pour l'heure et contrairement à 2022, peu affecté le prix de l'électricité. Ainsi, les marges des entreprises ont été stables au T2 2026, à 31,5% (elles avaient diminué de 1 point au même moment en 2022).

Les ménages semblent également avoir mieux absorbé le choc inflationniste que redouté, avec un rebond de la consommation au T2. La croissance de cette dernière serait assez stable entre 2025 et 2027 (+0,5% chaque année), grâce notamment au momentum favorable sur l'automobile électrique. *A contrario*, l'investissement des ménages (en repli au 1er semestre) continuerait de s'éroder, pénalisé par la remontée modérée des taux d'intérêt.

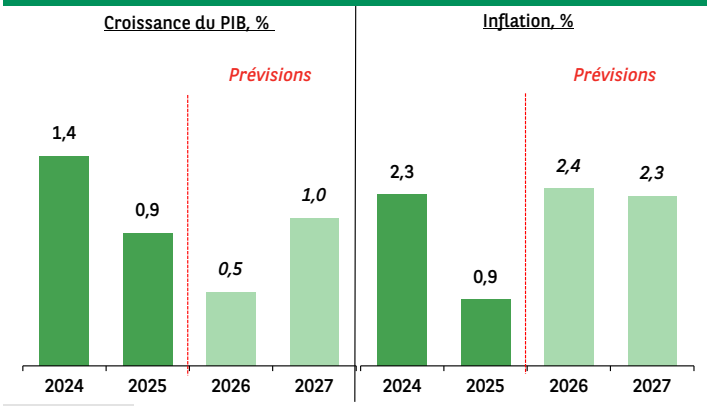
UN POTENTIEL INDUSTRIEL LIMITÉ PAR LES CONTRAINTES D'OFFRE

La production industrielle a rebondi depuis la mi-2025, tirée par l'aéronautique (production en hausse de 15,5% sur les 12 mois qui ont suivi). Ce rebond est plus modéré dans les autres secteurs, mais bien réel dans les biens d'équipement électriques (+2,5%) et électroniques (+4,2%), ainsi que pour certains intrants (métallurgie : +1,8%).

Ce rebond est tiré par les exportations, surtout celles à destination de l'Europe. Il est alimenté par les plans d'investissement dans la défense (voir notre analyse), les infrastructures en Allemagne et la demande liée à l'électrification (IA, énergie, automobile électrique).

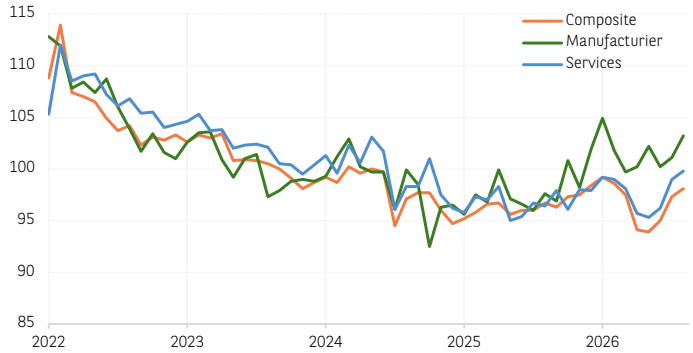
Toutefois, ce rebond de la production industrielle s'est essoufflé au cours des derniers mois (-1,2% en juillet, 3 mois sur 3 mois), malgré des carnets de commande mieux remplis. Les contraintes d'offre ont augmenté au 1er semestre, alors que dans le même temps l'investissement des entreprises se contractait (revenant au T2 2026 à son niveau du T2 2024).

Croissance et inflation



GRAPHIQUE 1 SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

Le climat des affaires a bien absorbé le choc inflationniste



GRAPHIQUE 2 SOURCES : INSEE, BNP PARIBAS

FINANCEMENT : LA DEMANDE DES ENTREPRISES RÉSISTE, LES ENCOURS AUX MÉNAGES SONT STABLES

En juin, les crédits à l'investissement aux entreprises (+4,5% a/a) ont été tirés par les crédits immobiliers (+5,1% a/a), ceux à l'équipement ayant été moins dynamiques (+4,1% a/a). Les financements de marché ont été vigoureux aussi en glissement annuel (+4,8%) mais en repli sur le mois. Une nouvelle phase de remontée des taux semblant amorcée, la croissance des financements aux entreprises pourrait se tasser. L'incertitude politique devrait également peser mais les investissements

resteraient soutenus par ceux dans la technologie, la transition énergétique et la défense.

L'investissement des ménages pourrait être freiné par la hausse du coût des nouveaux crédits à l'habitat, qui devrait augmenter plus sensiblement au S2 2026, après une première hausse observée en juin-juillet de 3,1 à 3,17%. Il est à noter que le taux d'intérêt moyen est resté stable à 3,1% jusqu'en mai, malgré la hausse des taux courts et longs de marché. En effet, l'augmentation de ces derniers découle de celle du taux souverain, qui n'a pas d'influence directe sur le coût des ressources bancaires (dans certaines limites). Notre scénario de poursuite de la hausse des taux directeurs suggère que le taux des nouveaux crédits à l'habitat devrait suivre. Les flux de nouveaux crédits, dont le niveau était faible en juillet (EUR 11 mds contre environ EUR 12,5 mds entre mars 2025 et mars 2026), manqueraient ainsi de relais de croissance. L'encours continuerait d'augmenter peu (moins de 0,3% a/a en juin 2026) en raison de flux de remboursements toujours élevés, en lien avec l'abondance de la production nouvelle durant la période de taux bas. La détérioration de la capacité d'achat immobilière des ménages pèserait sur les volumes de transactions et, à terme, sur les prix des logements.

LA DÉTÉRIORATION DU MARCHÉ DU TRAVAIL RESTE MODÉRÉE

La hausse du taux de chômage depuis deux ans (+0,9pp à 8,3% au T2 2026) traduit la détérioration progressive du marché du travail. Celle-ci s'explique par l'atonie de l'emploi salarié privé (101 000 destructions nettes sur la période), que la création de 20 000 emplois publics n'a pas compensé. Ce refroidissement provient principalement de la construction (près de 50 000 destructions nettes). L'industrie, malgré le rebond des carnets de commande, a détruit des emplois (-26 000), les secteurs porteurs peinant à recruter. L'emploi indépendant (204 000 créations nettes depuis deux ans) a, en parallèle, continué de porter l'emploi total (103 000 créations nettes). Les prochains mois devraient témoigner des mêmes tendances. Le taux de chômage atteindrait 8,5% fin 2026 et culminerait à 8,7% mi-2027.

INFLATION : UNE HAUSSE RELATIVE

La France a abordé le conflit en Iran avec une inflation harmonisée basse : 1,1% a/a en février 2026, 0,8 pp en deçà de la moyenne de la zone euro, une hiérarchie qui s'est maintenue depuis. Si l'inflation française a atteint 2,7% en août, sa composante sous-jacente reste inférieure à 2%, alors qu'elle y est supérieure en zone euro.

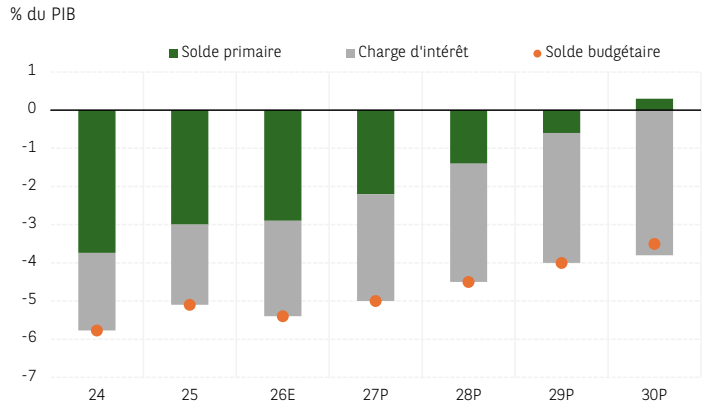
Pour autant, le pouvoir d'achat des ménages devrait se contracter de 0,5% en 2026 avant de se stabiliser en 2027. La croissance des salaires n'a pas accéléré pour le moment (en dehors du SMIC : +2,4% en juin) et elle est devenue inférieure à l'inflation au T2 2026 pour la première fois depuis deux ans. De plus, contrairement à 2022, les aides gouvernementales ont assez peu compensé cette inflation, en raison d'un choc moindre et de marges de manœuvre budgétaires plus limitées qu'à l'époque.

D'après nos prévisions, l'inflation atteindrait son pic entre fin 2026 et début 2027, à 3,4% a/a, avant un reflux lié à la modération de l'inflation énergétique. Elle resterait inférieure à la moyenne européenne, notamment si la production et le prix de l'électricité continuent de peu dépendre du gaz (comme c'est le cas jusqu'ici en 2026 contrairement à 2022).

LE TEMPS JOUE CONTRE LES FINANCES PUBLIQUES FRANÇAISES

La France bénéficie encore aujourd'hui d'un taux d'intérêt effectif (le taux moyen payé sur la totalité de la dette publique) à peine supérieur à 2%. Avec une maturité moyenne de près de 8 ans et demi, une partie de la dette continue de porter un taux proche de zéro. Ainsi, la charge de la dette ne représenterait « que » 2,5% du PIB en 2026 (2,1% en 2025). Toutefois, avec des taux à 10 ans aujourd'hui supérieurs à 4%, l'augmentation de la charge n'est qu'une question de temps (nous l'anticipons à 4% du PIB en 2030).

L'augmentation de la charge d'intérêt va peser sur le déficit public



GRAPHIQUE 3 SOURCES : MACROBOND, PRÉVISIONS BNP PARIBAS

Cette hausse et celle du budget de la défense seront, en cumul, de près de 0,5pp par an d'ici à la fin de la décennie, ce qui compliquera la réduction du déficit public. Après une baisse en 2025 (de 5,8 à 5,1% du PIB), 2026 devrait marquer, selon nos prévisions, une dégradation modérée du déficit public (à 5,4% du PIB), due à la hausse supplémentaire de la charge de la dette liée à l'inflation (en raison des obligations indexées) et à la croissance plus basse que prévu.

Dans son projet de budget pour 2027, le gouvernement prévoit de réduire le déficit à 5% du PIB, avec un effort plus réparti que les années précédentes (pour la première fois les retraités seraient mis à contribution à hauteur de EUR 6 mds). Toutefois, en l'absence de majorité à l'Assemblée nationale, la consolidation devrait rester modérée. Le ratio de dette publique atteindrait 121% du PIB en 2027 (après 115,7% en 2025 et 119% prévus en 2026).

Le prochain gouvernement issu des élections de 2027 pourrait amender ce budget. L'effet sur le déficit public serait toutefois modéré par la date de mise en œuvre de ces mesures (pas avant juillet). Au-delà, la plupart des candidats à l'élection présidentielle promettent un retour à un déficit à 3% du PIB pour 2032 (que nous envisagions pour 2030). Sous cette hypothèse, le ratio de dette publique atteindrait alors près de 124% du PIB.

Avec la remontée des taux longs actuelle, il existe un risque pour que le service de la dette augmente davantage, tout comme le ratio de dette publique. À 4,5% le 14 septembre, le taux à 10 ans est supérieur de 50 pb à notre scénario de fin de T3. Si ce surcroît de 50 pb devait être permanent, le service de la dette additionnel serait de 0,05 pp en 2027 et 0,25pp en 2030, soit au total 4,25% du PIB. Le ratio de dette publique serait réhaussé de 0,8pp (et de 1pp en 2032). Afin d'éviter ce surcroît de déficit et de dette, un effort supplémentaire serait requis sur le solde primaire (équivalant à la charge additionnelle sur la dette, soit 0,25pp par exemple en 2030).

Achevé de rédiger le 17 septembre 2026

Stéphane Colliac
stephane.colliac@bnpparibas.com
Thomas Humblot
thomas.humblot@bnpparibas.com

ITALIE

LES FONDS EUROPÉENS SOUTIENNENT LA CROISSANCE, MAIS LES CONTRAINTES SUR L'INDUSTRIE ET LA DETTE PERSISTENT

La croissance italienne a atteint 0,2% t/t au T2 2026, soutenue par la consommation des ménages et les investissements financés par les fonds européens. Toutefois, l'industrie manufacturière ne se redresse pas autant que dans d'autres pays du fait de sa moindre exposition au secteur technologique qu'ailleurs en Europe. Nous prévoyons une croissance stable en 2026 (0,9%) et en 2027 (0,8%) malgré l'amélioration de la dynamique dans la zone euro. L'accélération de l'inflation est principalement liée aux prix de l'énergie qui freinent la reprise du pouvoir d'achat. Néanmoins une désinflation est attendue en 2027 (avec une inflation de +2,1% a/a après +2,9% en 2026). Le déficit budgétaire s'est réduit à 3,1% du PIB en 2025 grâce à l'amélioration du solde primaire, mais la hausse de la charge de la dette réduit les marges de manœuvre budgétaires.

L'ACTIVITÉ ÉCONOMIQUE EST SOUTENUE PAR LE PLAN NATIONAL DE RELANCE ET DE RÉSILIENCE (PNRR)

La croissance a atteint 0,2% t/t au T2, prolongeant ainsi la tendance positive observée depuis le T4 2022. Le PIB réel est désormais supérieur de 7,7% à son niveau d'avant-pandémie (T4 2019), contre 1,9% en Allemagne, 6,3% en France et 12,1% en Espagne. Nous prévoyons une croissance assez stable au cours des prochains trimestres, qui porterait la moyenne annuelle à 0,9% en 2026 et à 0,8% en 2027.

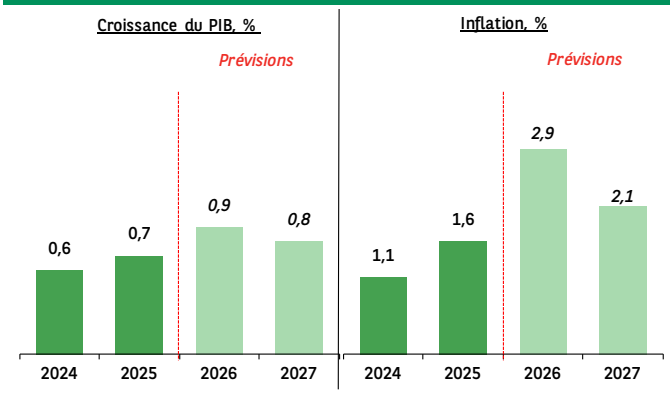
La consommation des ménages a augmenté au T2 (+0,3% t/t), enregistrant ainsi un dixième trimestre consécutif de hausse. La consommation de biens durables (+0,9% t/t) continue de bénéficier des mesures gouvernementales, notamment dans le cadre du PNRR. La progression de la consommation s'explique notamment par le rebond du revenu disponible. Après la baisse observée fin 2025, celui-ci a de nouveau augmenté au T1 et soutenu le pouvoir d'achat, tandis que le taux d'épargne global est resté stable (autour de 8%). Au T2, la croissance a également été soutenue par l'investissement, notamment dans les bâtiments non résidentiels et les autres travaux de construction (+7,4% t/t), tiré par les dépenses au titre du PNRR. À l'inverse, les investissements en machines et équipements ont reculé (-2,3% t/t), tout comme ceux en matériel de transport (-1,9% t/t).

Le PNRR a alloué à l'Italie un total de EUR 194,4 mds sous forme de subventions et de prêts, soit environ 9,1% du PIB. Selon le rapport sur la politique budgétaire, 2026 enregistrerait un pic des dépenses liées au PNRR (ces dernières ajoutant alors 0,5 pp à la croissance). Cet impact est notable sur l'investissement : depuis cinq ans, les appels d'offres dans le secteur des travaux publics ont représenté en moyenne 3,6% du PIB (plus du double de la moyenne de la décennie précédente) et 20% de ces montants a été financé ou cofinancé par les fonds du plan. Les perspectives pour 2026 restent positives. Selon la Banque d'Italie, 47% des entreprises d'au moins dix salariés s'attendent à obtenir des marchés publics liés au PNRR en 2026 (51% au 2nd semestre 2025). L'investissement public a ainsi été porté à plus de 3,8% du PIB, un record depuis 40 ans.

LE SECTEUR MANUFACTURIER EST À LA TRAÎNE

L'industrie ne contribue toujours pas à la croissance de la valeur ajoutée du pays. Cela reflète notamment la taille modeste du secteur technologique en Italie et le faible niveau de l'investissement en produits de la propriété intellectuelle qui a atteint 3,4% du PIB en 2025 (bien moins que les 4,4% en Allemagne, les 5,4% en France et les 5,3% au Royaume-Uni en 2025). Au T2, la production industrielle (hors construction) a reculé de 0,5% a/a. Au S1 2026, la production manufacturière était inférieure de 5,9% à son niveau moyen de 2019. Plusieurs secteurs représentant environ 70% de l'indice global ont enregistré des baisses d'activité. Le phénomène est particulièrement marqué dans le textile

Croissance et inflation



GRAPHIQUE 1 SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

(-37,1%), la chimie (-15,9%) et la métallurgie (-10,4%). La contraction s'est poursuivie au S1 2026. À l'inverse, la production automobile a rebondi de 14,6% a/a au S1 (mais c'est encore 23,5% de moins qu'en 2019). Les secteurs qui progressent par rapport à 2019 sont l'agroalimentaire (+6,2%), l'industrie pharmaceutique (+15,5%) et l'électronique (+15,1%). Leur activité a néanmoins ralenti en 2026.

LE MARCHÉ DU TRAVAIL EST EN TENSION

Le marché du travail bénéficie de l'augmentation du taux d'emploi et d'un taux de chômage en baisse constante (à 5,8% en juillet, -0,1pp m/m), inférieur aux 6,4% de la zone euro. Entre juillet 2021 et juillet 2026, le taux d'emploi a progressé de 4,4 pp pour atteindre 63,2%, principalement chez les plus de 50 ans (+7,8 pp). Le principal point faible reste le taux de chômage des jeunes qui était de 18,9% en juillet (+0,2 pp m/m ; +1,2 pp sur cinq ans), un niveau nettement supérieur à la moyenne de la zone euro (14,9%).

Cette évolution s'inscrit dans un contexte de vieillissement de la population active. Bien que le taux d'emploi des plus de 50 ans (67,9%) a augmenté, les nouvelles projections de l'Istat prévoient une baisse de la population de 58,9 millions en 2025 à 55 millions d'ici 2050. Sur la même période, la part de la population en âge de travailler passerait de 63,4% à 55,3% de la population totale (7 millions de personnes en âge de travailler).

Pour en limiter les effets, des politiques favorisant une participation plus large au marché du travail seront nécessaires, notamment chez les jeunes et les femmes.

L'INFLATION ACCÉLÈRE SOUS L'EFFET DES PRIX DE L'ÉNERGIE

L'inflation a atteint 3% a/a au T2 et continué d'augmenter durant l'été, à 3,2% en août, principalement sous l'effet des prix de l'énergie (+17,1%). Elle atteindrait 2,9% en moyenne en 2026 avant de ralentir à 2,1% en 2027 dans un contexte de baisse attendue des prix de l'énergie. La forte exposition au gaz, davantage utilisé en Italie que dans les autres pays européens, constitue un risque à la hausse pour nos prévisions d'inflation car leurs prix surprennent actuellement à la hausse. Elle pourrait également avoir des répercussions importantes sur les prix à la production du secteur manufacturier.

La croissance des salaires perd de son élan au moment où l'inflation repart à la hausse. Selon l'Istat, le T2 est le premier trimestre sur les dix derniers au cours duquel la croissance des salaires conventionnels est passée en dessous de l'inflation, annulant ainsi une partie des gains de salaires réels accumulés depuis 2023. En l'absence de boucle prix-salaires, l'inflation devrait ralentir plus nettement en Italie en 2027 que dans la zone euro.

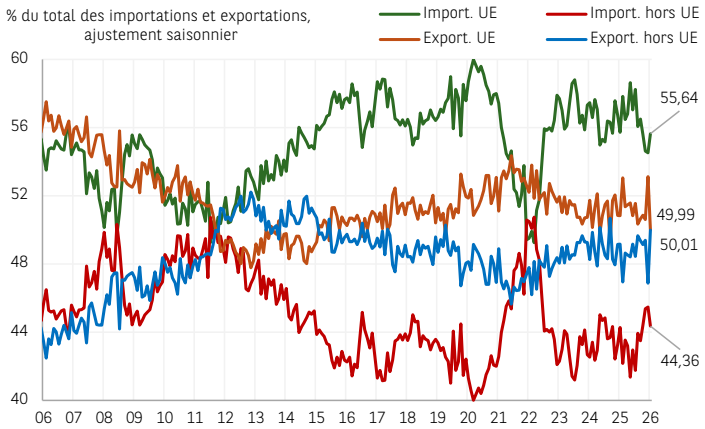
UN DÉFICIT BUDGÉTAIRE MOINDRE MAIS DES MARGES DE MANŒUVRE RESTREINTES

En 2025, le déficit budgétaire est tombé à 3,1% du PIB, contre 3,4% en 2024. Cette amélioration reflète le renforcement du solde primaire, qui a affiché un excédent pour la deuxième année consécutive, passant de +0,5% à +0,8% du PIB grâce à une hausse des recettes issues des cotisations. Par rapport à 2019, les recettes totales ont augmenté de plus d'1pp de PIB (passant de 47% à 48,1%). La trajectoire de réduction du déficit, prévue par le gouvernement pour 2026 (2,9% en 2026), laisse entrevoir une sortie de l'Italie de la procédure européenne pour déficit excessif en 2027, même si les marges de manœuvre en matière de dépenses restent très limitées. Nous tablons sur un déficit budgétaire de 2,8% du PIB en 2026 et 2027.

Les dépenses d'intérêts, stables à 3,9% du PIB en 2025, devraient augmenter progressivement pour atteindre 4,5% d'ici 2029 (4% en 2026 et 4,1% en 2027), sous l'effet de la hausse des taux longs sur les marchés. Dans ce contexte, le ratio de dette sur PIB devrait se contracter modérément (136,8% en 2027 après 137,5% en 2026). Parallèlement, la dette publique italienne est détenue par un nombre plus réduit d'investisseurs institutionnels nationaux qu'auparavant. La part détenue par le secteur privé et les non-résidents a, quant à elle, augmenté et atteignait 35,9% en juin (EUR 1 100 mds), au plus haut depuis novembre 2011.

Parallèlement, le choc énergétique pèse sur des marges budgétaires déjà faibles. Le gouvernement a eu recours au mécanisme de l' « accise mobile » (qui permet, sous certaines conditions, d'utiliser les recettes supplémentaires de la TVA générées par la hausse des prix des carburants pour réduire les accises), pour un montant cumulé de EUR 2,3 mds (0,1% du PIB). Au niveau européen, le ministre de l'Économie, M. Giorgetti, a annoncé que l'Italie solliciterait la totalité de la marge budgétaire disponible, soit 0,6% (correspondant à un maximum de EUR 14,4 mds sur la période 2026-2028), mobilisable uniquement pour financer des mesures structurelles.

Le commerce des marchandises de l'Italie avec les pays de l'UE et les pays non-UE



GRAPHIQUE 2

SOURCES : ISTAT, BNL ECONOMIC RESEARCH

LE COMMERCE EXTÉRIEUR ITALIEN RÉSISTE

Les exportations de biens de l'Italie ont bien résisté : au S1, elles ont progressé de 4,5% dans la continuité de la croissance enregistrée en 2025. La spécialisation limitée de l'Italie dans les segments liés à l'IA a toutefois empêché le pays de tirer pleinement profit de la forte demande dans ce domaine. La hausse des exportations a été relativement similaire sur les marchés européens et hors UE. Hors UE, les exportations ont augmenté de 2% vers les États-Unis (2e destination des exportations italiennes après l'Allemagne). Globalement, les marchés hors UE ont représenté 48,7% des exportations italiennes, une part stable par rapport à 2025 et 44,2% de ses importations (contre 43% en 2025).

Achevé de rédiger le 16 septembre 2026

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

ESPAGNE

CROISSANCE ROBUSTE

La croissance espagnole demeurerait stable à un bon niveau selon nos prévisions (2,6% en 2026 et 2,2% en 2027), nettement supérieure à celle de la zone euro. La dynamique est portée par la consommation, l'investissement et un marché du travail toujours dynamique. Le rebond industriel est plus prononcé que dans la moyenne européenne en raison d'un avantage en matière de salaires et d'énergie (*mix* et coût). Néanmoins, en l'absence de gains de productivité, le marché du travail se rapproche de ses limites structurelles, ce que traduit notamment une inflation supérieure à la moyenne européenne. En parallèle, la trajectoire budgétaire demeure favorable avec un déficit et un ratio de dette en baisse, ainsi qu'un *spread* contenu.

CROISSANCE : STABLE À UN NIVEAU ÉLEVÉ

La croissance est restée robuste au 1er semestre 2026 (+0,65% t/t en moyenne par trimestre), principalement portée par la consommation privée (contribution de +0,4pp) et l'investissement (+0,1pp, principalement soutenu par l'investissement en produits de propriété intellectuelle [+0,7pp]). Ces deux moteurs devraient perdurer dans les prochains mois avec l'amélioration additionnelle du marché du travail et la poursuite des décaissements du plan NGEU, qui prendra toutefois fin en décembre 2026 (le quart du montant alloué, soit EUR 25 mds, reste à décaisser).

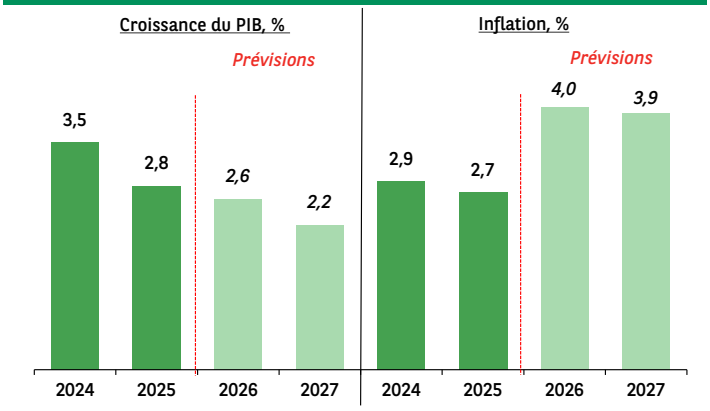
Selon nos prévisions, la croissance espagnole atteindrait 2,6% en 2026 avant de ralentir modérément à 2,2% en 2027, tout en restant nettement supérieure à celle de la zone euro (1,1% puis 1,5%). Après un repli lié au conflit en Iran, le climat des affaires, et notamment le PMI services, fait de nouveau preuve de solidité (l'indice s'est stabilisé autour de 58 durant l'été, un plus haut depuis début 2023). L'industrie reste, en revanche, davantage affectée par les tensions géopolitiques, comme en témoigne un PMI manufacturier qui oscille autour de 50 depuis fin 2025.

UNE INDUSTRIE PLUS COMPÉTITIVE GRÂCE À UN AVANTAGE ÉNERGÉTIQUE DURABLE

Bien que l'industrie pèse moins dans la valeur ajoutée espagnole que dans d'autres pays (15%, contre 23% en Allemagne, 19% en Italie et 14% en France), elle affiche, depuis fin 2019, une nette surperformance : la valeur ajoutée industrielle a augmenté de 10,9% (contre +8,3% en France, +1,6% en Italie et -2,2% en Allemagne). Sur 2019-2026, les secteurs ayant le plus surpassé leurs homologues européens sont l'informatique (+45% en Espagne contre +10% en moyenne en Allemagne, France et Italie) et l'industrie pharmaceutique (+38% contre +17%), tandis que la chimie (+3% contre -16%), le papier (-2% contre -13%) et la production automobile (-11% contre -26%) ont moins souffert qu'ailleurs (cf. graphique).

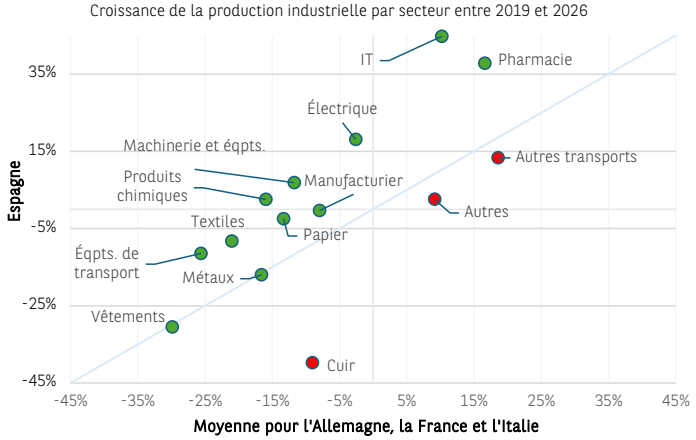
La dynamique de l'industrie espagnole s'explique par un *mix* énergétique plus favorable. L'Espagne a vu son prix à la production d'énergie augmenter plus modérément qu'en zone euro (de 20 pp de moins) depuis 2022, ce qui a renforcé la compétitivité de son industrie face à ses concurrents européens. Cet avantage tient à une moindre dépendance au gaz et à un recours accru aux énergies renouvelables[1]. Selon une étude de Caixa Bank, les industriels de taille moyenne en tirent le plus grand bénéfice, avec une électricité 29% moins chère que la moyenne de la zone euro depuis 2023. Les grands consommateurs industriels paient eux aussi nettement moins cher qu'en Italie ou en Allemagne, mais davantage qu'en France selon les données Eurostat.

Croissance et inflation



GRAPHIQUE 1 SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

Les industries espagnoles de la pharmacie et de l'IT surperforment largement celles de ses pairs européens depuis 2019



GRAPHIQUE 2 SOURCES : EUROSTAT, BNP PARIBAS

1 Le gaz représente environ 21% du *mix* énergétique espagnol (contre 39,8% en Italie, 27,5% en Allemagne et 12,1% en France), tandis que la part des énergies renouvelables dépasse 58% de la production d'électricité.

MARCHÉ DU TRAVAIL : L'AMÉLIORATION SE POURSUIT, MAIS LES MARGES SE RÉDUISENT

Le marché du travail reste l'un des principaux soutiens de l'activité espagnole. Le taux de chômage est passé sous la barre symbolique des 10%, atteignant 9,9% au T2 2026, son plus bas niveau depuis le T1 2008, tandis que les créations d'emplois restent robustes (+680 000 sur un an, soit 22,4 millions d'actifs en août). Les services concentrent toujours l'essentiel de cette dynamique, avec 76,7% des créations d'emplois. L'immigration contribue également à accroître la main-d'œuvre disponible : la part de travailleurs étrangers dans la population active atteint 18,4% au T2 (+0,9pp sur un an), tandis que la régularisation annoncée de 500 000 personnes devrait faciliter les recrutements dans les secteurs confrontés à des pénuries de main-d'œuvre tels que la construction et les services.

Une marge de diminution du taux de chômage persiste probablement, mais elle nécessitera d'adopter les mesures pour lutter contre le chômage des jeunes, nettement plus élevé en Espagne (22,9% en juillet) que dans la moyenne de la zone euro (14,9%).

Toutefois, à mesure que le temps passe, les marges d'amélioration se réduisent. Les créations d'emplois devraient ralentir et les tensions salariales se renforcer. À moyen terme, le marché du travail devrait donc de moins en moins contribuer à la croissance espagnole, tout en alimentant davantage les tensions inflationnistes. Faute de hausse des gains de productivité pour prendre le relais[2], la croissance espagnole est ainsi vouée à ralentir.

UNE INFLATION PLUS ÉLEVÉE QU'AILLEURS DANS LA ZONE EURO

Le choc énergétique maintient l'inflation espagnole à un niveau élevé. Passée de 3,4% a/a en mars à 4,5% en août, elle est désormais nettement supérieure à celle de la zone euro (3,3%). Cette accélération s'explique principalement par la hausse des prix de l'énergie (+17,3% en août par rapport à février), notamment sous l'effet du renchérissement des prix des carburants et de l'électricité. L'inflation sous-jacente a également progressé mais dans une moindre mesure, passant de 3,2% en mars à 3,5% en août (+0,3pp). La hausse de l'inflation sous-jacente reste néanmoins supérieure à celle observée en moyenne dans la zone euro (+0,1 pp) et, en particulier, chez les proches voisins de l'Espagne (+0,1 pp en Allemagne et en France, -0,1 pp en Italie). La diffusion du choc énergétique au reste du panier de consommation constitue donc un point de vigilance pour les prochains mois.

La dynamique salariale s'est légèrement renforcée, à +3% a/a en nominal depuis mai (contre +2,9% en moyenne depuis le début de l'année et +3,4% en 2025), mais elle ne suffit pas à compenser la hausse des prix à la consommation. Les salaires réels demeurent ainsi plus de 2 points en dessous de leur niveau du T4 2020. Le revenu disponible brut réel, tiré à la hausse par les créations d'emplois, est mieux orienté, en hausse de 16% depuis le T4 2020. Le taux d'épargne reste élevé en comparaison historique (11,3% du revenu disponible, contre 8,7% en moyenne entre 1999 et 2019). En conséquence, la consommation privée continue à soutenir l'activité, mais à un rythme qui ralentit avec le temps.

L'inflation devrait atteindre +4% en moyenne en 2026, avant de ralentir marginalement à +3,9% en 2027 à mesure que les effets du choc énergétique s'estomperont. Cette décrue devrait toutefois rester progressive et maintenir les gains de pouvoir d'achat sous pression.

UNE TRAJECTOIRE BUDGÉTAIRE QUI RESTE FAVORABLE

La trajectoire budgétaire espagnole reste bien orientée, soutenue par la forte croissance nominale du PIB et la consolidation progressive facilitée par la reconduction du budget de l'État depuis 2023. Après s'être réduit à 2,4% du PIB en 2025, le déficit public diminuerait légèrement en 2026 (à 2,3%), puis à nouveau en 2027 (2,1%), avant de se stabiliser jusqu'à la fin de la décennie selon nos prévisions. La dette poursuivrait sa décrue, de 100,7% du PIB en 2025 à 99,1% en 2026 et 97,7% en 2027, puis 95% en 2030. La croissance nominale (+5,8% en 2026 et 3,9% en moyenne jusqu'en 2030), largement supérieure au taux d'intérêt apparent sur la dette (2,6% en 2026 et soumis à une pression modérée à la hausse d'ici à 2030), continuera de favoriser cette dynamique. Cette trajectoire favorable contribue à contenir le *spread* avec le Bund, qui s'établirait à 48 pb en fin d'année 2026 (contre 60 pb en 2025). Les finances publiques espagnoles disposent ainsi de marges de manœuvre relativement importantes.

LE COMMERCE EXTÉRIEUR POURRAIT DEVENIR UN FREIN À LA CROISSANCE

Les comptes extérieurs espagnols restent solides, mais leur contribution à la croissance devrait progressivement se dégrader. **Comme anticipé**, l'excédent courant s'est réduit à +2,3% du PIB en moyenne mobile sur 12 mois au T2 (contre +3,0% l'an dernier), sous l'effet du tassement de l'excédent sur les échanges de services, en particulier non touristiques. De son côté, l'excédent de services touristiques reste particulièrement dynamique. Il est soutenu par la forte hausse du nombre d'arrivée de touristes (+6,1% a/a en juillet et +4,5% a/a depuis le début de l'année), et bénéficie notamment de la réorientation des flux internationaux de voyageurs liée aux tensions au Moyen-Orient.

En parallèle, la facture énergétique s'est alourdie. En effet, la hausse du prix du pétrole et du gaz a creusé davantage le déficit de la balance de biens malgré des exportations toujours élevées. La vigueur de la demande intérieure devrait également continuer de stimuler les importations. Le commerce extérieur devrait ainsi apporter une contribution plus faible, voire négative, à la croissance au cours des prochains trimestres.

L'Espagne continue d'attirer des investissements directs étrangers (IDE), notamment chinois dans les secteurs liés à la transition énergétique. Elle se classait en 2025 au quatrième rang des pays récipiendaires de l'UE. Ces flux contribuent au développement de la capacité du pays à produire et à exporter.

Achevé de rédiger le 15 septembre 2026

Lucie Barette
lucie.barette@bnpparibas.com

2 Le déficit de productivité espagnol persiste : l'écart est de 30% vis-à-vis de l'Allemagne selon le *Conference Board*.

ROYAUME-UNI

LA CROISSANCE RÉSISTE AUX CHOCS

La croissance britannique se maintient confortablement au-delà de 1% malgré les chocs successifs, et ce momentum favorable se perpétuerait en 2027 (croissance prévue à 1,3% après 1,2% en 2026). Le développement de l'intelligence artificielle soutient l'activité, de même que l'industrie, avec un impact qui a tendance à se renforcer. L'accélération attendue de l'inflation en fin d'année devrait entraîner une hausse de taux de la Banque d'Angleterre, qui accroîtrait le caractère restrictif de la politique monétaire et pèserait sur la demande intérieure, tandis que la contribution du commerce extérieur resterait neutre. Ce ralentissement devrait ensuite laisser place, dès 2027, à une reprise progressive de l'activité à mesure que les conditions monétaires se normaliseraient. Le principal point de fragilité réside dans la soutenabilité du service de la dette : malgré une maturité moyenne de 13 ans, la sensibilité aux taux longs et l'exposition élevée à l'inflation (23% de la dette indexée) devraient accroître la charge financière, et pourraient même compromettre le calendrier de stabilisation de la dette publique prévu pour 2027.

CROISSANCE : UNE VIGUEUR INSOUPÇONNÉE

La croissance britannique se maintient, malgré une multiplication de chocs, avec 0,6% t/t au T1 et 0,4% t/t au T2, et encore 0,4% m/m en juillet. Il apparaît d'ores et déjà acquis que la croissance dépassera les 1% cette année. Cette performance repose, d'une part, sur une consommation privée résiliente face à l'inflation, grâce à la baisse du taux d'épargne (9,4% du revenu disponible brut au T1 2026 après 10,1% en 2025) ; et d'autre part, sur un rebond de l'investissement des entreprises (+1,2% t/t au T2 contre +0,4% au T1), soutenu par les machines et équipements, le bâtiment non résidentiel et l'essor de l'IA. En parallèle, l'impact positif de l'investissement public sur la croissance a été compensé par la baisse de la consommation publique, tandis que la contribution du commerce extérieur est restée neutre. Pour l'heure, le choc de la guerre en Iran se reflète surtout dans les valeurs (coûts) et non les volumes, alors que le Royaume Uni demeure très dépendant des importations énergétiques[1]. Enfin, les événements exceptionnels – le stockage anticipé des entreprises face à la guerre en Iran et l'effet « Coupe du Monde » d'un côté, ainsi que l'impact de la canicule de l'autre – se sont largement neutralisés.

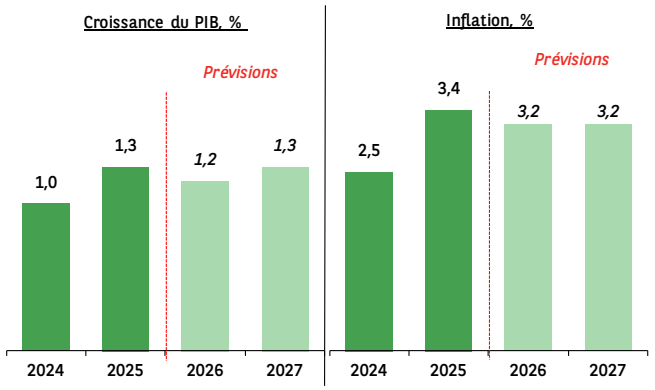
Si la croissance devrait marquer le pas au second semestre (0,2% t/t par trimestre selon nos prévisions), sous l'effet de la remontée de l'inflation et de l'incertitude budgétaire avant l'échéance d'octobre, suivie de la hausse de taux de la Banque d'Angleterre, les perspectives restent favorables à moyen terme. Après 1,2% en 2026, la croissance se renforcerait légèrement en 2027, à 1,3%, à mesure que les conditions monétaires se normaliseraient – en phase avec les moyennes de la zone euro (1,1% et 1,5% respectivement).

LA PRODUCTION INDUSTRIELLE REBONDIT, ALIMENTÉE PAR LA HAUSSE DE LA DEMANDE DANS LES SERVICES

L'industrie britannique conserve un poids modeste dans l'économie nationale (13% du PIB début 2026, dont 9% hors énergie). Le secteur doit composer avec des contraintes structurelles persistantes, accentuées par les conséquences du Brexit, la volatilité des prix de l'énergie et la concurrence chinoise. De plus, le sous-secteur du pétrole et du gaz subit l'effet conjugué du déclin de la production en mer du Nord et de l'accélération de la transition énergétique.

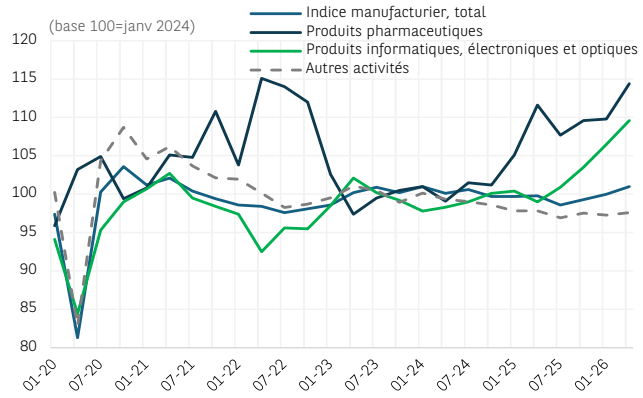
Malgré ces défis, l'industrie britannique peut s'appuyer sur des avantages dans des segments à haute technologie, complémentaires des services à forte valeur ajoutée (le Royaume-Uni investit près de 5% de son PIB dans les produits à propriété intellectuelle, le niveau le plus élevé des grands pays européens). L'essor de l'intelligence artificielle, des filières santé et pharmacie (portées par le vieillissement démographique), de la défense (stimulée par les investissements européens et le soutien à l'Ukraine[2]), ainsi que de l'électrification des réseaux dans

Croissance et inflation



GRAPHIQUE 1 SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

La production manufacturière se redresse, tirée par la nette accélération du cycle IA



GRAPHIQUE 2 SOURCES : ONS, BNP PARIBAS

1 Face au déclin de la production de pétrole en mer du Nord et à la fermeture de plusieurs raffineries, le Royaume-Uni importe désormais 43% de sa consommation d'énergie primaire (DUKES 2025, 48% IEA 2024). Le pays se retrouve ainsi dans une situation de vulnérabilité accrue, exportant 90% de son pétrole brut pour ensuite réimporter des produits raffinés – un risque accentué par des capacités de stockage limitées.
2 Bien que le Royaume-Uni n'ait pas obtenu une participation pleine et entière, le statut de pays tiers du Royaume-Uni au programme SAFE (EUR 150 mds de prêts de l'UE à la défense) permet à ses fournisseurs de capter jusqu'à 35% de la valeur des contrats d'armement européens. En parallèle, grâce à l'accord signé en juillet dernier, le pays devrait bénéficier du prêt UE de soutien à l'Ukraine (Ukraine Support Loan, qui inclut EUR 60 md d'achats de défense) sans dérogation (donc sans besoin de prouver que le matériel n'est

le cadre de la transition énergétique, constituent autant de moteurs de développement.

Cette dynamique se traduit par une amélioration de l'indice de production (*cf.* graphique ci-après), qui est revenu à la croissance dès 2025. Au T2 2026, l'activité s'est élargie à huit des treize sous-secteurs, avec une progression de 2,6% a/a en juillet. Si cette dynamique a été soutenue par une reconstitution des stocks face aux tensions géopolitiques au Moyen-Orient, les dernières enquêtes de conjoncture (PMI et CBI de juillet-août) semblent signaler un redressement durable : on observe notamment une hausse des nouvelles commandes, particulièrement à l'exportation, ainsi qu'un rebond de l'embauche atteignant son plus haut niveau depuis plus de deux ans.

COMMERCE EXTÉRIEUR : VULNÉRABLE AUX CHOCS

La balance des biens et des services demeure structurellement déficitaire (-2,8% du PIB au T2 2026). Les exportations de biens sont pénalisées par l'essoufflement de deux moteurs historiques : l'automobile (-18% a/a), pénalisée par la concurrence asiatique et les politiques de relocalisation (Europe/USA), et la pharmacie (-8%), essentiellement impactée par les cycles de stocks. À l'inverse, des perspectives de croissance émergent sur les générateurs mécaniques, en progression de 10% a/a, portés par l'aéronautique et la demande énergétique des *data centers*. Les échanges avec les États-Unis (qui représentent 17% de la totalité des échanges) restent marqués par une forte volatilité tarifaire, tandis que la portée de l'accord de prospérité économique de mai 2025 s'avère limitée par son caractère non contraignant et les tensions liées à la *Digital Services Tax* (une taxe de 2% qui s'applique sur les revenus numériques des très grandes plateformes, dont les plateformes américaines). En parallèle, si le changement de gouvernement a ralenti les négociations avec l'Union européenne (qui est partenaire de 46% des échanges), ce rapprochement demeure une priorité politique et stratégique.

En contrepoint, la croissance des exportations de services reste forte, portée par la finance, le conseil et le numérique vers les marchés extra-européens. Les télécoms et l'informatique affichent une forte dynamique (+16%), tirés par le *cloud* et l'IA. Toutefois, l'excédent des services ne compense que partiellement le déficit des biens.

MARCHÉ DU TRAVAIL : UNE STABILISATION FRAGILE

La stabilisation du taux de chômage à 4,9% au T2 2026 occulte un affaiblissement de la demande : les offres d'emploi ont chuté à 707 000 sur la période mai-juillet, atteignant leur plus bas niveau depuis 2014 (hors COVID). Des signaux de reprise apparaissent dans certaines enquêtes avancées (S&P/KPMG), mais la tendance de fond reste marquée par une demande atone et des coûts élevés (énergie, intrants et main-d'œuvre). Pour protéger leurs marges, les entreprises préfèrent faire de la rétention de main-d'œuvre, au détriment des profils débutants. Le taux de chômage devrait augmenter légèrement pour culminer à 5,1% au T4 2026.

Ceci contribuerait à modérer les tensions salariales (la croissance des rémunérations régulières s'établissait à 3,5% a/a sur les trois mois à juin 2026., contre 4,8% un an plus tôt), et devrait limiter le risque d'une boucle prix-salaires. Toutefois, si les premières perspectives pour 2027 suggèrent des accords salariaux similaires voire inférieurs à ceux de 2026 (*BoE Agents' Summary* de septembre), le risque de désancrage des anticipations d'inflation persiste et pourrait réactiver la dynamique des pressions salariales.

INFLATION ET TAUX DIRECTEUR À LA HAUSSE À COURT TERME, À LA BAISSE À MOYEN TERME

La hausse des prix de l'énergie a jusqu'ici eu des effets différenciés selon les agents. Pour les entreprises, la hausse des coûts des intrants énergétiques a été plus rapidement perceptible, avant une accalmie temporaire en juin avec le reflux des prix de marché de l'énergie. Pour les ménages, le plafonnement des tarifs de l'énergie par l'Ofgem avait initialement amorti la hausse de la facture énergétique, mais le relèvement de 13% du plafond en juillet a entraîné un rebond de l'inflation (qui s'établissait à 3,1% a/a en août). Si l'inflation sous-jacente reste stable à 2,6% depuis plusieurs mois, elle devrait désormais rebondir : en effet, l'inflation des biens est remontée à 2,7% en août (2,2% en juillet), tandis que celle des services reste pour l'instant stable (à 3,5%).

L'inflation augmenterait ainsi, pour atteindre un pic de 4,1% au T1 2027 – un niveau plus élevé de 50 bp que le pic moyen observé dans la zone euro, en raison de son point de départ déjà supérieur. La Banque d'Angleterre (BoE) devrait en conséquence relever son taux directeur de 25 pb d'ici à la fin de l'année 2026, à 4%, renforçant le caractère restrictif de sa politique monétaire au regard de notre estimation du taux neutre (2,25-3,25%). La modération attendue des pressions salariales devrait toutefois contribuer à modérer les tensions inflationnistes par la suite, permettant un assouplissement monétaire au second semestre 2027, de 50 pb au total selon nos prévisions. Le taux de change devrait être soutenu par des fondamentaux solides, portés par la résilience de la croissance et la rigueur budgétaire de l'exécutif.

LES MARGES DE MANŒUVRE DU NOUVEAU GOUVERNEMENT SONT LIMITÉES POUR POURSUIVRE LA CONSOLIDATION BUDGÉTAIRE

La consolidation budgétaire est engagée : après un déficit primaire de 4% du PIB en 2024 et de 2,8% en 2025, le FMI prévoit une nouvelle diminution à 1,2% du PIB en 2026. Le gouvernement d'A. Burnham a réaffirmé son engagement à respecter les règles budgétaires, ce qui sera essentiel pour stabiliser les taux longs, alors que ses marges de manœuvre sont limitées pour financer ses priorités politiques (décentralisation, services publics, pouvoir d'achat, défense, transition énergétique). La remontée des taux obligataires britanniques (+120 pb sur les maturités à 1 et 10 ans au 15 septembre) est l'une des plus fortes des économies avancées. Cette hausse reflète en partie la sensibilité accrue des marchés financiers aux incertitudes macroéconomiques et aux anticipations de politique monétaire. La proportion élevée de Gilts indexés sur l'inflation (23% au T2 2026) alourdit aussi mécaniquement le service de la dette (malgré une maturité moyenne de 13 ans), qui devrait passer de 2,6% du PIB en 2025 à 2,8% en 2026. L'assouplissement monétaire que nous anticipons d'ici fin 2027 devrait atténuer la pression sur les taux longs, même si ceux ci resteront légèrement supérieurs aux niveaux d'avant le déclenchement du conflit en Iran. Par ailleurs, la BoE poursuivra désormais une politique de *quantitative tightening* à un rythme annuel réduit, tout en interrompant les émissions de Gilts à 30 ans, ce qui devrait alléger la courbe des taux à son extrémité longue. La stabilisation de la dette publique, attendue pour 2027, nécessitera un retour à un déficit primaire de −0,8 % du PIB, puis un excédent primaire à l'horizon 2030 ; la dette brute devrait ainsi culminer autour de 104,4 % du PIB en 2027 (104 % en 2026) avant de se stabiliser.

Achevé de rédiger le 17 septembre 2026

Marianne Mueller
marianne.mueller@bnpparibas.com

pas disponible dans l'UE en quantité suffisante ou dans des délais atteignables).

JAPON

CROISSANCE SOUS TENSION

La sortie de la période de stagnation et de déflation ne fait plus de doute. La croissance, aidée par le cycle mondial de l'IA, devrait à nouveau excéder son rythme potentiel (0,6%) en 2026 (+1%) et en 2027 (+1,2%). La fin de la déflation se confirme : bien qu'amoindrie par les aides gouvernementales, l'inflation devrait atteindre 2% en 2026, puis 2,5% en 2027. La contradiction perdure entre une politique budgétaire expansionniste et l'accélération de l'ajustement monétaire avec un taux final de 2,5% (au-dessus du niveau neutre) en 2028. Ces conditions sont propices à une poursuite de la remontée des taux.

CROISSANCE : AU-DESSUS DU POTENTIEL

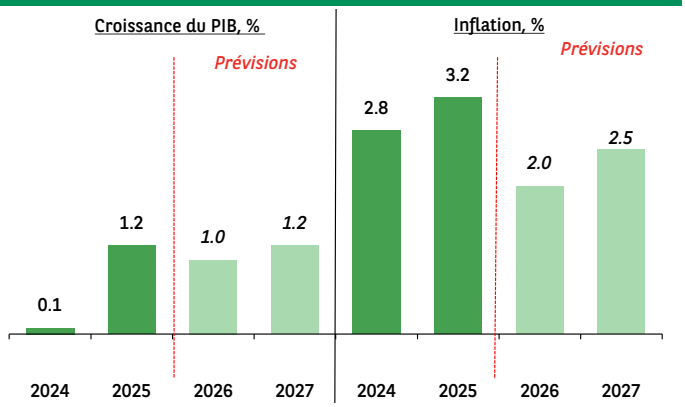
La croissance du PIB japonais devrait excéder son rythme potentiel (0,6% selon le FMI) avec 1% en 2026 puis 1,2% en 2027, selon nos prévisions. Une politique budgétaire expansionniste a compensé l'impact de la hausse du prix du pétrole. Cela se traduit par une consommation publique en forte hausse (+1,7% t/t au T2) et un soutien au pouvoir d'achat des ménages (notamment des subventions à l'énergie domestique et le plafonnement du prix de l'essence). En parallèle, le cycle mondial de l'intelligence artificielle (IA) soutient la croissance japonaise par l'intermédiaire de l'investissement, et devrait la porter de plus en plus au travers des exportations. L'investissement non résidentiel a marqué le pas au S1 (-0,4% puis -0,9% t/t) après une année 2025 dynamique (+2,7% a/a au T4). Mais le redressement est déjà engagé : l'équipement productif (transports, machines) a rebondi dès le T2. De plus, le climat des affaires reste au plus haut depuis 1991, les grandes entreprises revoyant à la hausse les projets d'investissement pour l'exercice 2026 (+11,5% a/a, +8,2pp d'après l'enquête Tankan). Du côté des ménages, en revanche, la confiance a décroché depuis février (plus haut depuis 2019) et ne s'est que partiellement redressée ensuite (39,2, avant 32,2 en mars et 35,5 en août). Cependant, le soutien gouvernemental sur l'énergie et la croissance des salaires (*voir ci-après*) jouent le rôle d'amortisseur. Il a permis à la consommation de ne pas se contracter au T2 2026.

INDUSTRIE : L'EXPANSION APRÈS LA RÉSILIENCE

L'industrie japonaise est sortie de la récession malgré les chocs tarifaire et énergétique. Au S1 2026, la production manufacturière a augmenté de 1,6% a/a (+0,2% en 2025). Ce redressement est principalement soutenu par le cycle d'investissement dans l'IA, le Japon bénéficiant d'une position privilégiée sur les biens d'équipement associés. De fait, la croissance de la production de machines et d'équipements électroniques atteint 3,5% a/a (Graphique 1). L'augmentation de la production du secteur automobile (+2,2% a/a, après +1,9% en 2025) est également notable. En parallèle, les secteurs intensifs en énergie (produits pétroliers, sidérurgie) restent en repli. En outre, les entreprises rapportent une amplification des contraintes de capacité et de main-d'œuvre. Le PMI manufacturier indique une accélération : la moyenne mobile sur 3 mois s'élève à 54,8 en août, contre 50,1 en janvier. Le mouvement est porté aussi bien par la production que par les nouvelles commandes, ce qui laisse présager une poursuite de la dynamique.

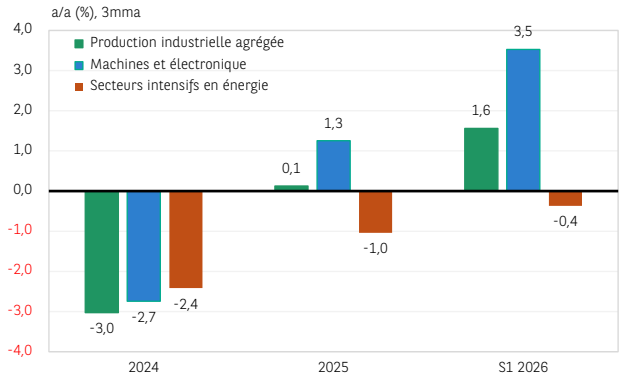
La demande extérieure liée à l'investissement dans l'IA devrait devenir un relais de croissance, alors que les États-Unis et la Chine demeurent les principales destinations des exportations japonaises. Le commerce extérieur contribue positivement à la croissance depuis fin 2025 (0,5pp au T2 2026) *via* les exportations de services et le recul des importations de biens. L'IA devrait y contribuer davantage avec une hausse de 62% a/a des commandes de machines en provenance de l'étranger au S1 2026. À l'effet-volume attendu s'ajoute un effet-prix existant. La hausse à l'importation (composants) est compensée par celle à l'exportation (produits finis). Il ne vient donc pas aggraver le choc négatif

Croissance et inflation



GRAPHIQUE 1 SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

Les machines et équipements électroniques liés à l'IA sont les principaux moteurs de la reprise industrielle



GRAPHIQUE 2 SOURCES : BANK OF JAPAN, MACROBOND

des termes de l'échange (-10,2% depuis janvier 2026) induit par le rebond des prix de l'énergie.

MARCHÉ DU TRAVAIL : UNE DYNAMIQUE SALARIALE INSTALLÉE

La croissance nominale des salaires excède 3% a/a depuis le début de l'année 2026, ce qui marque une rupture historique après des décennies de baisse (-0,3% par an en moyenne entre 2000 et 2019). Dans le même temps, la croissance des salaires réels est revenue en territoire positif grâce à la modération de l'inflation. Mais ce momen-

tum devrait s'interrompre mécaniquement en 2027 avec le rebond de celle-ci. La boucle « salaires-prix » apparaît solide. D'un côté, les entreprises sont nombreuses à projeter d'augmenter les prix (+3,7% à 1 an dans le Tankan du T2 2026). De l'autre, les résultats récents des négociations salariales annuelles dites *Shunto* (au-dessus de 5% depuis 2023, au plus haut depuis 35 ans) reflètent un accroissement du pouvoir de négociation des travailleurs. Cette dynamique est soutenue par les tensions sur le marché du travail : l'indice de diffusion du Tankan (« emploi excessif » moins « emploi insuffisant » du point de vue des entreprises) reste fortement négatif, et le taux de chômage a atteint 2,4% en juillet 2026 (-0,2pp en 2026 à date).

INFLATION : LA MODÉRATION N'EST QU'APPARENTE

La politique budgétaire a permis un reflux récent de l'inflation, redescendue à 1,5% a/a au S1 2026 après 2,8% au S2 2025. La composante « énergie » est en baisse (-4,5% a/a) malgré la hausse du prix du pétrole, en raison des subventions visant à réduire le coût de l'énergie. Pour autant, l'inflation sous-jacente (hors nourriture non transformée), qui exclut les facteurs institutionnels , s'élevait à +2,4% a/a au S1 contre +1,6% pour la mesure officielle du *Statistics Bureau*.

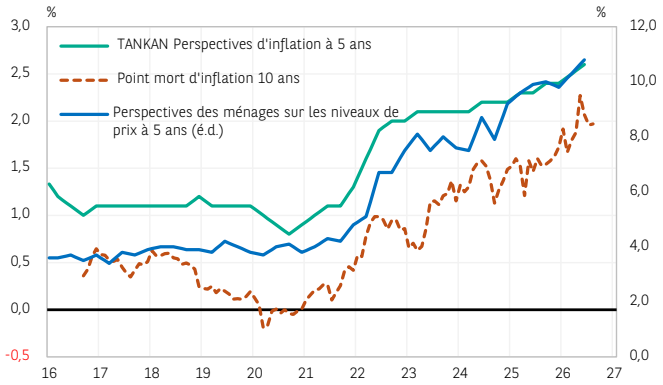
Nous attendons un rebond de l'inflation au cours des trimestres à venir, avec un pic à +3,8% a/a au T1 2027, en raison de la fin de l'effet du soutien budgétaire et de la dynamique salaires-prix. Par la suite, la réduction temporaire de la taxe sur la consommation alimentaire devrait permettre une nouvelle baisse à partir du T2 2027. Au-delà de ces fluctuations, les anticipations d'inflation affichent depuis 2022 une remontée importante et généralisée, qu'il s'agisse des ménages, des entreprises ou des marchés (Graphique 2). Cela conforte l'idée que la sortie de la déflation séculaire est pérenne et déplace les préoccupations vers le risque d'une déviation durable au-dessus de la cible de 2%.

ACCÉLÉRATION DES HAUSSES DU TAUX DIRECTEUR

La Banque du Japon (BoJ) s'attache désormais à stabiliser l'inflation sous-jacente autour de sa cible de 2% afin de contrer le risque d'une « déviation haussière » durable. Elle a relevé son taux directeur à deux reprises en 2026, en juin et en septembre, le portant à 1,25% (au plus haut depuis 1995). Nous attendons deux hausses additionnelles (+25 pb chacune) avant la fin du T1 2027. Cette accélération de « l'ajustement du degré d'accommodation monétaire » répond à un changement de paradigme. Auparavant, la crainte qu'un resserrement trop rapide menace la sortie de la déflation prédominait et avait conduit à la prudence (85pb de hausses cumulées entre 2024 et le T1 2026). Désormais, nous anticipons que la BoJ ajuste sa politique monétaire au-delà du taux neutre (1,75% – 2,0%), avec une poursuite des hausses à partir de décembre 2027 et un taux terminal de 2,5% atteint en 2028. Un des défis pour la BoJ sera de mener cette politique sans accentuer les tensions sur les marchés obligataires et des changes.

Selon nos prévisions, l'USD/JPY devrait tendre vers 163 à horizon de la fin d'année 2026 (155 au 16 septembre dernier), puis se maintenir à ce niveau en 2027, alors que le différentiel de taux directeurs entre la Fed et la BoJ se réduit par rapport à son historique. L'interventionnisme des autorités, illustré par JPY 27 000 mds d'opérations au S1 2026 (selon le ministère des Finances) et l'opération menée conjointement avec le Trésor américain en juillet, n'ont pas modifié durablement la trajectoire. De fait, en 2026 à date, l'USD/JPY s'établit à une moyenne de 158, son niveau le plus faible depuis 1986. Cependant, des risques haussiers sur le yen existent tandis que le solde courant demeure largement excédentaire (3,6% du PIB en 2026 selon le FMI). Le nouveau régime de taux pourrait aussi accroître l'allocation de capitaux d'agents domestiques à des actifs japonais et, de ce fait, renforcer la demande de yens.

Remontée significative et généralisée des anticipations d'inflation



GRAPHIQUE 3

SOURCES : BANK OF JAPAN, MACROBOND

POLITIQUE BUDGÉTAIRE ACCOMMODANTE ET TENSIONS OBLIGATAIRES

La politique budgétaire du gouvernement Takaichi est ouvertement expansionniste. Elle repose sur deux initiatives majeures :

1/ l'abaissement, en avril 2027 et pour une durée de deux ans, de 8% à 1% de la taxe sur la consommation alimentaire (coût budgétaire : 0,6% du PIB), qui vise à soutenir la demande des ménages à court terme ; 2/ un plan d'investissement public-privé de plus de JPY 370 000 mds à horizon 2040 afin d'accroître la croissance potentielle.

Le caractère « reflationniste » de la politique du gouvernement apparaît dans son document-cadre budgétaire (*Basic Policy*) où le déficit primaire passe au second plan. La cible porte désormais sur le ratio de dette publique sur PIB. Or, celui-ci peut s'améliorer sans effort d'ajustement dès lors que le taux d'intérêt apparent est inférieur à la croissance nominale ($r < g$), ce qui est le cas actuellement.

Selon nos estimations, le ratio dette/PIB devrait précisément s'établir à 203% en 2026 et 199% en 2027, malgré un creusement des déficits primaire (-1,5% du PIB puis -2,3%, contre -0,9% en 2025) et total (-2,2% du PIB puis -3,4%, contre -1,1% en 2025). Mais cette fenêtre favorable devrait se refermer en fin de décennie avec la remontée du taux d'intérêt moyen payé sur la dette publique (ou taux apparent), dont la maturité moyenne est proche de 10 ans. Dans ce contexte de hausse des dépenses, associée aux pressions globales sur les rendements et à la normalisation monétaire domestique, les taux longs devraient continuer à augmenter. Le taux à 10 ans, déjà de retour à son niveau de 1996, atteindrait, selon nos prévisions, 2,9% fin 2026 et 3,25% fin 2027. Le service de la dette approcherait 2% du PIB en 2030 (contre 0,2% en 2025), portant le déficit budgétaire total au-delà de 4% du PIB. Le recul du ratio dette/PIB se poursuivrait (194% en 2030), mais à un rythme décroissant, car le différentiel négatif entre les taux d'intérêt et la croissance diminuerait : la croissance nominale n'excéderait plus le taux apparent que de 1 point, contre 4 actuellement.

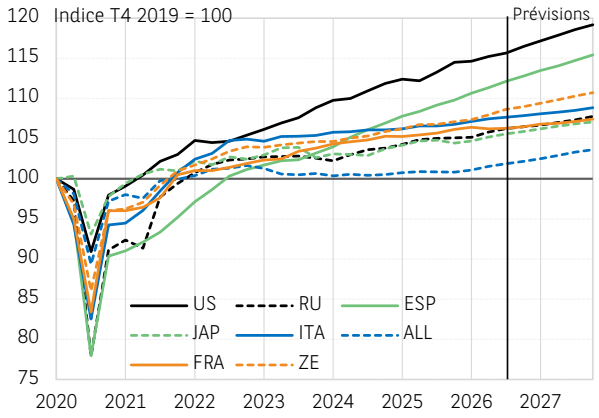
Achevé de rédiger le 18 septembre 2026

Anis Bensaidani

anis.bensaidani@bnpparibas.com

PRINCIPAUX INDICATEURS

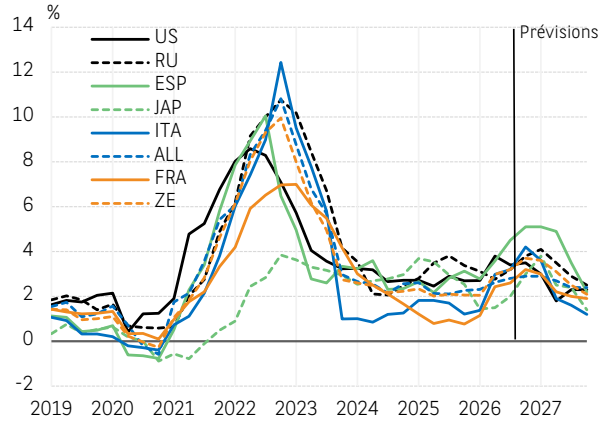
PIB



GRAPHIQUE 1

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

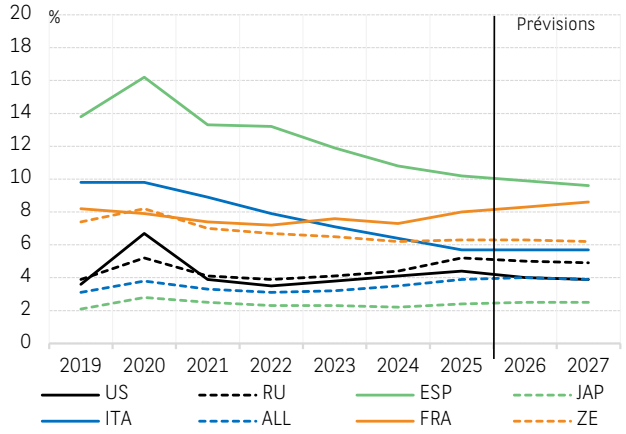
Taux d'inflation en glissement annuel



GRAPHIQUE 2

SOURCES : EUROSTAT, ONS, BLS , PRÉVISIONS BNP PARIBAS

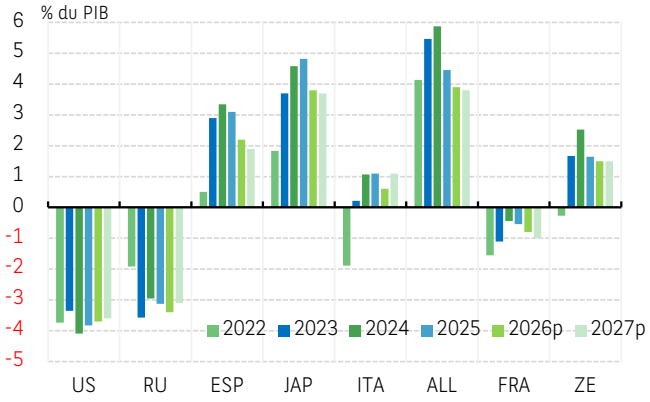
Taux de chômage



GRAPHIQUE 3

SOURCES : EUROSTAT, BLS, SBJ, DG ECFIN AMECO, OBR , PRÉVISIONS BNP PARIBAS

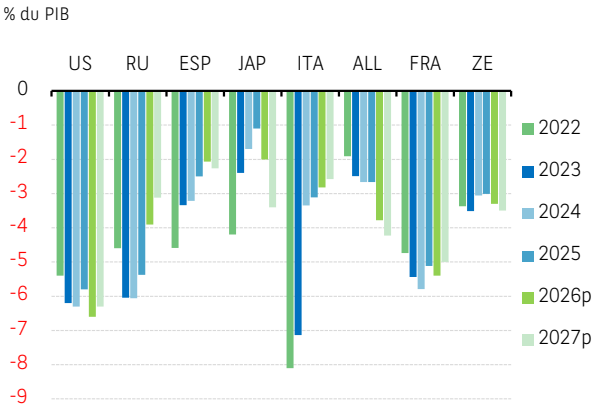
Balance courante



GRAPHIQUE 4

SOURCES : FMI, DG ECFIN AMECO, PRÉVISIONS BNP PARIBAS

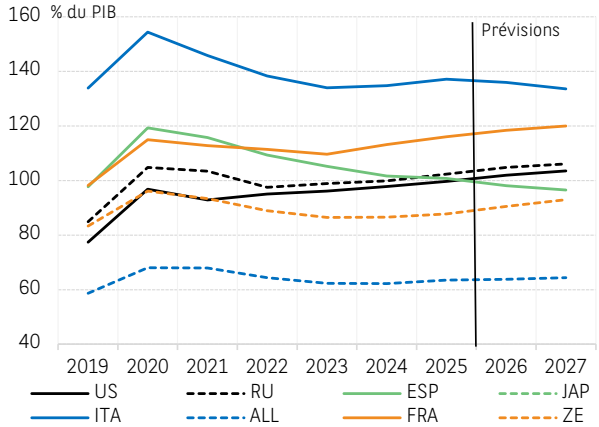
Déficit public



GRAPHIQUE 5

SOURCES : FMI, PRÉVISIONS BNP PARIBAS

Dette publique



GRAPHIQUE 6

SOURCES : FMI, PRÉVISIONS BNP PARIBAS

CONTRIBUTIONS À LA CROISSANCE DU PIB

		Points de % trimestriels							
		T3 2024	T4 2024	T1 2025	T2 2025	T3 2025	T4 2025	T1 2026	T2 2026
Etats-Unis	PIB	0,8	0,5	-0,2	1,0	1,1	0,1	0,5	0,4
	Consommation privée	0,7	0,7	0,1	0,4	0,6	0,3	0,1	0,6
	FBCF	0,1	-0,1	0,3	0,2	0,0	0,1	0,3	0,3
	Consommation publique	0,2	0,1	-0,0	0,0	0,1	-0,3	0,2	-0,0
	Stocks	-0,0	-0,2	0,7	-0,9	-0,0	0,0	0,1	-0,2
	Exportations nettes	-0,1	-0,0	-1,2	1,2	0,4	-0,1	-0,1	-0,3

Source : BEA

Zone euro	PIB	0,5	0,3	0,5	0,0	0,3	0,2	-0,0	0,6
	Consommation privée	0,3	0,3	0,2	0,1	0,1	0,3	0,0	0,2
	FBCF	0,3	0,2	0,5	-0,3	0,2	0,2	-0,0	-0,0
	Consommation publique	0,1	0,1	-0,0	0,1	0,2	0,1	0,1	0,0
	Stocks	0,5	-0,3	0,0	0,3	0,0	-0,4	0,4	-0,5
	Exportations nettes	-0,7	0,1	-0,2	-0,2	-0,2	0,1	-0,5	0,9

Source : Eurostat

Allemagne	PIB	0,1	0,2	0,1	0,0	0,0	0,3	0,4	0,3
	Consommation privée	0,2	0,4	0,3	-0,1	-0,1	0,5	-0,3	0,1
	FBCF	-0,1	0,1	0,1	-0,2	0,0	0,3	-0,3	-0,0
	Consommation publique	0,2	0,0	-0,2	0,2	0,2	0,3	0,2	0,0
	Stocks	0,7	0,0	-0,1	0,8	0,0	-0,5	0,1	0,1
	Exportations nettes	-0,9	-0,3	0,0	-0,7	-0,2	-0,3	0,7	0,2

Source : Eurostat

France	PIB	0,4	0,0	0,2	0,2	0,4	0,3	-0,2	0,0
	Consommation privée	0,4	0,0	-0,0	0,0	0,1	0,1	-0,2	0,2
	FBCF	-0,2	0,0	0,1	0,1	0,2	0,0	-0,2	-0,1
	Consommation publique	0,1	0,0	-0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
	Stocks	0,6	-0,3	0,6	0,4	-0,5	-0,5	0,9	-0,7
	Exportations nettes	-0,5	0,2	-0,4	-0,3	0,6	0,6	-0,9	0,6

Source : Eurostat

Italie	PIB	0,0	0,1	0,3	0,0	0,2	0,3	0,3	0,2
	Consommation privée	0,1	0,3	0,1	0,2	0,2	0,1	0,3	0,2
	FBCF	-0,4	0,5	0,3	0,4	0,3	0,2	0,2	0,1
	Consommation publique	0,0	0,1	-0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,0
	Stocks	0,7	-0,6	-0,2	-0,0	-0,4	0,8	-0,9	0,2
	Exportations nettes	-0,4	-0,0	0,2	-0,6	0,1	-0,8	0,8	-0,3

Source : Eurostat

CONTRIBUTIONS À LA CROISSANCE DU PIB

		Points de % trimestriels							
		T3 2024	T4 2024	T1 2025	T2 2025	T3 2025	T4 2025	T1 2026	T2 2026
Espagne	PIB	0,8	0,8	0,5	0,7	0,6	0,8	0,6	0,7
	Consommation privée	0,7	0,5	0,3	0,4	0,5	0,5	0,4	0,4
	FBCF	-0,1	0,7	0,2	0,2	0,4	0,4	0,1	0,1
	Consommation publique	0,3	0,0	0,1	0,0	0,3	0,0	0,1	0,1
	Stocks	0,2	-0,0	-0,2	0,2	0,1	-0,1	-0,1	0,0
	Exportations nettes	-0,3	-0,4	0,1	-0,1	-0,7	-0,1	0,1	0,1

Source : Eurostat

Royaume-Uni	PIB	0,2	0,4	0,6	0,2	0,1	0,1	0,6	0,4
	Consommation privée	0,4	0,3	0,2	0,1	0,1	0,1	0,3	0,2
	FBCF	0,2	0,0	0,5	0,0	0,2	0,0	0,1	0,2
	Consommation publique	0,1	0,2	-0,1	0,2	0,1	0,0	0,3	-0,1
	Stocks	-1,6	1,2	-0,1	0,2	-0,6	0,1	0,3	0,1
	Exportations nettes	1,2	-1,1	0,1	-0,5	0,3	-0,1	-0,4	0,0

Source: ONS

Japon	PIB	0,9	0,4	0,5	0,1	-0,4	0,3	0,5	0,4
	Consommation privée	0,3	0,0	0,3	0,1	0,3	0,1	0,3	0,0
	FBCF	0,3	-0,1	0,2	0,3	-0,5	0,4	-0,1	-0,2
	Consommation publique	0,0	0,0	-0,1	0,1	0,0	0,1	0,1	0,3
	Stocks	0,4	-0,3	0,7	-0,3	-0,1	-0,4	-0,1	0,3
	Exportations nettes	-0,2	0,8	-0,7	-0,1	-0,2	0,1	0,3	0,5

Source: Cabinet Office du Japon

PRÉVISIONS

PRÉVISIONS ÉCONOMIQUES

	Croissance du PIB				Inflation			
%	2024	2025	2026 e	2027 e	2024	2025	2026 e	2027 e
États-Unis	2,8	2,1	2,2	2,3	2,9	2,7	3,4	2,3
Japon	-0,2	1,2	1,0	1,2	2,7	3,1	2,0	2,5
Royaume-Uni	1,0	1,3	1,2	1,3	2,5	3,4	3,2	3,2
Zone euro	0,9	1,3	1,1	1,5	2,4	2,1	3,0	2,8
Allemagne	-0,5	0,3	1,1	1,3	2,5	2,3	2,7	2,6
France	1,1	0,9	0,5	1,0	2,3	0,9	2,4	2,3
Italie	0,6	0,7	0,9	0,8	1,1	1,6	2,9	2,1
Espagne	3,5	2,8	2,6	2,2	2,8	2,7	4,0	3,9
Chine	5,0	5,0	4,6	4,5	0,2	0,0	1,0	1,2
Inde*	7,2	7,8	6,7	6,9	4,6	2,1	5,0	4,6
Brésil	3,4	2,3	1,9	1,3	4,4	5,0	4,5	4,6

* 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, %

		2026		2027			
Fin de période		T3	T4	T1	T2	T3	T4
E-Unis	*"Fed Funds (borne supérieure)"*	4,00	4,25	4,50	4,50	4,50	4,50
	Treas. 10a	-	4,95	4,95	4,90	4,85	4,80
Zone euro	Taux de dépôt	2,50	2,75	2,75	2,75	2,75	2,75
	Bund 10a	-	3,50	3,40	3,30	3,25	3,20
	OAT 10a	-	4,43	4,40	4,25	4,18	4,10
	BTP 10 ans	-	4,38	4,33	4,18	4,08	3,98
	BONO 10 ans	-	3,98	3,90	3,74	3,65	3,55
Royaume-Uni	Taux BoE	3,75	4,00	4,00	4,00	3,75	3,50
	Gilt 10a	-	4,90	4,80	4,70	4,65	4,50
Japon	Taux BoJ	1,25	1,50	1,75	1,75	1,75	2,00
	JGB 10a	-	2,90	2,95	2,95	3,15	3,25

Taux de change

		2026		2027			
Fin de période		T3	T4	T1	T2	T3	T4
USD	EUR / USD	-	1,14	1,14	1,16	-	1,20
	USD / JPY	-	163	163	163	-	163
	GBP / USD	-	1,34	1,36	1,38	-	1,43
EUR	EUR / GBP	-	0,85	0,84	0,84	-	0,84
	EUR / JPY	-	186	186	189	-	198

SOURCE : BNP PARIBAS (MARKET ECONOMICS, INTEREST RATE STRATEGY,FX STRATEGY, COMMODITIES DESK STRATEGY

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, Allemagne, Italie, Espagne	+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 – 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 – Turquie – Argentine	+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, Royaume-Uni, Portugal, Grèce	+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

BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

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

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

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

ECOATLAS
Les chiffres clés de l'économie française comparés à ceux des principaux pays européens

GRAPHIQUE DE LA SEMAINE
Un graphique hebdomadaire illustrant des points saillants de l'économie

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

POUR RECEVOIR NOS PUBLICATIONS



Bulletin publié par les Études Économiques – BNP PARIBAS
Siège social : 16 boulevard des Italiens – 75009 PARIS
www.group.bnpparibas www.economic-research.bnpparibas.com
Directeur de la publication : Jean Lemierre
Directrice de la rédaction : Isabelle Mateos y Lago
Copyright image : yangguoquan

Les informations et opinions contenues dans ce document ont été obtenues de, ou sont fondées sur des sources d'information publiques réputées fiables, mais BNP Paribas ni aucune de ses filiales ne garantit, expressément ou implicitement, ni leur exactitude, ni leur exhaustivité, ni leur adéquation à un usage particulier, et ces informations n'ont pu faire l'objet d'une vérification indépendante par BNP Paribas ou par toute autre personne. BNP Paribas, l'ensemble de ses filiales, affiliées ou ses membres, dirigeants, mandataires, agents ou employés, décline toute responsabilité ou obligation, et ne fait aucune déclaration ou garantie, expresse ou implicite, quant à l'exactitude et à l'exhaustivité des informations ou des opinions fondées sur celles-ci contenues dans ce document, lequel ne saurait être utilisé à ce titre. Ce document ne constitue pas une recherche, telle que définie par MIFID II, et ne fait partie d'aucune offre de vente ou d'émission, ni ne constitue une sollicitation d'offre d'achat de tout instrument financier ; ni ce document, ni toute partie de celui-ci, ni le fait même de sa diffusion, ne sauraient servir de base, ou être utilisés, en relation avec un contrat ou une décision d'investissement. Les informations et opinions contenues dans ce document sont publiées à l'intention des destinataires, mais ne sauraient être considérées comme faisant autorité ou être substituées au jugement de tout destinataire, et sont susceptibles d'être modifiées à tout moment sans notification. En fournissant ce document, BNP Paribas ne propose aucun conseil en investissement, financier, juridique, fiscal ou autre, et n'est tenue à aucune obligation fiduciaire envers les destinataires. Toute référence à une performance réalisée dans le passé ne constitue pas une indication d'une performance future, laquelle peut être supérieure ou inférieure aux résultats antérieurs. Toute simulation de performance passée ou hypothétique est le résultat d'estimations effectuées par BNP Paribas, à un moment donné, sur la base de paramètres, de conditions de marché et de données historiques sélectionnés par BNP Paribas, et ne saurait servir de guide, de quelque manière que ce soit, pour les performances futures. 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, même si elle a été informée de la possibilité de telles pertes. 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 est susceptible 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. Les cours, rendements et autres données similaires du présent document y figurent au titre d'information. Toutefois, de nombreux facteurs agissent sur les prix de marché et il n'existe aucune certitude que les transactions puissent être réalisées à ces prix, ces données étant susceptibles de changer rapidement. BNP Paribas est susceptible 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, ou inversement. 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 in tervenir 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, 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 desquels 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 : https://globalmarkets.bnpparibas.com.

Pour les mentions légales spécifiques par pays (États-Unis, Canada, Royaume-Uni, Allemagne, Belgique, Irlande, Italie, Pays-Bas, Portugal, Espagne, Suisse, Brésil, Turquie, Israël, Bahreïn, Afrique du Sud, Australie, Chine, Hong Kong, Inde, Indonésie, Japon, Malaisie, Singapour, Corée du Sud, Taïwan, Thaïlande, Vietnam) veuillez saisir l'URL suivante pour accéder aux mentions légales applicables : https://globalmarkets.bnpparibas.com/gm/home/Markets_360_Country_Specific_Notices.pdf

© BNP Paribas (2026). Tous droits réservés.

pour vous abonner à nos publications :
ÉTUDES ECONOMIQUES

BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change