

ÉCONOMIES AVANCÉES

“ Avant le déclenchement de la guerre au Moyen-Orient fin février, nos prévisions pour 2026 pour les principales économies avancées se caractérisaient par plus de croissance et moins d'inflation. Ce nouveau conflit dans le Golfe persique change la donne. Le choc énergétique qui s'ensuit est, en effet, de type stagflationniste : les prévisions de croissance sont revues en baisse et celles d'inflation en hausse. ”

ÉTUDES ÉCONOMIQUES



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

SOMMAIRE

2

ÉDITORIAL

3 Perspectives économiques 2026-2027 : les pays avancés face au risque de la stagflation

ÉTATS-UNIS

6 États-Unis : Croissance et plein emploi à l'épreuve des incertitudes

ZONE EURO

8 Reprise fragilisée mais pas remise en cause

ALLEMAGNE

10 Une reprise amoindrie qui devrait se confirmer

FRANCE

12 Croissance et finances publiques : garder le cap

ITALIE

14 Entre vulnérabilité énergétique, commerce résilient et marge budgétaire limitée

ESPAGNE

16 La demande intérieure devrait continuer de soutenir la croissance

ROYAUME-UNI

18 Face au risque stagflationniste

JAPON

20 Un bon momentum déjà menacé ?

INDICATEURS

22

CROISSANCE

23

PRÉVISIONS

24



PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES 2026-2027 : LES PAYS AVANCÉS FACE AU RISQUE DE LA STAGFLATION

Avant le déclenchement de la guerre au Moyen-Orient fin février, nos prévisions pour 2026 pour les principales économies avancées se caractérisaient par plus de croissance et moins d'inflation. Ce nouveau conflit dans le Golfe persique change la donne. Le choc énergétique qui s'ensuit est, en effet, de type stagflationniste : les prévisions de croissance sont revues en baisse et celles d'inflation en hausse, avec une ampleur variable selon les pays. La plupart des facteurs de soutien en 2025 seraient encore à l'œuvre en 2026 et permettraient d'amortir le choc. Selon l'hypothèse centrale d'un conflit perdant en intensité d'ici la fin du deuxième trimestre, la croissance en 2026 serait amputée de 0,4 point de pourcentage (moyenne des révisions sur les pays considérés ici) et l'inflation augmenterait de 1,1 point de pourcentage. Le soutien budgétaire resterait limité et ciblé, faute de marge de manœuvre. Un soutien monétaire n'est, en revanche, pas à l'ordre du jour. Les banques centrales se montrent, pour l'heure, plus préoccupées du risque inflationniste que de l'impact négatif sur la croissance. Elles semblent prêtes à remonter leurs taux directeurs mais la question n'est pas tranchée. C'est notre scénario pour la BCE et la Banque d'Angleterre (BoE). Pour la Banque du Japon (BoJ), une telle hausse s'inscrirait dans le resserrement monétaire en cours. La Fed, quant à elle, s'en tiendrait au statu quo.

En début d'année, nous nous attendions à ce que 2026 soit aussi agitée que 2025 et marquée par un renforcement de la croissance : une année agitée par les développements et les tensions géopolitiques des tous premiers jours et une croissance renforcée par la montée en puissance des facteurs de soutien à l'œuvre en 2025 (incertitude moins élevée, conditions financières favorables, prix du pétrole bas, résistance du commerce mondial, boom de l'IA, réveil européen, bonne tenue du marché du travail, inflation réduite, politique monétaire moins restrictive et politique budgétaire globalement neutre). Il s'agissait de transformer l'essai et de surmonter, comme en 2025, les obstacles malgré les risques : les pressions haussières sur les taux d'intérêt longs, plein effet du choc tarifaire américain, escalade commerciale, correction boursière causée par l'éclatement du boom de l'IA, menaces sur l'indépendance de la Fed, géopolitique¹.

D'UN CHOC À L'AUTRE

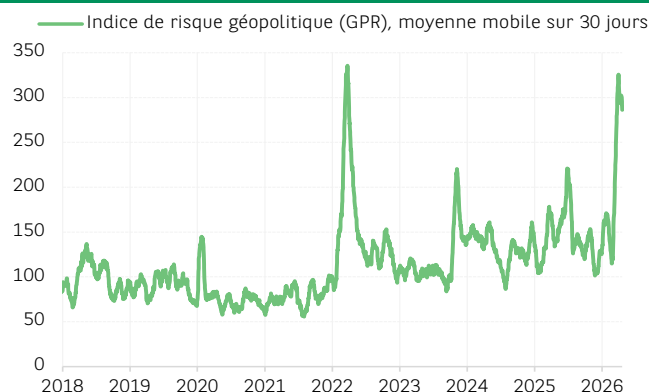
Quelques mois plus tard, le risque géopolitique a ressurgi. L'offensive israélo-américaine en Iran, le 28 février dernier, et l'extension du conflit à la région ont même porté l'indicateur de risque géopolitique à un pic historique comparable à celui atteint lors du déclenchement de l'offensive russe en Ukraine (graphique 1). En outre, la capacité de résistance de l'économie mondiale est fortement mise à l'épreuve par le nouveau choc énergétique causé par cette nouvelle guerre. Ce choc touche tous les pays mais à des degrés divers, en fonction de leur degré d'exposition et de leur capacité d'absorption. C'est un choc négatif pour l'économie mondiale, qui ne fait que des perdants, même si les pays exportateurs nets d'hydrocarbures seront moins impactés que les pays importateurs nets. Parmi les sept économies avancées passées en revue dans ce numéro d'EcoPerspectives, les États-Unis sont les moins vulnérables, tandis que l'Italie, l'Allemagne, le Royaume-Uni et le Japon sont plus exposés ; la France et l'Espagne se situent dans un entre-deux.

Privée d'un certain nombre de ses facteurs de soutien (prix du pétrole, incertitude, inflation, conditions monétaires favorables), à quel point la croissance résistera-t-elle au choc grâce à l'effet amortisseur des autres facteurs encore à l'œuvre ? À quel point faut-il aussi s'inquiéter du décalage apparent entre, d'un côté, la vision des marchés boursiers plutôt bénigne et la désescalade géopolitique qu'ils « priment » et, de l'autre, une réalité de terrain plus difficile, complexe et incertaine, avec de fortes craintes (ruptures d'approvisionnement en carburants et en produits dérivés, retour à la normale tardif) ? Excès d'optimisme d'un côté, de pessimisme de l'autre ? À ce stade, il n'est pas facile de trancher.

En synthèse, notre nouveau scénario central coupe la poire en deux :

¹ Ecoweek, Perspectives économiques 2026 dans les pays avancés : transformer l'essai de 2025, 12 janvier 2026

La guerre au Moyen-Orient fait grimper le risque géopolitique à un pic proche de celui atteint lors du déclenchement de la guerre en Ukraine



GRAPHIQUE 1

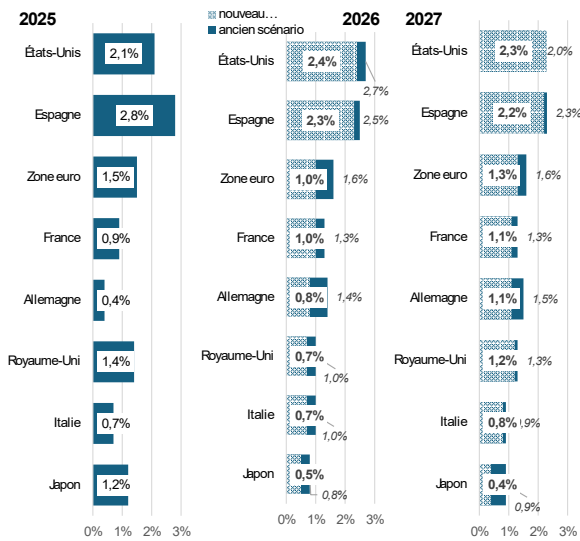
SOURCES : MATTEO IACOVIELLO, BNP PARIBAS

il acte un choc certain amorti par les quelques forces de soutien plus structurelles à l'œuvre. Un scénario de crise économique grave ne peut toutefois être écarté : plus le choc durera, plus le risque d'effets négatifs en cascade et non linéaires grandira, d'autant plus que le risque de se heurter aux limites des politiques budgétaires et monétaires augmente également.

Notre scénario central fait l'hypothèse que le conflit et les perturbations logistiques associées perdront en intensité d'ici à la fin du deuxième trimestre. D'après nos prévisions, le choc énergétique enlèverait alors 0,4 point de pourcentage à la croissance en 2026 (moyenne des révisions de nos prévisions sur les économies couvertes dans cette publication) et ajouterait 1,1 point de pourcentage à l'inflation. Les pays où la révision est la plus marquée sont l'Allemagne pour la prévision de croissance (revue en baisse) et l'Italie et l'Allemagne pour l'inflation (rehaussée) ; les pays où la révision est la moins importante sont l'Espagne pour la croissance et les États-Unis pour l'inflation (graphiques 2 et 3). À la faveur des soutiens qui continueraient de jouer, le choc resterait globalement surmontable, aussi parce que le contexte économique est, de prime abord, moins inflationniste qu'en 2022 (cf. notre dernier Ecolnsight). La propagation de la hausse des prix de l'énergie aux autres postes de l'indice des prix à la consommation sera néanmoins surveillée de près.



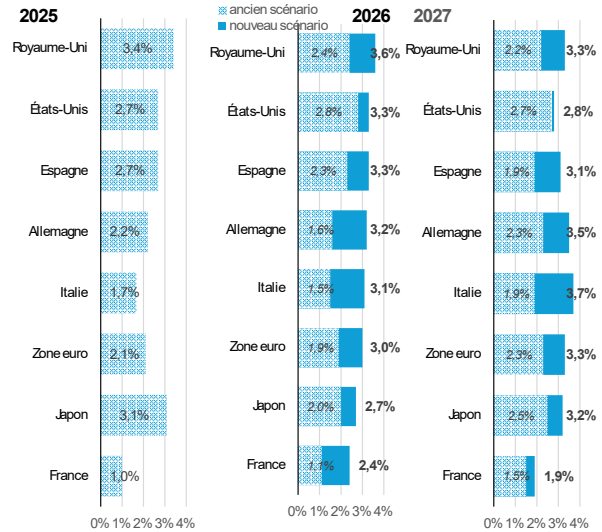
Prévisions de croissance (moyenne annuelle, %, par ordre décroissant en 2026) : ancien et nouveau scénario



GRAPHIQUE 2

SOURCE : BNP PARIBAS

Prévisions d'inflation (moyenne annuelle, %, par ordre décroissant en 2026) : ancien et nouveau scénario



GRAPHIQUE 3

SOURCE : BNP PARIBAS

IL NE FAUT PAS NÉGLIGER LES ÉLÉMENTS DE SOUTIEN

La consommation des ménages apparaît la variable la plus vulnérable à ce nouveau choc énergétique, tandis que l'investissement (privé comme public) pourrait mieux résister. D'une part, la détérioration du pouvoir d'achat des salaires réels (l'inflation anticipée est de nouveau supérieure à la progression des salaires nominaux qui ralentit) est négative pour le budget des ménages mais positive pour les marges des entreprises. D'autre part, l'investissement de ces dernières et du secteur public continuerait d'être porté par des vents favorables, certains communs à tous les pays (IA, défense, décarbonation, électrification) et d'autres spécifiques mais avec des effets d'entraînement globaux (infrastructures en Allemagne, aéronautique pour la France, fonds européens pour l'Italie et l'Espagne). L'ensemble permettrait d'amortir l'effet négatif de l'incertitude, de la remontée des coûts de production et des taux d'intérêt. Les facteurs qui soutiendraient l'investissement bénéficieraient aussi au commerce extérieur, également dynamisé par la reconfiguration en cours des échanges mondiaux et le regain des échanges intra-européens.

Les données d'enquête du mois de mars portaient une première trace immédiate, mais contenue, du conflit dans le Golfe, plus marquée du côté de la confiance des ménages que de celui des entreprises (illustrant la plus grande sensibilité des ménages). Du côté du climat des affaires, la trace est plus marquée dans le secteur des services que dans le manufacturier (illustrant les vents porteurs dans ce secteur)². Selon une formule classique mais juste, il faut s'attendre à ce que la situation empire pendant quelques mois encore avant qu'elle ne s'améliore de nouveau. C'est, en tout cas, ce qui est inscrit dans notre scénario.

La résistance du marché du travail sera également éprouvée. Or, cet élément jouera un rôle central pour amortir les répercussions du choc énergétique sur la consommation des ménages. Avant le déclenchement de la guerre en Iran, les indicateurs étaient mitigés avec des signes d'affaiblissement et d'autres de bonne tenue. L'équilibre particulier, inconfortable mais soutenable, qui caractérise le marché du travail américain (peu d'embauches et peu de licenciements) est un bon exemple.

À l'horizon des prochains mois, nous nous attendons à ce que le taux de chômage dans les principales économies avancées soit globalement poussé à la hausse, mais dans des proportions limitées.

La politique budgétaire devrait aussi apporter un soutien, bien que limité, en ciblant au mieux les aides (faute de marge de manœuvre). La plupart des gouvernements sont contraints par des niveaux de ratio de dette public très élevés et des arbitrages déjà difficiles entre les ressources et les économies budgétaires à dégager pour faire de la place aux « anciennes nouvelles » dépenses (défense, décarbonation, vieillissement...), des contraintes exacerbées par l'orientation haussière des taux longs [cf. notre dernier Ecolnsight](#) pour plus de détails sur les mesures prises jusqu'ici. L'Europe peut cependant compter sur d'autres leviers visant à renforcer conjointement et structurellement sa croissance et son marché intérieur (cf. tableau).

LES BANQUES CENTRALES PRUDENTES, ATTENTISTES MAIS SUR LE QUI-VIVE

Si la tâche des gouvernements n'est pas aisée, celle des banques centrales l'est encore moins. Elles font face à un dilemme : augmenter leurs taux directeurs pour contrer le risque inflationniste (mais affaiblir davantage la croissance) ou les baisser pour répondre aux risques baissiers sur l'activité (mais alimenter l'inflation) ? Pour l'heure, la prudence et la patience restent de mise, le temps d'observer comment la situation évoluera véritablement. Leur réponse dépendra de leur fonction de réaction propre, du risque qui se matérialisera en premier (et avec quelle force) mais aussi peut-être des mesures que prendront les gouvernements (moins elles seront importantes, moins les banques centrales auront à en contrer les effets de soutien à la demande pour contenir l'inflation).

Les banques centrales sont aussi sur le qui-vive et se montrent prêtes à réagir, à la hausse plus qu'à la baisse au moment d'écrire ces lignes. D'après nos prévisions, la BCE, la BoE et la BoJ (pour qui cela s'inscrirait dans son resserrement en cours) passeraient à l'acte, tandis que la Fed privilégierait le *statu quo*.

Hélène Baudchon

Achévé de rédiger le 23 avril 2026

² Voir notre tableau de bord du choc énergétique en cours comparé à celui de 2022 : [Eco Charts 16 avril 2026 – Etudes Economiques – BNP Paribas](#).



Plan « Une Europe, un marché » - Conseil européen des 18 et 19 mars 2026

Axes prioritaires	Mesures principales	Échéances visées	Objectif
1. Marché unique	28 ^e régime (« EU Inc. »)	Accord fin 2026	Créer un statut juridique européen unique pour les entreprises innovantes afin de lever les obstacles à la croissance transfrontalière et favoriser l'émergence de champions européens.
	Déclaration électronique unifiée — travailleurs détachés	Accord juin 2026	Simplifier les démarches administratives pour les employeurs opérant dans plusieurs États membres et fluidifier la mobilité de la main-d'œuvre au sein du marché intérieur.
	Reconnaissance mutuelle des qualifications professionnelles	Proposition CE — automne	Faciliter la mobilité professionnelle en Europe en permettant aux travailleurs qualifiés d'exercer plus rapidement dans un autre État membre, au bénéfice de la productivité et des besoins de recrutement.
	European Business Wallet (identité numérique, « once only »)	Accord fin 2026	Dématérialiser les interactions entre les entreprises et les administrations selon le principe « once only » pour réduire les charges administratives et accélérer les opérations transfrontalières.
	Révision du règlement sur les concentrations (Merger Regulation)	Proposition CE — 2026	Assouplir le contrôle européen des concentrations pour lever les freins réglementaires à la constitution de grandes entreprises compétitives à l'échelle mondiale, tout en modernisant les seuils de notification pour mieux refléter les dynamiques des marchés
	Priorité aux règlements sur les directives	—	Garantir une application uniforme du droit européen dans tous les États membres pour réduire la fragmentation du marché intérieur et offrir un cadre plus prévisible aux entreprises.
2. Simplification réglementaire	Finalisation des paquets « Omnibus »	Accord fin 2026	Alléger la charge réglementaire pesant sur les entreprises, en particulier les PME, pour libérer leur capacité d'investissement et d'innovation.
	Omnibus IA	Proposition CE — juillet 2026	Adapter et simplifier le cadre réglementaire applicable à l'intelligence artificielle afin d'accélérer le déploiement des technologies d'IA et renforcer la compétitivité des acteurs européens.
3. Énergie	Mesures court terme — prix et volatilité de l'électricité	Fin 2026	Réduire le coût de l'énergie pour les entreprises européennes et limiter les à-coups de prix, condition essentielle à la compétitivité industrielle et au pouvoir d'achat.
	Révision du SEQE (quotas d'émission)	Proposition CE — juillet 2026	Réviser le système d'échange de quotas d'émission pour mieux concilier trajectoire de décarbonation et compétitivité des industries européennes exposées à la concurrence internationale.
	Grid package	Accord en 2026	Moderniser et interconnecter les réseaux électriques pour sécuriser l'approvisionnement, intégrer les énergies renouvelables et soutenir l'électrification de l'industrie.
4. Industrie et innovation	Cartographie des dépendances stratégiques critiques	Fin 2026	Identifier les vulnérabilités européennes sur les matières premières, composants et technologies critiques afin d'orienter les politiques de souveraineté économique et de résilience industrielle.
	Préférence européenne / Industrial Accelerator Act	Fin 2026	Favoriser les produits et fournisseurs européens dans les commandes publiques et les filières stratégiques pour soutenir la réindustrialisation et accélérer le déploiement des technologies clés.
	Diversification des liens commerciaux et d'investissement	—	Réduire les dépendances excessives en diversifiant les partenaires commerciaux et d'investissement, afin de renforcer la résilience des chaînes de valeur européennes.
5. Investissement	Union de l'épargne et des investissements (propositions relatives à la titrisation, à l'intégration des marchés financiers et au paquet de mesures en matière de surveillance)	Accord fin 2026	Mobiliser l'épargne européenne vers les entreprises et les projets d'innovation en approfondissant l'intégration des marchés de capitaux et en facilitant le financement en fonds propres.
	Euro numérique	Accord fin 2026	Doter l'Europe d'une monnaie numérique publique pour renforcer l'autonomie stratégique dans les paiements et soutenir l'innovation dans les services financiers.

TABLEAU

SOURCE : COMMISSION EUROPÉENNE



ÉTATS-UNIS : CROISSANCE ET PLEIN-EMPLOI À L'ÉPREUVE DES INCERTITUDES

Le rythme de la croissance américaine est élevé et celle-ci bénéficie d'un momentum solide, mais repose sur une base étroite – l'IA pour l'activité, la santé pour l'emploi. Le choc énergétique représente, dans ce contexte, un nouveau défi. Son impact dépendra de la durée et de l'intensité de la guerre en Iran. Mais il amplifiera certainement une inflation déjà au-dessus de la cible. Notre scénario central anticipe une croissance du PIB de +2,4% en 2026 (révisée de -0,3pp par rapport à nos prévisions pré-guerre) et de +2,3% en 2027 (+0,3pp). L'inflation est attendue à +3,3% en 2026. Nous nous attendons, dès lors, à ce que la Fed adopte une posture symétrique autour d'un scénario central de *statu quo*. L'évolution des droits de douane reste une source d'inquiétude, de même que la trajectoire du déficit budgétaire fédéral, qui devrait se creuser, pénalisé notamment par le coût du conflit.

CROISSANCE : LA SURPERFORMANCE LIÉE À L'IA RÉSISTERA-T-ELLE À LA HAUSSE DES PRIX DE L'ÉNERGIE ?

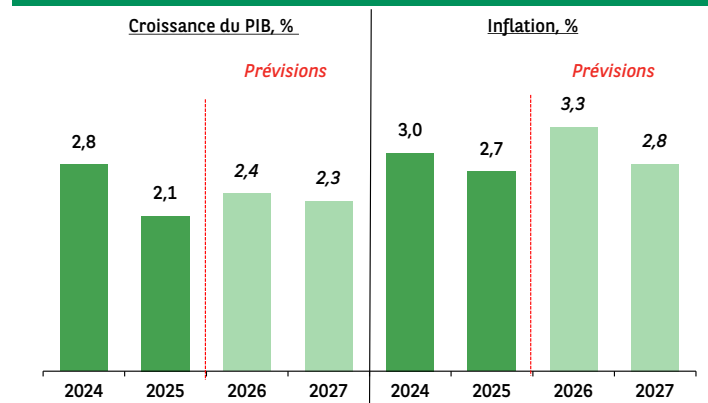
En 2026, la croissance américaine serait portée par les mêmes facteurs qu'en 2025 : investissements liés à IA, effet richesse induit par des capitalisations boursières élevées (jusqu'en février) et hausse des dépenses de santé (+0,4pp à 6,0% du PIB en 2025, attendu stable en 2026). L'essor de l'IA, combiné à la quasi-stagnation de l'emploi, soutient le dynamisme des gains de productivité, supérieurs à leur rythme pré-pandémique (+2,3% a/a en moyenne depuis 2023, +1,4% entre 2014 et 2019 ; *graphique 2*). D'après le *Congressional Budget Office* (CBO), ces gains perduraient en 2026 (+2,2%). Toutefois, la croissance repose sur une base étroite, les autres secteurs ne bénéficiant pas des mêmes dynamiques, avec une croissance de l'investissement « en forme de K » (*voir notre Graphique de la semaine*).

Le conflit en Iran crée un risque baissier. De plus, le statut d'exportateur net d'hydrocarbures ne protège pas totalement l'économie américaine des effets de l'inflation sur le pouvoir d'achat et de la hausse des coûts sur les marges des entreprises (déjà pénalisées par les tarifs douaniers). Ainsi, la croissance pourrait être amputée de quelques dixièmes de points de pourcentage en 2026 en fonction de la durée et de la sévérité du conflit. Au global, le risque n'est pas tant celui d'une croissance américaine en deçà de son potentiel (1,8%), mais plutôt d'une croissance encore plus inégalement répartie, avec une économie davantage affaiblie en dehors du paravent de l'IA.

UN COUP DE POUCE AUX PRÊTS BANCAIRES ?

Le 19 mars, les régulateurs bancaires américains ont proposé une vaste réforme du cadre réglementaire. L'ambition est, notamment, d'inciter les banques à prêter davantage aux ménages et aux entreprises, en allégeant la charge en capital associée à l'activité de crédits, et de contrer la concurrence de la sphère non bancaire, peu régulée. Si le bénéfice attendu ne devrait pas se matérialiser à court terme (le temps que les règles soient finalisées puis mises en œuvre), son ampleur à moyen ou long terme pourrait être limitée par d'autres facteurs (les formalités administratives comme les contraintes de levier demeureront inchangées, une partie du capital libéré pourrait être allouée à d'autres activités). À plus brève échéance, les incertitudes et pressions inflationnistes provoquées par le conflit au Moyen-Orient risquent de peser sur la demande de crédits. Alors que les taux hypothécaires à 30 ans étaient orientés à la baisse depuis mai 2025 (-90pb), ils ont rebondi de 25 pb depuis la fin février pour s'établir à 6,23% fin avril. La bonne dynamique au S2 2025 des encours de prêts aux ménages comme des flux de financement aux entreprises pourrait dès lors s'essouffler.

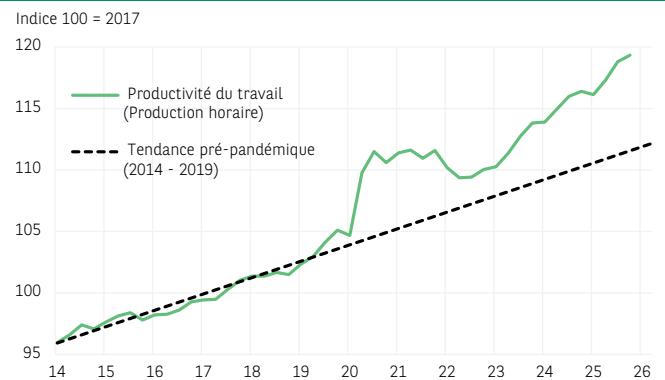
Croissance et inflation



GRAPHIQUE 1

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

La surperformance de la productivité soutient la croissance



GRAPHIQUE 2

SOURCES : BEA, BNP PARIBAS

MOINS DE CRÉATIONS D'EMPLOI, MAIS PERSISTANCE DU PLEIN-EMPLOI

Le marché du travail devrait rester proche du plein-emploi, avec un taux de chômage qui évolue autour de 4,3% - 4,4%, contre un niveau de long terme de 4,2%¹. L'emploi ralentit nettement depuis quelques trimestres. La croissance de l'emploi salarié (*nonfarm payrolls*) est à un plus bas depuis 2003 (hors récession) de +0,2% a/a au T4 2025. De plus, elle repose sur les services d'éducation et de santé (+682k a/a en 2025,

¹ Summary of Economic Projections, Federal Reserve, mars 2026.



contre +116k agrégé, graphique 3), soit des emplois non-cycliques, ce qui est plutôt positif, mais à faible valeur ajoutée (17% de l'emploi, 9% du PIB), ce qui l'est moins. La faible proportion de licenciements (taux à 1,1% en 2025, comme en 2024) participe du maintien du plein-emploi. L'économie américaine reste dans un régime combinant peu d'embauches et peu de licenciements, les entreprises apparaissant à la fois rétives à embaucher et à licencier dans le contexte actuel d'incertitude.

L'INFLATION DE RETOUR AU CENTRE DE L'ATTENTION

L'inflation CPI et le Core CPI devraient se maintenir au-dessus de la cible des +2% a/a, au minimum jusqu'en 2028. La transmission de la hausse du prix du pétrole et les effets de second tour plausibles, liés à l'accroissement des coûts de production, conduisent nos prévisions à la hausse. En effet, les entreprises ont déjà absorbé la hausse des droits de douane dans leurs marges au cours de l'année écoulée et ont donc moins la capacité de la faire désormais.

Les aléas entourant ce scénario sont élevés, tant l'évolution du conflit au Moyen-Orient, sa durée et sa sévérité restent incertaines. Une prolongation ou une aggravation joueraient à la hausse sur l'inflation. Toutefois, la remontée de cette dernière devrait, en toute probabilité, être nettement moins forte qu'en 2022, lorsque le CPI avait atteint un pic de +9,1% (en juin). Les conditions actuelles sont moins propices aux effets de second tour, tant en matière d'offre que de demande (voir notre Graphique de la semaine).

POLITIQUE MONÉTAIRE : ÉQUILIBRE DES RISQUES ET STABILITÉ DU TAUX DIRECTEUR

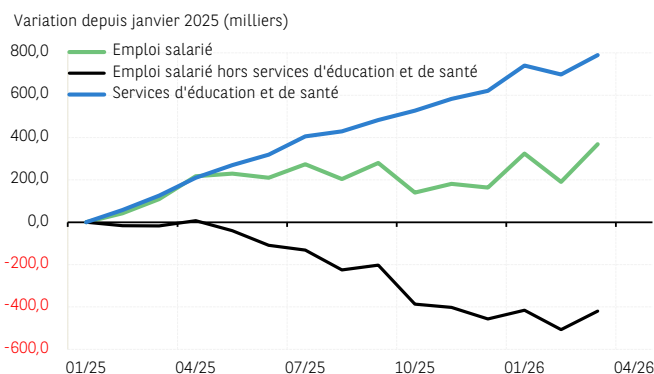
Entre l'anticipation d'une accélération mesurée de l'inflation et les inquiétudes quant à l'emploi, les risques paraissent équilibrés. Dans ces conditions, la cible des Fed Funds devrait être maintenue à 3,5% - 3,75% jusqu'en 2027. Toutefois, le FOMC devrait basculer vers des perspectives à « deux têtes », c'est-à-dire signaler qu'il se tient désormais prêt à augmenter ou à baisser la cible de taux si nécessaire (contre un biais à la baisse jusqu'ici). Cela permettrait d'attendre de voir comment l'inflation sous-jacente et l'activité évoluent, tout en préservant l'ancrage des anticipations d'inflation de marchés et la possibilité d'un changement d'orientation rapide.

La politique monétaire devrait donc être plus axée sur la communication que sur les taux. Ceci s'explique par les conditions macroéconomiques préexistantes au choc, notamment comparativement à 2022, avec un taux directeur initial nettement plus haut (+3,75% en février 2026, +0,25% en février 2022) et une inflation CPI plus basse (+2,9% a/a au T4 2025, +6,8% a/a au T4 2021). De plus, la Fed répond plus fermement quand l'inflation est générée par la demande que par l'offre (NBER Working Paper, 2026), ses outils ayant moins de prise sur la dernière (Powell, 2022). Enfin, le remplacement prochain de Jerome Powell (président depuis 2018) n'affecte pas notre scénario. Le futur président, Kevin Warsh, a certes récemment appelé à des baisses de taux, à rebours d'une réputation de « faucon » construite lors de son gouvernorat (2007 - 2011). Mais, le FOMC continuera d'être gouverné par le fait majoritaire, et nous n'envisageons pas de tournant dovish qui ne soit pas guidé par les données macroéconomiques (voir notre Eco Insight : Kevin Warsh à la tête de la Fed, quelles implications ?).

LE RISQUE BUDGÉTAIRE DE LA GUERRE

Le déficit fédéral des États-Unis est exposé à une détérioration à court ou moyen terme, après s'être réduit à -5,9% du PIB (+0,4pp) lors de l'année fiscale 2025, du fait de la réforme des emprunts étudiants et de la hausse des revenus douaniers. La pérennisation de ces derniers

La faible croissance de l'emploi salarié est disproportionnellement soutenue par les services d'éducation et de santé



GRAPHIQUE 3

SOURCES : BLS, BNP PARIBAS

(autour de USD 300 mds/an) aurait dû permettre une stabilisation du déficit budgétaire à -5,8% en 2026 et en 2027. Toutefois, la décision de la Cour suprême mettant fin aux tarifs « réciproques » pourrait engendrer un remboursement des tarifs prélevés en 2025. La guerre en Iran devrait aussi peser, notamment par un surcroît de dépenses militaires, alors qu'aucune mesure tangible de soutien à la demande n'a été introduite pour l'heure. La pression haussière sur les rendements obligataires devrait se poursuivre, en particulier sur les taux longs (10 ans à 4,55% et 30 ans à 5,15% à horizon fin-2026), reflétant notamment les risques budgétaires du conflit.

Au global, le déficit fédéral pourrait atteindre -6,5% dès cette année, selon nos prévisions. D'après nos estimations, une matérialisation des projets d'accroissement des dépenses militaires (Donald Trump souhaite une hausse permanente de USD 500 mds/an, soit 1,6% du PIB), sur fond de poursuite de la guerre (avec les coûts associés), pourrait pousser le déficit au-delà de -8,0% du PIB à horizon 2027. Le service de la dette, évalué à 3,3% du PIB en 2026 - 2027, pourrait aussi être plus élevé encore. Quel que soit le scénario effectif, la dette publique fédérale poursuivra sa tendance haussière et dépassera les 100% du PIB dès 2026.

COMMERCE EXTÉRIEUR : L'INCERTITUDE CONTINUE DE PLANER

À la suite du jugement de la Cour suprême mettant fin aux droits de douane « réciproques » et liés aux opioïdes, un tarif universel de 10% (hors accords nationaux et exemptions) a été mis en place sous l'égide de la Section 122 du Trade Act de 1974², et ce jusqu'au 24 juillet 2026. D'ici là, le président Trump devrait annoncer de nouveaux tarifs i/ sectoriels, sous la Section 232 du Trade Expansion Act de 1962 (« sécurité nationale ») et ii/ nationaux, sous la Section 301 du Trade Act de 1974 (« pratiques illégitimes »). Selon nos estimations, le tarif effectif moyen atteindrait 8,4% à 10,6% en 2026, contre 10,1% au S2 2025 et 2,3% fin 2024. Si l'incertitude devrait persister (notamment sur le devenir de l'USMCA), l'administration américaine apparaît au moins encline à respecter les accords commerciaux conclus en 2025, notamment avec l'UE ou avec le Japon.

Anis Bensaidani et Céline Choulet

Achevé de rédiger le 8 avril 2026

anis.bensaidani@bnpparibas.comcéline.choulet@bnpparibas.com

² Celle-ci « autorise le président des États-Unis à imposer des surcharges temporaires sur les importations (...) pour traiter d'importants et sérieux déficits de la balance des paiements » (Congrès américain)



REPRISE FRAGILISÉE MAIS PAS REMISE EN CAUSE

L'impact du conflit au Moyen-Orient limiterait, selon nos prévisions, la croissance du PIB à 1,0% en 2026 et à 1,3% en 2027 (contre 1,6% pour 2026 et 2027 en amont du conflit). La consommation privée sera pénalisée par la baisse des salaires réels (avec une inflation de 3,0% en 2026 et 3,3% en 2027, contre 1,9% et 2,3% initialement). Toutefois, le taux d'épargne élevé permettra aux ménages de lisser le choc dans le temps. L'activité pourrait pâtir de la dynamique moins favorable des taux d'intérêt (nous anticipons une augmentation de 50 pb des taux de la BCE en 2026). Toutefois, le soutien apporté par les investissements dans la défense, l'IA et l'électrification devrait perdurer et porter le commerce intra UE. La dégradation des finances publiques, anticipée pour 2026, sera nettement moins importante qu'en 2022.

CROISSANCE CONTRARIÉE MAIS RESSORTS STRUCTURELS PRÉSERVÉS

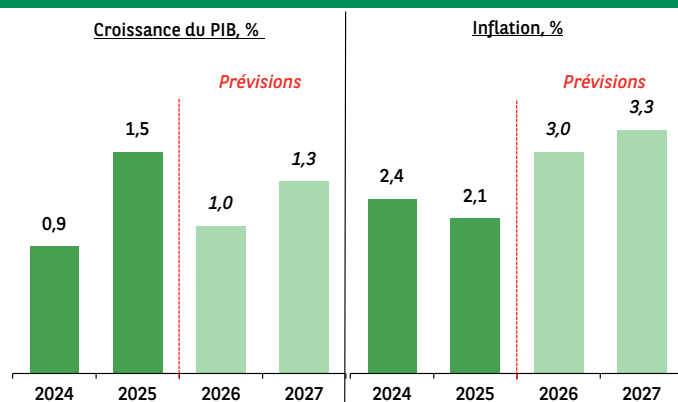
Le conflit au Moyen-Orient fragilise les perspectives de reprise de la consommation des ménages au 1^{er} semestre, la hausse des prix de l'énergie se répercutant sur les salaires réels. Ces derniers devraient se détériorer (d'environ -0,5 point) cette année, la progression des salaires repassant sous l'inflation dès le T2 2026. Pour autant, le taux d'épargne reste élevé (14,4% du revenu disponible au T4 2025), ce qui permet aux ménages de lisser dans le temps les effets du choc. Par ailleurs, les facteurs de soutien plus structurels à l'activité demeurent intacts : les investissements dans les infrastructures d'IA et le numérique se poursuivent, tandis que le redressement de la productivité horaire se précise (+0,9% en 2025 par rapport à 2024), certes de façon dispersée entre les pays, et devrait se poursuivre. Les dépenses d'investissement en Allemagne se renforcent déjà (cf. page Allemagne) et celles dans le secteur de la défense européenne augmenteraient, selon nos calculs, de près de EUR 80 mds en 2026 (voir notre analyse). Toutefois, en raison de ce renforcement de la demande interne, il sera difficile d'améliorer la contribution du solde extérieur au PIB (elle a été négative en 2025, à hauteur de 0,6 pp). Au lieu d'un profil lisse attendu en 2026 avant le déclenchement de la guerre en Iran, le profil de croissance sera heurté : le T1 sera résilient (ce que suggère notre [nowcast](#)) avant un ralentissement au T2, puis un rebond de l'activité au 2nd semestre.

FINANCEMENTS: LA PÉRIODE DE STABILITÉ DES TAUX SE REFERME

Nous anticipons un resserrement monétaire de la BCE en 2026 qui s'accompagnerait d'une hausse des taux longs. Dans ce contexte, la poursuite de la remontée des taux des nouveaux crédits à l'habitat des ménages, amorcée en janvier 2026, apparaît inéluctable (+10 pb pour s'établir à 3,4% en janvier). Pour l'instant, seuls les taux des nouveaux prêts à taux fixe - environ 35% des nouveaux crédits à l'habitat en zone euro - ont augmenté. Pour la suite de l'année 2026, leur hausse se poursuivrait mais serait plus contenue que celle des nouveaux crédits à taux variable (principalement du fait de la hausse des taux longs de marché qui anticipe celle des taux courts). La modération des nouveaux crédits à l'habitat depuis décembre 2025 se poursuivrait donc et pèserait sur le secteur de la construction et les activités liées à l'immobilier, notamment.

En ce qui concerne les crédits à la consommation, la hausse des taux de marché et des primes de risque, imposées par les banques, ainsi que la baisse de leur tolérance aux risques pourraient renchérir un coût du crédit déjà historiquement élevé (7,5% en janvier 2026 contre 5,5% en moyenne entre 2018 et 2022). Le tassement de la production nouvelle s'accroîtrait en 2026 et contraindrait l'activité, notamment dans le secteur du commerce (+1,5% a/a en janvier 2026 contre +1,7% a/a en décembre 2025 en cumul annuel).

Croissance et inflation



GRAPHIQUE 1

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

La croissance des nouveaux crédits d'investissement aux entreprises est déjà moins dynamique (+11,9% a/a en janvier 2026 contre +15,2% a/a en octobre 2025 en cumul annuel). Les taux relativement stables depuis novembre 2024 (environ 3,6% pour ceux à taux fixe) ne sont pas, à ce jour, parmi les principaux facteurs limitant des décisions d'investissement contrairement aux craintes d'une demande atone et d'une croissance faible. La hausse des coûts de l'énergie et de certaines matières premières est de nature à accroître les besoins en crédits de trésorerie qui se situent déjà à un niveau inédit.

INFLATION : UN REBOND SIGNIFICATIF A PRIORI MOINS FORT QU'EN 2022

L'ampleur exacte de la hausse des prix reste conditionnée à l'évolution du conflit au Moyen-Orient et aux effets de second tour du choc énergétique. La hausse des coûts de production affectera les taux de marge des entreprises, ces derniers étant déjà sous pression (39,2% de la valeur ajoutée au T3 2025, 1 pp en dessous de leur moyenne historique). Toutefois, la baisse probable des salaires réels devrait atténuer ce choc. En outre, les entreprises devraient limiter la hausse de leurs prix de vente au strict nécessaire, dans un contexte de demande déprimée par le choc énergétique. Ainsi, la remontée de l'inflation sous-jacente ne débiterait qu'au T3 et resterait contenue. Par ailleurs, la déflation importée de Chine reste un facteur important de modération des prix des biens en Europe, même si elle pourrait s'atténuer avec le choc énergétique. Les prix à l'importation de machines et équipements depuis la Chine affichaient encore un recul de 2,3% a/a en janvier 2026 (-3,2% sur les produits chimiques). Un reflux de l'inflation serait ensuite attendu en 2027, et mettrait fin, au 2nd semestre 2027, à la contraction des salaires réels.



MARCHÉ DU TRAVAIL : DES DIVERGENCES SECTORIELLES PLUS MARQUÉES

Le marché du travail devrait continuer de faire face à des vents contraires. L'IA pourrait davantage peser sur les créations d'emplois dans le numérique et la tech que par le passé. Les créations dans ce secteur ont été solides post-Covid ([voir notre analyse](#)), mais elles ont nettement ralenti en 2025 (41 800 contre 198 000 en 2024 et une moyenne de 285 000 pour 2022-2024). Cela intervient alors que la pression concurrentielle chinoise et la baisse des débouchés aux États-Unis continueront d'affecter une partie de l'emploi industriel en 2026, difficultés auxquelles s'ajoute la nouvelle hausse des prix de l'énergie. Néanmoins, le renforcement du cycle d'investissement soutiendra l'emploi dans d'autres secteurs (défense, énergie, construction), tandis que le vieillissement démographique continuera de soutenir l'emploi dans la santé. Dans ce contexte, le taux de chômage devrait se maintenir dans un étiage comparable à 2025 (6,2-6,5%), soit proche du taux de chômage structurel n'entraînant pas d'accélération de l'inflation (6,5% selon la Commission européenne).

POLITIQUE MONÉTAIRE : DES HAUSSES DE TAUX POURRAIENT INTERVENIR DÈS 2026

La remontée de l'inflation présente le risque d'un resserrement de la politique monétaire de la BCE dès 2026, alors qu'avant le déclenchement du conflit au Moyen-Orient, nous l'anticipions pour le 2^d semestre 2027. Dans notre précédent scénario, ces hausses de taux résultaient du renforcement de la croissance qui entraînait dans son sillage l'inflation. Désormais, ce resserrement servirait à limiter les effets de second tour provenant d'un choc d'offre. La question de l'éventualité d'un resserrement et celle du calendrier des hausses de taux ne sont pas tranchées car elles restent soumises à de forts aléas. Les données de mars ne suggèrent pas, pour le moment, d'accélération notable de l'inflation en dehors des prix de l'énergie (les prix de vente à 3 mois, hors secteur pétrolier, affichent une hausse modérée, [voir notre analyse](#)). Par ailleurs, la BCE devrait prendre le temps d'observer cette transmission avant de modifier sa stratégie. Elle vise la stabilité des prix à moyen terme et pourrait donc tolérer une hausse de l'inflation au-delà de sa cible si celle-ci était de courte durée (conformément à son cadre opérationnel de juin 2025).

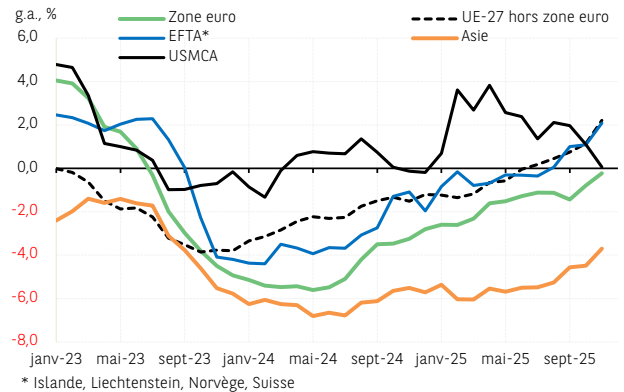
En cas de tensions avérées, la BCE pourrait être tentée d'agir de façon proactive afin de limiter les effets de second tour et de réduire l'ampleur des hausses de taux in fine nécessaires. Les taux réels sont aujourd'hui nettement plus élevés qu'en 2022 et la demande agrégée moins soutenue ([voir notre analyse](#)), ce qui autorise une réponse mesurée. De plus, la probabilité que le soutien budgétaire soit moins élevé qu'en 2022 devrait réduire le risque, pour la BCE, d'avoir à corriger l'impact de ce soutien sur la dynamique de l'inflation par une politique plus restrictive.

FINANCES PUBLIQUES : DÉTÉRIORATION MODÉRÉE ATTENDUE, À REBOURS DE 2022

Les mesures nationales destinées à amortir le choc énergétique resteraient, dans notre scénario, beaucoup plus ciblées et restreintes qu'en 2022, avec un impact limité sur les comptes publics en 2026. Par rapport à un scénario pré-conflit, où le déficit public agrégé en zone euro devait se stabiliser autour de -3% du PIB en 2026, comme en 2025, le risque d'un léger creusement est apparu. En effet, la progression du déficit reste probable en Allemagne (elle est liée aux plans d'investissement, pas au conflit en Iran), tandis que l'amélioration précédemment

¹ [Boosting EU competitiveness: the way forward - Consilium](#)

Les échanges intra-UE devraient continuer de se renforcer



GRAPHIQUE 2

SOURCES : EUROSTAT, BNP PARIBAS

envisagée en France, en Italie et en Espagne cèderait la place à une stabilisation à minima. La charge d'intérêts continuerait de progresser, pour atteindre 2,0% du PIB en 2026, avec un risque haussier dans les pays où la dette indexée sur l'inflation est davantage utilisée. La hausse récente des taux obligataires ne modifie pas nos prévisions à plus long terme ([voir notre analyse](#)). En effet, ils ont désormais atteint le niveau que nous anticipions (ils étaient en deçà de notre scénario avant le conflit en Iran). De plus, la maturité moyenne des dettes publiques (8,3 ans en février 2026) permettrait de lisser dans le temps l'effet de la hausse des taux sur la charge d'intérêts.

LA RÉORGANISATION DES FLUX D'EXPORTATIONS VA SE POURSUIVRE

Les exportations de la zone euro vers la Chine ont encore reculé en 2025 (-9,9% en volume). Toutefois, les exportations totales résistent, grâce à une régionalisation plus marquée, notamment aux pays limitrophes avec une base industrielle qui se développe (Turquie, Maroc, Balkans ; [voir notre analyse](#)). La dynamique des exportations intra-européennes, encore limitée en 2025 (+0,4% en volume en 2025, +2% avec le reste de l'UE et l'EFTA compensant la baisse intra-zone euro de -0,2%), devrait se renforcer. Elle bénéficierait de la montée en charge du plan de réarmement, ainsi que des politiques de préférences européennes et de consolidation du marché unique, détaillées dans le plan « Une Europe, un marché »¹, dont les effets se manifesteront plus visiblement en 2027 qu'en 2026. De plus, la pérennisation de l'accord cadre avec les États-Unis devrait permettre de stabiliser les exportations vers la zone en 2026 (avec un aléa en cas de nouveaux droits de douane conséquents). L'entrée en vigueur de l'accord avec le Mercosur (au 1^{er} mai 2026) et la conclusion en vue de nouveaux accords (Australie, Inde, Indonésie) devraient avoir un impact positif à moyen terme.

Guillaume Derrien et Thomas Humblot

Achevé de rédiger le 21 avril 2026



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

ALLEMAGNE

10

UNE REPRISE AMOINDRIE MAIS QUI DEVRAIT SE CONFIRMER

Après deux années de récession, la croissance allemande a amorcé une reprise en 2025. Nous prévoyons qu'elle se renforce en 2026, portée par la montée en charge des plans d'investissement. Nous révisons néanmoins nos anticipations à la baisse, l'économie allemande restant vulnérable au choc actuel sur les prix de l'énergie (+0,8% en 2026 [-0,6 pp] et +1,1% en 2027 [-0,4pp]). Celui-ci pèsera sur la consommation privée, via l'impact de la hausse de l'inflation (3,2% en 2027 [+1,6pp] et +3,5% en 2027 [+1,2pp]) sur le pouvoir d'achat des salaires. La trajectoire budgétaire restera quant à elle globalement inchangée. La dette publique poursuivrait sa hausse vers 70% du PIB à l'horizon 2030, ce qui, dans le contexte actuel, maintiendrait une pression à la hausse sur les taux longs.

UNE CROISSANCE QUI RÉSISTERA MIEUX QU'EN 2022

Après deux années de contraction (-0,7% en 2023 et -0,5% en 2024), la croissance allemande est revenue en territoire positif en 2025 (+0,4%), malgré le choc tarifaire américain. Elle a été principalement soutenue par la consommation privée et la dépense publique. Le commerce extérieur a pesé sur l'activité, mais pour des raisons plutôt favorables : près des deux tiers de la hausse des importations proviennent de biens d'équipement, ce qui préfigure la montée en charge de l'investissement public attendue en 2026.

Parallèlement, l'investissement a apporté une contribution nulle à la croissance en 2025, la baisse dans le secteur privé ayant été compensée par la hausse dans le public. Il rebondit toutefois depuis le T3, et devrait accélérer davantage en 2026. Il sera soutenu par les plans d'investissement publics et les incitations fiscales. La hausse des nouvelles commandes à l'industrie observée en fin d'année 2025 constitue un signal supplémentaire en faveur d'une accélération de l'investissement ([voir notre analyse](#)). Le conflit au Moyen-Orient ne remettra, à notre sens, pas en cause ce *momentum* favorable. Le caractère pluriannuel des plans d'investissement publics et leur exécution rapide en ce début d'année ([cf. graphique 2](#)) suggèrent un soutien durable à la croissance : entre janvier et février, les dépenses d'investissement (hors SVIK¹) ont plus que doublé par rapport à la même période de l'année dernière, les dépenses de défense ont crû de 38%, et les déboursments du SVIK atteignent déjà un quart de la cible 2026.

La situation est différente pour le tissu industriel allemand, particulièrement énergivore, pour lequel ce choc s'ajoute à celui de 2022, à l'augmentation des droits de douane américains et à la concurrence chinoise croissante. À ce stade, les enquêtes de conjoncture invitent à relativiser ces risques : bien que les entreprises signalent des hausses marquées des coûts de leurs intrants, les dégradations observées demeurent inférieures à celles de 2022.

La consommation des ménages sera, en revanche, significativement affectée par la hausse en cours des prix de l'énergie. Le regain attendu de l'inflation pèsera sur leurs intentions de consommation, alors même que les salaires ont moins qu'ailleurs en Europe rattrapé leur retard sur l'inflation de 2022-2023 ([cf. graphique 3](#)). Le risque est que cela favorise, comme à l'époque, une remontée du taux d'épargne plus marquée qu'en France, en Italie ou en Espagne.

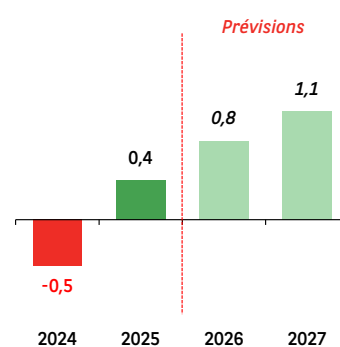
LA PERSPECTIVE DE TENSIONS SUR LES SALAIRES S'ÉLOIGNE

Le marché du travail allemand reste historiquement solide. Le taux de chômage est remonté de 3% à son point bas à 4% et s'est stabilisé à ce niveau entre décembre 2025 et mars 2026, tout en restant faible par rapport à la moyenne de la zone euro (6,2% en février). Cette hausse du chômage s'explique par les destructions d'emploi dans l'industrie manufacturière, malgré la poursuite des créations dans les services.

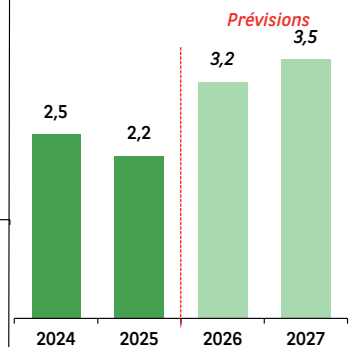
¹ Les dépenses d'investissement ne prennent en compte que les dépenses du budget principal (à l'exclusion du SVIK, le fonds d'infrastructures de EUR 500 mds).

Croissance et inflation

Croissance du PIB, %



Inflation, %



GRAPHIQUE 1

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

Les destructions d'emplois devraient continuer dans les secteurs déjà en difficulté, qui sont également les plus exposés au choc énergétique.

Dans le même temps, la demande de main-d'œuvre s'est stabilisée à un bas niveau, et les tensions sur le marché du travail continuent de s'atténuer, tant dans l'industrie que dans les services. Seule la construction fait encore exception, même si les difficultés de recrutement y reculent.

Dans ce contexte, la montée en charge progressive de l'emploi liée aux plans d'investissement dans la défense et les infrastructures ne devrait pas générer de tensions salariales majeures. La reconversion des capacités de production libérées par les secteurs en difficulté, et notamment de leur main-d'œuvre, permettra en effet de couvrir une partie des besoins des entreprises. Par ailleurs, la perspective d'une croissance des salaires de nouveau inférieure à l'inflation devrait limiter l'impact sur les marges d'une hausse probable du coût des intrants.

UNE INFLATION PLUS DURABLEMENT QU'AILLEURS DANS LA ZONE EURO SUPÉRIEURE À 2%

L'inflation a réaccélééré en mars (+0,8pp à 2,8% a/a), tandis que la composante sous-jacente est restée stable (2,5%). Cette hausse s'explique par les prix de l'énergie (+7,2% a/a). Dans les prochains mois, l'inflation allemande devrait rester supérieure à celle de la zone euro (2,5% a/a en mars).

La forte sensibilité du prix allemand de l'électricité au prix du gaz laisse entrevoir un rebond plus marqué de l'inflation, et une transmission à



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

l'inflation sous-jacente. Après avoir accumulé près de 5 pp d'inflation supplémentaire par rapport à la France et à l'Italie depuis le déclenchement de la crise inflationniste en 2022, cet écart pourrait de nouveau se creuser. Cela constituerait un enjeu pour la compétitivité allemande, déjà en recul depuis près de 10 ans (voir notre analyse). L'inflation restera ainsi supérieure à 2% au moins jusqu'à fin 2027, un niveau sous lequel elle n'est plus revenue depuis 2021.

En Allemagne, plus qu'ailleurs, cette dynamique d'inflation a pesé sur les salaires réels, qui demeurent inférieurs d'environ 11 points à leur niveau d'avant la crise inflationniste post-Covid. Les revalorisations du salaire minimum prévues en 2026 et 2027 (+8% puis +5%, à 14,6 EUR/h) auront un impact direct sur les bas salaires, mais leur diffusion à l'ensemble de l'échelle salariale devrait rester limitée. Cela pèse sur la confiance et la consommation des ménages.

UNE TRAJECTOIRE BUDGÉTAIRE PEU MODIFIÉE À CE STADE

Le contexte actuel ne remet pas en cause notre diagnostic d'une augmentation maîtrisée de la dépense publique. Celui-ci repose sur la réforme budgétaire engagée par le gouvernement en 2025, combinant un plan pluriannuel dérogeant au frein à l'endettement pour financer les investissements en infrastructures et en défense, et le maintien d'un budget fédéral contraint en dehors de ces aspects. Un premier rebond du ratio de dette publique a ainsi été observé en 2025, à 63,5% du PIB (contre 62,2% en 2024).

À ce stade, le coût budgétaire des mesures adoptées par le gouvernement face à la hausse des prix de l'énergie reste modéré (EUR 1,6 md). Celles-ci sont centrées sur l'encadrement des prix des carburants et la réduction de EUR 17 ct/litre de la taxe sur l'essence pour une durée de deux mois. En outre, une prime d'aide unique, non imposable, de EUR1000 pourra être versée aux salariés. De nouvelles mesures pourraient être mises en place en cas de prolongation du conflit et de maintien de prix de l'énergie élevés. Toutefois, leur ampleur devrait rester inférieure à celle observée en 2022, les marges de manœuvre budgétaires étant moindres. Toute mesure additionnelle ou toute dégradation du déficit liée à un ralentissement de la croissance devra être compensée afin de respecter la règle du frein à l'endettement. En conséquence, notre scénario de dette publique reste globalement inchangé par rapport à notre prévision d'automne (voir notre analyse).

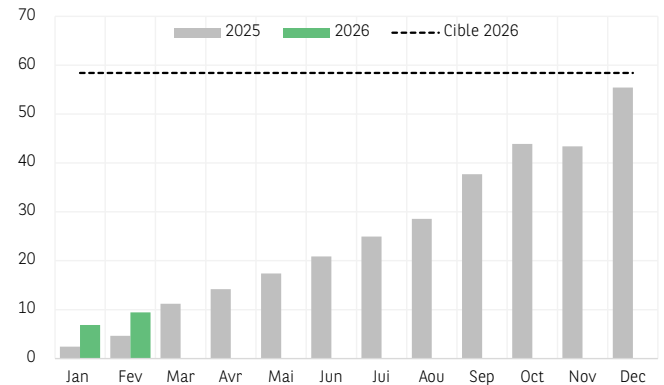
Parallèlement, les besoins de financement liés aux fonds extrabudgétaires devraient continuer d'exercer une pression à la hausse sur les taux souverains. Le rendement du Bund à 10 ans a franchi le seuil des 3% fin mars, dans un contexte de tensions inflationnistes et d'anticipations de soutien budgétaire accru. Toutefois, le taux d'intérêt apparent sur la dette reste faible (en raison de la longue période de taux longs négatifs) et la charge de la dette (1,1% du PIB en 2025) n'augmentera que progressivement, pour atteindre 1,7% en 2030.

En outre, les réformes structurelles (comprenant notamment le soutien à l'investissement des entreprises, les réformes des systèmes d'impôts et de protection sociale, et l'élargissement de l'offre de travail) se poursuivent. Des mesures fiscales sont déjà en place (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), complétées par une simplification administrative pour les entreprises, qui aboutirait à une refonte du système d'imposition à compter du 1er janvier 2027. Enfin, des propositions de réforme de la protection sociale (retraites) ont été présentées et seront complétées d'ici fin 2026.

UN RÉÉQUILIBRAGE DU COMMERCE EXTÉRIEUR EN COURS

Le poids des exportations dans l'économie allemande reste élevé (41% du PIB en 2025), bien supérieur à celui observé dans le reste de la zone

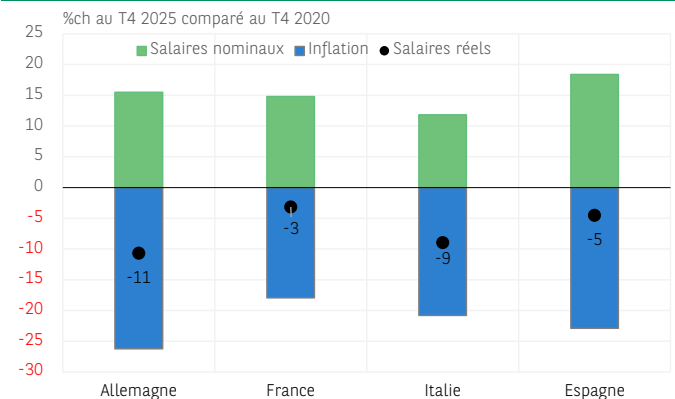
Les dépenses d'investissement (hors SVIK) ont plus que doublé par rapport à la même période de l'année dernière



GRAPHIQUE 2

SOURCES : BUNDESFINANZMINISTERIUM, CALCULS BNP PARIBAS

Les salaires allemands ont moins qu'ailleurs retrouvé leurs niveaux pré-crise inflationniste post-Covid



GRAPHIQUE 3

SOURCES : EUROSTAT, STATISTIQUES NATIONALES, BNP PARIBAS

euro (près de 30% en France, Italie et Espagne). Bien que celles-ci ne contribuent plus à la croissance depuis 2023, elles se sont stabilisées en 2025. Cette stabilisation s'explique par une recomposition géographique des échanges. Les exportations vers la zone euro ont pris le relais (+4,1% a/a en 2025), compensant la faiblesse des débouchés hors Europe (Chine et États-Unis notamment).

Au-delà de cette réallocation géographique, un rééquilibrage du commerce intra-européen est à l'œuvre. Celui-ci est alimenté par une inversion des dynamiques de compétitivité, marqué par une hausse plus rapide du coût du travail en Allemagne que dans les autres pays européens depuis une dizaine d'années, à l'inverse de la période précédente. Les excédents commerciaux de l'Allemagne avec les autres pays européens ont ainsi tendance à se réduire, ces derniers profitant de plus en plus de la demande allemande. Ce mouvement est renforcé par les plans d'investissement allemands et par la volonté de développer une offre européenne dans le cadre des politiques de réarmement. Il se traduit par une hausse des importations allemandes et une réduction des excédents bilatéraux, notamment avec la France. La demande allemande soutient ainsi la croissance des autres pays européens, une évolution récente, appelée à se poursuivre.

Lucie Barette

Achevé de rédiger le 21 avril 2026



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

CROISSANCE ET FINANCES PUBLIQUES : GARDER LE CAP

Depuis son rebond au T2 2025, la croissance française a été relativement soutenue. Elle devrait l'être restée et le serait aussi au T1 2026, soutenue notamment par des achats de précaution. Au T2, elle accuserait le coup de l'accélération de l'inflation. La consommation des ménages devrait être pénalisée par une détérioration du pouvoir d'achat, tandis que le soutien des finances publiques devrait être plus modéré qu'en 2022. Toutefois, la croissance française devrait conserver des lignes de force, liées notamment à l'investissement public (français et européen) dans l'armement et privé dans l'IA. Au global, nous révisons nos prévisions de croissance à 1% en 2026 (-0,3pp) et 1,1% en 2027 (-0,2pp) et celles d'inflation à 2,4% en 2026 (+1,3pp) et 1,9% en 2027 (+0,4pp), mais maintenons nos prévisions de déficit public à 5% du PIB en 2026 et 4,5% en 2027.

CROISSANCE : ENTRE IMPACT DE L'INFLATION ET BONNE TENUE DE L'INVESTISSEMENT ET DES EXPORTATIONS

Les planètes s'étaient alignées pour que 2026 soit une bonne année pour la croissance. Le rebond de la production dans l'aéronautique et la mise en œuvre des plans de réarmement européens devaient soutenir les exportations. La transmission plus nette de l'assouplissement monétaire de la BCE au taux des crédits au secteur privé non financier avait bénéficié à l'investissement. Après plusieurs mois de croissance des salaires supérieure à celle de l'inflation, la croissance de la consommation des ménages s'accélérait. Enfin, le budget adopté en février laissait augurer d'une bonne tenue de la consommation et de l'investissement publics.

Avec le conflit en Iran, c'est sur la demande intérieure privée que les risques à la baisse sont les plus prononcés. L'augmentation du prix du pétrole pèse sur le pouvoir d'achat des ménages, ce qui devrait se répercuter sur leurs intentions de dépense, avec la possibilité d'un repli de la consommation des ménages au 2^e trimestre.

La remontée de l'incertitude et de l'inflation ont déjà pesé sur les taux d'intérêt (hausse de 15 pb des taux des crédits aux entreprises non financières entre août 2025 et février 2026). Une remontée du taux directeur de la BCE reste incertaine. Les perspectives d'investissement du secteur privé en seraient altérées, mais pas remises en cause. L'investissement des entreprises augmenterait à la fois dans les services et dans la construction (IA et centres de données). Celui des ménages bénéficierait principalement à l'entretien/rénovation (bonne tenue des transactions dans l'ancien) et dans une moindre mesure au neuf (léger rebond des mises en chantier). L'investissement public (+2,1% en 2025) continuerait de croître, soutenu par les efforts de décarbonation des bâtiments, de réarmement et l'investissement serviciel.

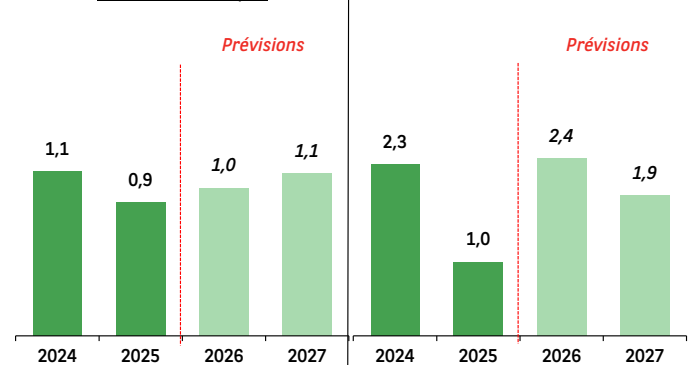
Au global, le climat des affaires s'est pour le moment maintenu. Il est soutenu par la situation dans l'industrie, qui bénéficie notamment de la commande publique (plan de réarmement) et d'une bonne tenue des exportations, qui devraient perdurer.

COMMERCE EXTÉRIEUR : BULLETPROOF ?

La France bénéficie depuis la mi-2025 du rebond de ses exportations de biens, notamment dans l'aéronautique, la défense, la pharmacie et les intrants industriels (électronique). La dynamique s'est poursuivie en janvier et février 2026, contribuant à la restauration de l'équilibre du compte courant (après un déficit de EUR 12,5 mds en 2025, soit -0,3% du PIB). Les gains à l'exportation sont réalisés principalement intra-UE, en premier lieu en Allemagne, et devraient apporter un soutien conséquent à la croissance du PIB.

Croissance et inflation

Croissance du PIB, %



GRAPHIQUE 1

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

Cette dynamique devrait perdurer malgré la guerre en Iran, car elle provient de secteurs industriels qui y sont peu exposés. De plus, elle dépend d'une demande publique en croissance en raison des plans de réarmement européens (qui sont loin de se limiter au plan allemand, voir notre analyse) ou d'investissements peu sensibles au cycle (IA).

CRÉDITS : UNE BONNE DYNAMIQUE QUI POURRAIT SE TASSER

Le taux des nouveaux crédits à l'habitat aux ménages a augmenté de 10 bp au T1 2026. Une hausse modeste mais qui contraste avec une stabilité, autour de 3%, en 2025.

Malgré un contexte très concurrentiel, notre scénario de taux (taux du marché monétaire et swap) suggère une légère augmentation des taux moyens des prêts à l'habitat au T2, et probablement plus marquée au-delà. En parallèle, les nouveaux crédits mensuels se sont stabilisés depuis le T2 2025, évoluant autour du niveau modéré de EUR 12,5 mds, avant de fléchir légèrement au T1 2026 (EUR 12 mds). Une hausse des taux pèserait mécaniquement. La croissance de l'encours est donc modeste (+0,2% a/a en février) du fait de flux de remboursements élevés en lien avec l'abondance de la production nouvelle durant la période de taux bas. Sous l'effet de la détérioration de la capacité d'achat immobilière des ménages, les volumes de transactions devraient s'infléchir et les prix se stabiliser au cours des prochains trimestres.

Les crédits à l'investissement aux entreprises restent dynamiques au T1 2026 et sont principalement tirés par l'accélération des crédits immobiliers (respectivement +4,6% a/a et +5,5% a/a en février).



Les financements de marché ne sont pas en reste et augmentent de 6,1% a/a, sur fond de légère baisse du coût des émissions de titres de dettes (-9 pb m/m). La hausse à venir des taux de marché serait de nature à rendre le financement bancaire plus attractif. La rentabilité des projets d'investissements pourrait néanmoins s'éroder, mais pas assez pour les remettre en cause.

INFLATION ET CONSOMMATION NE FONT PAS BON MÉNAGE

L'inflation harmonisée a atteint un point bas en janvier 2026 (0,4% a/a) qui augurait d'une amélioration du pouvoir d'achat des ménages et laissait entrevoir un rebond de leurs dépenses. On ne savait pas, alors, que la période qui avait vu les salaires progresser plus vite que l'inflation (de 2 points en cumul sur 2024-25) touchait à sa fin. L'inflation harmonisée s'est accélérée en mars à 1,9% a/a sous l'effet de la hausse des prix du carburant. Dès le T2, elle serait donc supérieure à la croissance des salaires. Même si l'inflation devrait, selon nos prévisions, moins augmenter qu'en 2022-23 (pic anticipé à près de 3% début 2027, contre 7,3% en février 2023) et moins se diffuser aux biens et aux services, le pouvoir d'achat des ménages devrait aussi être moins protégé qu'en 2022-23. Selon nos calculs, les mesures adoptées à l'époque avaient évité (à leur pic) près de 2,5 points d'inflation, alors que cette fois le support devrait être plus faible – le gouvernement privilégiant des mesures ciblées afin d'éviter de creuser le déficit public. Selon nos prévisions, le pouvoir d'achat du revenu disponible brut se contracterait de 0,3% (contre un gain de +0,4% en 2022, malgré l'inflation de près de 6% selon la mesure harmonisée). En conséquence (et malgré une baisse du taux d'épargne de 18,1% en 2025 à 17,5% en 2026), la consommation privée ne progresserait que de 0,5% en 2026 (comme en 2025), contre un rebond de 1% anticipé avant le conflit en Iran. La croissance du PIB s'en trouverait amputée de près d'un quart de point.

MARCHÉ DU TRAVAIL : DÉTÉRIORATION MODÉRÉE

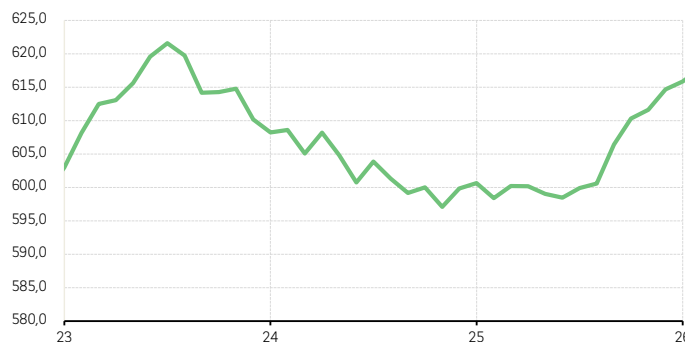
Le léger repli de l'emploi salarié en 2025 (-0,2% a/a au T4, contre +0,2% a/a au T4 2024) a suivi le point bas enregistré en termes de croissance (0,7% a/a au T1 2025) et engendré un léger rebond du taux de chômage (7,9% au T4 contre 7,3% un an plus tôt). En 2026, le taux de chômage augmenterait, à 8,2%, sous le poids d'une remontée du chômage des jeunes. Une détérioration modérée qui devrait limiter celle de la confiance des ménages. Une situation cohérente également avec la poursuite de la modération des pressions salariales : ainsi, comme en 2022, les marges des entreprises seraient soutenues par un recul des salaires réels (bien que dans une moindre ampleur), compensant en partie l'impact de la hausse du prix du pétrole. Ce phénomène devrait perdurer jusqu'à mi-2027. En effet, même si une augmentation du SMIC devrait intervenir dès mai (l'indice des prix ayant progressé de 2% par rapport à fin 2025), l'imparfaite indexation des salaires à mesure que l'on s'en éloigne suggère que les salaires réels devraient se contracter à cet horizon.

FINANCES PUBLIQUES : LEUR CONSOLIDATION RESTE LE CAP

Le déficit public a atteint 5,1% du PIB en 2025, une amélioration plus marquée par rapport à son niveau en 2024 (5,8%) que dans la cible du gouvernement (5,4%), liée à un rebond des prélèvements obligatoires de 0,8pp (43,6% en 2025, voir notre analyse). En 2026, le déficit public serait conforme à la cible de 5% du gouvernement. Les conséquences du choc énergétique devraient en effet annihiler la marge de manœuvre budgétaire qui était apparue au terme de la bonne performance de 2025, notamment en raison d'un surcroît de 0,1 point du service de la

Les exportations françaises rebondissent nettement depuis la mi-2025

Somme sur 12 mois, en Mds EUR



GRAPHIQUE 2

SOURCES : DOUANES, BNP PARIBAS

dette (principalement en raison de l'impact de l'inflation sur les obligations indexées). La hausse des taux obligataires ne jouerait que très marginalement à la hausse sur ce dernier, en raison de la maturité moyenne élevée (8 ans et demi) de la dette.

Les annonces de soutien face au choc inflationniste atteignent, pour l'heure, EUR 400 M (moins de 0,1% du PIB). En l'absence de marge de manœuvre, le gouvernement a annoncé que toute mesure supplémentaire serait compensée par des économies équivalentes. L'augmentation du budget de la défense et de la charge de la dette (+0,6 point de PIB à elles deux) devraient empêcher une diminution du ratio de dépenses publiques (qui se stabiliserait à près de 57% du PIB en 2026 et 2027). En conséquence, la réduction du déficit public reposerait, une nouvelle fois, sur le rebond des prélèvements obligatoires, qui retrouveraient, fin 2027, leur niveau pré-Covid (44,4% du PIB). La réduction du déficit public à un rythme moyen de 0,5 point de PIB par an permettrait de ralentir l'augmentation de la dette publique (115,6% du PIB en 2025, +3pp a/a) avant de la stabiliser à près de 120% du PIB en 2030, lorsque le déficit budgétaire reviendrait à la cible de 3% du PIB.

Stéphane Colliac et Thomas Humblot

Achevé de rédiger le 21 avril 2025



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

ENTRE VULNÉRABILITÉ ÉNERGÉTIQUE, COMMERCE RÉSILIENT ET MARGE BUDGÉTAIRE LIMITÉE

Après avoir enregistré une croissance de +0,3% t/t au T4 2025, l'Italie a entamé 2026 avec un dynamisme modéré. Cependant, l'économie est confrontée à des risques croissants liés à sa dépendance au GNL et à son exposition au détroit d'Ormuz. Par conséquent, nous anticipons une croissance de +0,7% (révisée à la baisse de 0,3 pp) en 2026, tirée à la baisse par l'investissement, la consommation et les exportations. Les pressions inflationnistes s'intensifient également, tout comme les coûts énergétiques pour les entreprises. Malgré ces défis, le commerce extérieur continue de s'adapter aux évolutions récentes et la consolidation budgétaire progresse, bien que la marge de manœuvre reste limitée.

UN ENVIRONNEMENT GÉOPOLITIQUE QUI SE DÉTÉRIORE

La dégradation de la situation géopolitique et le choc énergétique qui en résulte interviennent alors que l'Italie affichait les premiers signes d'une reprise modérée. Le PIB réel a progressé de +0,3% t/t au T4 2025, porté par le rebond de l'investissement, conférant au pays un acquis de croissance de +0,3% pour 2026. En janvier-février, le PMI composite et l'indicateur Ita-coin restaient expansionnistes, bien qu'à des niveaux inférieurs à la moyenne du T4 2025, tandis que la demande de services était soutenue par les Jeux olympiques d'hiver.

Si les commandes totales et étrangères observées au cours des deux premiers mois de 2026 suggèrent un léger raffermissement du secteur industriel, cette dynamique pourrait s'essouffler, voire s'inverser, si le conflit au Moyen-Orient perdure. En février, la production industrielle n'a cru que de +0,1% m/m. Cette faiblesse de l'industrie devrait se poursuivre tout au long du T1.

En supposant une fin du conflit d'ici le T2, le PIB devrait ralentir, voire stagner. L'impact sur l'activité des prix élevés de l'énergie deviendra particulièrement visible au T2, entraînant un léger ralentissement de la croissance par rapport au T1. Une désescalade plus lente (en quatre mois environ), placerait la croissance annuelle pour 2026 autour de +0,7% (révision à la baisse de 0,3 pp). L'investissement serait le plus affecté, bien que le plan de relance (NRRP) resterait son principal stabilisateur.

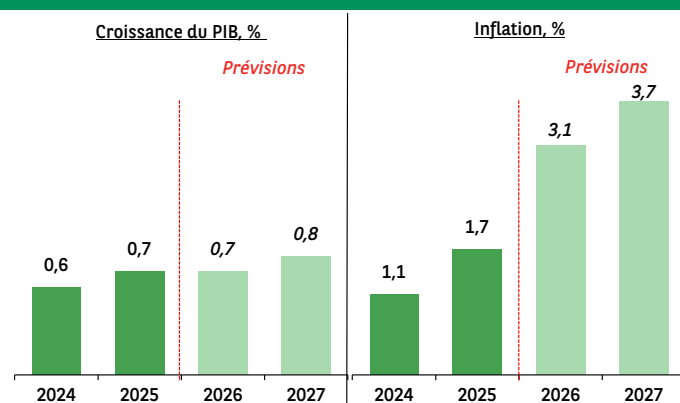
Malgré une hausse du revenu total en 2025, la consommation demeure structurellement faible du fait de la stagnation des salaires. La hausse de l'emploi a soutenu le revenu du travail agrégé, mais pas par habitant. De plus, l'essentiel de la hausse des revenus provient de sources non salariales, qui bénéficient principalement aux ménages les plus aisés, qui sont caractérisés par une forte propension à épargner (45%).

NOUVELLES PRESSIONS INFLATIONNISTES DANS UN CONTEXTE DE VOLATILITÉ ÉNERGÉTIQUE

L'intensité pétrolière italienne (barils/EUR de PIB) est passée de 1,6 en 1980 à 0,66 en 2024. Depuis 2023, l'Italie a remplacé le gaz russe par du GNL et des importations via des pipelines en provenance de la Méditerranée et du Caucase, réduisant sa dépendance à un fournisseur unique, mais créant une vulnérabilité énergétique aux routes maritimes et points de passage stratégiques (ex : détroit d'Ormuz) : en 2024, plus de 46% du GNL importé provenait du Qatar. L'énergie représente 10,9% du panier de consommation des ménages en Italie (4,7 % pour les carburants et les transports et 6,2% pour l'énergie domestique), une part supérieure à la moyenne de la zone euro (environ 9%).

Après une inflation énergétique négative au début de 2026 (-6,4% a/a en janvier-février), les prix de l'énergie devraient rebondir au T2 (entre 0% et 4%).

Croissance et inflation



GRAPHIQUE 1

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

Dans un scénario où les prix du pétrole et du gaz atteindraient USD 130 et où le conflit durerait dix mois, Confindustria¹ estime que l'inflation augmenterait de 13 pp – une hausse comparable à celle observée durant le choc de 2021-2022 (+12 pp). Les tendances historiques suggèrent aussi que des effets de second tour apparaîtraient six mois après le choc initial, même si une demande plus faible et des mesures de modération des prix pourraient en atténuer l'ampleur.

Les estimations préliminaires indiquent que l'IPCH a progressé de +1,7% a/a en mars 2026 (niveau le plus élevé depuis mars 2025). La transmission partielle de cette hausse à l'inflation sous-jacente pourrait pousser l'inflation totale proche de 3% en 2026.

Un choc énergétique prolongé porterait la part de l'énergie dans les coûts totaux des entreprises à environ 5,9% en 2026 (contre 4,9% en 2025). Les entreprises manufacturières italiennes, déjà plus exposées aux coûts énergétiques que leurs concurrentes européennes, pourraient voir leur activité se contracter, accentuant le recul observé en 2025 (-0,5% a/a ; -0,2% pour l'ensemble de l'industrie) et interrompant la reprise en cours.

L'ÉLAN DE L'EMPLOI OBSERVÉ DEPUIS 2023 COMMENCE À S'ESSOUFFLER

Chez les 15-64 ans, l'emploi n'a crû que de 0,8% en 2025, soit la moitié du rythme de 2024, portant le taux d'emploi à 62,5%. Les créations d'emplois proviennent surtout des 50+ ans. Le taux de chômage est tombé à 6,1% (plus bas jamais enregistré), tandis que le taux d'inactivité est revenu à son point bas de 2023 (33,3%).

¹ Confindustria, Rapporto di previsione: Guerre, dazi, incertezza, a rischio la crescita, march 2026.



Entre 2024 et 2025, la valeur ajoutée a progressé de 2,2% en cumulé, alors que le volume de travail a reculé de 0,4%, permettant à la productivité par tête de retrouver, fin 2025, son niveau pré-pandémique. Les salaires horaires ont augmenté de 3,1% a/a en 2025. Les premiers indicateurs de 2026 suggèrent un marché du travail solide, mais en ralentissement.

FINANCES PUBLIQUES : DES PROGRÈS RÉELS, MAIS DES MARGES LIMITÉES

Le déficit public s'est réduit à 3,1% du PIB en 2025 (-0,3 pp a/a), tandis que la dette publique a augmenté à 137,1% (+2,2 pp). Cette consolidation ne suffit néanmoins pas à sortir l'Italie du dispositif de déficit excessif de l'UE : l'objectif est manqué de 0,1 point, notamment à cause du « Superbonus ». Cet écart ne devrait toutefois pas remettre en cause la trajectoire globale.

Les dépenses courantes évoluent conformément aux prévisions et les recettes fiscales les ont dépassées, portant l'excédent primaire à +0,7% du PIB (contre +0,5% en 2024 ; l'un des plus élevés aux côtés du Portugal, Grèce, Chypre, Irlande et Luxembourg). Les agences de notation tiennent compte : S&P a relevé sa perspective à « positive » (janvier), Fitch maintient « stable » (mars) et Moody's (mars) juge la trajectoire de consolidation crédible.

Selon Confindustria, cette stabilité a contribué à réduire le spread BTP-Bund et à faire baisser les rendements de 115 pb entre fin 2023 et fin 2025, réduisant le coût de financement des entreprises d'environ 12-14% en 2024-2025 et permettant potentiellement EUR 30 mds d'économies d'intérêts si la dette était refinancée aux taux actuels sur une maturité moyenne de 8 ans.

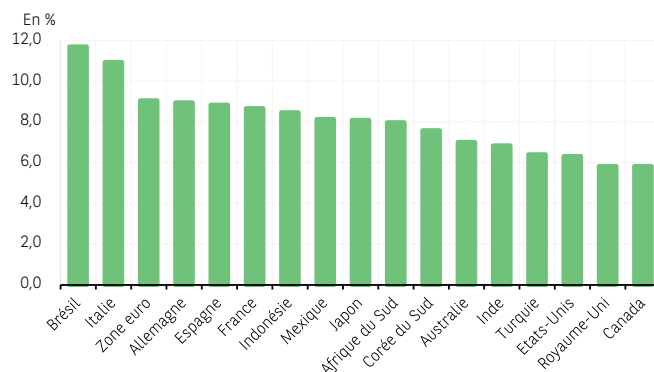
Le choc énergétique complique les perspectives et menace d'éroder les marges budgétaires déjà limitées. Le gouvernement a annoncé le 19 mars des réductions temporaires des taxes sur les carburants (EUR 417 millions), prolongées jusqu'au 1^{er} mai (enveloppe supplémentaire de EUR 500 millions), et des mesures anti-spéculation. Il a exclu toute mesure corrective immédiate, tout en gardant la possibilité d'une coordination européenne via la clause dérogatoire générale.

Les marchés réagissent : le spread BTP-Bund a atteint 100 pb le 27 mars et le rendement à 10 ans s'est maintenu au-dessus de 4%. Les dépenses d'intérêts représentent désormais 3,8% du PIB (près du double de la France et de l'Espagne et le quadruple de l'Allemagne). La dette publique totale dépasse EUR 3 095 mds. Même une perte de croissance modérée liée à la hausse des prix de l'énergie réduirait les recettes publiques et comprimerait les marges budgétaires déjà serrées, rendant plus difficile l'absorption des chocs sans mesures correctives.

LE COMMERCE EXTÉRIEUR RESTE RÉSILIENT MALGRÉ DES CHOCS RÉPÉTÉS ET IMPRÉVISIBLES

Au cours des dernières années, les exportations ont fait preuve d'une forte capacité d'adaptation, notamment grâce à une réallocation géographique rapide : environ 8% des produits italiens changent de destination chaque année (6% pour l'Allemagne)². Les importations ont été très dynamiques, avec un taux annuel de recomposition d'environ 12% (en 2022-2023), stabilisé autour de 9% ces deux dernières années — bien au-dessus du niveau allemand.

Part de l'énergie dans le panier de consommation



GRAPHIQUE 2

SOURCES : BNL ECONOMIC RESEARCH, BASE DE L'OCSE

Les entreprises multinationales représentent environ trois quarts des exportations manufacturières, avec une présence marquée sur les marchés lointains (85,9% des exportations vers la Chine et 83,1% de celles à destination des États-Unis).

Cependant, les importations restent vulnérables aux ruptures d'approvisionnement en biens stratégiques. Bien que la dépendance globale de l'Italie aux biens stratégiques se situe dans la moyenne de l'UE, elle est plus exposée aux intrants énergétiques étrangers que l'Allemagne ou la France³. Par ailleurs, 40,4% des importations stratégiques italiennes proviennent de pays à risque politique « faible » ou « limité » (contre 51% pour les quatre principaux pays de l'UE).

En janvier 2026, les importations ont reculé de 1,3% m/m (-7,4% a/a), tandis que les exportations sont restées stables (-0,1 % m/m ; -4,6% a/a). Les exportations vers les États-Unis ont baissé de 6,7% a/a (contre +7,2% en 2025) ; toutes les catégories, sauf le secteur pharmaceutique, sont en repli. Les données pour février laissent entrevoir un léger rebond, mais le comparatif avec le début de l'année 2025 est biaisé par un effet de stockage anticipé.

Au S1 2026, le commerce extérieur sera impacté par les répercussions du conflit en Iran : ralentissement de la demande mondiale, perte de confiance, hausse des prix de l'énergie, coûts de transport accrus et renchérissement des matières premières et des importations devraient peser sur la balance commerciale⁴.

Simona Costagli et Paola Verduci

Achevé de rédiger le 14 avril 2026

² Istat, March, 2026, Rapporto sulla competitività dei settori produttivi.

³ Istat, 2026.

⁴ Bank of Italy, april 2026, Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita.



LA DEMANDE INTÉRIEURE DEVRAIT CONTINUER DE SOUTENIR LA CROISSANCE

L'économie espagnole est engagée dans un cycle long favorable, marqué par une croissance élevée, soutenue par la demande intérieure. En 2026, la surperformance par rapport à la zone euro se maintiendrait, mais la croissance ralentirait, pénalisée par l'affaiblissement de ses soutiens structurels (main-d'œuvre disponible), le manque de relais (faible productivité) et le choc inflationniste. Elle atteindrait 2,3% en 2026 (révisée à la baisse de 0,2pp). L'inflation accélérerait à 3,3% (révisée à la hausse de 1pp) et pèserait sur le pouvoir d'achat des ménages. Les finances publiques auraient la capacité de modérer cet impact, sans remettre en cause la trajectoire de réduction du ratio de dette publique.

CROISSANCE: UNE DYNAMIQUE QUI DEVRAIT RESTER SOLIDE

La croissance du PIB espagnol a dépassé celle de la zone euro pour la cinquième année consécutive en 2025 (+2,8% contre +1,5%, +1,8pp d'écart en moyenne sur les 5 ans). Elle devrait toutefois ralentir en 2026. Ce ralentissement tient en partie à des facteurs structurels : la croissance repose largement sur les créations d'emplois, qui devraient diminuer à mesure que le plein emploi se rapproche, alors que la productivité ne prend pas le relais (voir plus bas).

L'Espagne est exposée aux conséquences du conflit au Moyen-Orient, bien que moins que d'autres pays. Son mix énergétique est, notamment, plus favorable : le gaz ne représente qu'environ 21% de celui-ci (contre 39,8% en Italie, 27,5% en Allemagne, 12,1% en France), tandis que la part des énergies renouvelables dépasse 58% dans la production d'électricité¹. L'industrie pèse également nettement moins dans l'activité (15% de la valeur ajoutée espagnole, contre 23% en Allemagne et 19% en Italie et 14% en France), ce qui limite de fait cette exposition. En revanche, la hausse des prix du pétrole pèsera, comme ailleurs, sur le pouvoir d'achat des ménages, alors que l'inflation est déjà supérieure à la moyenne européenne. La conjoncture reste toutefois relativement favorable, avec des PMI composite et services en zone d'expansion depuis près de deux ans et demi. Le PMI manufacturier est, en parallèle, à 50 ou en deçà depuis décembre (48,7 en mars).

L'Espagne devrait donc continuer d'afficher une croissance supérieure à la moyenne de la zone euro. Les tensions sur le pouvoir d'achat ne devraient pas empêcher la demande intérieure de rester un moteur de l'activité, portée la vigueur du marché du travail, même si celle-ci devrait aller en s'atténuant. L'investissement continuerait également de soutenir la croissance, 2026 constituant la dernière année de décaissement des fonds NGEU (avec EUR 23 mds de subventions et EUR 7 mds de prêts restant à mobiliser), avant un probable ralentissement en 2027. À l'inverse, le commerce extérieur pourrait être pénalisé par un ralentissement des flux touristiques.

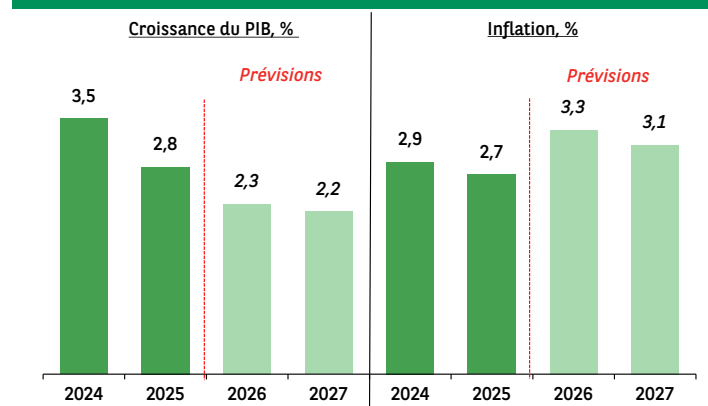
MARCHÉ DU TRAVAIL: UN MOTEUR QUI APPROCHE DE SES LIMITES

Le dynamisme de la consommation des ménages reste soutenu par un marché du travail tendu. Les créations d'emplois demeurent robustes (22 millions d'actifs en mars, +523 K sur un an), tandis que le taux de chômage poursuit sa baisse (-1,1 pt a/a à 9,8% en janvier, sous la barre des 10% pour la première fois depuis mars 2008), soutenant la dynamique salariale. Le secteur des services concentre l'essentiel de cette dynamique (79% des créations d'emplois). Par ailleurs, l'immigration continue de jouer un rôle clé : la part de la population active étrangère s'est stabilisée à 17,7 % au T4 2025, contribuant à atténuer les effets du vieillissement démographique. Le gouvernement a, en parallèle, engagé un processus de régularisation des migrants de vaste ampleur, qui concernera environ 500 000 personnes. Cela viendrait soutenir l'offre de travail à court terme.

¹ Contre 58% en Allemagne, 51% en Italie et 22% en France.

² Mécanisme temporaire adopté en 2022 par l'Espagne et le Portugal, autorisant un plafonnement du prix du gaz utilisé pour produire de l'électricité, dérogeant au marché européen. Il a ainsi permis de limiter l'inflation durant la crise énergétique.

Croissance et inflation



GRAPHIQUE 1

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

Des fragilités structurelles subsistent néanmoins. Le taux de chômage reste supérieur à la moyenne de la zone euro (6,2%), en particulier chez les jeunes (23,8% contre 14,9%). Par ailleurs, les enquêtes de conjoncture soulignent que la pénurie de main-d'œuvre continue de freiner la production, tant dans la construction que dans les services, à un niveau bien supérieur à la moyenne historique.

Dans ce contexte, le marché du travail espagnol se rapproche progressivement de ses contraintes structurelles. Le chômage, bien qu'en baisse, resterait supérieur à celui des autres grandes économies européennes (9,6% en 2027 selon la Commission européenne, contre 6,2% en zone euro). À mesure que ces marges de rattrapage se réduisent, la contribution de l'emploi à la croissance devrait s'atténuer, tandis que les tensions salariales se renforceraient. Cette évolution suggère une réduction progressive du rôle du marché du travail dans le soutien à l'activité, et le renforcement des tensions salariales et inflationnistes à moyen terme.

L'INFLATION PÈSERA SUR LE POUVOIR D'ACHAT

L'Espagne entame ce choc énergétique avec une inflation supérieure à la moyenne européenne (3,3% a/a en mars, contre 2,5% en zone euro), reflet d'une économie en tension. La hausse des prix de l'énergie (+7,6% a/a en mars) n'a, à ce stade, pas été transmise à l'inflation sous-jacente. Néanmoins, celle-ci reste relativement élevée (2,9 % en mars).

Les tensions sur l'offre sont, en Espagne comme ailleurs, plus modérées qu'en 2022. C'est également le cas concernant la demande, qui était très dynamique en sortie de Covid. Cependant, contrairement à cette période, l'Espagne ne bénéficie plus de l'exception ibérique².



Néanmoins, son mix énergétique l'expose toujours moins que d'autres pays à une transmission des prix du gaz à ceux de l'électricité (en raison du poids élevé des énergies renouvelables).

La dynamique salariale s'essouffle (+2,9 % a/a en nominal en janvier-février, contre +3,4% en moyenne en 2025). L'inflation est ainsi déjà supérieure à la croissance des salaires nominaux, ce qui entraîne une érosion des salaires réels. Ceux-ci ne parviendraient ainsi pas à combler le retard accumulé depuis la crise inflationniste (ils restent inférieurs d'environ 7 points au niveau du T1 2020). La croissance du revenu disponible brut réel resterait toutefois plus résiliente, car elle repose sur un déflateur de la consommation moins sensible aux prix de l'énergie importée, et bénéficie du soutien des finances publiques (voir ci-dessous). Cela permettrait de continuer de soutenir la consommation des ménages, bien qu'à un rythme plus modéré.

UNE TRAJECTOIRE BUDGÉTAIRE LÉGÈREMENT AFFECTÉE, MAIS TOUJOURS FAVORABLE

Le gouvernement a rapidement mis en place des mesures de soutien au choc énergétique, pour près de EUR 5 mds (0,3% du PIB). Elles comprennent des allègements fiscaux sur l'énergie (baisses de TVA), des aides ciblées aux secteurs les plus exposés ainsi que des mesures de soutien aux ménages. De nature temporaire, ces mesures exceptionnelles viennent en addition du budget et pèsent à court terme sur les finances publiques, tout en conservant un impact limité sur la trajectoire de moyen terme.

L'Espagne utilise ainsi les marges de manœuvre dont elle dispose, et qui sont supérieures à celles des autres pays européens. Sa trajectoire budgétaire est en effet favorable, marquée par une consolidation progressive facilitée par la croissance nominale du PIB et la reconduction du budget de l'État depuis 2023. Le déficit public s'est ainsi réduit à -2,2% du PIB en 2025 (-1,1 pt en trois ans), tandis que la dette s'établissait à 100,7% (proche d'un retour à son niveau pré-Covid).

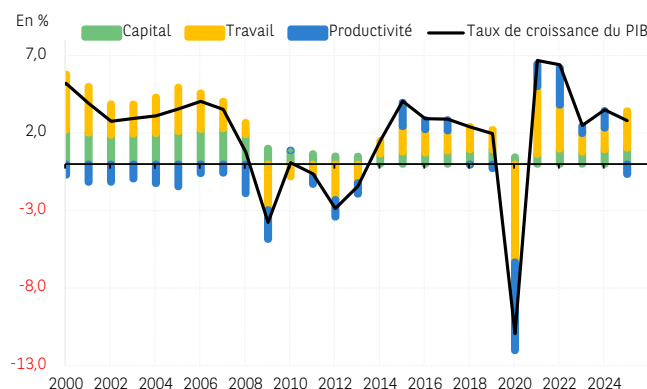
Dans ce contexte, les mesures de soutien devraient entraîner une légère dégradation du solde budgétaire, via une baisse des recettes et une hausse des dépenses. Néanmoins, la croissance nominale attendue (5,7% en 2026 et 4,9% en 2027) devrait permettre de poursuivre la baisse du ratio d'endettement. La consolidation se poursuivrait, bien qu'à un rythme légèrement plus lent qu'anticipé. Le déficit augmenterait à -2,5% du PIB en 2026 avant de reculer à -2,3% en 2027, tandis que le solde primaire redevenirait excédentaire (+0,1% puis +0,3%). Dans un contexte où le taux d'intérêt apparent sur la dette (2,6%) resterait inférieur à la croissance nominale, la dynamique de dette demeurerait bien orientée. Le ratio de dette publique passerait ainsi sous le seuil des 100% dès 2026 (98,1%), avant de poursuivre sa baisse en 2027 (96,5%). Cette dynamique favorable devrait permettre de maintenir un *spread* modéré avec le taux à 10 ans allemand (de l'ordre 50 pb depuis le déclenchement du conflit en Iran contre 59 pb en moyenne en 2025).

UN EXCÉDENT EXTÉRIEUR QUI DIMINUERAIT

Les comptes extérieurs espagnols demeurent solides. Malgré un repli, l'excédent courant est resté élevé à +2,3% du PIB au T4 2025. Il s'éroderait dans les prochains mois, sous l'effet d'un tassement attendu de l'excédent des services, en particulier touristique. En effet, la croissance des arrivées de touristes a ralenti (+2,3% a/a en février 2026 contre +6,1% un an plus tôt).

Parallèlement, le déficit de la balance des biens devrait se renforcer sous le poids de la hausse du prix du pétrole. Les exportations devraient continuer de ralentir, pénalisées par les effets des droits de douane

La croissance portée par l'emploi et freinée par la productivité



GRAPHIQUE 2

SOURCES : BNP PARIBAS, CONFERENCE BOARD (TED)

américains. En effet, bien que l'exposition directe de l'Espagne aux États-Unis demeure limitée (moins de 5% du total des exportations de biens et 1,3% du PIB), les effets indirects via les principaux partenaires commerciaux européens restent significatifs. À moyen terme, une amélioration des perspectives de croissance en zone euro pourrait toutefois soutenir les exportations.

Par ailleurs, l'Espagne continue d'attirer des flux importants d'investissements directs étrangers (IDE), se positionnant comme le deuxième pays récipiendaire en Europe – après la France. Ces flux contribuent à renforcer la capacité exportatrice du pays et à contenir, en partie, la dégradation du solde commercial.

UNE FAIBLE PRODUCTIVITÉ QUI LIMITE LE POTENTIEL DE CROISSANCE

Le PIB par habitant de l'Espagne (EUR 26 740) demeure nettement inférieur à celui de ses voisins de la zone euro (EUR 32 850 en moyenne), ce qui s'explique en grande partie par un déficit structurel de productivité. Selon les données de *Conference Board*, une heure de travail en Allemagne génère en moyenne 30% de valeur ajoutée supplémentaire par rapport à l'Espagne (contre 28% en moyenne sur la période 2010-2019)

Ce déséquilibre trouve ses racines dans la structure du tissu productif espagnol, encore dominée par des secteurs à faible valeur ajoutée, notamment le tourisme, malgré le développement du secteur des énergies renouvelables. De plus, la prépondérance des petites et moyennes entreprises dans le pays limite les économies d'échelle et la capacité d'innovation. Enfin, les dépenses en R&D se sont élevées à 1,5 % du PIB en 2024 en Espagne, contre 2,2 % en France et 3,1 % en Allemagne.

Dans ce contexte, la croissance espagnole continue de reposer largement sur l'accroissement de la main-d'œuvre. À terme, le faible niveau de productivité pourrait constituer un frein majeur à la croissance. Ce risque est accentué par le vieillissement de la population et une éventuelle modération des flux migratoires – deux variables susceptibles de réduire encore davantage l'offre de travail disponible.

Lucie Barette avec l'aide de Maëlys Biot (stagiaire)

Achévé de rédiger le 21 avril 2026



FACE AU RISQUE STAGFLATIONNISTE

Après une bonne performance en 2025, l'économie britannique subira en 2026 les conséquences de sa dépendance aux matières premières importées, avec peu de marges de manœuvre budgétaire pour y faire face. La croissance du PIB tomberait à 0,7%. L'inflation resterait durablement au-delà de la cible de 2% fixée par la Banque d'Angleterre (BoE) avec 3,6% en 2026 et 3,3% en 2027 (mais cette prévision dépendra de l'ampleur et de la durée du conflit). La demande est néanmoins nettement moins dynamique qu'en 2022, ce qui devrait limiter les effets de second tour. Toutefois, la BoE devrait réagir. Selon nos prévisions, elle relèverait son taux directeur de +25 pb au T2 puis au T3 ; elle devrait l'abaisser ensuite en 2027. Aux prises avec un déficit commercial structurel et la remise en cause de sa relation commerciale « spéciale » avec les États-Unis, le Royaume-Uni devrait poursuivre son rapprochement stratégique avec l'Union européenne.

CROISSANCE : VULNÉRABILITÉ À UNE AUGMENTATION DU PRIX DES MATIÈRES PREMIÈRES

En 2025, la croissance du PIB a accéléré avec +1,4% (après +1,1% en 2024), soutenue par la consommation privée (contribution de +1pp) et l'investissement (0,8pp) public et privé (dans le numérique et les nouvelles technologies), tandis que la balance commerciale s'est détériorée. Toutefois, après un très bon début d'année, les performances se sont étiolées : la croissance a atteint 0,1% t/t au T4 et l'investissement privé s'est replié, dans un contexte de forte incertitude (facteur limitant la production pour les deux tiers des entreprises, selon l'enquête CBI).

Alors que le bon niveau des enquêtes de conjoncture au T1 2026 et les premiers chiffres de la croissance mensuelle pouvaient laisser présager une reprise (PMI manufacturier et services en zone d'expansion), le choc énergétique de la guerre en Iran devrait peser. Le coût des intrants et les délais d'approvisionnement se sont fortement tendus. En 2026, le soutien à la croissance proviendrait en premier lieu de la hausse des dépenses publiques prévues au budget. Toutefois, le Royaume-Uni apparaît parmi les pays européens les plus exposés à une hausse du prix des matières premières (faible niveau des stocks de gaz notamment). Or, le niveau du déficit public et les tensions à la hausse sur les taux longs limitent la capacité des finances publiques à soutenir le pouvoir d'achat des ménages. La croissance du PIB devrait donc être affectée (-0,3 pp par rapport à notre scénario initial).

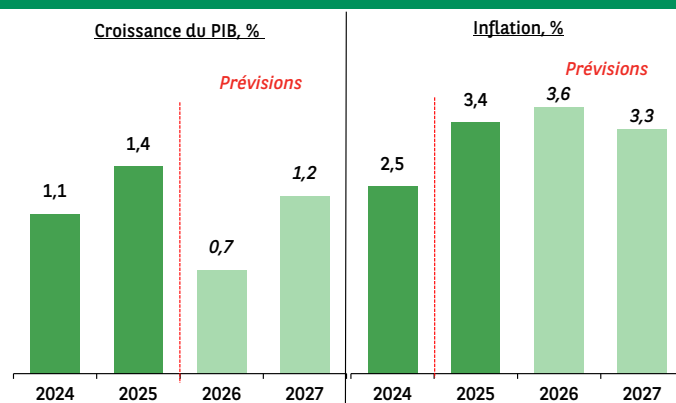
DÉTÉRIORATION DU MARCHÉ DU TRAVAIL

Le taux de chômage a augmenté pour atteindre 5,2% en novembre 2025 (+1,6 pp par rapport au point bas de juin 2022), niveau autour duquel il tend à se stabiliser. La dégradation est marquée chez les jeunes avec un taux de chômage à 16% en décembre 2025 (+6,3 pp depuis juin 2022). Le nombre de postes vacants est tombé à 721 000 en février 2026, soit une baisse d'environ 45% depuis début 2022, tandis que le ratio de chômeurs par poste vacant est remonté à 2,6.

Les développements géopolitiques récents ont ajouté un facteur d'incertitude supplémentaire. Les enquêtes KPMG/REC font état d'un recul des recrutements (permanents et temporaires), tandis que les PMI récents signalent une légère contraction de l'emploi dans le secteur privé.

L'augmentation du chômage et la dégradation de la compétitivité britannique (hausse des salaires plus rapide que dans les pays européens) ont commencé à peser sur les salaires. Leur croissance a nettement ralenti : les salaires hebdomadaires hors bonus ont progressé de +3,5% sur un an en février 2026 (+3,7% incluant les bonus), contre +5,7% (+5,9%) un an plus tôt, soit un plus bas depuis la période post-Covid. La tendance devrait se poursuivre avec une croissance des salaires qui devrait repasser sous l'inflation (cf. graphique 2).

Croissance et inflation



GRAPHIQUE 1

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

REBOND DE L'INFLATION : TEMPORAIRE ?

Nous estimons l'inflation à 3,3% a/a en mars (+0,3 pp par rapport à février). Selon notre scénario, elle augmenterait davantage pour s'approcher du seuil de 5% a/a en janvier 2027. Et, alors que le glissement annuel de sept composantes sur douze dépassait encore 3% en février 2026, l'inflation sous-jacente serait aussi tirée vers le haut et dépasserait de nouveau 4% d'ici à la fin d'année selon nos prévisions. La hausse des prix de l'énergie explique ce rebond de l'inflation. Alors que les énergies fossiles (presque exclusivement le pétrole et le gaz) dominent son mix énergétique (près de 76% en 2024), le pays importe près de 70% de son gaz ; pour le pétrole, si la production couvre environ 55% des besoins, la quasi-totalité (95%) des carburants utilisés ont transité par une étape d'importation. Le pays est, en outre, pénalisé par le faible niveau de ses stocks. Ils couvrent moins de 2 jours de consommation nationale moyenne pour le gaz (à la date de notre achevé de rédiger, en lien avec ses faibles capacités de stockage), et sont limités aux obligations de réserves minimales de l'Agence internationale de l'énergie pour le pétrole.

Nous anticipons toutefois un pic d'inflation plus modéré qu'en 2022. Le contexte est moins propice aux effets de second tour : la période de rattrapage post-covid est derrière nous, le marché du travail s'est assoupli, les conditions financières sont plus restrictives et le soutien budgétaire direct reste marginal et ciblé.



POLITIQUE MONÉTAIRE : LE RESSERREMENT SERA DIFFICILE À ÉVITER

Les perspectives de politique monétaire ont connu un changement à 180°, passant d'un assouplissement en cours avant le conflit en Iran à la perspective d'un resserrement. Après un bref retour à la cible de la BoE en 2024, l'inflation a ensuite connu un regain et ne devrait pas revenir à la cible à moyen terme. Les anticipations d'inflation (enquête de la BoE auprès des entreprises) rebondissent à 3,5% à 12 mois (+0,5 point m/m). La BoE a donc durci son discours au terme de sa réunion de politique monétaire de mars.

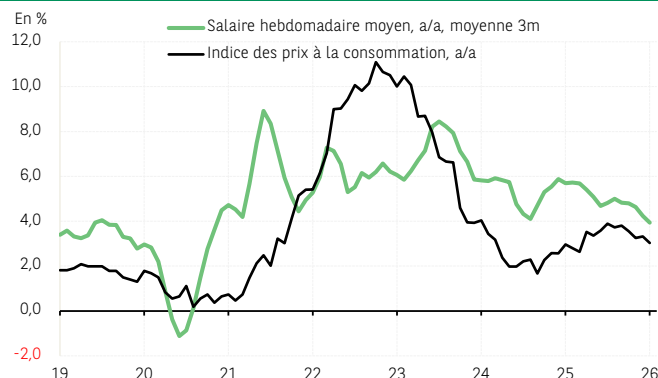
Si la BoE poursuit son resserrement quantitatif, elle en a ralenti le rythme et a modifié la répartition des ventes en septembre 2025 pour limiter la pression sur le marché des Gilts et alléger celle sur la partie longue de la courbe des taux. Le stock de Gilts détenus dans l'Asset Purchase Facility (APF) devrait atteindre GBP 488 mds fin septembre 2026 (vs GBP 895 mds en février 2022, soit -45%). Contrairement à d'autres banques centrales, la BoE ne se limite pas aux maturités arrivant à échéance mais revend activement ses titres sur le marché secondaire. La décision annuelle sur le rythme du QT pour l'année suivante (octobre 2026-septembre 2027) devrait être prise en septembre 2026.

DES FINANCES PUBLIQUES SANS MARGE DE MANŒUVRE

Dans sa Spending Review de 2025, le gouvernement visait une réduction graduelle du déficit public, via une hausse de ses rentrées fiscales (gel des seuils d'imposition et augmentation des cotisations employeurs : GBP +28 mds d'ici 2029-2030) combinée à une progression maîtrisée des dépenses. Toutefois, cette trajectoire pourrait être impactée par le choc énergétique en cours. Pour le moment, le gouvernement britannique s'est limité à des mesures ciblant les ménages les plus vulnérables et les entreprises les plus intensives en énergie, pour un coût budgétaire très modéré (inférieur à 0,01 % du PIB en 2026 et 2027). Cela reflète des marges de manœuvre limitées, d'autant plus que les marchés manifestent une sensibilité accrue aux développements des finances publiques du Royaume-Uni. Depuis le début de la guerre en Iran, le marché des Gilts a été particulièrement chahuté avec une hausse des rendements obligataires la plus marquée des économies avancées à ce jour. Si la maturité moyenne de la dette est relativement longue (13,8 ans), près de 11% de l'encours total doit être refinancé cette année, et sera directement exposé à la remontée des taux. En outre, environ 24% de la dette est indexée sur l'inflation, ce qui accroît mécaniquement la sensibilité de la charge d'intérêts à l'inflation. Selon nos prévisions, la charge d'intérêts augmenterait d'environ 0,4 point de PIB en 2026 si les taux obligataires se stabilisent à leur niveau actuel (4,8% pour les rendements à 10 ans, +50 pb en six semaines).

En tenant compte des nouvelles prévisions de croissance et d'inflation, le ratio d'endettement continuerait d'augmenter dans les années à venir (de +2,5 pp à 104,8% en 2026, après 102,3 en 2025 et 99,8% en 2024). Une consolidation plus lente des finances publiques et/ou une remontée plus prononcée du service de la dette retarderaient sa stabilisation, que nous anticipons à l'horizon de la fin de la décennie (voir notre analyse). Dans ses prévisions publiées en mars, l'*Office for Budget Responsibility* anticipait un respect des objectifs que le gouvernement s'est fixés : un budget courant à l'équilibre et une baisse de la dette nette publique en pourcentage du PIB d'ici la fin du mandat (en août 2029). La marge de manœuvre budgétaire (*fiscal headroom*) plus importante que prévu, dont le gouvernement disposait en début d'année (grâce à des recettes fiscales plus dynamiques), pourrait permettre de tenir la cible de déficit pour 2026 malgré l'effet de la baisse de la croissance du PIB sur les finances publiques, mais probablement pas de mettre en œuvre un soutien conséquent à l'économie.

La croissance des salaires nominaux se rapproche de l'inflation



GRAPHIQUE 2

SOURCES : ONS, MACROBOND, BNP PARIBAS

COMMERCE EXTÉRIEUR : VERS UN RAPPROCHEMENT ACCÉLÉRÉ AVEC L'UE

La balance commerciale du Royaume-Uni reste structurellement déficitaire (de GBP 37 mds en moyenne depuis 2017, soit -1,4% du PIB). Le déficit sur les biens (surtout l'énergie, l'alimentation, les véhicules et les machines), qui est partiellement compensé par l'excédent enregistré dans les services, devrait se creuser en raison de la hausse des prix de l'énergie. Le Royaume-Uni pourrait, en outre, perdre les avantages négociés dans le cadre de l'accord commercial bilatéral avec les États-Unis le 8 mai 2025 (*Economic Prosperity Deal*, EPD) alors qu'il s'agit de son premier marché national à l'exportation (15,6% des biens), une position renforcée depuis le Brexit. Après l'invalidation, par la Cour suprême, des mesures fondées sur l'IEEPA, un tarif global de 10% sur les importations américaines a été instauré pour une durée de 150 jours, soit jusqu'au 24 juillet prochain. Les dispositions sectorielles de l'EPD sont temporairement maintenues dans l'attente des résultats des négociations en cours entre les deux pays.

Le rapprochement avec l'Union européenne ouvre des perspectives favorables pour l'industrie britannique, qui pourrait tirer parti du réarmement et de la réindustrialisation de l'UE. Celle-ci demeure son principal partenaire commercial (41% des exportations et 49% des importations), avec un déficit récurrent (de GBP 89 mds en 2025). La participation au programme SAFE reste en discussion. S'agissant de l'*Industrial Accelerator Act*, les entreprises britanniques devraient en bénéficier automatiquement en raison de leur statut de partenaire de confiance, sous réserve toutefois que les négociations législatives n'en restreignent pas les conditions d'accès.

Enfin, le gouvernement britannique prépare un projet de loi pour permettre un alignement réglementaire automatique sur les évolutions futures des règles de l'UE dans les domaines couverts par les accords négociés (pour l'heure limités aux normes sanitaires et phytosanitaires, au marché du carbone et au commerce de l'électricité). Le projet de loi, qui vise à faciliter le commerce et réduire les barrières post-Brexit, devrait être présenté au Parlement britannique cette année.

Marianne Mueller

Achévé de rédiger le 16 avril 2026



UN BON MOMENTUM DÉJÀ MENACÉ ?

La meilleure santé de l'économie japonaise est manifeste. La confiance des ménages et l'indice de climat des affaires Tankan ont atteint des plus hauts post-Covid avant que le déclenchement du choc énergétique. Ce dernier devrait pénaliser la croissance, qui atteindrait 0,5% en 2026 (révisée de -0,3pp). L'inflation, à 2,7% en 2026 (révisée de +0,7pp), resterait au-dessus de la cible de la BoJ. Les deux versants du *policy mix* pourraient demeurer en contradiction face au nouveau choc énergétique, entre la propension du gouvernement à appliquer une politique budgétaire expansionniste et une banque centrale que nous voyons poursuivre ses hausses de taux directeur jusqu'à 2% fin 2027.

CROISSANCE : LE CHOC ÉNERGÉTIQUE ENRAYERA-T-IL LE REBOND ?

Après une année 2025 compliquée par l'attentisme lié aux droits de douane américains, le soulagement qui a suivi la désescalade et les premiers pas du nouveau gouvernement laissent augurer une nette amélioration en 2026. L'année a bien débuté, avec une confiance des ménages à un plus haut post-Covid en février, tandis que le climat des affaires, mesuré par le Tankan, a atteint au T1 2026 un plus haut depuis 2018 (12, +1 point, graphique 2). Son amélioration est ininterrompue pour les grandes entreprises manufacturières depuis le T1 2025.

Les conséquences de la guerre en Iran devraient toutefois enrayer cette dynamique. La confiance des ménages s'est nettement repliée en mars (-6,4 points m/m). Toutefois, le PMI composite reste en moyenne au T1 2026 sur un plus haut depuis 2013 (53,3), malgré un recul au mois de mars (-0,9pp à 53,0). Si un impact plus prononcé de la hausse des prix de l'énergie sur le climat des affaires reste plausible, étant donné la dépendance du Japon aux hydrocarbures (d'autant plus avec la sortie du nucléaire il y a quelques années), celui-ci reste encore peu observable à ce stade.

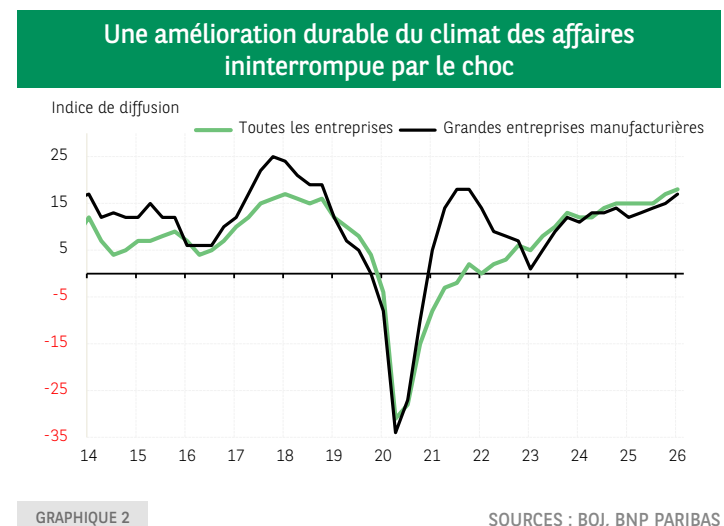
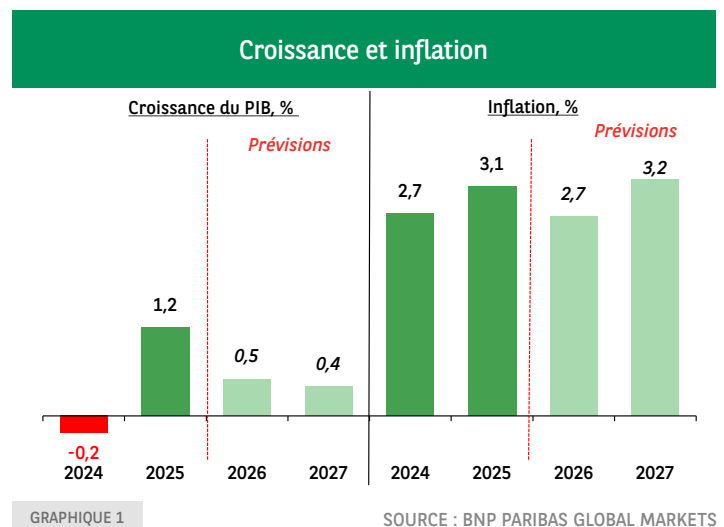
INFLATION : BAISSÉ DE COURTE DURÉE AVANT LE REBOND

L'inflation japonaise a diminué ces derniers mois en raison de la réintroduction, fin 2025, de mesures de soutien budgétaire sur l'électricité, qui ont fait reculer la composante énergétique à -9,1% a/a en février 2026. L'inflation sous-jacente (hors nourriture non transformée) est ainsi redescendue à +1,6% a/a (contre +3,0% a/a trois mois plus tôt). Cela résulte également d'effets de base sur le prix du riz (+17,1% a/a, +80,9% un an plus tôt). Mais les pressions inflationnistes demeurent en réalité importantes, comme en témoigne l'inflation *New-Core* (hors énergie et nourriture non transformée) qui demeure, à +2,5%, au-delà de la cible d'inflation de la Banque du Japon (BoJ) de façon quasi-ininterrompue depuis octobre 2022.

De plus, l'inflation sous-jacente devrait s'accroître au fil de l'année 2026 via la transmission de la hausse des prix de l'énergie, ce que signale notamment l'enquête Tankan, qui rapporte une augmentation des anticipations de prix de vente des entreprises à 1 an, à +3,1% (+0,3pp). Les anticipations de marchés évoluent, en revanche, en ligne pour l'heure avec la cible d'inflation de la BoJ : au T1 2026, le *10-year breakeven inflation rate* se situait à un plus haut historique (+1,8%).

LES SALAIRES RÉELS DEVRAIENT SE CONTRACTER DE NOUVEAU

Le marché du travail japonais est caractérisé par une pénurie structurelle de main-d'œuvre. L'explication est démographique : la main-d'œuvre disponible est estimée à 70,1 millions en 2025, contre 67,4 en 2000, et n'a crû qu'à la faveur d'un doublement des effectifs « seniors » (65 ans et +, passés de 4,9 à 9,5 millions). Il en résulte un mar-



ché du travail sous tension permanente, avec un taux de chômage généralement stable (2,6% au S2 2025). Cela, combiné à la persistance nouvelle de l'inflation, constitue un terreau fertile pour la croissance des salaires qui devrait s'étendre en 2026, d'après le résultat des négociations syndicales annuelles (*Rengo*).



Toutefois, les salaires réels se sont contractés en 2025 (-1,4% a/a en moyenne annuelle) et leur rebond début 2026 (+0,7% et +1,9% a/a en janvier et février) apparaît provisoire, en raison de la remontée prévisible de l'inflation.

POLITIQUE MONÉTAIRE : BIAIS HAUSSIER MAINTENU

La BoJ est engagée, depuis 2024, dans un processus « d'ajustement du degré d'accommodation » de sa politique monétaire se matérialisant notamment par des hausses prudentes et espacées de son taux directeur. Celui-ci se situe actuellement à +0,75% (-0,1% avant la première hausse de mars 2024).

Le comité est incité à poursuivre ce mouvement de normalisation par par le biais de plusieurs facteurs : persistance de l'inflation sous-jacente au-dessus de sa cible depuis 2022, croissance soutenue des salaires, taux d'intérêt réel nettement négatif, pressions baissières sur la devise, PIB à son potentiel. Le durcissement des conditions financières et l'impact négatif sur la croissance incitent toutefois à la prudence dans la poursuite de ce cycle de hausses des taux. D'après nos prévisions, elles resteraient modérées et espacées : deux de +25 pb chacune en 2026 suivies de trois en 2027, portant le taux terminal à +2%. Dans le même temps, la BoJ poursuit la réduction de ses achats d'obligations japonaises (*Japanese Government Bonds*, JGB), dont le rythme mensuel sera de JPY 2,7 mds de mds au Q2 2026 (contre JPY 5,7 mds de mds début 2024).

De notre point de vue, la guerre en Iran modifie peu les perspectives pour la banque centrale. Le biais haussier de la politique monétaire est renforcé par les risques d'un regain d'inflation, à plus forte raison du fait des interactions entre affaiblissement du JPY (le taux directeur est corrélé positivement à la devise mais n'est pas un facteur exclusif) et inflation énergétique importée. Le président de la BoJ, Kazuo Ueda, a ouvertement évoqué la possibilité de hausses de taux même en cas de pression baissière sur l'activité – si, en plus d'être temporaire, celle-ci ne jouait pas négativement sur l'inflation sous-jacente. Les hausses de taux attendues pourraient toutefois être davantage espacées en fonction de l'impact différencié sur l'activité et l'inflation.

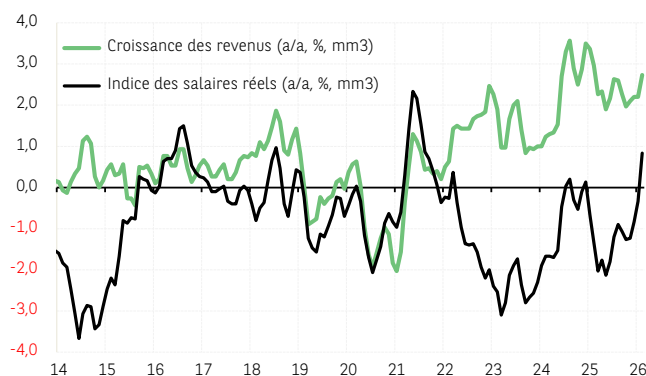
TENDANCE AU SOUTIEN BUDGÉTAIRE FACE À L'INFLATION ÉNERGÉTIQUE

Les élections générales anticipées de février 2026 – majorité absolue (198 sièges sur 316) pour le parti libéral-démocrate à la Chambre des représentants – ont doté le gouvernement de Sanae Takaichi d'une latitude pour mener une politique budgétaire expansionniste.

Néanmoins, la principale promesse de campagne – la suppression de la taxe sur la consommation alimentaire (0,8% de PIB) – semble repoussée *sine die*. Elle a cédé la place à un soutien aux ménages face à l'inflation énergétique. Le gouvernement a décidé de plafonner à JPY 170 le litre de pétrole dès le début du mois de mars 2026. La prolongation de cette mesure pourrait avoir un coût mensuel de JPY 500 bn (0,07% de PIB) et s'accompagner d'une prolongation du subventionnement des factures de gaz et d'électricité (JPY 500 bn par trimestre).

Dans ces conditions, le déficit budgétaire pourrait être plus dégradé que dans nos prévisions initiales (-2,3% du PIB, -2,0% de déficit primaire) et la réduction de la dette publique que nous anticipions jusqu'alors (à 203,5% du PIB, -3,3pp) serait moins importante. Dans le même temps, la pression haussière sur les rendements de long terme s'accroît et le taux à 10 ans devrait atteindre de 2,70% en fin d'année 2027. Le Japon a vu la pentification de sa courbe des taux se renforcer depuis le début de la guerre en Iran.

Les salaires réels peinent à s'ancrer en territoire positif



GRAPHIQUE 3

SOURCES : MINISTÈRE JAPONAIS DE LA SANTÉ ET DES AFFAIRES SOCIALES, BNP PARIBAS

LE COMMERCE EXTÉRIEUR A BIEN ABSORBÉ LE CHOC TARIFAIRE

Les exportations japonaises ont bien résisté au choc tarifaire américain de 2025 (15% sur les exportations de biens à destination des États-Unis), en ligne avec la tendance du commerce mondial ([voir notre Édito sur le sujet](#)).

De fait, l'année écoulée a été marquée par un retour à la croissance des exportations de biens en volume (+2,7% en moyenne annuelle) après deux années de recul. En revanche, les exportations de services, longtemps portées par le rebond post-pandémique du tourisme, ont été pénalisées par la fin de cette dynamique (-3,1% a/a au T4 2025).

Le conflit en Iran ajoute à la pression sur le yen, qui devrait rester faible. Nos prévisions indiquent une parité USD/JPY à 160 en fin d'année 2026, après avoir atteint 157 fin 2025 au terme d'une détérioration quasi-ininterrompue à partir du T2. La guerre accroît le potentiel baissier, avec la hausse probable du déficit commercial japonais entraîné par le prix des hydrocarbures, l'accroissement du déficit budgétaire du fait des mesures de soutien aux ménages, voire un espacement plus grand des hausses de taux de la BoJ. De fait, depuis le 27 février, le JPY a déjà perdu 1,6% face à l'USD, effaçant tous les gains liés aux rumeurs d'intervention conjointe avec les États-Unis (janvier) et à la victoire législative du LDP (février). Une intervention effective sur le marché des changes reste, en outre, probable au cours de l'année, et déjà mentionnée par la ministre des Finances Satsuki Katayama.

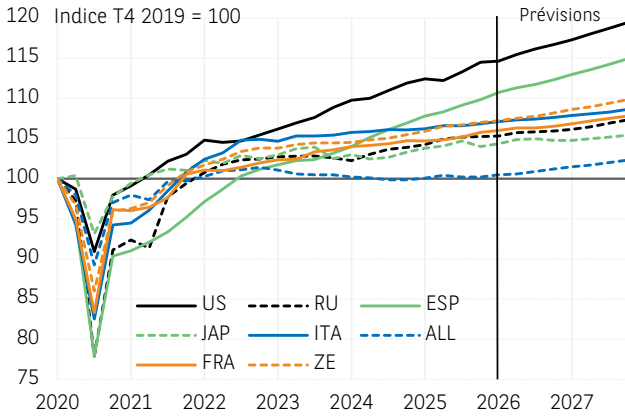
Anis Bensaidani

Achevé de rédiger le 10 avril 2026



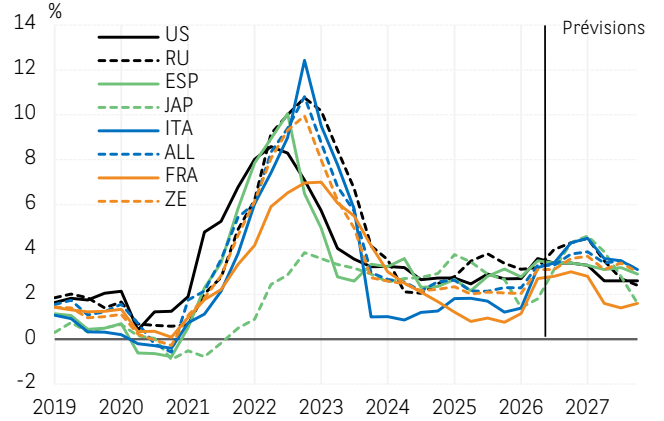
PRINCIPAUX INDICATEURS

PIB



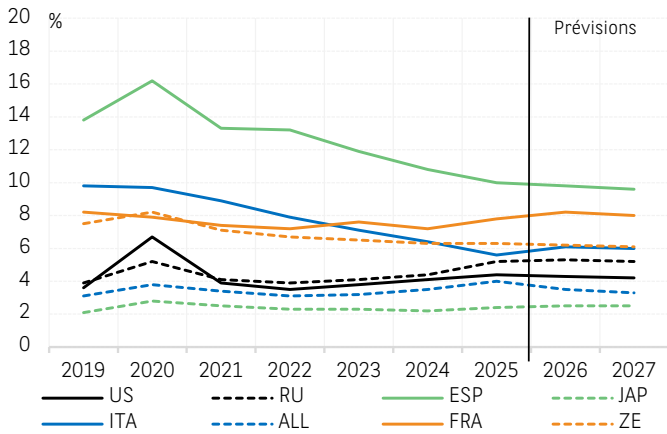
GRAPHIQUE 1 SOURCES : EUROSTAT, BEA, ONS, CAO, PRÉVISIONS BNP PARIBAS

Taux d'inflation (g.a.)



GRAPHIQUE 2 SOURCES : EUROSTAT, ONS, BLS, PRÉVISIONS BNP PARIBAS

Taux de chômage



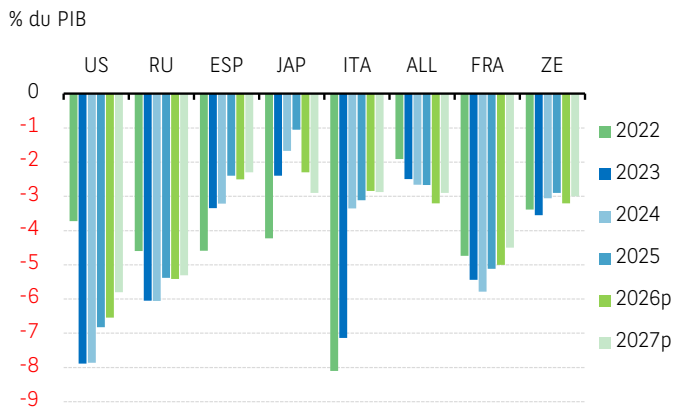
GRAPHIQUE 3 SOURCES : EUROSTAT, BLS, SBJ, DG ECFIN AMECO, OBR, BNP PARIBAS

Balance courante



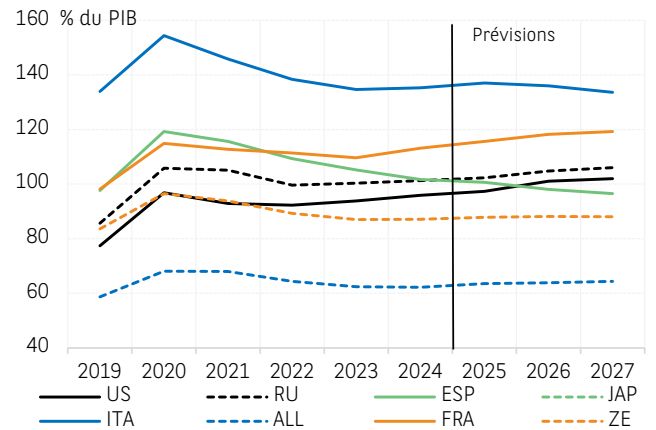
GRAPHIQUE 4 SOURCES : FMI, PRÉVISIONS BNP PARIBAS

Déficit public



GRAPHIQUE 5 SOURCES : FMI, PRÉVISIONS BNP PARIBAS

Dettes publiques



GRAPHIQUE 6 SOURCES : FMI, PRÉVISIONS BNP PARIBAS



CROISSANCE : CONTRIBUTIONS

23

		T1 2024	T2 2024	T3 2024	T4 2024	T1 2025	T2 2025	T3 2025	T4 2025
Etats-Unis	PIB	0,2	0,9	0,8	0,5	-0,2	1,0	1,1	0,1
	Consommation privée	0,3	0,7	0,7	0,7	0,1	0,4	0,6	0,3
	FCBF	0,1	0,1	0,1	-0,1	0,3	0,2	0,0	0,1
	Consommation publique	0,1	0,1	0,2	0,1	-0,0	0,0	0,1	-0,3
	Stocks	-0,2	0,3	-0,0	-0,2	0,7	-0,9	-0,0	0,0
	Exportations nettes	-0,1	-0,3	-0,1	-0,0	-1,2	1,2	0,4	-0,1

Source: BEA

		T1 2024	T2 2024	T3 2024	T4 2024	T1 2025	T2 2025	T3 2025	T4 2025
Zone euro	PIB	0,3	0,2	0,4	0,4	0,6	0,1	0,3	0,2
	Consommation privée	0,3	0,1	0,3	0,3	0,2	0,2	0,1	0,2
	FCBF	-0,5	-0,6	0,3	0,2	0,6	-0,3	0,3	0,1
	Consommation publique	0,0	0,2	0,1	0,1	-0,0	0,1	0,1	0,1
	Stocks	-0,0	0,2	0,5	-0,2	-0,3	0,4	0,2	-0,2
	Exportations nettes	0,5	0,2	-0,9	0,0	0,2	-0,2	-0,4	-0,1

Source: Eurostat

		T1 2024	T2 2024	T3 2024	T4 2024	T1 2025	T2 2025	T3 2025	T4 2025
Allemagne	PIB	-0,1	-0,3	0,0	0,2	0,4	-0,2	0,0	0,3
	Consommation privée	0,2	0,1	0,1	0,2	0,4	0,2	0,0	0,3
	FCBF	-0,1	-0,3	-0,1	0,1	0,1	-0,2	0,1	0,2
	Consommation publique	-0,0	0,4	0,2	0,1	-0,2	0,1	0,1	0,3
	Stocks	0,1	-0,1	0,8	0,6	-0,5	0,2	0,5	-0,3
	Exportations nettes	-0,3	-0,3	-1,0	-0,9	0,4	-0,4	-0,8	-0,1

Source: Eurostat

		T1 2024	T2 2024	T3 2024	T4 2024	T1 2025	T2 2025	T3 2025	T4 2025
France	PIB	0,1	0,2	0,4	0,0	0,1	0,3	0,5	0,2
	Consommation privée	0,1	0,0	0,5	0,1	-0,1	0,0	0,1	0,2
	FCBF	-0,2	0,1	-0,2	0,1	0,1	0,1	0,2	0,1
	Consommation publique	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,1
	Stocks	-0,2	-0,4	0,7	-0,3	0,6	0,5	-0,4	-0,8
	Exportations nettes	0,3	0,5	-0,6	0,0	-0,5	-0,4	0,5	0,7

Source: Eurostat

		T1 2024	T2 2024	T3 2024	T4 2024	T1 2025	T2 2025	T3 2025	T4 2025
Italie	PIB	0,1	0,2	0,0	0,1	0,3	0,0	0,2	0,3
	Consommation privée	0,8	0,2	0,2	0,3	0,1	0,2	0,2	0,0
	FCBF	-0,6	-0,3	-0,4	0,5	0,3	0,4	0,2	0,2
	Consommation publique	-0,0	0,1	0,0	0,1	-0,0	0,1	0,0	0,0
	Stocks	0,1	0,9	0,7	-0,7	-0,3	0,2	-0,3	0,7
	Exportations nettes	-0,2	-0,7	-0,5	0,0	0,4	-0,7	0,1	-0,7

Source: Eurostat

		T1 2024	T2 2024	T3 2024	T4 2024	T1 2025	T2 2025	T3 2025	T4 2025
Espagne	PIB	1,1	0,9	0,8	0,8	0,5	0,7	0,6	0,8
	Consommation privée	0,3	0,7	0,7	0,5	0,3	0,4	0,5	0,5
	FCBF	0,3	0,1	-0,1	0,7	0,2	0,2	0,4	0,5
	Consommation publique	0,1	0,0	0,3	0,0	0,1	0,0	0,3	0,0
	Stocks	0,1	0,1	0,2	-0,0	-0,2	0,2	0,1	-0,1
	Exportations nettes	0,3	0,0	-0,3	-0,4	0,1	-0,1	-0,7	-0,1

Source: Eurostat

		T1 2024	T2 2024	T3 2024	T4 2024	T1 2025	T2 2025	T3 2025	T4 2025
Royaume-Uni	PIB	0,8	0,6	0,2	0,3	0,7	0,2	0,1	0,1
	Consommation privée	0,1	0,0	0,4	0,2	0,2	0,1	0,1	0,0
	FCBF	0,3	-0,1	0,3	0,0	0,6	-0,1	0,2	0,0
	Consommation publique	0,1	0,2	0,1	0,2	-0,1	0,2	0,1	0,0
	Stocks	-0,8	1,8	-1,7	1,2	-0,2	0,4	-0,7	0,4
	Exportations nettes	1,2	-1,3	1,1	-1,2	0,1	-0,4	0,5	-0,5

Source: ONS

		T1 2024	T2 2024	T3 2024	T4 2024	T1 2025	T2 2025	T3 2025	T4 2025
Japon	PIB	-0,5	0,2	0,7	0,5	0,3	0,6	-0,7	0,3
	Consommation privée	-0,2	0,0	0,2	0,0	0,4	0,1	0,3	0,2
	FCBF	-0,5	0,2	0,3	-0,1	0,1	0,2	-0,4	0,4
	Consommation publique	0,1	0,4	0,0	0,0	-0,1	0,2	0,0	0,1
	Stocks	-0,1	-0,1	0,3	-0,3	0,5	0,0	-0,2	-0,3
	Exportations nettes	0,1	-0,5	-0,2	0,8	-0,6	0,1	-0,3	0,0

Source: Cabinet Office du Japon



PRÉVISIONS

24

PRÉVISIONS ÉCONOMIQUES

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

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

SOURCE : BNP PARIBAS (E: ESTIMATIONS, PRÉVISIONS)

PRÉVISIONS FINANCIÈRES

Taux d'intérêt, %

Fin de période		Spot 22/04	T2 2026	T3 2026	T4 2026	T4 2027
E-Unis	"Fed Funds (borne supérieure)"	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75
	Treas. 10a	4,27	4,40	4,50	4,55	4,55
Zone euro	Taux de dépôt	2,00	2,25	2,50	2,50	2,50
	Bund 10a	3,00	3,15	3,20	3,35	3,10
	OAT 10a	3,64	3,77	4,00	4,17	3,60
	BTP 10 ans	3,75	3,85	3,95	4,10	3,60
	BONO 10 ans	3,44	3,57	3,64	3,79	3,42
Royaume-Uni	Taux BoE	3,75	4,00	4,25	4,25	3,50
	Gilt 10a	4,87	4,70	4,60	4,50	4,30
Japon	Taux BoJ	0,75	1,00	1,00	1,25	2,00
	JGB 10a	2,40	2,40	2,55	2,60	2,70

Taux de change, %

Fin de période		Spot 22/04	T2 2026	T3 2026	T4 2026	T4 2027
USD	EUR / USD	1,18	1,19	1,20	1,21	1,25
	USD / JPY	159	159	159	160	160
	GBP / USD	1,35	1,35	1,35	1,35	1,36
EUR	EUR / GBP	0,87	0,88	0,89	0,90	0,92
	EUR / JPY	187	189	191	194	200

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS


BNP PARIBAS

 La banque
d'un monde
qui change

RECHERCHE ÉCONOMIQUE GROUPE

Isabelle Mateos y Lago Cheffe économiste Groupe	+33 1 87 74 01 97	isabelle.mateosyago@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	mickaëlle.filsmarie-luce@bnpparibas.com



RECHERCHE ÉCONOMIQUE GROUPE

ECOINSIGHT

Analyse approfondie de sujets structurels ou d'actualité

ECOPERSPECTIVES

Analyses et prévisions des principales économies, développées et émergentes

ECOFFLASH

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

ECOWEEK

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

ECOPULSE

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

ECOCHARTS

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

ECOTV

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

EN ÉCO DANS LE TEXTE

Le podcast de l'actualité économique

ABONNEZ-VOUS SUR LE SITE ONGLET ABONNEMENT
voir le site des études économiques

ET

SUIVEZ-NOUS SUR LINKEDIN
voir la page [linkedin](#) des études économiques

OU TWITTER

voir la page [twitter](#) des études économiques



POUR RECEVOIR NOS PUBLICATIONS

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

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

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

Les informations contenues dans le présent document peuvent, en tout ou partie, avoir déjà été publiées sur le site <https://globalmarkets.bnpparibas.com>.

Pour les avertissements par pays (Etats-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, Taiwan, Thaïlande, Vietnam) veuillez consulter le document suivant :

https://economic-research.bnpparibas.com/LegalNotice/Markets_360_Country_Specific_Notices.pdf

© BNP Paribas (2025). Tous droits réservés.

Pour vous abonner à nos publications :

ÉTUDES **ECONOMIQUES**



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



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change