ZONE EURO

UNE CROISSANCE SUR DE BONS RAILS MALGRÉ LES SECOUSSES

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

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

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

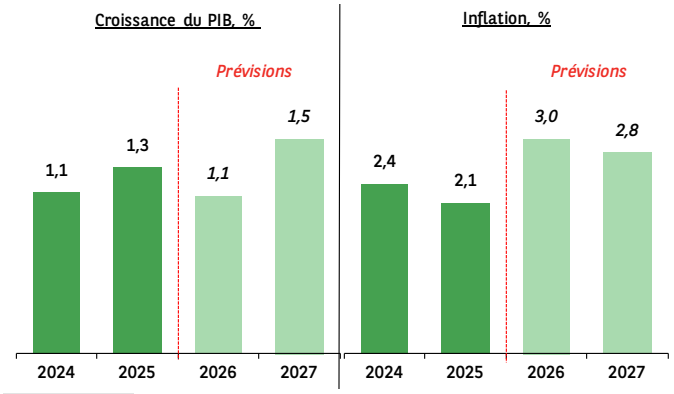
UN NOUVEAU SOUFFLE DANS L'INDUSTRIE

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

COMMERCE EXTÉRIEUR : UN REPOSITIONNEMENT QUI PORTE SES FRUITS

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

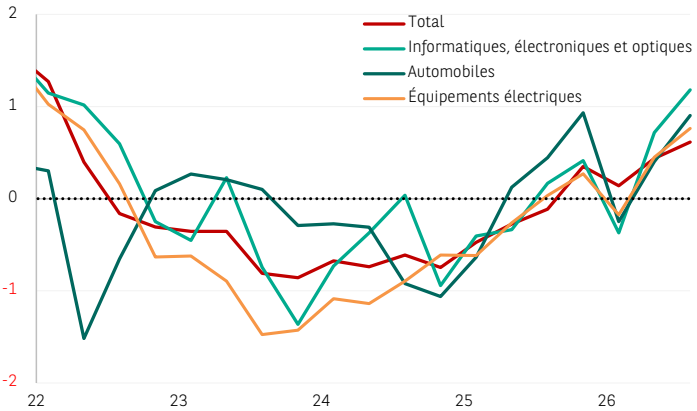
Croissance et inflation



GRAPHIQUE 1 SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

Un redressement plus généralisé de l'activité industrielle se profile

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



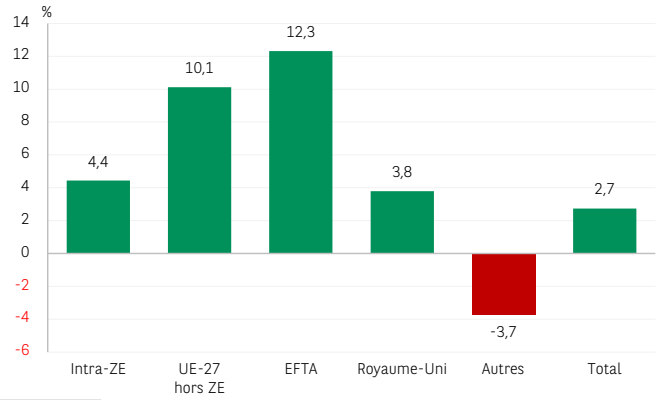
GRAPHIQUE 2 SOURCES : COMMISSION EUROPÉENNE, BNP PARIBAS

FINANCEMENTS : LES CONDITIONS FINANCIÈRES DEVRAIENT RESTER RESTRICTIVES

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

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

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



GRAPHIQUE 3 SOURCES : EUROSTAT, BNP PARIBAS

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

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

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

MARCHÉ DU TRAVAIL : UNE RÉSILIENCE À CONFIRMER

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

INFLATION : UN PIC ATTENDU FIN 2026

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

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

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

POLITIQUE MONÉTAIRE : RESSERRER SANS FREINER

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

LES FINANCES PUBLIQUES SOUMISES À LA REMONTÉE DES TAUX

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

Achevé de rédiger le 15 septembre 2026

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