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

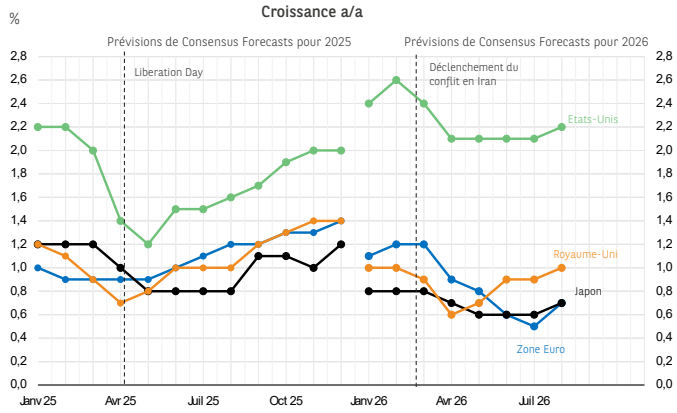
L'année 2026 est déjà bien avancée et le constat à ce jour est clair : la croissance mondiale fait preuve de résistance. Après un choc tarifaire américain l'année dernière, elle se montre de nouveau, et pour l'heure, nettement moins affectée par le conflit en Iran que ce qui avait été anticipé au moment 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.

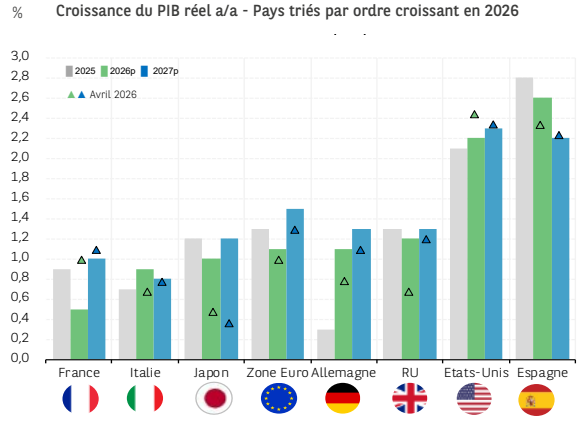
Toutefois, c'est à un effort d'équipement plus large que les principales économies du globe se livrent. En parallèle du développement continu des services, en particulier numériques, on observe depuis début 2025 un rebond de la production industrielle dans la plupart des pays. Les secteurs porteurs sont 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

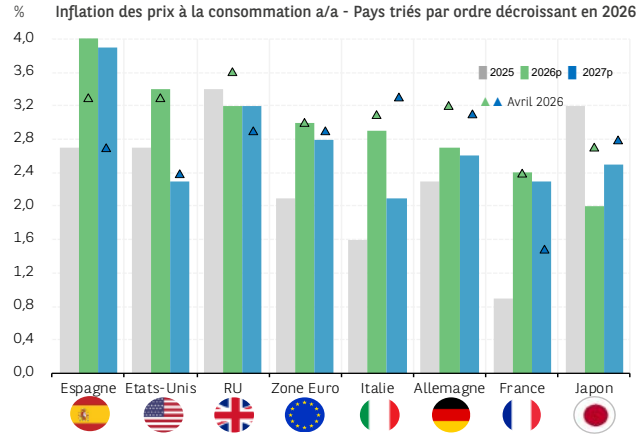
L'inflation dépasse la cible de trois des quatre banques centrales étudiées dans cette publication, ce qui constitue un autre point commun (mais les raisons diffèrent) avec la période 2006-07. Le Japon fait exception, les mesures d'aide aux ménages freinant temporairement l'inflation. En dehors de la 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