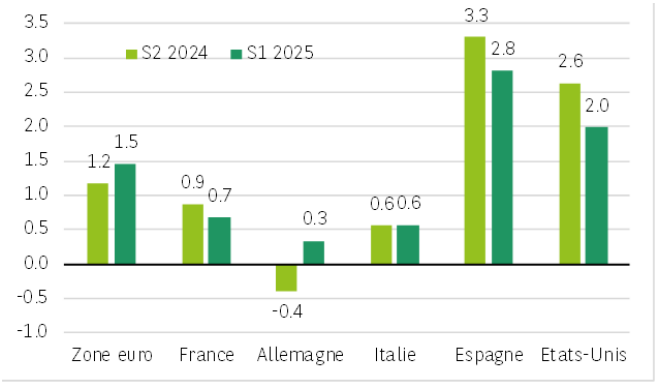
Paris, le 30 juillet 2025

EcoFlash

Une croissance résiliente au T2, tant en zone euro qu'aux États-Unis

Les chiffres de croissance du PIB au premier semestre ont été brouillés par un jeu de vases communicants. Au T2, la croissance en zone euro a été pénalisée par la baisse des exportations, alors que celle des importations aux États-Unis a entraîné un net rebond. C'est un contrecoup du T1, où les exportations additionnelles, anticipant le choc tarifaire, avaient soutenu la croissance en zone euro, tout en pénalisant celle des États-Unis. Au-delà de cette volatilité inhabituelle, c'est bien la robustesse de la croissance qui frappe. En zone euro, la croissance allemande est bien de retour, quoique modérément, et l'assouplissement de la politique monétaire produit ses effets, une robustesse qui resterait de mise au 2e semestre. Aux États-Unis, le ralentissement reste relatif, mais devrait se renforcer en raison de l'impact croissant des tarifs sur l'inflation et sur la consommation.

Graphique : croissance semestrielle moyenne (a/a, %)



Sources : Macrobond, BNP Paribas

En zone euro, la croissance trimestrielle du PIB réel s'élève à 0,1% t/t au T2, en ligne avec nos prévisions. Ce contre-coup anticipé après la forte progression du T1 (principalement portée par un surcroît d'exportations) témoigne toutefois d'un bon rythme de croissance au niveau agrégé. En variation annuelle, le PIB réel croît de 1,4%. L'Espagne affiche la plus forte progression (+0,7% t/t après +0,6% au T1) en zone euro, grâce à une demande domestique toujours dynamique (contribution de +0,9pp contre +0,5pp au T1) et malgré une demande extérieure qui ralentit (-0,1pp après +0,1pp au T1). L'Irlande, en revanche connaît la plus forte contraction (-1,0% t/t) après une hausse de 7,4% au T1. Ce chiffre n'apparaît toutefois pas comme une mauvaise nouvelle, eu égard à la nette hausse des exportations au T1 (et à la forte volatilité de la croissance qui en résulte). Dans une moindre mesure, l'Allemagne et l'Italie enregistrent également des contractions (-0,1% t/t), probablement pénalisées par un repli des exportations venant compenser la nette hausse du T1 (voir notre analyse). Toutefois, comme le montre le calcul des niveaux de croissance moyens par semestre (graphique), l'Allemagne bénéficie d'un retour à la croissance au S1 2025, contribuant au surcroît de croissance de la zone euro.

De son côté, la France voit sa croissance s'améliorer par rapport au T1 (+0,3% t/t ; +0,2pp). Toutefois, ce rebond provient en partie d'effets exceptionnels, avec un retour à la normale de la production agricole (fortement pénalisée en 2024 par de fortes pluies) et une augmentation des stocks essentiellement expliquée par les matériels de transport (préfigurant un rebond des exportations aéronautiques au S2, après une contraction au S1). Au global, la croissance est plus basse qu'en 2024 et en-dessous de celle de la zone euro. L'investissement des ménages va toutefois en s'améliorant, effet notable de la baisse des taux d'intérêt.

Aux États-Unis, un rebond technique permet à la croissance d'afficher un résultat flatteur de +0,7% t/t au T2. Le chiffre contraste nettement avec la contraction (-0,1% t/t)[1] du premier trimestre. Cependant, il procède principalement d'une forme de retour à la normale des importations. Au T2, elles se réduisent de 8,6% t/t, après une hausse de 8,4% au T1, induite par la nécessité de préempter les nouveaux tarifs douaniers, qui avaient amputé de 1,2pp le résultat trimestriel agrégé. Par ailleurs, la mesure sous-jacente de la demande privée (*private domestic final purchases*), dont la croissance (+0,3% t/t, -0,2pp) ralentit à nouveau, laisse apparaitre des signes évidents de ralentissement de l'économie. *In fine*, au-delà de la volatilité inter-trimestrielle induite par le commerce extérieur, l'économie des États-Unis semble poursuivre son atterrissage, avec un résultat en glissement annuel stable à +2,0% au T1 et au T2.

Ainsi, les premières estimations du T2 dessinent le panorama d'économies développées plus résistantes qu'escompté au choc d'incertitude. Si les craintes et développements initiaux en matière de politique monétaire

[1] En rythme annualisé, la croissance passe de -0,5% au T1 à +3,0% au T2.

ont provoqué de la volatilité, il apparaît que la croissance reste robuste. Cette robustesse devrait continuer de caractériser le S2 en zone euro, avec la conclusion et la mise en œuvre de l'accord US-UE (voir notre analyse), ainsi que la mise en œuvre des plans d'investissement allemands (voir notre analyse). Aux États-Unis, la hausse additionnelle des tarifs douaniers devrait se répercuter sur l'inflation et pénaliser encore un peu plus la croissance.

Lucie Barette
Économiste Europe, Italie et Espagne
lucie.barette@bnpparibas.com

Anis Bensaidani
Économiste États-Unis, Japon
anis.bensaidani@bnpparibas.com

Stéphane Colliac
Responsable Équipe Économies Avancées, France
stephane.colliac@bnpparibas.com