ÉDITORIAL

SUR UN FIL, LES ÉCONOMIES AVANCÉES CONTINUENT DE FAIRE PREUVE DE RÉSISTANCE

Les économies avancées continuent de faire preuve de résistance face à la guerre commerciale américaine. Malgré des variations importantes dans les échanges au premier semestre 2025, le commerce mondial est peu impacté pour l'heure. Alors que les liens avec les États-Unis se distendent, le commerce se réoriente vers le reste du monde. Le mélange de facteurs de freinage (droits de douane américains, incertitudes) et de soutien (prix bas du pétrole, baisses de taux de la Fed, mesures européennes) contribue à ce que les signes de ralentissement (américain) comme de redressement (européen) restent progressifs. D'après nos prévisions, la baisse de 25 points de base, décidée par la Fed en septembre 2025, marquerait le début d'une série de cinq. La Fed échangerait ainsi sa position avec la BCE, qui peut désormais opter pour le *statu quo*. L'écart de croissance entre les États-Unis et la zone euro se resserrerait, passant de +2 points de pourcentage en 2024 à +0,1 en 2026. Avec une croissance attendue en hausse et une inflation maîtrisée, la zone euro échappe à la configuration stagflationniste des États-Unis, du Royaume-Uni et du Japon. L'euro gagne en attractivité et se renforce face au dollar (parité prévue à 1,22 fin 2026). Le *policy mix* budgétaire et monétaire reste complexe à concilier aux États-Unis, au Royaume-Uni et au Japon, tandis que la zone euro bénéficie d'une situation plus confortable.

GUERRE COMMERCIALE: APRÈS LE CHOC, LE TEMPS DE L'ADAPTATION

Après le grand chamboule-tout du « *Liberation Day* » début avril et les multiples revirements et annonces successives sur le calibrage de l'augmentation des droits de douane américains, la poussière est quelque peu retombée depuis fin juillet-début août. L'accord entre les États-Unis et l'Union européenne, notamment, puis la divulgation de la nouvelle grille tarifaire américaine permettent d'y voir un peu plus clair sur le point d'atterrissage des droits de douane et les conditions qui y sont associées. Cela redonne un peu de visibilité mais les incertitudes demeurent importantes et nombreuses[1].

S'agissant des premiers impacts de ce choc tarifaire sur le commerce mondial, ils sont, pour l'heure, à la fois marqués et limités. Marqués au regard des variations importantes, à la hausse et à la baisse, des exportations et des importations au premier semestre 2025, en anticipation des augmentations des droits de douane puis en contrecoup ; marqués également au regard de l'adaptation rapide des flux d'échanges à la nouvelle donne tarifaire, comme le met en évidence notre Focus sur le sujet dans ce numéro. Ce Focus montre aussi que l'impact au global sur le commerce mondial est limité, voire inexistant pour l'instant : son rythme de progression n'a pas décroché et demeure proche de la tendance de 2024. Si les liens commerciaux avec les États-Unis sont en train de se distendre, ils se redéploient et tendent à se renforcer dans le reste du monde. S'agissant de l'impact sur la croissance et l'inflation, les pleins effets du choc tarifaire restent à venir. Tous les pays ne sont pas logés à la même enseigne mais, contrairement au discours ambiant négatif, l'Europe s'en sort clairement relativement bien[2] et le choc, dans ses dimensions actuelles, apparaît tout à fait gérable.

LES MÊMES FREINS ET SOUTIENS TOUJOURS À L'ŒUVRE

L'une des caractéristiques des évolutions économiques observées et attendues selon notre scénario central est leur progressivité. La lenteur des ajustements contraste avec le ressenti du tourbillon d'un monde qui change toujours plus vite. Le risque d'effets non-linéaires et d'une détérioration plus brutale de la situation économique, américaine en particulier, s'est certes accru. L'ampleur des incertitudes participe au sentiment que la trajectoire économique est sur le fil du rasoir. Mais, pour l'heure, les signes de ralentissement comme les signes d'amélioration restent contenus, sous l'effet des forces contraires qui continuent de traverser l'économie mondiale.

De multiples vents contraires

Parmi les freins à l'activité figurent toujours, en première position, les droits de douane américains et l'incertitude élevée persistante entourant leur évolution. Il faut aussi garder un œil sur les tensions sur les taux longs. Celles-ci restent latentes et lorsqu'elles se manifestent, elles demeurent, pour l'heure, ponctuelles. Les marchés obligataires font preuve d'une vigilance accrue mais discriminée vis-à-vis des risques budgétaires. De plus, les taux longs américains ont bénéficié récemment d'un mouvement de détente, nourri par les anticipations de baisses de taux de la Fed. Mais compte tenu de l'ampleur des besoins de financement et des appels aux marchés de nombre de pays, dont beaucoup ont une situation budgétaire détériorée, une embardée plus durable, prononcée et/ou généralisée des taux longs constitue un risque important en raison de ses possibles implications.

Le niveau plus élevé des taux longs complique déjà la donne budgétaire à un moment où d'importants efforts de consolidation sont nécessaires dans de nombreux pays en même temps qu'il faut dégager des marges de manœuvre pour accroître certains postes de dépenses publiques (défense, environnement, dépendance). La consolidation budgétaire, là où elle a lieu, même si elle se fait en douceur, constitue un autre frein à la croissance. On peut aussi ajouter les menaces qui pèsent sur l'indépendance de la Fed. À court terme, c'est la dose supplémentaire d'incertitude et d'inquiétudes qui est pénalisante ; à plus long terme, ce sont les risques économiques et de stabilité financières qu'elles font peser, aux États-Unis et ailleurs dans le monde. Pour terminer cette liste des freins à la croissance, on mentionnera les fragilités chinoises : la conjoncture chinoise a plutôt bien résisté au premier semestre 2025 mais elle semble s'essouffler et l'économie reste empêtrée dans ses problèmes structurels internes[3]. C'est doublement négatif pour la croissance mondiale : les exportations vers la Chine en souffrent et les importations en provenance de Chine restent soutenues, le pays étant toujours dépendant du relai externe des exportations pour compenser ses difficultés internes.

Et autant de vents porteurs

Face à ces vents contraires, nombreux et relativement puissants, des vents porteurs, favorables, sont aussi l'œuvre en nombre et en force à peu près similaires.

1 Cf. Accord commercial entre l'UE et les États-Unis : dégâts limités avec succès (27 juillet 2025) et Droits de douane américains dans les pays émergents : y voit-on plus clair ? (27 août 2025).
2 Cf. Hausse des tarifs américains : c'est l'Europe qui s'en sort le mieux, 17 septembre 2025
3 En Chine, la croissance résiste mais le combat contre la déflation est loin d'être gagné, 8 septembre 2025

Nous mentionnerons, pour commencer, le niveau plutôt bas des prix du pétrole, qui constitue un soutien non négligeable à la croissance du PIB des pays avancés. Du côté américain, cela complique certes la vie des producteurs pétroliers mais cela facilite celle des consommateurs et la tâche de la Fed.

La reprise des baisses de taux par cette dernière (dans un mouvement général qui reste à la détente un peu partout dans le monde), après un *statu quo* monétaire de 9 mois, est également un facteur de soutien. D'après nos prévisions, la baisse de 25 pb annoncée à l'issue du FOMC des 16-17 septembre serait le début d'une série de cinq (25 pb chacune). Elle permet de diminuer le degré de restriction de la politique monétaire américaine à un moment où le marché du travail outre-Atlantique donne des signes plus importants et inquiétants de ralentissement. Toutefois, ce n'est pas sans risque puisque cela pourrait alimenter davantage la remontée en cours de l'inflation américaine, sous l'effet de l'augmentation des droits de douane sur les importations américaines, alors qu'elle n'était pas revenue à la cible de 2%.

L'accueil réservé par la Bourse américaine à la baisse de taux de la Fed a d'abord été mitigé, partagé entre le signal négatif sous-jacent (détérioration du marché du travail) et le signal positif du soutien apporté par la détente monétaire. À l'approche de l'ouverture des marchés actions américains le lendemain de la réunion du FOMC, ceux-ci semblaient plus enclins à voir cette baisse d'un bon œil. Cette capacité à voir le verre à moitié plein depuis le début de l'année, malgré les incertitudes et les inquiétudes que font peser la politique commerciale et migratoire de la nouvelle administration Trump (le coup de semonce post-Liberation Day a fait long feu), est un facteur significatif de soutien à la croissance, dont la résistance globale vient en retour alimenter l'optimisme des marchés. Croissance et marchés sont également portés par la vague tech-IA. Ce soutien se teinte toutefois aussi d'inquiétudes du fait du parfum d'exubérance irrationnelle qui l'entoure.

Du côté de la zone euro, la dynamique favorable du crédit est aussi un point positif. Dernier facteur de soutien et non des moindres : le plan massif d'investissements allemand, les efforts de réarmement européens et les effets d'entraînement associés. Des premiers effets transparaissent dans le climat des affaires en Allemagne. Ils doivent encore être confirmés d'autant que les défis à relever pour matérialiser au plus vite ce soutien demeurent importants. La conscience de la nécessité et de l'urgence d'un sursaut européen, et la volonté de s'y atteler sont là mais la traduction en actes, concrets et rapides, se fait attendre. Le nouveau cri d'alarme de Mario Draghi, à l'occasion d'un discours marquant le premier anniversaire de la présentation de son rapport-feuille de route pour redresser la compétitivité européenne[4], le montre. Le compteur des réalisations n'est pas vide[5] mais ne suffit pas, pour l'heure, à faire la différence. La direction prise est toutefois la bonne et notre scénario central table sur une montée en puissance progressive.

Un rééquilibrage des forces désynchronisé

Ces vents contraires et favorables ne s'équilibrent toutefois pas nécessairement à tout instant compte tenu de délais de transmission différents et difficiles à appréhender. Les effets de l'incertitude se manifestent rapidement, tandis que ceux directement liés à l'augmentation des droits de douane émergent plus lentement et dans une ampleur encore incertaine. Niveau élevé des taux longs et consolidation budgétaire agissent également dans la durée mais peuvent assez rapidement peser sur les enquêtes de confiance.

Le ralentissement chinois produit des effets plutôt instantanés, de même que la dynamique du crédit et la vague d'investissements dans l'IA du côté des facteurs de soutien. Le niveau bas des prix du pétrole se voit quasi-instantanément sur les prix à la pompe mais son soutien à la croissance est plus lent à se diffuser. Les effets richesse sont déjà à l'œuvre mais, en théorie, ils mettent du temps à se transmettre, de même que les baisses des taux directeurs. Le soutien apporté à la croissance européenne de l'accroissement des dépenses militaires et du plan d'investissement allemand sera le plus long à se faire sentir (compte tenu des délais de mise en œuvre et d'adaptation des capacités de production) mais l'existence et la perspective de ce soutien peuvent d'ores et déjà jouer favorablement sur le climat des affaires. Pour illustrer plus concrètement notre point, dans notre scénario pour la zone euro, nous anticipons que la croissance sera plutôt freinée à court terme par les effets délétères de la guerre commerciale américaine avant que les effets positifs des mesures européennes l'emportent sur le moyen terme.

L'EUR/USD À LA CONFLUENCE DES INFLUENCES

Un bon indicateur de la situation économique

La parité EUR/USD est un bon indicateur des développements économiques en cours. Pour le moment, la dépréciation du billet vert est ordonnée et globalement bénéfique : pour les États-Unis, tant qu'elle reste favorable à la croissance et que l'inflation ne joue trop les trouble-fête ; pour le reste du monde, et la zone euro en particulier, tant que jouent les effets modérateurs sur l'inflation, facilitant les baisses de taux, et que la croissance n'est pas trop pénalisée.

Un signal positif pour la zone euro

L'appréciation de la parité EUR/USD tient pour partie à l'amélioration des perspectives de croissance de ce côté-ci de l'Atlantique par rapport à leur détérioration de l'autre côté. Ce n'est pas tant le dollar qui s'affaiblit que l'euro qui se renforce. Ce signal positif en termes d'attractivité permet de relativiser l'impact négatif sur la compétitivité de la zone euro. Le différentiel de politique monétaire (retour des baisses de taux côté Fed, arrêt côté BCE) participe aussi de la baisse du billet vert contre la monnaie unique. Mais, dans le même ordre d'idées, c'est un bon signe pour la zone euro que la BCE ait (très probablement) clôt son cycle de baisse des taux.

Le risque d'évolutions plus déstabilisantes du dollar US ne peut être écarté, le billet vert n'est pas à l'abri d'un mouvement de défiance plus marqué. Mais ce risque paraît moins grand que celui qui pèse sur les autres marchés (actions, crédit, obligations). Compte tenu de sa forte appréciation passée (près de +50% entre juillet 2011 et janvier 2025 en taux de change effectif réel, près de +30% contre l'EUR), la marge de baisse du dollar US est importante avant qu'il ne puisse être considéré comme faible (il a perdu 6% depuis janvier 2025 en TCER et un peu plus de 10% contre l'EUR).

Nos prévisions tablent sur une parité EUR/USD à 1,20 fin 2025 et 1,22 fin 2026, et sur une dépréciation du taux de change effectif nominal du dollar US de 3% supplémentaires d'ici la fin 2025 par rapport à son niveau moyen d'août et de 4% entre la fin 2025 et la fin 2026.

4 https://commission.europa.eu/document/download/0951a4ff-cd1a-4ea3-bc1d-f603decc1ed9_en?filename=Draghi_Speech_High_Level_Conference_One_Year_After.pdf&prefLang=fr, 16 septembre 2025
5 Voir Rapport Draghi, un an après : l'Europe renforce sa compétitivité et The Draghi report: one year on.

PRÉVISIONS DE CROISSANCE : PEU DE CHANGEMENTS MALGRÉ LES CHANGEMENTS

Depuis notre précédent numéro d'EcoPerspectives daté d'avril[6], les grandes tendances anticipées alors n'ont pas beaucoup changé.

Malgré l'agitation conjoncturelle et autour de la politique tarifaire américaine, les données économiques des pays avancés sont globalement allées dans le sens de nos prévisions de croissance. Nos ajustements sont relativement peu importants et, surtout, à la hausse dans la grande majorité des cas. Si le rythme de la croissance américaine devrait rester supérieur à celui de la zone euro, les perspectives demeurent à un ralentissement outre-Atlantique (-1,3 point de pourcentage entre 2024 et 2026) et à un renforcement du côté de la zone euro (+0,6 pp). L'écart de croissance se resserrerait nettement : de +2 pp à l'avantage des États-Unis en 2024, il tomberait à +0,4 pp en 2025 et +0,1 pp en 2026[7]. La croissance au Royaume-Uni et au Japon connaîtrait également un mieux en 2025, avant une décélération en 2026.

Nos prévisions de croissance pour les États-Unis pour 2025 sont identiques au consensus (1,7%) et légèrement en deçà pour 2026 (1,5%, -0,2 pp). En revanche, nous sommes plus optimistes que le consensus pour la zone euro pour 2025 (1,3%, +0,1 pp) et 2026 (1,4%, +0,3 pp). Nos prévisions pour le Royaume-Uni et le Japon, quant à elles, sont proches du consensus. Enfin, la balance des risques autour de notre scénario nous semble plutôt équilibrée.

CONFIGURATION DE TYPE STAGFLATIONNISTE, À L'EXCEPTION NOTABLE DE LA ZONE EURO

Si l'on croise la situation et les perspectives de croissance avec celles de l'inflation, les États-Unis, le Royaume-Uni et le Japon sont confrontés à une situation de type stagflationniste, combinant croissance qui ralentit (États-Unis) ou peu élevée (Royaume-Uni, Japon) et inflation élevée (Royaume-Uni, Japon) et orientée à la hausse (États-Unis). La zone euro échappe singulièrement à cette configuration défavorable : la croissance est en voie de redressement et l'inflation de retour à sa cible, attendue en baisse au niveau du *headline* et globalement stable au niveau du sous-jacent.

Ce qui caractérise la zone euro, c'est encore l'hétérogénéité des performances de ses quatre plus grandes économies. L'Espagne continue de surperformer, largement, ses partenaires même si un ralentissement est attendu. En tant que pays industriels, l'Allemagne et l'Italie sont plus touchées par l'augmentation des droits de douane américains mais les perspectives de croissance sont à une amélioration, même fragile, entre 2024 et 2025 puis à nouveau entre 2025 et 2026.

La croissance française connaîtrait également une amélioration en 2026 par rapport à 2025, mais après s'être distinguée défavorablement en 2025 (avec une croissance en baisse par rapport à 2024 et inférieure à celle de la moyenne de la zone euro). Elle est pénalisée par des facteurs qui lui sont propres (notamment une confiance des ménages particulièrement basse) qui masquent des points forts importants (aéronautique, services, dynamisme entrepreneurial). La France bénéficie tout de même d'un acquis de croissance au T2 de +0,6% contre +0,2% pour l'Allemagne, +0,5% pour l'Italie et +2,3% pour l'Espagne qui est hors catégorie.

UN POLICY MIX ASSEZ COMPLIQUÉ AUX ÉTATS-UNIS, AU ROYAUME-UNI ET AU JAPON, MOINS AU NIVEAU DE LA ZONE EURO

Des politiques monétaires et budgétaires difficilement conciliables

La politique monétaire et la politique budgétaire dans les différents pays avancés que nous couvrons ici marchent chacune sur des œufs, dans des directions non coordonnées et difficiles à concilier.

Dans le cas américain, le soutien budgétaire apporté à la croissance via l'OBBBA est contré par les effets négatifs du choc tarifaire et du durcissement de la politique migratoire[8]. Nous prévoyons une impulsion budgétaire modérément restrictive, ce que le réengagement de la détente monétaire peut contribuer à amortir. Mais le maintien à un niveau très dégradé du déficit budgétaire américain est un facteur de pression potentielle (plutôt invisible pour l'heure[9]) à la hausse sur les taux longs (auquel s'ajoutent les effets des menaces sur l'indépendance de la Fed via un renchérissement de la prime de terme). La transmission pleine et entière de l'assouplissement monétaire de la Fed pourrait s'en trouver contrarié. En outre, celui-ci ne peut être tenu pour acquis tant il reste conditionné à l'évolution des données et de l'équilibre des risques.

Du côté du Royaume-Uni, la persistance de l'inflation limite la marge de manœuvre de la BoE pour continuer de détendre sa politique monétaire, tandis que les fragilités de la croissance compliquent le calibrage de la consolidation budgétaire, le tout sous l'œil vigilant et la pression des marchés obligataires, ce qui complique davantage la situation. Au Japon, l'orientation du *policy mix* est inverse mais pas plus facile à mettre en œuvre. La politique monétaire est engagée dans une phase de resserrement (depuis un niveau très accommodant) pour contenir l'inflation, alors que le biais expansionniste de la politique budgétaire risque de perdurer et d'alimenter des pressions inflationnistes, l'économie étant au plein-emploi. L'enjeu pour la BoJ est de ne pas se retrouver « behind the curve » à augmenter ses taux trop peu et/ou trop tardivement alors que les questions budgétaires font aussi monter la pression sur les taux longs japonais.

La BCE dans une situation plus confortable

Du côté de la zone euro, la politique monétaire est unique et les politiques budgétaires nationales. Au moins la situation de la Banque centrale européenne est-elle plus confortable que celle de ses pairs. Elle a ramené sa politique monétaire en zone globalement neutre, avec une inflation conforme à l'objectif. De plus, à court terme, si elle devait de nouveau agir ce serait dans le sens d'un assouplissement compte tenu des fragilités de la reprise. Au niveau de la politique budgétaire, à l'échelle de la zone euro, la situation se présente bien également : l'impulsion serait modérément expansionniste en 2026, l'augmentation (maîtrisée) du déficit budgétaire allemand étant partiellement contrebalancée par une amélioration des soldes primaires français, espagnols et italiens.

Achevé de rédiger le 19 septembre 2025

Hélène Baudchon

6 EcoPerspectives — Economies Avancées | 2e trimestre 2025 – Etudes Economiques – BNP Paribas, 18 avril 2025
7 Retrouvez toutes nos prévisions en fin de publication et dans chaque fiche pays sous format graphiques.
8 Ce que la dernière analyse du CBO met en évidence : CBO's Current View of the Economy From 2025 to 2028, septembre 2025.
9 Depuis le début de l'année, les taux longs américains ont bien connu quelques moments de tensions (notamment au moment du Liberation Day). Mais la dégradation relative des perspectives macroéconomiques, alimentant les anticipations de baisses de taux de la Fed, les a tirés assez nettement vers le bas, au point qu'au 18 septembre, ils sont près de 70 pb moins élevés qu'à la mi-janvier, au pic du « Trump trade », de nouveau plus proches de 4% que de 5% comme en début d'année. Cependant, même proches de 4%, ils se situent à un plus haut depuis 2007.