

ÉCONOMIES AVANCÉES

“ APRÈS UNE ANNÉE 2025 MARQUÉE PAR LA RÉSISTANCE DE L'ÉCONOMIE MONDIALE, QUI SE TERMINE AVEC UN CERTAIN OPTIMISME, 2026 S'ANNONCE SOUS DE BONS AUSPICES ET POURRAIT ÊTRE UNE ANNÉE DE PERFORMANCES ÉCONOMIQUES SOLIDES. ”



ÉTUDES **ECONOMIQUES**



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

SOMMAIRE

2

ÉDITORIAL

3 Perspectives économiques 2026-2027 dans les pays avancés : épreuve de solidité

FOCUS

6 Les contraintes sur les finances publiques des pays avancés s'accroissent mais restent surmontables

ÉTATS-UNIS

10 Une croissance à deux vitesses

ZONE EURO

12 La demande intérieure, moteur de la croissance en 2026

ALLEMAGNE

14 L'Allemagne inaugure son nouveau cycle de croissance

FRANCE

16 La croissance rebondit malgré les incertitudes

ITALIE

18 Les finances publiques s'améliorent, mais la productivité reste faible

ESPAGNE

20 Une dynamique de croissance riche en emplois qui se poursuit

ROYAUME-UNI

22 De nouveaux leviers de croissance à saisir

JAPON

24 2026, une année de défis

INDICATEURS

26

CROISSANCE : CONTRIBUTIONS

28

PRÉVISIONS

29

**BNP PARIBAS**

La banque
d'un monde
qui change

PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES 2026-2027 DANS LES PAYS AVANCÉS: ÉPREUVE DE SOLIDITÉ

Après une année 2025 marquée par la résistance de l'économie mondiale, qui se termine avec un certain optimisme, 2026 s'annonce sous de bons auspices et pourrait être une année de performances économiques solides. Dans notre scénario central, nous nous attendons à ce que la plupart des facteurs de soutien à l'œuvre en 2025 continuent de jouer en 2026 – politique économique favorable, IA, prix du pétrole bas –, voire montent en puissance – plan de relance allemand et efforts de réarmement européens. La croissance de la zone euro se distinguerait ainsi par son renforcement (1,6% en 2026 et 2027 après 1,5% en 2025), tandis que la croissance américaine se stabiliserait sur un rythme proche mais en deçà de 2%. La politique budgétaire serait à la fois un facteur de soutien et un frein à la croissance. La politique monétaire serait orientée favorablement en 2026 (*statu quo* neutre dans la zone euro, orientation moins restrictive au Royaume-Uni voire accommodante aux États-Unis après une nouvelle baisse de taux), en dehors du Japon où la BoJ poursuivrait son resserrement très progressif et deviendrait peu à peu moins accommodante.

En cette fin d'année 2025, c'est plutôt l'optimisme qui domine, en tout cas sur les marchés financiers. Il existe bien ça et là des signes de fébrilité et des sources d'inquiétude, des secousses de temps à autre, mais, au moment d'écrire ces lignes, le mode « appétit pour le risque » est globalement activé. Ce sentiment positif déborde sur 2026 qui s'annonce, pour le moment, sous de bons auspices. Il s'appuie notamment sur la résistance dont on a fait preuve l'économie mondiale (pays avancés comme pays émergents) face au double choc américain, tarifaire et d'incertitude ; résistance qui elle-même s'appuie sur différents facteurs.

D'abord, la politique monétaire a globalement continué de s'assouplir et la Réserve fédérale a, notamment, repris ses baisses de taux. Ensuite, et c'est lié, les conditions financières sont restées favorables, combinant hausse des marchés actions, tendance à la baisse du dollar américain, recul du prix du pétrole et resserrement des *spreads* de crédit. Ensuite, les bilans plutôt solides des agents financiers et non financiers privés (entreprises comme ménages) ont constitué un autre amortisseur favorable. Enfin, le commerce mondial lui-même a tenu mieux que prévu, alimenté par la réorientation rapide des flux d'échanges pour s'adapter au choc tarifaire américain. Celui-ci n'a pas non plus été aussi mordant que les effets d'annonce de Donald Trump. Les exemptions sont nombreuses, des accords ont été négociés.

En outre, la résistance de la croissance, du commerce mondial et l'essor des marchés actions partagent un moteur commun important, qui aura aussi marqué cette année 2025 : le boom de l'intelligence artificielle (IA) et la vague d'investissements et d'effets richesse associés. Nous terminerons cette liste par un facteur spécifique à l'Europe : le double signal positif envoyé par le tournant budgétaire allemand et le plan européen de défense, combiné aux avancées diverses et variées (encore timides mais réelles) visant à renforcer l'UE. Beaucoup reste à mettre en œuvre mais les Européens ont envoyé un signal positif pour la croissance. Ce sursaut de l'UE est l'une des bonnes nouvelles de 2025 qu'il convient de souligner face au double choc négatif américain.

D'après notre scénario central, la plupart de ces facteurs de soutien continueraient de jouer en 2026 (politique économique favorable, IA, prix du pétrole bas), voire monteraient en puissance s'agissant du plan de relance allemand, des efforts de réarmement européens et, plus largement, de la mise en œuvre de l'agenda Draghi. Combinés à un *momentum* conjoncturel actuellement plutôt haussier, et à une incertitude qui irait en s'atténuant, le tout ferait de 2026 plus qu'une année sup-

plémentaire de résistance pour les économies avancées couvertes dans ce numéro¹² : la performance résiderait dans la solidité de la croissance économique attendue. À l'horizon 2027, qui reste lointain et plus incertain encore que 2026, cette performance se prolongerait, selon nos premières projections pour cette année-là.

RENFORCEMENT EUROPÉEN, STABILISATION AMÉRICAINE, MOLLESSE JAPONAISE

L'une des caractéristiques distinctives de nos prévisions actuelles est le renforcement attendu de la croissance dans la zone euro (1,5% en 2025, puis 1,6% en 2026 et 2027 après 0,8% en 2024) ; une prévision assez nettement au-dessus de celles du Consensus, de l'OCDE ou du FMI (entre 0,1 et 0,4 point de pourcentage au-dessus). En plus d'être plus élevée, cette croissance gagnerait en solidité. En effet, d'une part, elle reposerait sur une hétérogénéité moindre entre les performances des quatre plus grandes économies de la zone, et, d'autre part, elle serait davantage portée par la demande intérieure. Celle-ci s'appuierait sur une dynamique plus favorable pour l'investissement des entreprises (effet de l'IA, taux d'intérêt plus bas, efforts de réarmement, de décarbonation et d'infrastructures et effets sectoriels de diffusion associés) comme pour la consommation des ménages, même si ce serait dans une moindre mesure³. L'Allemagne redeviendrait un élément moteur, avec une croissance dépassant nettement 1% en 2026-2027 et très proche de celle de la moyenne de la zone euro. L'Espagne perdrait un peu de sa superbe mais resterait sur un rythme de croissance supérieur à 2%. La France et l'Italie seraient toujours au coude à coude, avec un léger avantage à la France dont la croissance dépasserait 1% quand la croissance transalpine aurait du mal à dépasser ce rythme.

La croissance du PIB américain ne connaîtrait pas d'accélération par rapport à 2025 mais pas de décélération non plus : la performance résiderait dans sa stabilisation, sur un rythme en deçà mais proche de 2%. L'écart de croissance se réduirait avec la zone euro, mais la croissance américaine lui resterait supérieure. Notre prévision se distingue légèrement à la baisse de celles des autres organismes. À grands traits, la croissance américaine continuerait d'être soutenue, d'un côté, par la vague IA et pénalisée, de l'autre, par le choc tarifaire. La croissance américaine tient globalement bon, mais sa « forme en K » tend à la fragiliser.

¹ États-Unis, zone euro, Allemagne, France, Italie, Espagne, Royaume-Uni, Japon.

² Pour la même analyse de la situation et des perspectives économiques dans les pays émergents, cf. *EcoPerspectives — Économies Émergentes | 4e trimestre 2025 – Études Économiques – BNP Paribas*, 13 novembre 2025

³ Pour une analyse plus détaillée des déterminants de la consommation des ménages dans la zone euro et aux États-Unis, cf. *Consommation des ménages : Vers un rebond en zone euro et une modération aux États-Unis ?*, 3 décembre 2025.



En effet, elle repose sur des bases plutôt étroites. Certes, les gains de productivité attendus du déploiement de l'IA dans l'économie permettront de soutenir la croissance et de contenir l'inflation. Mais les questions de pouvoir d'achat (renchérissement du coût de certains produits alimentaires et de consommation courante, du fait des droits de douane, de l'assurance-santé, du logement, etc.), le dynamisme moindre du marché du travail et les contraintes financières qui pèsent sur les ménages les plus modestes sont autant de fragilités. À l'autre bout de l'échelle des revenus, la dépendance de la consommation des ménages aux effets richesse est une autre source de vulnérabilité.

La croissance au Royaume-Uni partagerait, avec la zone euro, la caractéristique de se renforcer et, avec les États-Unis, de le faire de manière inéquitablement répartie, avec un investissement plus dynamique que la consommation des ménages. Quant au Japon, malgré le plein emploi et la bonne santé de ses entreprises mais aussi le soutien budgétaire, ce serait le pays le moins performant des économies avancées que nous passons en revue. La croissance y resterait inférieure à 1% en moyenne annuelle en 2026 et 2027, pénalisée par les pertes de pouvoir d'achat des ménages, le resserrement de la politique monétaire, aussi progressif soit-il, et le tournant protectionniste américain.

CONSOLIDATION ET SOUTIEN BUDGÉTAIRES: UNE DRÔLE DE COMBINAISON

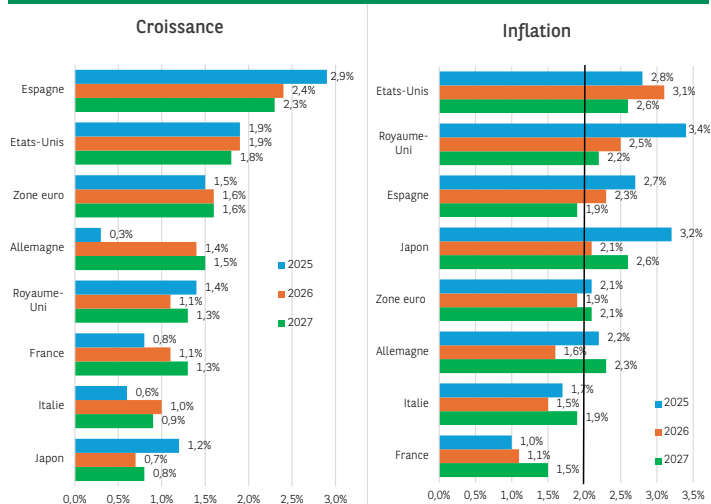
La politique budgétaire a la difficile tâche de concilier efforts de consolidation et mesures de soutien, sur fond de remontée des taux d'intérêt. C'est l'objet de notre Focus qui revient sur les contraintes croissantes qui pèsent sur les finances publiques, et offre une perspective positive en démontrant en quoi elles restent surmontables. La croissance jouera sur ce terrain un rôle déterminant et facilitateur si elle se renforce comme nous l'attendons.

Il y a aussi une forme de paradoxe à constater (et anticiper) que la croissance n'apparaît pas tant freinée que cela par la consolidation budgétaire. Au contraire, dans certains pays, la croissance observée et attendue repose pour une part non négligeable sur les dépenses publiques (cf. *tableau*). En France, en Allemagne, et, dans une moindre mesure, au Royaume-Uni et en Espagne, la contribution de la consommation publique est plus importante que celle de l'investissement public (celui-ci joue un rôle un peu plus grand dans la croissance espagnole et britannique qu'en France ou en Allemagne). Point remarquable : en 2024, en Allemagne, la croissance aurait été sensiblement plus négative sans la contribution des dépenses publiques (-1,2% au lieu de -0,5%). L'Italie se distingue par une contribution plus forte de l'investissement public (en 2023 et 2024⁴, en nette diminution ensuite) et les États-Unis par une contribution quasi inexistante des dépenses publiques.

POLITIQUE MONÉTAIRE: LE SEUIL POUR AGIR EST PLUS ÉLEVÉ

D'après notre scénario central, le prochain geste serait à la baisse pour la Réserve fédérale (Fed) en mars 2026 et la Banque d'Angleterre (BoE) le 18 décembre et à la hausse pour la Banque du Japon (BoJ) le 19 décembre et la Banque centrale européenne (BCE) au troisième trimestre 2027. Pour chacune de ces décisions, le seuil pour agir apparaît plus haut que lors des décisions précédentes, le cas de la BCE étant différent. Pour cette dernière, cette observation d'un seuil relevé vaut pour le court terme et dans le sens d'un nouvel assouplissement. Une détente supplémentaire pourrait, en effet, se justifier au regard des prévisions actuelles d'inflation inférieure à la cible en 2026.

PRÉVISIONS 2025-2027 : CROISSANCE ET INFLATION (MOYENNE ANNUELLE, %, PAR ORDRE DÉCROISSANT EN 2026)



GRAPHIQUE 1

SOURCES : BNP PARIBAS

Selon une lecture *dovish* de la gestion des risques par la BCE, un tel scénario est plus vulnérable à un choc négatif ou à l'absence de matérialisation de choc positif, ce qui ferait pencher la balance en faveur d'une nouvelle baisse de taux le cas échéant.

Toutefois, la prise en compte de points de vue plus *hawkish* (comme celui d'Isabel Schnabel) et le regain d'optimisme concernant la zone euro (dont les prévisions de la BCE, qui seront publiées le 18 décembre, devraient porter la trace) viennent équilibrer cette lecture *dovish*. Le fait que la politique monétaire de la BCE soit revenue, peu ou prou, en territoire neutre plaide également en faveur d'une prolongation du statu quo. Nous anticipons que cette prolongation soit longue, jusqu'à la mi-2027, et que le prochain geste de la BCE soit une hausse (+25 pb) au troisième trimestre 2027, suivie d'une autre d'ici la fin cette année-là. Si la BCE est dans une position relativement confortable comparée à celle de la Fed, de la BoE et de la BoJ, l'appréciation de l'euro contre le dollar, corollaire du différentiel de politique monétaire des deux côtés de l'Atlantique, est le revers de la médaille.

Du côté de la Fed, la déformation claire de son appréciation de la balance des risques et de sa fonction de réaction en faveur de l'emploi a donné lieu à trois baisses de taux de nature préventive en 2025. Après une courte période attentiste, nous anticipons une nouvelle et ultime baisse de taux en mars 2026, qui ne serait plus de nature préventive mais dépendrait des conditions macroéconomiques. C'est en cela que le seuil pour agir apparaît plus haut. Les divisions assez importantes au sein de la Fed sur la marche à suivre en sont une autre indication. Dans notre scénario, la situation sur le front de l'emploi resterait une source d'inquiétude plus importante que l'inflation et justifierait un nouvel assouplissement, portant la fourchette cible des *Fed Funds* à 3,25-3,50%.

Selon l'estimation que fait la Fed du taux neutre (3% en termes nominaux selon le point médian des membres du FOMC), la politique monétaire conserverait un biais légèrement restrictif approprié pour faire face à la persistance de l'inflation. Selon notre propre estimation du taux neutre (3,75% qui correspond au milieu de notre fourchette comprise entre 3,25% et 4,25%), la politique monétaire serait accommodante, et plus encore en termes réels, étayant notre scénario de

4 Effet du « Superbonus » et des fonds européens NGEU.



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

CROISSANCE RÉELLE DU PIB AVEC OU SANS DÉPENSES PUBLIQUES (G = CONSOMMATION (C) + INVESTISSEMENT (I)) MOYENNE ANNUELLE, % ET POINTS DE %												
France					Allemagne				Italie			
Moyenne annuelle, % points de %	Croissance	Croissance sans G	Contribution C	Contribution I	Croissance	Croissance sans G	Contribution C	Contribution I	Croissance	Croissance sans G	Contribution C	Contribution I
2023	1,6%	1,0%	0,4	0,2	-0,9%	-0,8%	-0,0	0,0	1,0%	0,1%	0,2	0,7
2024	1,1%	0,6%	0,4	0,2	-0,5%	-1,2%	0,6	0,1	0,7%	-0,0%	0,2	0,5
2025	0,8%	0,5%	0,4	-0,0	0,3%	-0,3%	0,5	0,1	0,6%	0,4%	0,1	0,2
2026	1,1%	0,7%	0,4	-0,0	1,4%	0,6%	0,7	0,1	1,0%	0,6%	0,1	0,3
2027	1,3%	0,9%	0,3	0,0	1,5%	0,8%	0,6	0,1	0,9%	0,8%	0,1	0,1
Espagne					Royaume-Uni				États-Unis			
Moyenne annuelle, % points de %	Croissance	Croissance sans G	Contribution C	Contribution I	Croissance	Croissance sans G	Contribution C	Contribution I	Croissance	Croissance sans G	Contribution C	Contribution I
2023	2,6%	1,1%	1,0	0,5	0,4%	-0,2%	0,5	0,2	2,9%	2,3%	0,4	0,2
2024	3,9%	3,4%	0,7	-0,1	1,2%	0,3%	0,8	0,1	2,8%	2,1%	0,4	0,2
2025	2,9%	2,2%	0,4	0,4	1,4%	0,8%	0,5	0,1	1,9%	1,7%	0,1	0,1
2026	2,4%	1,8%	0,4	0,2	1,1%	0,3%	0,5	0,3	1,9%	1,9%	-0,0	0,0
2027	2,3%	2,0%	0,4	-0,1	1,3%	0,7%	0,4	0,2	1,9%	1,8%	0,1	0,0

TABLEAU

SOURCES : INSTITUTS STATISTIQUES NATIONAUX, MACROBOND, CALCULS ET PRÉVISIONS BNPP PARIBAS

résilience de l'économie et du marché du travail, au prix d'une inflation (CPI) supérieure d'un point à la cible en 2026, et encore d'environ un demi-point en 2027.

Du côté de la **BoE**, les conditions semblent réunies pour une nouvelle baisse le 18 décembre : des données économiques toujours mitigées, une incertitude politico-budgétaire encore élevée et une inflation mieux orientée à la baisse. Le vote promet toutefois d'être très serré (5-4 d'après notre prévision), illustrant le rehaussement du seuil pour agir et l'arbitrage délicat entre donner de l'air à la croissance, en diminuant encore le degré de restriction de la politique monétaire, ou le laisser inchangé compte tenu de l'inflation élevée. La désinflation se poursuivant, la BoE procéderait à une autre baisse de taux en 2026 (au premier trimestre), mais ce serait la seule cette année-là, la baisse de l'inflation restant trop limitée à partir du deuxième trimestre. Avec un taux directeur à 3,50%, la politique monétaire britannique serait encore marginalement restrictive en termes nominaux. Cette première phase du cycle de baisses de taux de la BoE serait suivie d'une longue pause avant d'entamer une seconde phase au premier semestre 2027 (deux nouvelles baisses de taux de 25 pb), lorsqu'elle aura en main des preuves claires d'un retour durable de l'inflation à la cible. La phase de normalisation de la politique monétaire s'achèverait alors avec son retour en territoire neutre. Une désinflation plus marquée (un autre scénario possible) ouvrirait la voie à des baisses de taux plus rapprochées.

La **BoJ** mène également une normalisation très prudente et progressive de sa politique monétaire, mais à rebours des trois autres banques centrales, dans le sens du resserrement. La hausse de taux attendue lors de la réunion de décembre serait seulement la deuxième de 2025. La BoJ resterait sur ce rythme jusqu'à porter son taux directeur au niveau terminal de 1,5% au deuxième trimestre 2027. Cette lenteur vise, naturellement, à ne pas trop freiner la croissance, mais aussi à composer avec des considérations politiques qui s'ajoutent et contribuent à relever le seuil pour agir. Selon nos prévisions, l'inflation japonaise resterait ce faisant au-dessus de la cible, soulevant le risque de hausses de taux plus nombreuses que dans notre scénario central.

Pour terminer, un autre constat se dégage de ce passage en revue des politiques monétaires et interpelle : l'inflation demeure supérieure à la cible, sur tout ou presque tout notre horizon de prévision, dans trois cas (États-Unis, Royaume-Uni, Japon) sur quatre (zone euro). C'est pour partie un choix délibéré des banques centrales concernées mais il n'est pas sans risques.

DES RISQUES FINALEMENT CONTENUS EN 2025 ENCORE PRÉSENTS, VOIRE ACCRUS, EN 2026

Un autre élément participe au sentiment général plutôt favorable en cette fin d'année : certains des risques identifiés pour 2025 soit ne se sont pas matérialisés, en tout cas pas sous une forme aigue (hausse des primes de risque sur les taux longs souverains due aux problématiques budgétaires), soit se sont avérés moins mordants que redouté (l'impact haussier sur l'inflation américaine des droits de douane additionnels et leur impact négatif sur la croissance et le commerce mondial).

Toutefois, s'agissant du choc tarifaire américain, ses pleins effets sur l'inflation comme sur la croissance et le commerce mondial sont très probablement encore devant nous. S'agissant de la vigilance accrue dont les marchés obligataires ont fait preuve, elle est certes restée sélective et contenue cette année, mais le risque de pressions plus fortes et/ou généralisées sur les taux longs en 2026 devrait continuer de peser, voire s'accroître. Trois autres risques sont à surveiller : un retournement des marchés actions dû à un dégonflement de l'emballement autour de l'IA ; une résurgence de l'inflation (américaine notamment) ; un regain d'incertitudes entourant la politique commerciale américaine. À l'inverse, des gains de productivité plus élevés grâce au déploiement de l'IA constituent un aléa positif, pour la croissance comme pour l'inflation.

Achevé de rédiger le 15 décembre 2025

Hélène Baudchon

LES CONTRAINTES SUR LES FINANCES PUBLIQUES DES PAYS AVANCÉS S'ACCROISSENT MAIS RESTENT SURMONTABLES

Les finances publiques des économies avancées¹ subissent une conjonction de contraintes. La remontée structurelle des taux d'intérêt complique d'ores et déjà la donne, mais ses effets ne se font pas encore pleinement ressentir. Lorsque ce sera le cas (à la fin de la décennie), la plupart des pays devront générer des excédents primaires afin de stabiliser leur ratio d'endettement. En parallèle, les finances publiques devront également financer des besoins liés au vieillissement de la population, à la défense et au changement climatique. Dans ce contexte, une croissance plus élevée faciliterait la stabilisation des ratios de dette publique/PIB, et inversement.

LE PLEIN EFFET DE LA REMONTÉE DES TAUX D'INTÉRÊT RESTE À VENIR

Après la crise de 2008, les finances publiques ont bénéficié d'une longue période de taux d'intérêt faibles. Cela a réduit le service de la dette, facilitant ainsi les ajustements ou limitant la détérioration des déficits.

La donne a changé, et ce probablement durablement. Les finances publiques sont soumises depuis début 2022 à l'augmentation des taux d'intérêt. Un effet que l'inflation est d'abord venue contrecarrer en maintenant le taux d'intérêt réel à un bas niveau. Maintenant que l'inflation a diminué, ce dernier a entamé un rebond. Néanmoins, la maturité moyenne plutôt longue des dettes publiques maintient un taux d'intérêt apparent sur la dette nettement inférieur au taux d'intérêt de marché.

Une divergence existe entre deux groupes de pays :

- En zone euro, l'inflation est déjà modérée, mais la maturité moyenne de la dette est relativement élevée, ce qui continue de retarder la pleine transmission de la hausse des taux d'intérêt au taux apparent.

- Au Royaume-Uni, au Japon ou aux États-Unis, l'inflation reste significative (elle atteint ou dépasse 3%) et joue toujours à la baisse sur le taux d'intérêt réel.

Dans tous les cas (maturité ou inflation élevée), les finances publiques conservent une marge de manœuvre car le taux d'intérêt apparent réel (r) reste inférieur à la croissance réelle du PIB (g).

Toutefois, à terme, c'est bien vers une convergence de r vers g que l'on s'oriente. Or, plus le niveau du $r-g$ s'élève, plus le solde primaire doit augmenter pour parvenir à stabiliser la dette publique par rapport au PIB (et *a fortiori* pour faire baisser le ratio). Jusqu'à devoir générer des excédents primaires pour stabiliser l'endettement (voir notre analyse).

Selon nos calculs (voir l'analyse), l'Italie est d'ores et déjà dans cette situation, en raison de taux d'intérêt historiquement plus élevés (mais déjà capable de générer les excédents primaires correspondant). La convergence de r vers g est assez avancée aux États-Unis, où la maturité moyenne de la dette est relativement courte (6 ans, voir l'analyse). Ainsi, le taux d'intérêt apparent reflète déjà largement la remontée des taux d'intérêt de marché.

Pour les autres pays, r devrait rattraper g d'ici à la fin de la décennie. L'Allemagne et le Japon, qui sont les pays qui ont le plus expérimenté les taux négatifs, ne subiraient une telle convergence que lors de la prochaine décennie.

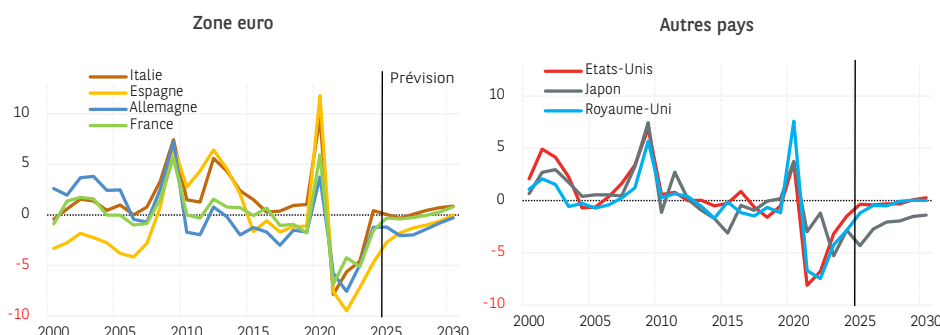
LES DÉPENSES PUBLIQUES SONT SOUMISES À DES PRESSIONS CROISSANTES

Trois types de pression sont communes à tous les pays considérés mais à des degrés divers : la charge de la dette, le vieillissement de la population, et les dépenses de défense. Le FMI a produit une estimation du surcroît de dépenses publiques que ces éléments nécessiteraient à 2050 en Europe. Or, il apparaît qu'une partie de ce surcroît pèse déjà sur les finances publiques.

¹ États-Unis, Allemagne, France, Italie, Espagne, Royaume-Uni et Japon étudiés ici.

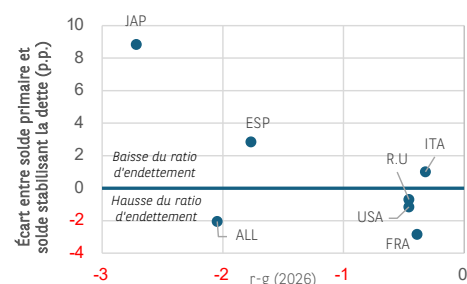
ÉCART ENTRE TAUX D'INTÉRÊT NOMINAL APPARENT ET CROISSANCE NOMINALE DU PIB ($r-g$)

1.a : Le r moins g devrait converger vers 0 d'ici à la fin de la décennie



GRAPHIQUE 1

1.b : En 2026, des déficits supérieurs au niveau qui stabiliserait la dette dans une majorité de pays



SOURCES : FMI, PRÉVISIONS BNP PARIBAS



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

La charge d'intérêt subit d'ores et déjà la remontée des taux d'intérêt. C'est une dépense, dont l'augmentation accentue l'effort à fournir sur le reste des dépenses afin de stabiliser le ratio de dette publique.

En parallèle, le vieillissement de la population exerce également une pression à la hausse sur les dépenses publiques, notamment sur les deux principaux postes de dépenses sociales - la santé et les retraites - alors même que ces dépenses pèsent déjà lourd.

Aux États-Unis, le CBO estime que les postes liés à la retraite et à la santé vont croître pour atteindre 11,2% en 2050, contre 8,3% en 2024. Concernant le Japon, les prévisions du FMI indiquent une part de près de 23,0% pour la somme retraites/santé en 2040.

Concernant les retraites, le poids du vieillissement sur les finances publiques dépend du ratio entre ceux qui cotisent (les actifs) et ceux qui reçoivent les prestations (notamment les retraités). Ce ratio varie d'un pays à l'autre, mais il a fortement diminué partout et se trouve déjà nettement inférieur à 2 dans la plupart des pays, dont le Japon, l'Italie, l'Allemagne ou la France. Et l'évolution actuelle et projetée de la démographie est telle, que ce ratio devrait continuer de se détériorer à l'avenir.

Pour limiter l'impact du vieillissement sur les dépenses sociales, plusieurs pays ont engagé des réformes qui repoussent l'âge de départ à la retraite. En outre, des mesures favorisant le cumul emploi-retraite ont récemment été annoncées en Allemagne. Face à l'évolution de la pyramide des âges, plusieurs pays ont mis en place des dispositifs visant à augmenter le taux d'emploi. Certains concernent les jeunes (apprentissage, formation professionnelle), mais la plupart ciblent les travailleurs plus âgés. Les Pays-Bas illustrent particulièrement cette dynamique : le taux d'emploi des 55-64 ans y atteint près de 75%.

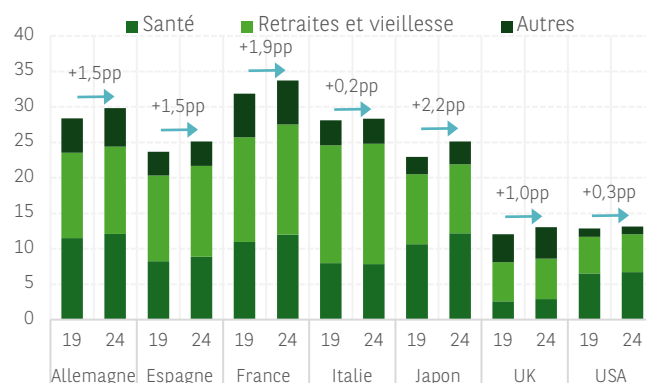
Selon nos estimations, si la France continuait à augmenter, comme elle a commencé à le faire, le taux d'emploi de 55-64 ans pour atteindre la moyenne européenne - soit un gain de 4 pp - elle pourrait dégager chaque année EUR 25 mds (soit 0,8% du PIB) supplémentaires pour ses finances publiques. Ce résultat proviendrait à la fois d'une hausse des recettes (cotisations sociales, TVA et impôt sur le revenu, les actifs ayant une consommation et un revenu supérieurs aux retraités) et d'une réduction des dépenses (moins de pensions versées).

Le poids croissant des dépenses sociales résulte également de choix. Ceux-ci portent autant sur le niveau des prestations (en France, par exemple, le niveau moyen des pensions est comparable au salaire moyen, alors qu'il y est inférieur dans les autres pays) que sur leur évolution (notamment le degré d'indexation sur l'inflation durant la crise inflationniste, supérieur à 100% en France, souvent inférieur dans d'autres pays).

L'EFFORT DE RÉARMEMENT EXERCERA, LUI AUSSI, UNE PRESSION CROISSANTE

Les États-Unis consacrent d'ores et déjà 3,5% de leur PIB aux dépenses de défense. Ils devraient maintenir leur effort à ce niveau et les autres pays membres de l'OTAN devraient converger vers cette norme. L'Union européenne s'y est engagée à l'horizon de la fin de la décennie, contre environ 1,9 % du PIB en moyenne en 2024. Le Royaume-Uni a également entrepris de faire croître ses dépenses, même si les contraintes budgétaires impliquent que la montée en charge devrait rester progressive (de l'ordre de 0,1 pp par an pour atteindre 2,6% du PIB en 2027). Le Japon a, lui, fortement accru son budget pour le rapprocher du niveau minimal requis par l'OTAN (2% en 2025, contre près de moitié moins jusqu'en 2022). L'enjeu est de taille pour tous les pays car cette contrainte pèse de conserve avec celles précédemment citées.

DÉPENSES SOCIALES (% DU PIB)



GRAPHIQUE 2

SOURCES : EUROSTAT, NIPSSR, CBO, BNP PARIBAS

En Europe, les plans annoncés au printemps 2025 avancent, dans l'ensemble, conformément au calendrier et selon le montant des enveloppes définies (voir notre analyse). Selon nos estimations, les dépenses de défense atteindraient 2,8 % du PIB en 2027.

L'effort n'est toutefois pas homogène. La majeure partie devrait provenir de l'Allemagne (lien vers l'EcoPerspectives Allemagne), ce qui a été autorisé par la suspension temporaire des règles européennes limitant le déficit budgétaire, ainsi que par le biais d'une exception à la règle allemande du frein à l'endettement. Un effort que les finances publiques allemandes peuvent se permettre étant donné un ratio de dette publique contenu. À l'inverse, l'Espagne ne devrait augmenter ses dépenses que vers 2% du PIB.

Par ailleurs, l'effort restera progressif, notamment dans les pays où le déficit public élevé réduit les marges de manœuvre budgétaires. Pour la France, l'augmentation du budget de la défense de EUR 6,7 mds, annoncée dans le cadre du projet de loi de Finances 2026, équivaut à environ 0,2 point de PIB de dépenses de défense en plus. Cette augmentation devrait se maintenir jusqu'à la fin de la décennie, pour atteindre près de 3 % de PIB en 2030.

DES ÉQUATIONS QUE D'AVANTAGE DE CROISSANCE POURRAIT PERMETTRE DE RÉSOUDRE... OU MOINS DE CROISSANCE VIENDRAIT COMPLIQUER

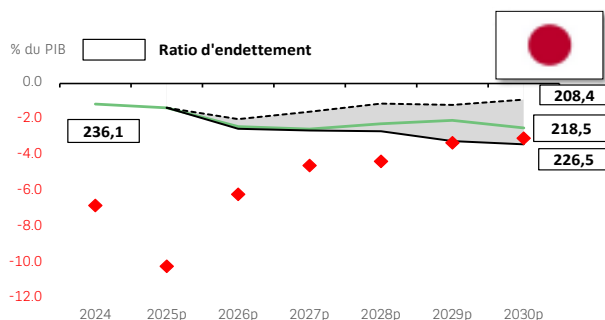
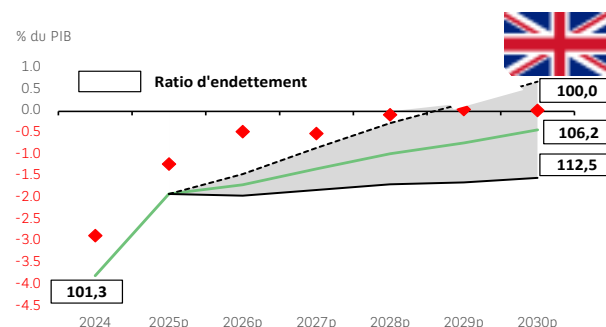
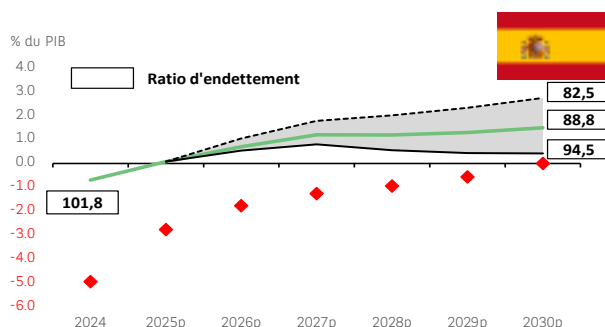
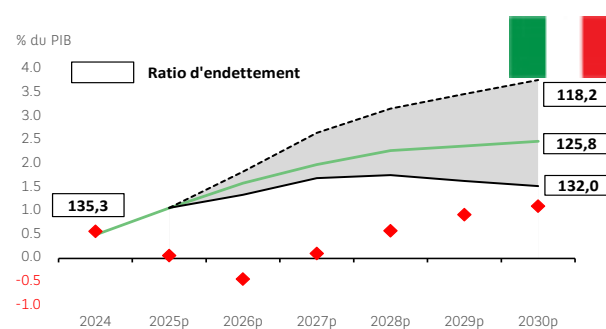
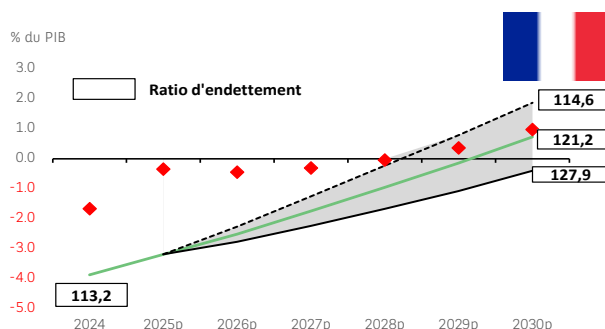
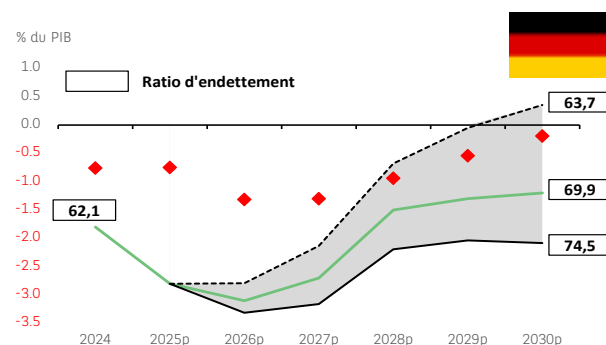
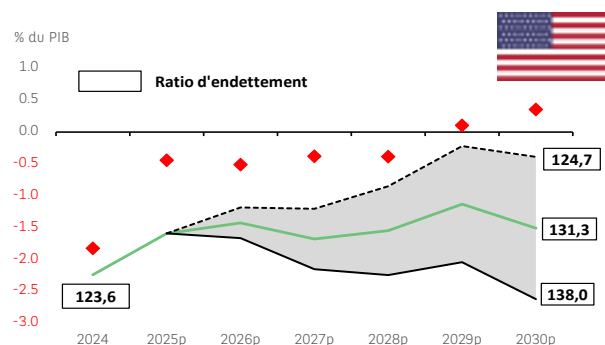
Dans une analyse récente (voir le détail), nous avons montré que le ratio d'endettement devrait continuer de baisser d'ici la fin de la décennie au Japon, en Italie et en Espagne, en partant néanmoins d'un niveau élevé. Aux États-Unis, en France et au Royaume-Uni, la hausse devrait se poursuivre. Elle s'enclencherait en Allemagne. Toutefois, dans la plupart de ces pays, selon nos prévisions, le ratio de dette publique se stabiliserait en fin de décennie grâce à des efforts de consolidation budgétaire. Les États-Unis se distingueraient avec un solde budgétaire primaire qui resterait, à horizon 2030, très nettement en dessous du niveau requis pour stabiliser le ratio de dette publique sur PIB.

Ces scénarios de consolidation budgétaire progressive dépendent de paramètres soumis à de forts aléas : la croissance du PIB, le rythme de consolidation budgétaire et le niveau des taux d'intérêt. Or, ces éléments interagissent.



ÉVOLUTION DU SOLDE BUDGÉTAIRE PRIMAIRE DANS DIFFÉRENTS SCÉNARIOS DE CROISSANCE

■ Intervalle de confiance — Scénario central — Croissance - scé. défavorable - - - Croissance - scé. favorable ♦ Solde primaire stabilisant



Note :

La bande supérieure résulte d'un choc positif sur la croissance (+0,5 point de pourcentage par an au-dessus du scénario de référence), tandis que la bande inférieure résulte d'un choc négatif (-0,5 point de pourcentage par an en dessous du scénario de référence).

GRAPHIQUE 3

SOURCE : BNP PARIBAS



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

Les risques sur la croissance nous apparaissent équilibrés et la probabilité de leur survenance non-négligeable. La survenue d'un choc négatif engendrerait une trajectoire de croissance plus erratique que dans un scénario par nature lissé, ce qui entraînerait une pause dans la consolidation et compromettrait d'autant plus une stabilisation de l'endettement public au terme de la décennie. Cette situation appellerait une réponse de politique monétaire de nature à générer un rebond de la croissance, que ce scénario baissier n'incorpore pas.

À l'opposé, les hypothèses actuelles autour de la croissance potentielle peuvent sous-estimer les effets de l'innovation, notamment en matière d'intelligence artificielle. Celle-ci soutient actuellement la croissance réelle, directement par l'intermédiaire d'investissements dans les biens d'équipements technologiques et dans les logiciels et, indirectement, via des effets de richesse. Une adoption rapide par le reste de l'économie, encore embryonnaire aujourd'hui, constituerait un scénario haussier sur la croissance, même si son impact positif sur les recettes fiscales pourrait être amoindri par l'éventuel contenu faible en emplois de cette croissance. Les efforts européens de réarmement sont également porteurs de croissance et de gains de productivité. Ils sous-tendent nos prévisions d'un rebond de l'activité dans la zone euro au cours des deux prochaines années mais le soutien devrait aller au-delà de cet horizon. Les investissements liés à la transition énergétique et à la décarbonation sont un autre facteur de croissance.

Nous évaluons donc, à l'aide du graphique 3, l'étendue de ces risques haussiers ou baissiers sur la trajectoire probable de consolidation budgétaire.

Logiquement, pour les pays où l'effort de consolidation demandé est déjà important, la répétition de chocs négatifs éloignerait durablement le solde primaire du seuil permettant de stabiliser le ratio d'endettement, notamment en France, au Royaume-Uni ou aux États-Unis. En Espagne, en Italie et, dans une moindre mesure, au Japon, l'impact d'une croissance plus basse sur le déficit primaire ne serait pas suffisant pour engendrer une augmentation du ratio de dette publique.

En cas de choc positif (croissance supérieure de 0,5 point à notre scénario actuel), en France et au Royaume-Uni, le déficit primaire stabilisant la dette publique pourrait être atteint dès 2028. Aux États-Unis, compte tenu du niveau très dégradé du déficit budgétaire, un tel surcroît de croissance ne permettrait pas une stabilisation du ratio de dette, mais il l'en rapprocherait. Dans les autres pays de la zone euro ou au Japon, une croissance plus élevée contribuerait à esquisser une trajectoire d'endettement public plus favorable (stabilisation dès 2028 en Allemagne, diminution plus prononcée de la dette publique en Italie, en Espagne ou au Japon).

LES FINANCES PUBLIQUES DEVRONT ÉGALEMENT FAIRE FACE À D'AUTRES BESOINS

Ces besoins ont notamment trait au verdissement de l'économie, à la politique industrielle et au développement de l'IA. L'ampleur avec laquelle ces besoins pèseront sur les finances publiques est difficile à évaluer, car elle dépendra des stratégies nationales et notamment du partage des financements nécessaires entre le secteur public et le secteur privé. Toutefois, ce coût pourrait être conséquent.



ÉTATS-UNIS

10

ÉTATS-UNIS: UNE CROISSANCE À DEUX VITESSES

La croissance des États-Unis devrait se rapprocher de son rythme potentiel en 2026. Cette résilience masquerait une croissance « en forme de K » soutenue par l'investissement lié à l'IA et la consommation des plus aisés. L'investissement dans les autres postes de l'économie n'est pas aussi dynamique, tandis que la plupart des Américains font face à une inflation persistante et à une détérioration du marché du travail. À la fin du T1 2026, la Fed devrait clore son cycle d'assouplissement monétaire lié à l'emphase sur la composante emploi de son mandat dual. L'impulsion budgétaire resterait légèrement négative en 2026 du fait des tarifs douaniers, dont la délimitation restera un sujet central.

LA CROISSANCE SOUTENUE PAR L'OPTIMISME AUTOUR DE L'IA

La croissance a connu une variabilité inhabituelle en 2025 en raison de facteurs temporaires : la volatilité des importations de biens (S1 2025) et le *shutdown* du gouvernement fédéral (T4 2025). D'après nous, ce dernier a réduit à +0,0% t/t le résultat du T4 2025 (une perte qui sera rattrapée ultérieurement) vs. +0,8% t/t au T3¹. Les avancées du PIB seraient plus stables en 2026, à près de +0,4% t/t par trimestre (à partir du T2) avec +1,9% en moyenne annuelle (stable par rapport à 2025). La croissance serait ainsi proche de son rythme potentiel, mais marquée par une modification de ses supports et une modération de l'emploi.

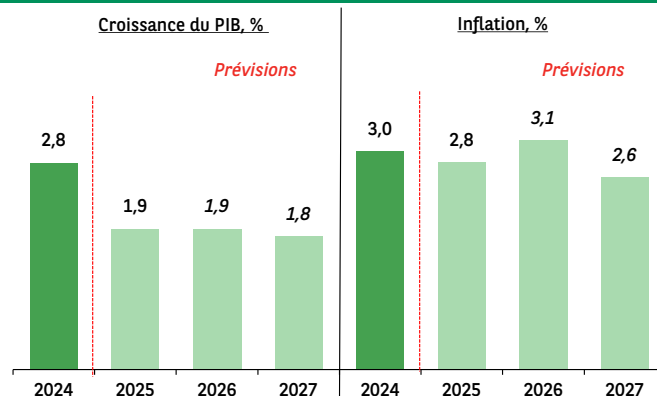
Le dynamisme des investissements sur fond d'optimisme lié à l'intelligence artificielle (IA) constitue l'élément distinctif de la croissance. En revanche, les autres composantes de l'investissement se sont repliées (*graphique 2*). Au S1 2025, les catégories liées à l'IA représentent 9% du PIB, mais expliquent 40% de sa croissance. Toutefois, cela s'accompagne d'une hausse des importations associées, relativisant le résultat précédent et témoignant d'une dépendance extérieure des États-Unis dans ce domaine. De plus, la valorisation des « sept magnifiques » (*Magnificent Seven*) du secteur de la tech² a contribué significativement à la hausse récente de la richesse financière des ménages (+30 points depuis le T3 2023, à 420% du PIB au T2 2025), ce qui soutient la consommation de ceux d'entre eux détenant des actions.

La croissance américaine est donc « en forme de K » (*K-Shaped*). Le caractère divergent de l'investissement devrait perdurer en 2026-27 et la consommation des ménages devrait continuer d'être soutenue par le haut de la distribution des revenus et du patrimoine (*voir L'Ecolnsight Consommation*). Le sentiment des ménages porte la trace de ces contrastes : il reste particulièrement dégradé au niveau agrégé (au plus bas depuis 2015), avec un accroissement du différentiel entre le segment supérieur des revenus (USD > 120 000/an) et la quasi-totalité du reste de la distribution en 2025, selon le *Conference Board*. La croissance se trouve dès lors vulnérable à une forte correction des valorisations boursières, qui sont historiquement élevées.

BAISSE DU TAUX D'ENDETTEMENT DES MÉNAGES ET DES ENTREPRISES

Le taux d'endettement des ménages s'est replié à 93,6% du PIB au T2 2025, un plus bas sur plus de vingt ans. Celui des entreprises a également baissé, à 46,1%, mais reste proche de ses plus hauts historiques (hors Covid). La progression de l'encours des prêts hypothécaires aux ménages reste assez dynamique (+2,9% a/a au S1 2025), mais la capacité d'achat immobilière demeure faible (niveau élevé des taux et des prix). Si les taux fixes à 30 ans (90% de la production nouvelle de crédits) ont reculé depuis mai (-65 pb à 6,3% en novembre), la poursuite du mouvement semble peu probable au regard de notre scénario de hausse des taux longs souverains (*voir ci-après*). Les demandes de refinancement demeureront par ailleurs modestes, la grande majorité des prêts ayant été souscrite à des taux fixes inférieurs à 6% (78% de l'encours au T2 2025). La demande de crédits à la consommation, à l'encours quasi-stable a/a en septembre, reste déprimée. À l'inverse, les flux de financements des entreprises (production nouvelle de crédits,

CROISSANCE ET INFLATION (MOYENNE ANNUELLE)



GRAPHIQUE 1

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

émissions de titres de dette) se sont accrus au S1 2025, contribuant à soutenir l'investissement. Le mouvement pourrait se poursuivre, porté par la baisse des taux courts.

EMPLOI : MOINS DE DEMANDE, MOINS D'OFFRE

En 2026, le taux de chômage devrait avoisiner 4,4%, proche du plein-emploi. Les créations d'emploi ont diminué (*nonfarm payrolls* à +59k en moyenne semestrielle en septembre 2025, contre +133k un an plus tôt), et la révision annuelle confirme cette tendance (-911k d'emplois salariés entre avril 2024 et mars 2025). La main d'œuvre disponible diminue aussi avec l'objectif de « zéro immigration nette » de l'administration. Il en résulte une situation paradoxale où la détérioration des embauches n'engendre pas de hausse du chômage, mais où la croissance potentielle est réduite par la politique migratoire.

Le soutien lié à l'IA à la croissance ne se répercute pas significativement sur l'emploi, directement ou indirectement. L'emploi salarié a même reculé dans les secteurs concernés depuis janvier 2023 (*graphique 3*). De plus, le marché du travail fait écho à la croissance « en forme de K » : au T3 2025, le différentiel de croissance des salaires entre le premier et le quatrième quartiles atteint un plus haut depuis 2013 (Fed d'Atlanta). Les enjeux associés en matière de consommation des ménages en sont plus importants du fait de la stabilité de la croissance agrégée des salaires (+3,8% a/a en septembre, stable en 2025), du rebond de l'inflation et de craintes accrues des ménages sur l'emploi.

INFLATION : PAS DE RETOUR À LA CIBLE AVANT 2028

L'inflation (CPI) dépasserait les +2% a/a jusqu'en 2028 au moins, selon nos prévisions, avec un pic à +3,3% a/a à la mi-2026 pour les indices *headline* et sous-jacent. La hausse a été amorcée en avril 2025, le CPI passant de +2,3% à +3,0% a/a en septembre (+2,8% à +3,0% pour le

¹ La publication des données officielles a été perturbée par le *shutdown* fédéral. Le PIB du T3 et les chiffres d'emploi et d'inflation CPI de novembre ne sont pas disponibles à ce jour.
² Alphabet, Amazon, Apple, Microsoft, Meta, Nvidia, Tesla



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

core). Les droits de douane supplémentaires constituent le facteur principal, du fait de l'accroissement du tarif effectif moyen sur les importations (15,9% contre 2,3% en 2024, même si les recettes effectivement collectées indiquent 11,5% pour le moment). Toutefois, jusqu'ici la transmission aux prix à la consommation s'est révélée moins forte que prévu. La détérioration des perspectives des ménages pourrait avoir occasionné une absorption plus importante des hausses de droits de douane par les entreprises. Néanmoins, la désinflation serait lente après le pic de la mi-2026, le CPI atteignant +2,5% a/a au T4 2027, au-dessus du niveau « pré-tarifs » d'avril 2025.

LA FED AU DÉFI DE LA NEUTRALITÉ

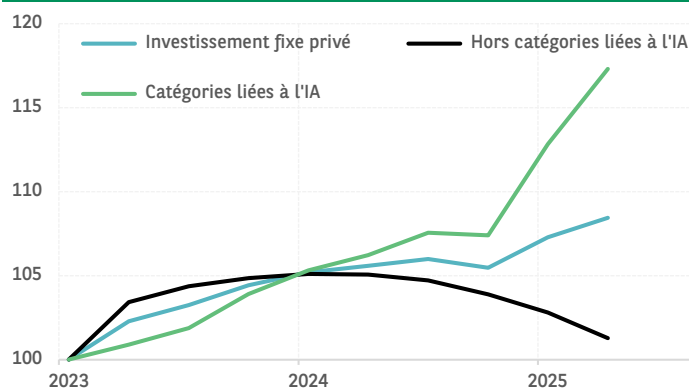
La Réserve fédérale (Fed) a repris, en septembre 2025, son assouplissement monétaire du fait du rééquilibrage des risques entre emploi et inflation, procédant à trois baisses de taux (-25 pb) et réduisant un biais restrictif. Nous anticipons une dernière baisse en mars 2026, avec une cible de taux à +3,25% - +3,50% (légèrement en-dessous de notre estimation du taux neutre, de 3,75%). Les risques sont orientés vers davantage d'assouplissement, du fait du biais pour l'emploi des membres les plus influents du FOMC. Par ailleurs, le comité est très divisé à propos des baisses de taux dans un contexte de persistance de l'inflation. Dans le même temps, l'USD devrait s'affaiblir modérément face à l'euro (1,20 fin 2026, contre 1,16 à ce jour) sur fond de croissance plus importante que prévu dans la zone euro (voir le chapitre) et de réduction du différentiel de taux directeur.

La décision de la Cour suprême (SCOTUS) dans l'affaire Trump vs. Cook et le remplacement du président J. Powell sont des enjeux majeurs pour l'avenir de la politique monétaire. Un jugement favorable à l'administration accorderait un pouvoir discrétionnaire étendu au président américain sur la composition du FOMC, alors que le futur président de la Fed pourrait être choisi pour son biais en faveur de l'assouplissement. Un autre risque tient à la possibilité de démissions au *board*, dont celle de J. Powell, qui, pouvant occasionner une recomposition plus profonde, ouvrant la porte à un changement de structure institutionnelle et à une forte perte d'indépendance. Il pourrait alors en résulter une érosion de la crédibilité de la Fed et de son engagement pour la stabilité des prix. Toutefois, ce n'est pas notre scénario (voir l'éditorial, [Fed : l'héritage de Powell devrait lui survivre](#)) : les décisions resteraient guidées par les fondamentaux économiques, malgré un déséquilibre persistant en faveur de la partie « emploi » du mandat dual.

UNE IMPULSION BUDGÉTAIRE MODÉRÉMENT NÉGATIVE

Le déficit budgétaire total atteindrait 6,5% du PIB en 2025 et 6,3% en 2026, des niveaux particulièrement élevés mais en repli (7,0% en 2024) du fait de la réforme des emprunts étudiants et de la hausse des revenus douaniers. Ces derniers devraient permettre de réduire le déficit primaire, fluctuant entre 1,0% et 1,5% du PIB entre 2025 et 2027, mais restent mouvants (exemptions récentes sur l'alimentaire) et incertains (voir ci-après). Dans le même temps, la charge d'intérêts pèse sur le déficit total (5,0% du PIB en 2026, en hausse ininterrompue depuis 2020). L'impulsion budgétaire a des effets distributifs négatifs pour la croissance et participe de l'économie « en forme de K » : les tarifs douaniers sont supportés par les ménages les plus modestes, et le *One, Big, Beautiful Bill Act* (OBBA) prolonge essentiellement une fiscalité favorable aux hauts revenus. Ainsi, la hausse du ratio de dette publique devrait se poursuivre (126,4% du PIB en 2027 contre 124,7% en 2025), mais sera limitée par une croissance nominale toujours élevée. Par ailleurs, le risque d'un nouveau *shutdown* est élevé. La réduction du déficit et les baisses de taux du FOMC ne devraient pas enrayer l'accroissement de la pression obligatoire en 2026. Selon nos projections, les taux à 10 et 30 ans atteindraient, respectivement, 4,5% et 5,0% au T4 2026, contre 4,2% et 4,8% au 9 décembre. La persistance de l'inflation et des déficits, avec une croissance meilleure que prévu contribuent à cette

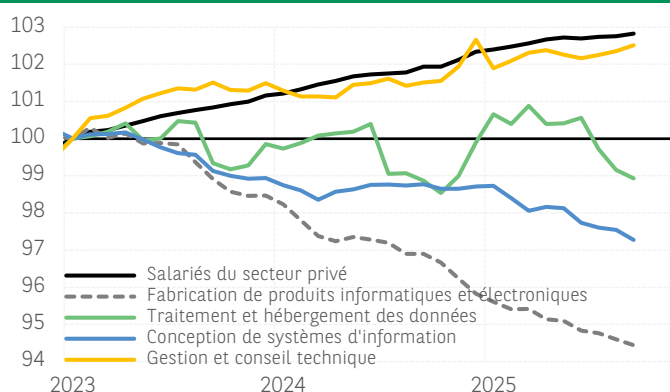
PIB AMÉRICAIN : UN INVESTISSEMENT EN FORME DE K (100 = T1 2023)



GRAPHIQUE 2

SOURCES : BEA, CALCULS BNP PARIBAS

ÉTATS-UNIS : L'EMPLOI DES SECTEURS LIÉS À L'IA EN DÉLICATESSE (100 = 01/2023)



GRAPHIQUE 3

SOURCES : BLS, BNP PARIBAS

prévision. Par ailleurs, le T3 a vu une modération de l'absorption de la dette américaine par les investisseurs étrangers, dont la demande s'est élargie en volume mais modérée en proportion des émissions nettes du Trésor, particulièrement importantes après le relèvement du plafond de la dette cet été.

COMMERCE EXTÉRIEUR : L'INCERTITUDE RESTE SIGNIFICATIVE

Les données disponibles pour le T3 (juillet, août) placent la balance commerciale à USD -68,9 mds en moyenne mensuelle, contre -75,2 en 2024. Les importations s'inscrivent dans la lignée du T2 qui fut marqué par un net contrecoup insécuteur au *frontloading* du T1, et les exportations sont généralement stables depuis janvier. Un équilibre relatif apparaît sur la question des tarifs douaniers, avec, notamment, une trêve d'un an (jusqu'au 10 novembre 2026) avec la Chine. L'incertitude en matière commerciale a donc nettement reflué depuis le pic du printemps 2025, mais dépasse largement niveau pré-tarifs. Cependant, il existe une forte possibilité d'invalidation des tarifs réciproques ouvrant la porte à davantage de tarifs sectoriels compensatoires. Enfin, d'autres tarifs sectoriels sont possibles, notamment sur les semi-conducteurs et les produits pharmaceutiques.

Achevé de rédiger le 11 décembre 2025

Anis Bensaidani et Céline Choulet



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

ZONE EURO

12

LA DEMANDE INTÉRIEURE, MOTEUR DE LA CROISSANCE EN 2026

La croissance en zone euro devrait se renforcer en 2026 (1,6%), tirée par l'investissement et un rebond de l'activité en Allemagne. Selon nos prévisions, l'inflation évoluerait sous la cible des 2%. Le redressement attendu de la croissance du PIB amènerait néanmoins la BCE à maintenir ses taux inchangés jusqu'en 2027 avant de les augmenter. L'impulsion budgétaire resterait globalement neutre, une consolidation budgétaire en France et en Italie venant compenser l'accroissement du déficit allemand. Les taux des nouveaux crédits aux ménages et aux entreprises devraient demeurer stables en 2026 et la production nouvelle continuerait de décélérer tant du côté des ménages que des entreprises. En revanche, les taux souverains enregistreraient une hausse contenue.

📈 CROISSANCE : UN NOUVEL ÉLAN QUI PART DU CŒUR

Après une piètre performance en 2024 (0,8%), la croissance de la zone euro devrait accélérer à 1,5% en 2025, puis 1,6% en 2026 et en 2027. La croissance du PIB devrait être plus stable, après un profil heurté en 2025 en raison des tarifs douaniers américains. Elle reposerait également moins sur des éléments exceptionnels, comme la surperformance irlandaise en 2025, alors que les principaux pays (l'Allemagne, l'Italie et, dans une moindre mesure, la France) ont manqué à l'appel. En 2026, la performance de la croissance de la zone serait portée par ses plus grandes économies et aurait pour principal moteur l'investissement. Un investissement à la fois public, soutenu par le fonds d'infrastructure allemand et l'effort de réarmement européen, et privé avec l'essor des infrastructures d'IA et du numérique.

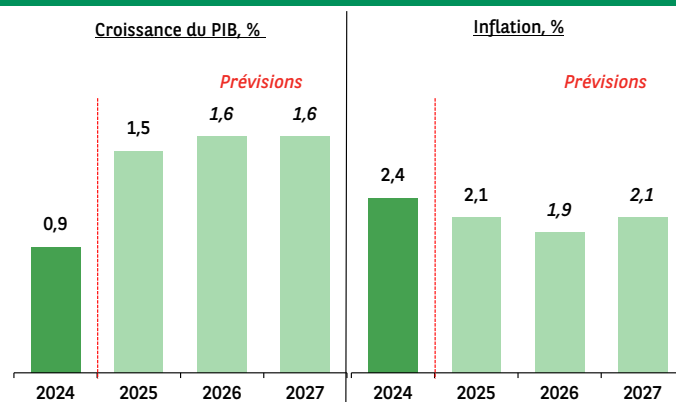
Les gains de pouvoir d'achat des ménages seraient, en revanche, plus restreints en 2026 qu'en 2025, sous les 2% en raison de la décélération des salaires. La consommation pourrait toutefois surprendre favorablement¹, en lien avec un taux d'épargne qui refluerait dans la majorité des pays à partir d'un point haut (15,4% au T2 2025, +2,4 pp par rapport au niveau pré-Covid de 2019) et d'un marché du travail résilient.

💰 FINANCEMENT : STABILITÉ DES TAUX ET MOINDRE DYNAMISME DU VOLUME DE CRÉDITS

La stabilité du taux des nouveaux crédits à l'habitat aux ménages, toutes maturités confondues, observée entre février et septembre 2025, se poursuivrait largement en 2026 (3,3%). La modeste hausse du coût des nouveaux crédits à taux fixe² - environ 35% des nouveaux crédits à l'habitat en zone euro - entre juillet et septembre 2025 a été compensée par la poursuite de la baisse, bien que de plus en plus faible, du coût des prêts de période de fixation initiale du taux (pfit) plus courte ou à taux variable. En revanche, nous prévoyons une stabilité des taux des crédits à taux variable et de pfit courte. Notre anticipation d'une hausse limitée des taux longs souverains n'aurait pas d'impact sur le coût des crédits à taux fixe. En effet, la tarification de ces derniers repose plus largement sur les évolutions des taux swap que sur celles des taux souverains³.

Alors que la baisse du coût du crédit a constitué un puissant facteur de soutien aux nouveaux prêts à l'habitat (+30,7% a/a en septembre 2025 en cumul annuel, un niveau quasi-stable depuis juillet et partant d'un niveau bas), la stabilisation des taux laisse présager une modération au cours des prochains mois. Quant au crédit à la consommation, les enquêtes auprès des banques comme des ménages⁴ suggèrent que la production nouvelle pourrait se maintenir à son niveau actuel (+1,5% a/a en septembre 2025 en cumul annuel).

CROISSANCE ET INFLATION (MOYENNE ANNUELLE)



GRAPHIQUE 1

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

En outre, le taux moyen pratiqué demeure historiquement élevé et sans perspective de baisse sensible à court terme (7,4% en septembre 2025 contre 5,5% en moyenne entre 2018 et 2022), notamment en raison de la hausse des risques perçus par les banques.

Après un redémarrage à partir d'un niveau d'étiage atteint en octobre 2021, les nouveaux crédits d'investissement aux entreprises conservent le même allant depuis juin 2025 (en cumul annuel, +15,3% a/a en septembre 2025). Les taux, relativement stables depuis novembre 2024 (environ 3,6% pour ceux dont la pfit > 5 ans), ne sont pas un facteur limitant des décisions d'investissement, contrairement à la crainte d'une croissance faible ou d'une demande atone.

📈 POURSUITE ATTENDUE DE LA BAISSÉ DU TAUX DE CHÔMAGE

La décrue du chômage devrait se poursuivre dans les pays du sud de l'Europe, en parallèle d'une stabilisation en Allemagne et en France. Un repli du taux de chômage (6,4% en octobre) autour de 6% semble atteignable d'autant que la croissance des salaires devrait décélérer au premier semestre 2026⁵, ce qui soutiendra les marges des entreprises (tout comme la modération des prix de l'énergie). Les dynamiques resteraient néanmoins contrastées entre les secteurs : la pression concurrentielle chinoise et la baisse des débouchés aux États-Unis pèseront sur l'emploi industriel, mais l'expansion de l'emploi dans le numérique et la tech⁶ devrait plus que compenser ce repli.

¹ Voir BNP Paribas EcoInsight : Consommation des ménages : Vers un rebond en zone euro et une modération aux États-Unis ? 3 décembre 2025.

² Période de fixation initiale du taux (pfit) supérieure à 10 ans

³ Cf. notamment T. Humblot, Zone euro : l'essentiel de la baisse du coût du crédit est derrière nous, BNP Paribas, 9 octobre 2025.

⁴ ECB Bank Lending Survey – Third quarter of 2025 et Consumer Expectations Survey results – September 2025.

⁵ Le wage tracker de la BCE indique une stabilisation de l'inflation salariale en zone euro à partir du second semestre 2026.

⁶ Voir BNP Paribas Graphique de la semaine : Les créations d'emplois dans le secteur de la tech, moteur du marché du travail en zone euro, 19 novembre 2025.


BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

INFLATION : SOUS LA CIBLE EN 2026, UN PEU AU-DESSUS EN 2027

L'inflation devrait passer sous la cible des 2% en 2026, freinée par les dynamiques à la fois domestiques et externes. La croissance des salaires continuera de ralentir, permettant une désinflation plus nette dans les services, avec un ralentissement sous la barre des 2,5% envisageable au printemps 2026. La modération des prix de l'énergie (nous anticipons une stabilité des cours du pétrole et du gaz/TTF en 2026), le renforcement de l'euro et les pressions désinflationnistes importées de Chine limiteront la hausse des prix des biens. Après une phase de stabilité au S2 2026, un léger regain d'inflation suivrait en 2027 (2,2% a/a au T4 2027). Il résulterait du renforcement de l'activité et de contraintes plus élevées sur les capacités de production, notamment en Allemagne. Par ailleurs, l'écart d'inflation, assez net entre les pays en 2025 (relativement élevé en Allemagne et en Espagne, basse en France et en Italie), devrait se réduire en 2026.

POLITIQUE MONÉTAIRE : STATU QUO PROLONGÉ

La BCE devrait laisser ses taux directeurs inchangés en 2026 et au 1^{er} semestre 2027 (soit près de deux ans de stabilité des taux au total). Une baisse supplémentaire n'est cependant pas à exclure en cas de recul de l'inflation, significativement et durablement en deçà de la cible des 2%. Toutefois, les divergences observées en matière d'inflation dans la zone pourraient compliquer la lecture de la trajectoire de l'inflation pour la BCE. Dans ce contexte, la Banque centrale veillera à ancrer les anticipations d'inflation des ménages qui ont eu tendance à progresser cet automne (médiane à 2,8% en octobre pour les anticipations à 12 mois). De plus, un reflux de l'inflation en deçà de la cible serait temporaire : le renforcement de l'activité en 2026, qui verrait la croissance évoluer de l'ordre de 0,2 à 0,3 pp au-dessus de son rythme potentiel⁷, conduirait l'inflation à la hausse, assez pour justifier potentiellement deux hausses de taux de 25 pb au S2 2027. À 2,5%, le taux de la facilité de dépôt se situerait ainsi dans la fourchette haute de notre intervalle du taux neutre (1,5-2,5%).

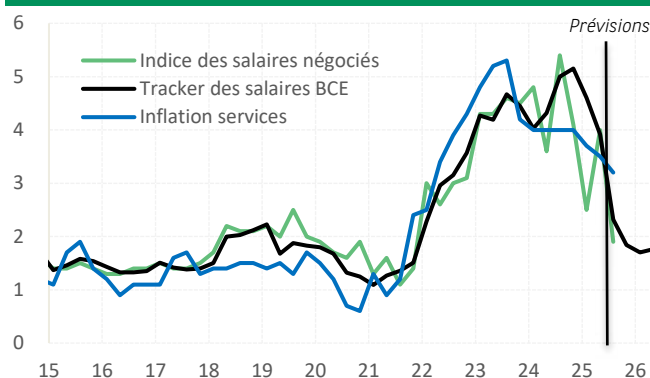
FINANCES PUBLIQUES : IMPULSION GLOBALEMENT NEUTRE

L'accroissement du déficit public allemand, combiné avec l'amélioration prévue des soldes budgétaires en France, en Italie et en Espagne, conduira à une légère dégradation du solde budgétaire en zone euro en 2026 (de l'ordre de 0,1 pp, à -3,3%). L'impulsion budgétaire en zone euro resterait globalement neutre, puis serait légèrement restrictive en 2027, en raison de la poursuite des efforts d'ajustement des finances publiques en France et en Italie⁸. Toutefois, les plans d'investissement dans la défense et la volonté dans plusieurs pays de consolider les finances publiques, sans infléchir la croissance des dépenses sociales, devraient limiter l'impact de la consolidation sur la croissance du PIB. La charge d'intérêts continuera, en revanche, d'augmenter pour les quatre grands pays de la zone euro (de 1,4% du PIB en Allemagne à 4,2% en Italie en 2027), mais la hausse restera contenue par une maturité résiduelle moyenne élevée des obligations d'État (8,3 ans en moyenne en zone euro en novembre 2025), qui retardera l'augmentation du taux d'intérêt apparent (cf. *Focus de ce numéro pour plus de détails*).

COMMERCE EXTÉRIEUR : RENFORCER LES SYNERGIES EUROPÉENNES

Les exportations continueront d'être freinées par la pression concurrentielle chinoise soutenue par la faiblesse du Renminbi. À ce stade, la baisse des exportations en volume de la zone euro vers l'Asie (-12,6% a/a et -5,6% en cumul sur les neuf premiers mois de 2025, respectivement, avec la Chine et l'Asean) n'est pas compensée par le renforcement des échanges avec les États-Unis (+5,6% a/a, hausse alimentée par les ex-

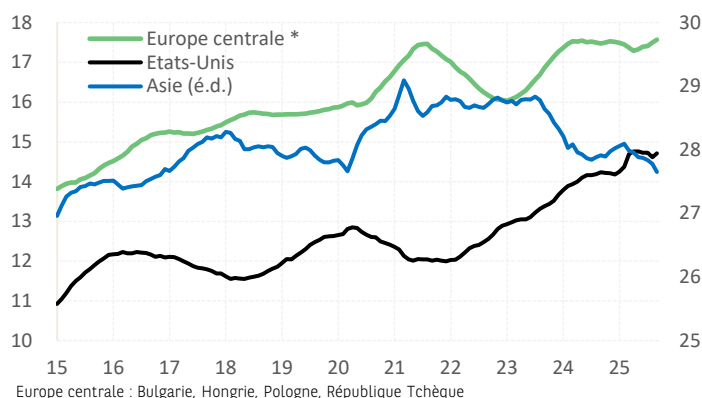
ÉVOLUTION DES SALAIRES ET INFLATION (EN G.A., %)



GRAPHIQUE 2

SOURCES : EUROSTAT, BCE, BNP PARIBAS

PART DES ÉCHANGES (X+M) DE LA ZONE EURO PAR DESTINATION



GRAPHIQUE 3

SOURCES : EUROSTAT, BNP PARIBAS

portations dans le secteur pharmaceutique), ni par les échanges au sein de la zone euro qui ont stagné en 2025. Les exportations de la zone euro vers le reste de l'Europe ont été plus dynamiques, à la fois en direction des pays de l'UE hors zone euro (1,2%) et vers l'EFTA (Suisse, Norvège, Islande et Liechtenstein : +1,3%). Loin à ce stade de compenser la baisse des exportations vers les pays tiers, les échanges de la zone euro avec les pays d'Europe centrale se sont néanmoins intensifiés avec la montée en gamme industrielle de ces derniers et leur poids croissant dans les chaînes de valeur européennes (cf. *graphique 3*). Les secteurs de la moyenne et haute technologie⁹, dans lesquels ces pays se sont spécialisés, sont très intensifs en biens intermédiaires et en partie complémentaires avec les segments d'exportations de pays d'Europe de l'Ouest. Or, ces synergies seront appelées à se renforcer en 2026 et au-delà.

Achévé de rédiger le 3 décembre 2025

Guillaume Derrien & Thomas Humblot

⁷ La Commission européenne évalue la croissance potentielle en zone euro à 1,2% en 2026.

⁸ Pour un panorama de nos prévisions de finances publiques en Europe, voir [BNP Paribas Ecopulse Vers une augmentation des dettes publiques dans une majorité de pays à l'horizon 2030](#), 18 novembre 2025.

⁹ Cette catégorie inclut les secteurs de la chimie, armement, équipement électrique, machines, véhicules à moteur, autres véhicules, matériel médical. Pour plus de détails, voir [BNP Paribas, Cynthia Kalasopatan Antoine, Europe centrale : montée en gamme dans la chaîne de valeur](#), 4 février 2025.



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

ALLEMAGNE

14

L'ALLEMAGNE INAUGURE SON NOUVEAU CYCLE DE CROISSANCE

L'économie allemande est en train d'opérer un virage stratégique, avec l'augmentation de la dépense publique, susceptible de modifier en profondeur son modèle. Ce tournant permettrait de relancer l'investissement des entreprises et la consommation des ménages, et réduire la dépendance du pays aux exportations. La stabilité du PIB au T3 2025 témoigne de cette dualité : la hausse de la dépense publique et de l'investissement privé compense le recul des exportations, qui se poursuit. Après 0,3% en 2025, la croissance de l'Allemagne accélérerait nettement en 2026 (1,4%) et 2027 (1,5%), la dynamique se diffusant progressivement au secteur privé. La hausse de la dette publique devrait rester contenue et limitée dans le temps. Plusieurs défis structurels devront toutefois être relevés afin que le manque de main-d'œuvre et la stagnation de la productivité n'entravent pas la relance. Les dépenses sociales, qui soutiennent actuellement la croissance, devront être rationalisées afin d'assurer la soutenabilité budgétaire, tandis que la maîtrise de l'inflation, encore supérieure à la moyenne européenne, demeure indispensable pour prévenir une perte de compétitivité.

UNE ACCÉLÉRATION DE LA CROISSANCE EN DEUX TEMPS

La croissance allemande est restée ambivalente en 2025. Son principal moteur a été la dépense publique, en particulier la consommation publique, via les dépenses sociales et des collectivités locales. Sur les trois premiers trimestres, l'investissement public a progressé de +3,2% a/a, tiré par les dépenses en machines et équipements (+13% a/a), même si cela part d'un niveau bas, de sorte que la contribution à la croissance du PIB n'est que de 0,1 point. À l'inverse, la consommation privée et les exportations sont restées mal orientées en 2025, ces dernières étant particulièrement pénalisées par une chute des flux vers les États-Unis. La détérioration des débouchés à l'exportation pèse sur le secteur industriel ; le taux d'utilisation des capacités de production encore très bas en témoigne. Malgré ces tensions, le PIB aura cessé de se contracter en net, enregistrant +0,3% en 2025 (après -0,7% et -0,5% en 2023 et 2024).

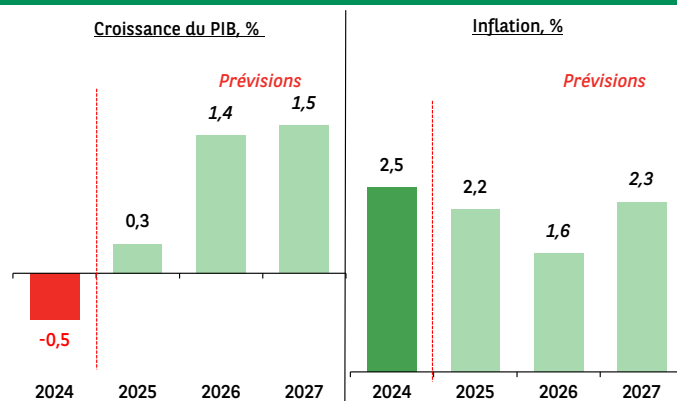
Des prémices d'une amélioration dans le secteur privé sont même apparues. Selon l'enquête IFO, 8 secteurs industriels sur 21 enregistrent un rebond ou une expansion en octobre contre 2 fin 2024) et l'investissement privé en machines et équipements croît au T3 (+0,6% t/t, après une contraction de 11 % sur deux ans). Cette amélioration devrait se prolonger en 2026, grâce à la baisse des taux d'intérêt et aux incitations fiscales (amortissement accéléré réduisant l'impôt sur les sociétés des entreprises qui investissent)¹. Le T4 2025 constituerait le point de départ d'une croissance plus forte, grâce à l'adoption du budget 2025, qui ouvre la voie aux investissements publics. En 2026 et 2027, l'activité devrait bénéficier de la montée en puissance de l'effort de réarmement et d'infrastructure, ainsi que d'une évolution plus favorable de l'emploi et du pouvoir d'achat des ménages (voir notre analyse récente), augurant d'un rebond de la consommation des ménages (que nous projetons à +1,6% en 2026). La croissance du PIB dépasserait ainsi 1% pour la première fois depuis 2018 (hors rebond post Covid), avec 1,4% en 2026 et 1,5% en 2027.

MARCHÉ DU TRAVAIL : UN LEVIER QUI RISQUE DE SE HEURTER AU PLEIN-EMPLOI

Le chômage a progressivement quitté son point bas de 3%, atteint en 2023, pour s'établir à 3,8% en octobre (selon Eurostat). Ainsi, le pays s'est modérément éloigné du plein-emploi en raison des destructions dans l'industrie (-320 000 par rapport au T4 2019) et la construction (-210 000), tandis que les créations d'emplois sont restées concentrées dans les services (+310 000).

Le vivier mobilisable atteint environ 300 000 postes potentiels, ce qui permettra d'alimenter une croissance non inflationniste au moins jusqu'à fin 2026. Il permettrait d'accompagner les reconversions industrielles, nécessaires à la production de matériel militaire (dont nous

CROISSANCE ET INFLATION (MOYENNE ANNUELLE)



GRAPHIQUE 1

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

avons estimé le potentiel élevé, voir l'étude). Toutefois, cette fenêtre demeurerait brève : le taux de chômage devrait reculer à 3,6% en 2026 puis à 3% en 2027, renouant avec les tensions du plein-emploi. Si la part des industriels confrontés à une pénurie de main-d'œuvre est passée de 33% à 8% en trois ans, les tensions persistent dans d'autres branches : 18% des entreprises de services et de la construction – en baisse de 10 et 3 pp respectivement – signalent encore des manques de personnel. Le retour relativement rapide de ces pénuries appelle donc des réformes rapides, en agissant notamment sur le taux d'emploi des personnes en âge de travailler, afin de limiter leurs effets négatifs.

UNE DÉSINFLATION INACHEVÉE MAIS QUI DEVRAIT PROGRESSER

Alors que l'Allemagne a enregistré une inflation supérieure d'environ 5 points à celle de la France et de l'Italie depuis 2021, l'inflation harmonisée a atteint 2,6% a/a en novembre (+0,7 pp par rapport à juillet, 0,5 pp au-dessus de la moyenne de la zone euro). Après plusieurs mois de baisse, les prix de l'énergie se stabilisent, tandis que l'inflation sur les services persiste.

Cette évolution a rapproché les courbes de l'inflation et des salaires, les rémunérations ayant progressé de 2,8% a/a au T3 2025. Malgré cette hausse, le salaire moyen reste environ 12 points en dessous de son niveau précédant l'épisode inflationniste (en termes réels), ce qui pénalise la confiance et la consommation des ménages.

¹ La mise en œuvre de l'« agenda fédéral de modernisation », adopté en décembre 2025, qui vise à alléger la bureaucratie et à réduire les coûts afférents, devrait également y contribuer. Le plan prévoit notamment une réduction des délais d'enregistrement des sociétés et d'obtention des permis de construire, et la simplification des obligations déclaratives afin de faciliter l'accès au financement.


BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

La désinflation devrait néanmoins repartir : l'inflation diminuerait de 1 pp d'ici mai 2026, notamment dans les services (dont la persistance sur le chiffre a/a provient notamment de la dissipation d'effets de base). En parallèle, les salaires devraient mieux résister sous l'effet de tensions résiduelles sur la main-d'œuvre dans certains services, des recrutements publics liés au réarmement et de la hausse programmée du salaire minimum en 2026 et 2027 (+8% en 2026, +5% en 2027 pour atteindre 14,60€/h).

Pour autant, la parenthèse d'une inflation sous les 2% se refermerait en 2027 (prévision à 2,3%) du fait des tensions salariales résultant du retour au plein-emploi. Enfin, un ancrage durable de l'inflation à un niveau plus faible supposerait une correction des coûts énergétiques qui restent nettement supérieurs aux standards de la zone euro, et dont le récent recul a été moins marqué qu'ailleurs.

VERS UNE AUGMENTATION MAÎTRISÉE DE LA DETTE PUBLIQUE

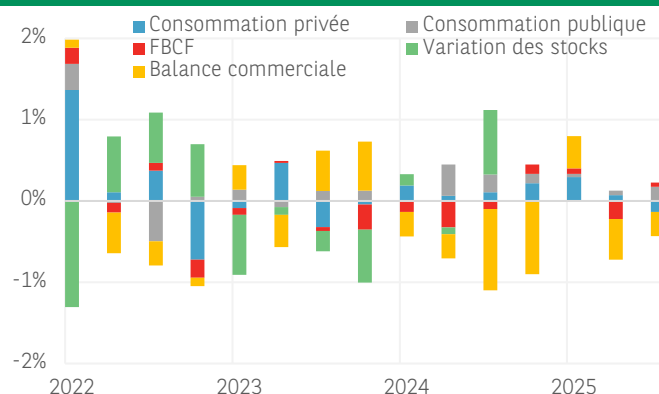
La réforme budgétaire engagée par le gouvernement repose sur deux volets distincts. Le premier est un plan pluriannuel, déployé sur dix ans, dérogeant à la règle du frein à l'endettement pour financer les investissements en infrastructures et dans la défense. Le second est le budget fédéral, qui reste pleinement soumis à cette règle et doit donc compenser toute dépense nouvelle par des économies. Or, les mesures en faveur de la transition bas carbone (notamment le rétablissement d'un bonus automobile pour un coût d'environ EUR 3 mds) et la pression liée au vieillissement démographique (hausse attendue des dépenses de retraite et de santé) accroîtront les charges publiques. Si les recettes fiscales devaient bénéficier du rebond anticipé de la croissance, plusieurs mesures de soutien à l'activité et à l'industrie (amortissement dégressif accéléré suivi d'une baisse de l'impôt sur les sociétés, subventions aux prix et réduction des taxes sur l'électricité pour l'industrie) contribueraient à limiter leur hausse. Cette combinaison devrait creuser le déficit primaire (à -2,8% en 2025 selon nos prévisions, -3,1% en 2026 et -2,7% en 2027, contre -1,6% en 2024, [Allemagne : vers une augmentation maîtrisée de la dette publique](#)), tandis que les financements extrabudgétaires, via les fonds spéciaux (près de EUR 230 mds entre 2025 et 2027), amplifieront encore le recours à la dette, renchérissant les taux souverains (2,8% au 5 décembre 2025, contre une moyenne de 2,3% en 2024) et donc la charge d'intérêts (+0,3 pp d'ici 2027 selon nos estimations). L'ensemble entraînerait un relèvement progressif du ratio de dette publique sur PIB, qui devrait atteindre 67,5% du PIB en 2027 (vs. 62,4% au T2 2025).

Si le déficit budgétaire devrait se creuser jusqu'en 2027, une consolidation budgétaire permettrait de le réduire par la suite. Toujours soumis à la règle du frein à l'endettement, le gouvernement cherchera donc vraisemblablement à ramener le déficit public autour de 3% du PIB d'ici la fin de la mandature, en 2029.

LA DEMANDE INTÉRIEURE DEVRAIT COMPENSER LA PERTE DE DÉBOUCHÉS À L'EXPORTATION

Le modèle de croissance allemand a longtemps reposé sur les exportations, qui représentaient encore 41% du PIB en 2024, un poids nettement supérieur à celui observé dans des pays de même taille (plus proche d'un tiers du PIB en Italie ou en France). Si les débouchés externes sont moindres, sous l'effet de la concurrence chinoise et du choc tarifaire américain, la demande locale prend encore insuffisamment le relai (malgré des signes positifs, comme la croissance des nouvelles immatriculations en 2025, notamment de véhicules électriques). Les exportations de biens et services continuent pendant ce temps de se contracter (-0,7% t/t). Le déficit vis-à-vis de la Chine se creuse, tandis que les exportations allemandes sont également grignotées sur les marchés tiers.

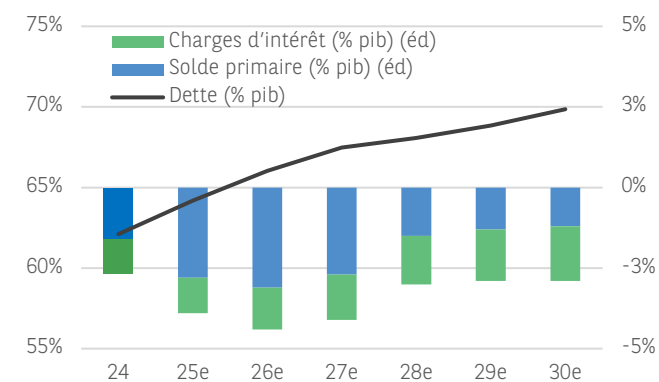
ALLEMAGNE : ÉVOLUTION DU PIB ET DE SES COMPOSANTES



GRAPHIQUE 2

SOURCES : OFFICE FÉDÉRAL DE LA STATISTIQUE, BNP PARIBAS

ALLEMAGNE : ÉVOLUTION DE LA DETTE PUBLIQUE ET SOLDE BUDGÉTAIRE



GRAPHIQUE 3

SOURCES : PROJECTIONS DE BNP PARIBAS

En parallèle, les tarifs douaniers imposés par l'administration Trump ont accentué la pression sur le secteur automobile. Ainsi, après un sursaut au T1, lié à des achats anticipés américains, le recul des ventes vers les États-Unis au T2 et au T3 y a été supérieur, et l'effet net a donc été négatif. L'UE pourrait jouer un rôle d'amortisseur dans les prochains trimestres : l'intensification des échanges internes à la région a d'ores et déjà limité la dégradation. Le rebond de la croissance attendu en zone euro spécifiquement, qui devrait également provenir d'autres pays dont la France et l'Italie, devrait bénéficier aux exportateurs allemands. Toutefois, il est probable que le redressement de la croissance allemande s'accompagne également d'une augmentation des importations : l'excédent sur les biens et son pendant, l'excédent courant, devraient donc continuer de se réduire, et atteindre environ 4 points de PIB à l'horizon de la fin 2027 (vs. 5,7% en 2024, 7,9% en 2019).

Achevé de rédiger le 5 décembre 2025

Marianne Mueller



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

LA CROISSANCE REBONDIT MALGRÉ LES INCERTITUDES

La croissance française rebondit depuis le T2 2025, en raison de la production aéronautique et de l'investissement des entreprises dans un contexte de repli des taux d'intérêt. Deux supports qui se sont ajoutés à des soutiens déjà présents : la croissance des services et celle de la consommation publique. En 2026, ces tendances se poursuivraient et les exportations bénéficieraient du rebond de la croissance allemande. L'inflation resterait faible et la consommation des ménages se raffermirait modérément, dans un contexte d'incertitude politique toujours élevée. La croissance du PIB français retrouverait en 2026 son niveau de 2024 (1,1%), après 0,8% en 2025.

REBOND DE LA CROISSANCE

La croissance française retrouve des couleurs depuis juin 2025 (+0,5%t/t au T3) avec le rebond de la production aéronautique. Cette dernière avait stagné entre décembre 2023 et mai 2025, à près de 20% en deçà du niveau pré-Covid ; elle ne lui est plus inférieure que de 6% en moyenne depuis. En année pleine, cette vigueur apporterait près de 0,3 point de croissance supplémentaire au PIB français. Dans le même temps, l'industrie a bénéficié d'un début de rebond des exportations vers l'Allemagne, qui devrait se poursuivre en 2026.

L'investissement des sociétés non financières s'est également redressé. Stabilisé à un bon niveau depuis près d'un an (taux d'investissement à 21,5% de la valeur ajoutée, 1 point au-dessus de sa moyenne historique), il a progressé de 0,8% t/t au T3 (soutenu par les investissements dans le digital et l'IA), dans un contexte de baisse des taux d'intérêt. Ce rebond n'a pas été altéré par la hausse des prélèvements obligatoires le niveau des marges des entreprises reflétant une bonne profitabilité (31,5% au T3 2025, contre 31% en moyenne historique depuis 2010).

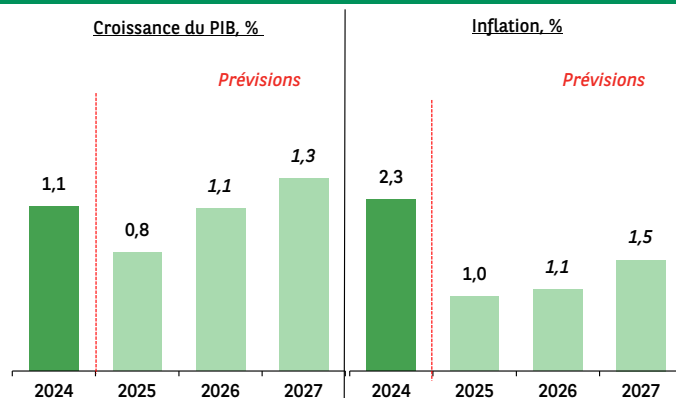
Ces dynamiques positives soutiendraient la croissance en 2026 (à 1,1% après 0,8% en 2025) et se renforceraient en 2027 (1,3%). Ces éléments positifs s'ajoutent aux deux supports structurels qui ont continué de soutenir la croissance même lorsqu'elle était basse : la croissance tendancielle des services et l'augmentation de la consommation publique (la consolidation budgétaire n'amputant pas véritablement son rythme de croissance). Enfin, il est probable que la croissance de la consommation des ménages redémarre (après une stagnation entre le T3 2024 et le T3 2025). L'investissement public (dans un contexte de consolidation budgétaire) et l'investissement des ménages seraient les parents pauvres de cette croissance. Pour ce dernier, la rareté du foncier perdure et la majeure partie du rebond des achats concerne l'ancien, ce qui devrait continuer de caractériser 2026 et 2027.

STABILITÉ DES TAUX DES CRÉDITS ET DES PRIX DE L'IMMOBILIER

Les taux des nouveaux crédits à l'habitat aux ménages sont stables depuis sept mois, proches de 3% en septembre 2025. Leur déconnexion avec le taux de l'OAT 10 ans, qui a légèrement augmenté sur la même période, s'accroît. Elle s'explique par la relative stabilité, depuis juillet 2025, du taux swap 10 ans qui constitue un meilleur indicateur de l'évolution du coût des ressources bancaires adossées aux crédits à taux fixes. La reprise des nouveaux crédits, enregistrée au premier semestre, a fait long feu. Entre juin et septembre 2025, les flux mensuels de nouveaux crédits se sont établis autour de EUR 13 mds, sur fond de stabilisation des taux. Cette production nouvelle suffit à peine à assurer la croissance de l'encours (+0,3% sur un an en septembre) en raison des flux de remboursements inhérents à l'abondance des nouveaux crédits durant la période de taux bas.

Les conditions de crédit se sont stabilisées et ne constituent plus un facteur de soutien au pouvoir d'achat immobilier des ménages. Pourtant, les volumes de transactions ont poursuivi leur reprise. En août 2025, le nombre de ventes cumulées sur douze mois (916 000) enregistrait, pour le sixième mois consécutif, une évolution annuelle positive (+10%).

CROISSANCE ET INFLATION (MOYENNE ANNUELLE)



GRAPHIQUE 1

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

Les prix des logements anciens ont néanmoins été stables entre le T2 et le T3 2025, accusant même un léger repli par rapport au T1 (-0,5%). Après le net rebond des mises en chantier entre mai et août 2025, la reprise a connu un coup d'arrêt en septembre (-8,9% m/m). Après trois années consécutives de baisse, la construction de logements cumulée sur un an se caractérisait par des volumes particulièrement bas en juillet. Les prix des logements neufs, en recul entre le T4 2023 et le T3 2024, se redressent depuis (+2,7% en sur un an au T2 2025).

Dans un contexte très concurrentiel, notre scénario de taux (taux du marché monétaire et taux swap) suggère une relative stabilité des taux moyens des prêts à l'habitat au cours du prochain trimestre, voire au-delà. Cette stabilité contrasterait avec la poursuite de la remontée modérée des rendements souverains allemands et français à 10 ans, que nous envisageons à l'horizon de la fin de 2026. Conjuguée au ralentissement du revenu par ménage (du fait, notamment de la dissipation des effets de rattrapage qui ont joué en 2025), les volumes de transactions devraient s'infléchir et les prix ne progresser que modérément, [voire s'assagir selon leur localisation](#), au cours des prochains trimestres.

MARCHÉ DU TRAVAIL : UNE ÉROSION MAIS PAS DE DÉTÉRIORATION MARQUÉE

La résilience du marché du travail soutiendra la consommation des ménages dans les prochains trimestres. Une résilience relative puisque le taux de chômage a augmenté à 7,7% au T3 2025 (contre 7,4% au T3 2024) et que 100 000 emplois nets salariés ont été détruits en un an.

Toutefois, le solde d'opinion sur les craintes du chômage (incorporé par l'Insee dans la confiance des ménages) a augmenté de 30 points pour atteindre un pic à 60 en mai 2025. En 2013, une hausse dans cette proportion avait été suivie par une augmentation du chômage de près de



2 points (0,3 pp cette fois). Conséquence de la résilience du marché du travail, le solde d'opinion a commencé à refluer de près de 12 points entre mai et novembre (*voir graphique*). Par ailleurs, la détérioration de l'emploi provient pour près de la moitié du reflux de l'apprentissage (baisse du soutien budgétaire), mais sans que cela génère davantage d'inactivité : le taux d'emploi (69,4% au T3, +3 points par rapport à l'avant Covid) reste proche de son point haut. À partir de 2026, le raffermissement de la croissance devrait stopper les destructions d'emplois permettre une stabilisation du taux de chômage.

INFLATION FAIBLE ET REBOND MODÉRÉ DES SALAIRES RÉELS

L'inflation harmonisée est revenue depuis février 2025, à son niveau pré-Covid (1% a/a), tirée vers le bas par les prix de l'énergie (électricité, baril), dont la baisse a été accentuée par l'appréciation de l'euro contre le dollar. L'inflation sous-jacente s'est modérée avec la stabilisation des prix des biens manufacturés, tandis que la désinflation est plus lente sur les services. En 2026, l'inflation resterait voisine de 1%. La baisse des prix de l'énergie serait moindre, mais l'inflation dans les services poursuivrait son ralentissement.

La croissance des salaires nominaux ralentirait (+1,6% en 2026 après +2% en 2025) et l'inflation sous-jacente atteindrait 1,2% (1,6% en 2025). La progression du pouvoir d'achat serait moindre (+0,5% en 2026 contre +1,2% estimé en 2025), mais davantage fondée sur la dynamique salariale. Dans un environnement de faible inflation et de taux de chômage stabilisé, cela permettrait de confirmer le reflux du taux d'épargne des ménages qui a diminué de 18,7% au T2 2025 à 18,4% au T3. En 2026, sa baisse resterait modérée (à 18,3%), avant de se renforcer en 2027 (à 17,6%), après deux années de hausse qui l'ont conduit à 18,6% en moyenne en 2025 (+2 pp en deux ans). La consommation des ménages croîtrait de près de 1% en 2026 et en 2027 (après 0,4% en 2025).

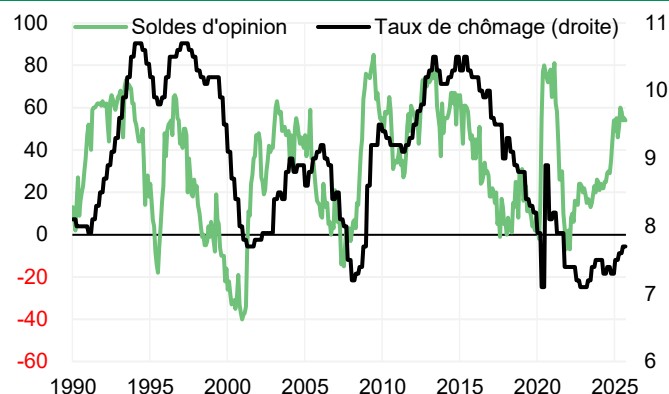
CONSOLIDATION BUDGÉTAIRE LIMITÉE REPOSANT SUR LES RECETTES

Selon le Haut Conseil des Finances Publiques (HCFP), la probabilité est forte que la cible d'un déficit à 5,4% du PIB en 2025 soit atteinte (contre 5,8% en 2024). Cela marquerait la première diminution du déficit budgétaire depuis 2022. Toutefois, les dépenses publiques se maintiendraient à près de 57% du PIB en 2025 (davantage qu'avant Covid), principalement en raison de l'augmentation des dépenses sociales. Le déficit se réduirait donc grâce à un rebond des recettes.

Les débats budgétaires au Parlement suggèrent que le budget 2026 devrait appliquer la même recette : une ambition de réduction du déficit plus modérée que celle du gouvernement (5% selon nos prévisions contre 4,7%), grâce essentiellement à une augmentation des recettes (sur les entreprises, l'épargne et le patrimoine). Du côté des dépenses, le gouvernement doit composer avec une hausse des dépenses de défense, de la contribution au budget de l'UE, une difficulté à faire adopter tout freinage des dépenses sociales (impact du vieillissement, absence de sous-indexation) et une charge d'intérêts en hausse (2,5% en 2026 contre 2,2% en 2025). L'accroissement des recettes permettrait d'améliorer le solde primaire de 0,7 point, à 2,5% du PIB en 2026.

Ces contraintes continueraient de peser d'ici à la fin de la décennie et le déficit public ne reviendrait à 3% du PIB qu'en 2030. Et tant que le déficit ne sera pas de retour à ce niveau, la dette publique devrait continuer à augmenter, **à près de 121% du PIB en 2030**. L'augmentation des taux d'intérêt souverains (pénalisés par l'incertitude politique et la trajectoire haussière sur la dette publique) reste contenue : le spread France-Allemagne sur le taux à 10 ans oscille entre 65 et 80 pb, et devrait en faire autant en 2026.

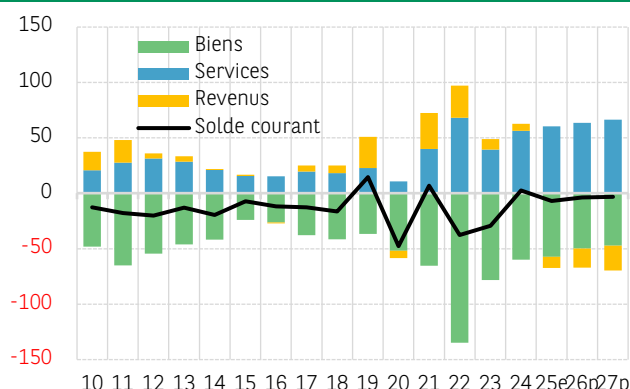
SOLDE D'OPINIONS DES MÉNAGES SUR LE CHÔMAGE VS. TAUX DE CHÔMAGE (%)



GRAPHIQUE 2

SOURCES : INSEE, BNP PARIBAS

FRANCE : DÉCOMPOSITION DU SOLDE COURANT (MDS EUR)



GRAPHIQUE 3

SOURCES : BANQUE DE FRANCE, PRÉVISIONS BNP PARIBAS

LES EXPORTATIONS SOUTIENDRONT LA CROISSANCE

Entre mi-2024 et mi-2025, la stagnation des exportations aéronautiques et le repli des exportations vers l'Allemagne ont expliqué la contribution nettement négative du commerce extérieur à la croissance du PIB. Le rebond observé à partir du T3 2025, tant dans l'aéronautique que dans les ventes à destination de l'Allemagne, devrait se poursuivre. Les exportations vers les États-Unis ont été stables malgré les droits de douane additionnels.

Au global, le déficit commercial sur les biens devrait se réduire en 2026. En parallèle, l'excédent dans les services est relativement stable. Ainsi, la contribution nette à la croissance du commerce de biens et services devrait être positive en 2026. En parallèle, le solde des revenus, auparavant excédentaire, enregistre un déficit mesuré. Ces évolutions sont cohérentes avec le maintien d'un relatif équilibre du solde courant dans les prochaines années.

Achevé de rédiger le 9 décembre 2025

Stéphane Colliac, Thomas Humblot



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

LES FINANCES PUBLIQUES S'AMÉLIORENT, MAIS LA PRODUCTIVITÉ RESTE FAIBLE

L'économie italienne est résiliente : au T3, le PIB a légèrement rebondi et l'inflation a été modérée, préservant le pouvoir d'achat des ménages. Selon nos prévisions, la croissance resterait proche de 1% en 2026 et 2027. La confiance des marchés s'est renforcée : les agences ont revu leurs notations à la hausse en raison de la stabilité politique, de l'assainissement budgétaire et d'une hausse de la dette publique détenue à l'étranger. Le secteur pharmaceutique et les ventes intra-UE tirent les exportations, et les échanges avec les États-Unis restent positifs. Malgré la solidité du marché du travail, la productivité reste faible. En cause : le manque d'investissements immatériels, une numérisation faible et une fragmentation forte des entreprises.

LA SOUS-PERFORMANCE DE LA CROISSANCE DEVRAIT S'ATTÉNUER

Au T3 2025, le PIB italien a augmenté de 0,1% t/t, grâce à une augmentation de la valeur ajoutée dans l'agriculture et les services qui a compensé le déclin de l'industrie. La consommation a augmenté de 0,1%, l'investissement de 0,6%, et les importations et exportations ont crû respectivement de 1,2% et 2,6%. Ces chiffres du T3 font suite à une contraction de -0,1% au T2, la première baisse après sept trimestres consécutifs de stabilité ou de croissance modeste. Le PIB réel italien reste ainsi supérieur de 6,5% à son niveau pré-Covid (du T4 2019), contre +5,6% en France, +0,1% en Allemagne et +10% en Espagne. Bien que la croissance ait ralenti au cours des deux dernières années, l'inflation modérée (inférieure à 2% depuis octobre 2023) et la baisse de la population ont favorisé l'augmentation du PIB par habitant ajusté en fonction de la parité de pouvoir d'achat. En 2023, le PIB par habitant de l'Italie a dépassé, pour la première fois depuis dix ans, celui du Royaume-Uni, et l'écart s'est creusé en 2024.

En 2026 et 2027, la croissance italienne devrait rester proche de 1% (1,0% en 2026 et 0,9% en 2027). La consommation et l'investissement (stimulé par les derniers déboursés des fonds de relance et de résilience de l'UE) devraient être les principaux moteurs de l'activité économique. Les exportations nettes devraient, quant à elles, contribuer négativement à la croissance en raison des tensions commerciales.

LE MARCHÉ DU TRAVAIL EST TIRÉ PAR LES PLUS DE 50 ANS

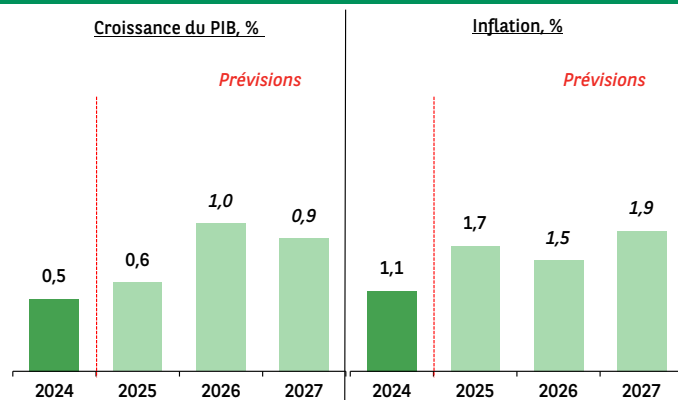
Le marché du travail italien reste dynamique. Au T3, l'emploi est stable à environ 24,2 millions de travailleurs (+0,1% t/t). La croissance de l'emploi s'est concentrée sur les salariés en CDI, les travailleurs indépendants et les plus de 50 ans. Par rapport au T2 2025, les taux d'emploi et d'inactivité sont restés inchangés, à 62,7% et 33,1% respectivement, tandis que le taux de chômage a baissé de 0,3 pp pour atteindre 6,1%. Entre janvier et septembre 2025, les salaires horaires contractuels ont augmenté de 3,3% a/a. Le taux de chômage devrait se stabiliser autour des niveaux actuels en 2025 et diminuer en 2026. Dans ce contexte, la croissance de l'emploi en 2025 devrait dépasser celle du PIB, avant de ralentir en 2026. Ainsi, la productivité du travail, en baisse (en particulier dans l'industrie), devrait continuer de diminuer en 2025, avant de repartir à la hausse en 2026-2027.

L'INFLATION POURSUIT SA TENDANCE À LA BAISSÉ

L'inflation reste modérée en Italie. En novembre, l'IPCH a considérablement ralenti pour atteindre 1,1% a/a. L'inflation alimentaire est passée de 2,5% en octobre à 2,3% en novembre et les prix de l'énergie continuent de baisser (-4,2% a/a). Pour sa part, l'inflation sous-jacente a légèrement ralenti à 1,8% (contre 1,9% en octobre).

Tout au long de 2025, l'inflation est restée inférieure à 2%, sauf en mars. Elle demeure ainsi l'une des plus faibles de la zone euro, en raison notamment de la forte baisse des prix de l'énergie. Durant le T2, le pouvoir d'achat des ménages a continué de croître (+0,3% t/t, après +0,7% au T1). Malgré cela, le taux d'épargne a atteint 9,5% en avril-mai, poursuivant ainsi sa hausse après un point bas de 8,8% au T4 2024. L'inflation devrait s'établir à 1,7% en moyenne annuelle en 2025. La consommation privée

CROISSANCE ET INFLATION (MOYENNE ANNUELLE)



GRAPHIQUE 1

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

devrait augmenter modérément (moins de 1%) en raison de l'incertitude et de l'augmentation du taux d'épargne (qui limitent l'impact positif de la croissance des revenus), avant d'accélérer en 2026.

FINANCES PUBLIQUES : SIGNES DE CONFIANCE ET AMÉLIORATION STRUCTURELLE

Les finances publiques italiennes continuent de bénéficier des révisions à la hausse des agences de notation et des institutions européennes. En novembre 2025, Moody's a relevé la note de l'Italie à Baa2 (perspective stable), une première depuis plus de vingt ans, après des décisions similaires de Fitch et S&P. Dans le même temps, la Commission européenne a revu ses projections budgétaires à la hausse (s'attendant à de meilleurs ratios budgétaires) et a indiqué que l'Italie pourrait sortir de la procédure de déficit excessif dès 2026, un an plus tôt que prévu, sous réserve des données du printemps.

Le sentiment du marché s'est également amélioré : l'écart entre le BTP et le Bund a diminué d'environ 100 points de base au cours des deux dernières années, et retrouve ainsi ses niveaux d'avant la crise des dettes souveraines (75 pb en décembre 2025, avec un taux à 10 ans de 3,5%). La demande étrangère s'est renforcée, la part de la dette publique détenue par les non-résidents atteignant 33,7% en août 2025, soit une augmentation de près de EUR 124 mds en seulement huit mois, confirmant l'inversion de la tendance observée depuis 2023.

Le document de programmation des finances publiques (DPPF) pour 2025 confirme une trajectoire d'assainissement budgétaire plus favorable : le déficit devrait se réduire à 3% du PIB en 2025 (un an plus tôt que prévu au printemps), puis progressivement entre 2026 et 2028 (-2,8% en 2026, -2,6% en 2027, -2,3% en 2028). Cette trajectoire baissière, alignée sur les



prévisions de la Commission européenne, est conforme à la nouvelle règle des dépenses nettes qui est au cœur de la gouvernance budgétaire révisée de l'UE. Malgré tout, la dette publique italienne reste élevée et devrait atteindre 137,4% du PIB en 2026 en raison d'ajustements stock-flux liés au système « *Superbonus* », avant de diminuer à partir de 2027 (136,4% en 2028 selon le gouvernement). La viabilité à long terme dépendra du ratio entre le coût moyen de la dette et la croissance du PIB nominal, dans un contexte où les coûts de refinancement seront moins favorables qu'au cours de la dernière décennie.

LES PRODUITS PHARMACEUTIQUES STIMULENT LES EXPORTATIONS

Au cours des neuf premiers mois de l'année, la dynamique commerciale a été positive (avec un excédent commercial d'environ EUR 35,4 mds ; +0,9% a/a) : les exportations ont augmenté de 3,5% a/a (en termes nominaux), principalement grâce aux produits pharmaceutiques (+35%), aux métaux de base (+6,7%) et aux produits alimentaires (+5%), tandis que les importations ont augmenté de 3,7%. La croissance des exportations a été forte, notamment vers les pays de l'UE (+4,5% a/a contre +2,4% en dehors de l'UE), en particulier vers l'Espagne (+11,8% a/a ; 5,5% des exportations totales) et la Suisse (+11,8% ; 4,8% des exportations totales).

Malgré les tensions commerciales et les droits de douane américains introduits en août, les exportations vers les États-Unis ont augmenté de 9% a/a au cours des neuf premiers mois de l'année. Les exportations de produits pharmaceutiques ont été le principal contributeur (+58,3%). La performance des exportations italiennes vers les États-Unis a été légèrement inférieure à la moyenne de l'UE (+10% a/a entre janvier et septembre 2025). L'accord commercial entre les États-Unis et l'UE, bien que désavantageux pour l'UE, a contribué à réduire l'incertitude. Toutefois, les perspectives des exportations italiennes vers les États-Unis restent faibles. En revanche, la ratification de l'accord UE-Mercosur devrait ouvrir d'autres marchés importants qui profiteraient aux entreprises italiennes. *In fine*, les exportations italiennes devraient augmenter marginalement en 2025, avant de croître plus fortement en 2026, tandis que les importations devraient augmenter plus nettement en 2025-2026, soutenues par la demande intérieure.

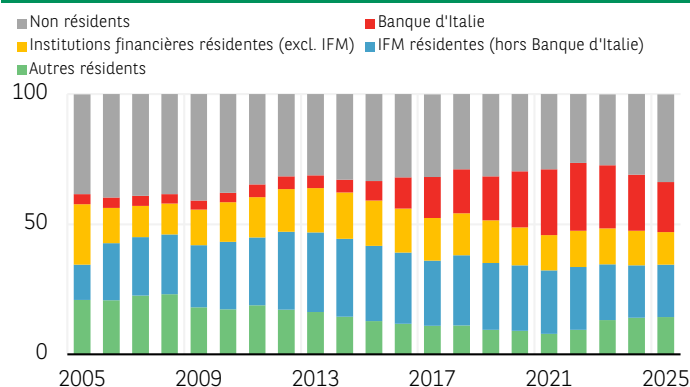
PRODUCTIVITÉ ET COMPÉTITIVITÉ RESTENT LES DÉFIS STRUCTURELS

L'Italie continue d'afficher une croissance de la productivité du travail bien inférieure à celle de ses partenaires européens : selon les données d'Eurostat, la croissance annuelle moyenne de la productivité entre 1995 et 2024 n'a été que de 0,2% en Italie, contre 1,2% dans l'UE. Après une reprise temporaire entre 2009 et 2014 (+0,6% par an), la productivité stagne à nouveau - ou presque - à +0,1% par an depuis une dizaine d'années. Certes, au cours des cinq dernières années, l'emploi a augmenté de manière significative (+4,4%, ce qui correspond à la moyenne de l'UE), mais principalement dans des secteurs à faible productivité. L'augmentation des coûts du capital a également encouragé les entreprises à privilégier le travail par rapport à l'investissement, en particulier dans les actifs incorporels - un domaine dans lequel l'Italie est à la traîne par rapport à ses principaux concurrents. Entre 1995 et 2023, la part des investissements incorporels dans le PIB n'a augmenté que modestement, passant de 7% à 8,4%, alors que la France (11% à 16%) et l'Allemagne (7% à 10%) ont enregistré des hausses plus marquées.

L'adoption des technologies numériques est entravée par le faible niveau de compétences numériques des travailleurs : seuls 16% d'entre eux possèdent des compétences avancées en matière de technologies de l'information et de la communication (TIC) (contre environ 30% en Allemagne et en France¹), et les diplômés en sciences, technologies, ingénierie et mathématiques (STIM) ne représentent que 15% (quand la moyenne de l'UE se situe à 26%).

1, 2 Selon le rapport annuel de productivité 2025, CNEL, septembre 2025.

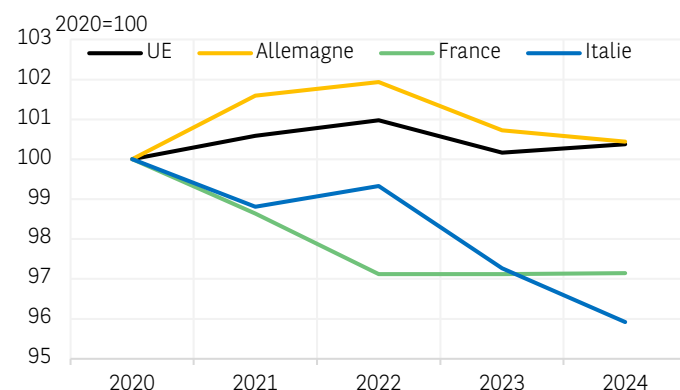
DETTE PUBLIQUE ITALIENNE PAR DÉTENTEUR (%)



GRAPHIQUE 2

SOURCES : BANQUE D'ITALIE, BNL ECONOMIC RESEARCH

PRODUCTIVITÉ RÉELLE DU TRAVAIL PAR HEURE TRAVAILLÉE



GRAPHIQUE 3

SOURCES : EUROSTAT, BNL ECONOMIC RESEARCH

Le système productif est très fragmenté, dominé par les micro-entreprises, ce qui limite la capacité d'exportation, la numérisation et l'innovation, autant de facteurs associés à des gains de productivité significatifs (15 à 30% pour les technologies numériques et environ 20% pour l'innovation²). Pour stimuler la productivité, il sera nécessaire d'investir davantage dans le capital humain et immatériel, soutenir la croissance de la taille des entreprises et mettre pleinement en œuvre les réformes du PNRR. À cet égard, le gouvernement a pris des mesures concrètes : dans le cadre de la mission première du PNRR (numérisation, innovation, compétitivité, culture et tourisme), plus de EUR 16,9 mds ont été alloués, dont environ EUR 6,1 mds sont consacrés à la « numérisation, l'innovation et la sécurité dans l'administration publique » et environ EUR 6,9 mds à la « numérisation, l'innovation et la compétitivité de l'appareil productif ». En outre, au cours des trois dernières années du mandat actuel, environ EUR 6,3 mds ont été alloués spécifiquement pour soutenir la transformation numérique et énergétique des entreprises.

Achevé de rédiger le 28 novembre 2025

Simona Costagli et Paola Verduci



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

ESPAGNE

20

UNE DYNAMIQUE DE CROISSANCE RICHE EN EMPLOIS QUI SE POURSUIT

La croissance espagnole devrait continuer de surpasser celle de la zone euro. Elle repose sur la dynamique de son marché du travail, qui engendre des gains de pouvoir d'achat et soutient la consommation. De son côté, l'investissement bénéficie de la baisse des taux d'intérêt, mais aussi des financements européens. Cette forte croissance du PIB permettra de dégager des excédents primaires et de poursuivre la réduction du ratio de dette publique. L'activité espagnole devrait toutefois se heurter à la contrainte du plein-emploi à la fin de la décennie, en l'absence de gains de productivité significatifs.

LA DEMANDE INTÉRIEURE, MOTEUR DE LA CROISSANCE ESPAGNOLE

La croissance du PIB réel espagnol est relativement stable, à un bon niveau (+0,6% t/t tant au T3 qu'au T4 selon nos prévisions) et devrait atteindre 2,9% en 2025 en moyenne annuelle.

La conjoncture reste dynamique (PMI composite à 56,0 en octobre contre 52,4 en zone euro) et la croissance persisterait en 2026-2027 (2,4% et 2,3% respectivement). Elle resterait supérieure à celle de la zone euro (1,5% en 2026 et 1,6% en 2027), toujours alimentée par la disponibilité de la main d'œuvre. Cet effet favorable se modérerait toutefois à l'horizon de notre prévision, sur fond de réduction du taux de chômage et d'augmentation du nombre de secteurs subissant des pénuries de main d'œuvre.

La consommation des ménages resterait le principal contributeur à la croissance, bénéficiant des fortes créations d'emplois et de nouveaux gains de pouvoir d'achat (*voir plus bas*). La confiance des ménages reflète cette conjonction favorable (49,5 en octobre contre 42,7 en moyenne sur 2015-2019 selon l'enquête Ipsos).

L'investissement serait également soutenu, en 2026, par la poursuite de l'utilisation des fonds du plan de relance et de résilience de l'UE, et par la baisse des taux d'intérêt accordés aux sociétés non financières (passés de 5,1% en octobre 2023 à 3,3% en octobre 2025). 2027 devrait marquer un ralentissement avec la disparition progressive de ces fonds européens.

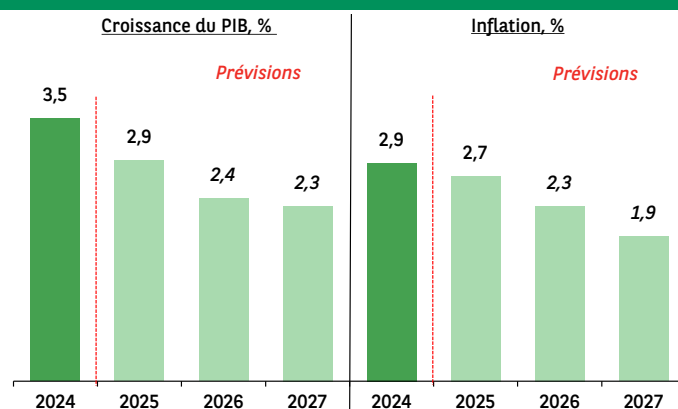
L'activité bénéficierait aussi d'une accélération des exportations, en raison de la hausse de la demande allemande et de l'amélioration de la croissance des principaux partenaires commerciaux de l'Espagne.

MARCHÉ DU TRAVAIL : VERS LE PLEIN-EMPLOI ?

La consommation des ménages espagnols reste portée par les créations d'emplois et une dynamique salariale soutenue par la baisse du taux de chômage. L'immigration joue un rôle déterminant : elle a permis à la population active de continuer de croître malgré un solde naturel négatif entre les naissances et les décès. La part de la population active étrangère est ainsi passée de 16,9% de la population active totale au T3 2024 à 17,7% au T3 2025. Le dynamisme du marché du travail devrait se poursuivre dans les prochains trimestres. Bien qu'il reste l'un des plus élevés de la zone euro, le taux de chômage diminue (10,5% en septembre ; -0,9pp a/a), tandis que l'emploi (mesuré par le nombre d'affiliés à la sécurité sociale) enchaîne les records historiques (21,8 millions en octobre, soit +500 000 sur un an).

Néanmoins, le manque de main-d'œuvre limite de plus en plus la production dans la construction et les services, selon l'enquête ESI de la Commission européenne. Ces éléments suggèrent que l'Espagne s'approche d'une situation de plein-emploi. Le niveau structurel du chômage y est historiquement élevé - autour de 7-8% - et les projections indiquent que ce seuil serait atteint à la fin de la décennie (9,6% en 2027 selon la Commission européenne).

CROISSANCE ET INFLATION (MOYENNE ANNUELLE)



GRAPHIQUE 1

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

Dans ce contexte, le soutien des créations d'emplois à la croissance s'atténuerait et s'accompagnerait d'une hausse des pressions salariales ainsi que d'une inflation structurellement plus élevée.

LE RALENTISSEMENT DE L'INFLATION NOURRIRA LA HAUSSE DU POUVOIR D'ACHAT

La surperformance de la croissance espagnole par rapport à la moyenne de la zone euro s'accompagne aussi d'une inflation plus élevée. Les mesures (totale et sous-jacente) de l'inflation espagnole (3,2% a/a et 2,9% a/a en octobre) restent supérieures à celles de la zone euro (respectivement 2,1% et 2,4%). Elles le resteraient en 2026, selon nos prévisions, malgré un ralentissement (2,3% contre 1,9% pour la zone euro pour l'inflation totale) lié à la modération des prix de l'alimentaire et de l'énergie.

La croissance des salaires nominaux (3,5% en octobre, rythme stable depuis juillet) devrait se modérer. Elle resterait néanmoins supérieure à l'inflation en 2026 et permettrait aux salaires réels de combler une partie du retard pris lors de la crise inflationniste (ils restent inférieurs de près de 7 points au niveau du T1 2020, contre -9,1 points au pire au T3 2022).

De son côté, l'évolution du revenu disponible brut réel est plus favorable (*cf. graphique 2*). Ce dernier a augmenté de 15 points en comparaison à son niveau pré-Covid ; cette croissance devrait se poursuivre. La progression du pouvoir d'achat des ménages continuerait donc de soutenir la consommation privée.


BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

LA CROISSANCE Nominale PERMETTRA DE RÉDUIRE LA DETTE PUBLIQUE

La reconduction du budget de l'État depuis 2023¹, ainsi que la suppression des mesures de soutien mises en place en réponse à la pandémie ont permis de réduire le déficit primaire de 2,3% du PIB en 2022 à 0,1% en 2025 (selon notre estimation). En 2026-2027, l'Espagne parviendrait même à dégager un excédent (+0,4% en 2026 et +0,7% en 2027) pour la première fois depuis 2007, en partie grâce à une forte croissance nominale (4,3% en moyenne sur la période).

En parallèle, les dépenses publiques devraient rester relativement stables en raison de la quasi certaine reconduction du budget 2023 pour la troisième année consécutive en 2026 et de la volonté du gouvernement de ne pas augmenter les dépenses de défense au-delà de 2,1% du PIB. Les recettes continueraient de croître, soutenues par la hausse de la consommation domestique (effet favorable sur les recettes de TVA) et par le double effet des créations d'emplois et de la hausse des salaires sur les recettes des cotisations sociales.

De plus, le taux d'intérêt apparent sur la dette (2,6% en 2026 selon nos prévisions) resterait largement inférieur à la croissance nominale. En conséquence, le ratio de dette publique sur PIB passerait sous la barre des 100% dès 2026, pour atteindre 95,3% en 2027 (contre 100,4% en 2025), selon nos prévisions². De son côté, le spread Espagne-Allemagne reste orienté à la baisse à 47,2 pb en décembre 2025 (contre 66,7 un an plus tôt).

COMMERCE EXTÉRIEUR : L'ATTRACTIVITÉ DE L'ESPAGNE LIMITERA LA DÉRIVE DU SOLDE EXTÉRIEUR

Les comptes extérieurs espagnols sont solides : l'excédent courant s'est accentué depuis 2023 (EUR 13,2 mds au T3 2025) ; il devrait toutefois se réduire avec la diminution probable de l'excédent sur les services. Les recettes touristiques se sont d'ores et déjà stabilisées à des niveaux élevés (la croissance des arrivées de touristes a nettement ralenti, de +10,9% en septembre 2024 à +1,0% a/a en septembre 2025).

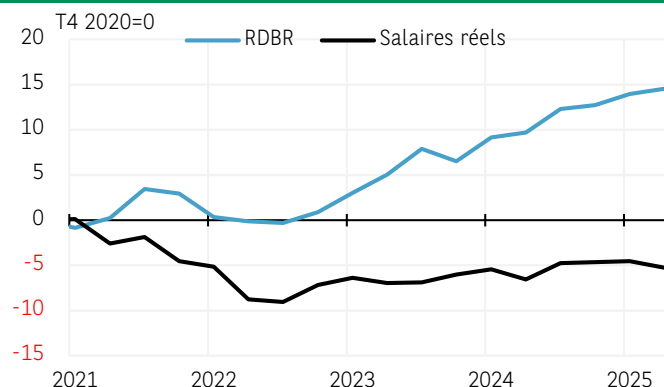
En parallèle, le déficit de la balance des biens devrait continuer de se creuser en 2026. Les exportations ralentiraient du fait des impacts directs et indirects de la hausse des droits de douane américains. De leur côté, les importations augmenteraient en raison de la forte demande intérieure. En 2027, les exportations seraient cependant soutenues par l'amélioration des perspectives de croissance en zone euro.

En 2024, l'Espagne reste le 2^e récipiendaire de flux d'investissements directs étrangers (IDE), après la France³. Ces IDE soutiennent la capacité du pays à exporter : un élément qui devrait porter le potentiel de croissance et limiter le déficit commercial.

FAIBLE PRODUCTIVITÉ : UNE MENACE POUR LA SURPERFORMANCE ESPAGNOLE

L'écart de PIB par habitant entre l'Espagne et les trois principales économies de la zone euro (Allemagne, France et Italie) s'explique avant tout par une productivité beaucoup plus faible⁴. Le tissu productif espagnol reste, en effet, dominé par des secteurs moins productifs (notamment les activités liées au tourisme).

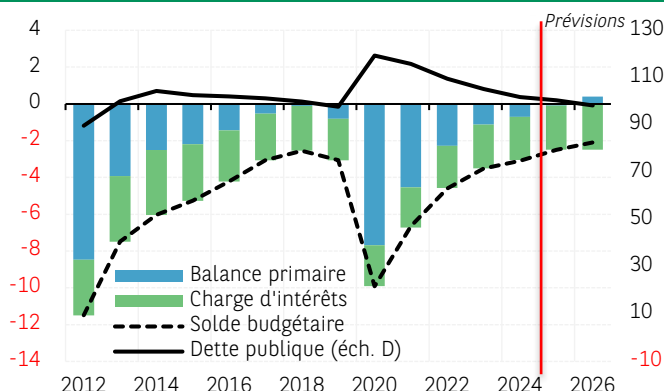
ÉVOLUTION DU POUVOIR D'ACHAT DES MÉNAGES ESPAGNOLS DEPUIS LE T4 2020



GRAPHIQUE 2

SOURCES : EUROSTAT, CALCULS BNP PARIBAS

RATIOS BUDGÉTAIRES (EN % DU PIB)



GRAPHIQUE 3

SOURCES : BEA, ISM, BNP PARIBAS

Cette faiblesse tient également à la petite taille des entreprises, à leur difficulté à croître et à des dépenses en recherche et développement plus faibles (1,5% du PIB en 2023 en Espagne contre 2,2% en France). La croissance du PIB est principalement soutenue par un apport de main d'œuvre, mais le déficit de productivité pourrait devenir plus contraignant à mesure que cet effet se résorbera. Par ailleurs, un possible reflux de l'immigration nette, combiné au vieillissement rapide de la population, pourrait jouer à la baisse sur la main-d'œuvre disponible, qui constitue pourtant l'un des principaux atouts du pays.

Achévé de rédiger le 3 décembre 2025

Lucie Barette

¹ Induite par la minorité du gouvernement au Parlement, qui l'empêche de faire voter le budget.

² Voir notre Eco Charts Finances publiques 2025 - [Espagne : vers une réduction de la dette publique dans un contexte de forte croissance](#).

³ World Investment Report 2025 "World Investment Report 2025: International investment in the digital economy", UNCTAD.

⁴ Note de juin 2025 « Spain's Productivity Gap Vis-à-Vis Europe and the United States: Diagnosis and Remedies », FMI.


BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

ROYAUME-UNI

22

DE NOUVEAUX LEVIERS DE CROISSANCE À SAISIR

La croissance s'établirait à 1,1 % en 2026, un rythme inférieur à celui de 2025 (1,4 %) qui bénéficie d'un T1 2025 particulièrement fort. Cette croissance du PIB devrait toutefois être inégalement répartie. D'un côté, le secteur des services devrait bénéficier du développement de l'IA. De l'autre, les ménages subiront la détérioration du marché du travail, et l'industrie sera pénalisée par une dégradation de sa compétitivité et une concurrence accrue de la Chine. La désinflation resterait progressive, limitant la marge d'assouplissement de la BoE. Le *policy mix* sera plus accommodant, avec une partie de l'effort de consolidation budgétaire reporté à la fin de la décennie. Nous anticipons en 2026 une légère dépréciation de la livre sterling face à l'euro et au dollar, sous l'effet de la baisse des taux directeurs au Royaume-Uni.

L'INVESTISSEMENT PLUS DYNAMIQUE QUE LA CONSOMMATION

Une cyberattaque chez Land Rover a pénalisé à hauteur de -0,06 pp la croissance du T3 (+0,1% t/t), masquant la résilience par ailleurs de l'économie. En effet, l'investissement en machines et équipements hors transport a fortement rebondi (+10,1% t/t). De plus, le retour du PMI manufacturier en zone d'expansion en novembre (50,2) est de bon augure pour le T4, où un rebond de la croissance du PIB est attendu (+0,3% t/t). Celle-ci atteindrait 1,4% en 2025 en moyenne annuelle. Elle serait plus basse en 2026 (à 1,1%), mais principalement en raison de la performance exceptionnelle du T1 2025 (+0,7% t/t) soutenue par des composantes volatiles (investissements dans l'aéronautique, principalement). Le rythme trimestriel de croissance se maintiendrait à +0,3% t/t en moyenne, soit celui anticipé pour le T4 2025.

Le Royaume-Uni bénéficiera en 2026 du regain de croissance dans les grands pays de la zone euro (Allemagne et France en tête, qui représentaient 15% des exportations au T3), notamment par l'intermédiaire de l'augmentation des budgets de défense. La dynamique d'investissement devrait se poursuivre. L'économie britannique bénéficie de l'essor des services dans le numérique et la tech dans lesquels le pays reste compétitif (les investissements en propriété intellectuelle s'élevaient à plus de 5 % du PIB en au T3 2025) et dégage de la valeur ajoutée (+6,3% a/a sur le secteur de l'info-communication), ainsi que des excédents commerciaux majeurs (GBP 207 mds au T3 2025, cumul sur un an). Néanmoins, cet élan de l'investissement sera freiné par la baisse des investissements dans des secteurs industriels en difficulté et avec des surcapacités de production (chimie, plasturgie, sidérurgie). Plus globalement, l'activité des entreprises demeure contrainte par la hausse du coût du travail et l'érosion persistante des marges (23,7% de la valeur ajoutée au T3 2025, au plus bas depuis 2007).

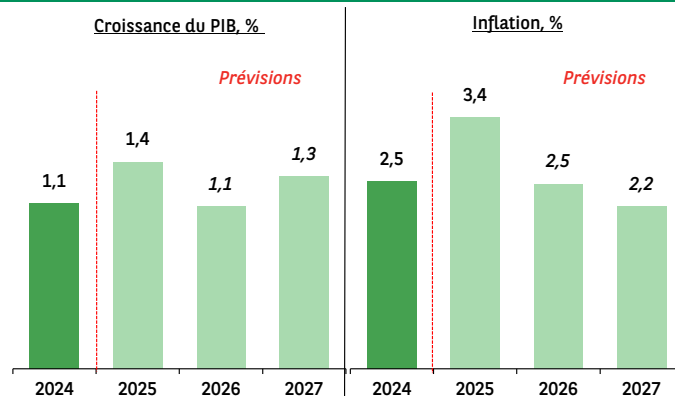
Les intentions d'achat des ménages (consommation et investissement) sont, par ailleurs, moins bien orientées. Elles sont pénalisées par la dégradation du marché du travail et le climat d'incertitude (politique budgétaire, tensions commerciales) qui pèse sur la confiance des ménages.

MARCHÉ DU TRAVAIL : LA DÉTÉRIORATION DEVRAIT SE POURSUIVRE

Le taux de chômage a atteint 5 % en octobre - son plus haut niveau depuis 2021. La dégradation a été notable depuis le début de l'année (+0,6 pp) et l'évolution toujours défavorable des différentes enquêtes (REC/KPMG, Deloitte CFO) n'exclut pas qu'elle se poursuive jusqu'à atteindre 5,5% en 2026, d'autant plus que la croissance devrait être inégalement répartie entre les secteurs d'activité.

Le Royaume-Uni subit par ailleurs des dynamiques sectorielles spécifiques consécutives au Brexit : contrairement à la zone euro, les industries traditionnellement porteuses, comme la finance ou l'assurance, ont subi, outre-Manche, des destructions nettes d'emplois. La hausse du chômage devrait, en outre, peser sur les salaires : leur croissance dans le secteur privé hors bonus (qui s'établissait à 3,8% a/a en septembre) ralentirait progressivement pour atteindre une fourchette entre 3,0 et 3,5% en 2026.

CROISSANCE ET INFLATION (MOYENNE ANNUELLE)



GRAPHIQUE 1

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

C'est un facteur de soutien à la désinflation et aux entreprises qui cherchent à reconstituer leurs marges, tandis que les gains de pouvoir d'achat des ménages resteraient positifs en 2026 (autour de 1%), la baisse de l'inflation compensant le ralentissement de la croissance salariale.

LA DÉSINFLATION DEVRAIT S'AMPLIFIER

L'inflation reste relativement généralisée, avec près de 60% des composantes de l'indice des prix au-dessus de 4% a/a en octobre. Selon nos prévisions, l'inflation fléchirait cependant assez nettement à l'horizon de la fin 2026 (à 2,2 % au T4 contre 3,6% a/a en octobre 2025), se rapprochant donc de la cible de la BoE. L'inflation dans les services – principal moteur de la hausse des prix – devrait décélérer, plus sensiblement à partir du mois d'avril 2026 en raison d'effets de base favorables (dissipation des effets des mesures budgétaires d'avril 2025, notamment la taxe sur les véhicules électriques ; forte hausse passée dans le transport aérien).

Une décélération plus précoce et plus marquée de l'inflation n'est pas exclue (cf. graphique 2). Face à la faiblesse de la demande et à la concurrence internationale (le Royaume-Uni est devenu cet automne le premier marché à l'exportation des constructeurs automobiles chinois), le pouvoir de fixation des prix des entreprises s'est, en effet, érodé à en croire les entreprises interrogées dans le rapport PMI de novembre. Cela constitue un risque à la baisse sur l'inflation, que notre scénario de stabilité des prix de l'énergie sur les marchés internationaux ne devrait pas contrecarrer.



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

POLITIQUE MONÉTAIRE : UN ASSOULISSEMENT PAR PALIERS

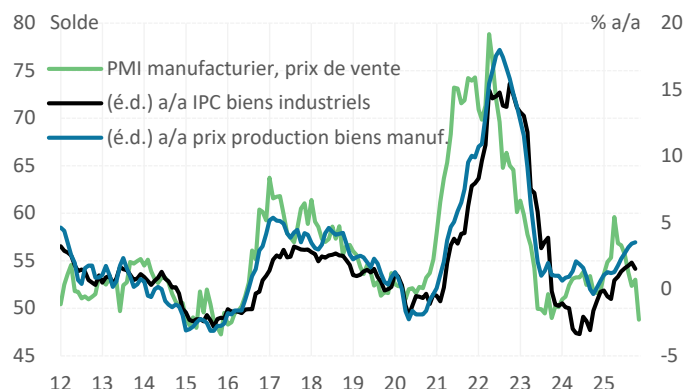
La BoE devrait poursuivre son assouplissement graduel de la politique monétaire. Deux nouvelles baisses sont attendues en décembre 2025, puis au T1 2026, reflétant une approche prudente dans un contexte d'inflation encore relativement élevée. La politique monétaire resterait ainsi en territoire restrictif : un taux d'intérêt à 3,5% au terme du T1 2026 se situerait au-dessus de notre intervalle d'estimation du taux neutre (2,25-3,25%). Avec une désinflation plus marquée, deux baisses supplémentaires interviendraient au S1 2027. Certains membres du comité de politique monétaire estiment que la politique monétaire est encore trop restrictive au regard du ralentissement conjoncturel. Les risques sont donc à la baisse par rapport à notre scénario central des taux directeurs. Comme annoncé en septembre, la BoE continuera de réduire la taille de son bilan en 2026 (à hauteur de GBP 70 mds sur la période octobre 2025-septembre 2026), mais à un rythme inférieur à celui de 2025 (GBP 100 mds entre octobre 2024 et septembre 2025), compte tenu des tensions sur la partie longue des taux obligataires souverains. 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. Si les taux obligataires britanniques de courte maturité resteraient orientés à la baisse en raison de l'assouplissement monétaire, ceux de longue maturité demeureraient contraints en début d'année (4,5% au T1 pour les taux à 10 ans) par l'incertitude politique liée aux élections locales de mai, avant une détente plus marquée au second semestre (4,3% au T4 2026).

FINANCES PUBLIQUES : LE BUDGET PASSE, LES INCERTITUDES RESTENT

La politique budgétaire restera modérément restrictive en 2026. Mais ce sera insuffisant, à ce stade, pour stabiliser le ratio d'endettement, qui attendrait 103,3% du PIB (contre 101,3% en 2024). Néanmoins, la trajectoire d'endettement reste maîtrisée et la poursuite des efforts de consolidation budgétaire limiterait la hausse de ce ratio dans les années à venir. Avec le budget d'automne, le gouvernement n'est toutefois pas parvenu à écarter l'hypothèse de recourir, dans un horizon rapproché, à de nouvelles mesures de consolidation afin de respecter ses propres règles budgétaires. En effet, la marge budgétaire (fiscal headroom), dont dispose le gouvernement pour ramener le solde budgétaire courant à l'équilibre à l'horizon 2029-2030, a augmenté (de GBP 9,9 mds à GBP 21,7 mds) mais elle reste limitée au regard des hypothèses fortes de l'OBR sur i/ le scénario de croissance (+1,5% en 2026 et +1,4% en 2027 contre, respectivement, +1,1% et +1,3% dans notre scénario) et ii/ l'évolution attendue de certains indicateurs (baisse du taux d'épargne et du taux de chômage, rebond de la construction résidentielle en 2027).

La hausse des taxes annoncée (GBP 28 mds d'ici 2029-2030) se matérialisera principalement à la fin de la décennie, tandis que les dépenses augmenteront dès 2026. Si le point d'arrivée se veut rassurant, avec une consolidation marquée d'ici 2030 (l'OBR s'attend à un déficit à 2,4% du PIB à cette date contre 5,0% en 2025 et 4,1% en 2026), cette asymétrie comporte le risque de retarder et de rendre plus difficile encore la consolidation, avec la remontée à venir du taux d'intérêt apparent (qui dépasserait la croissance nominale à partir de 2029, selon nos estimations). Le scénario de l'OBR prévoit que le déficit public retombe à 3,6% du PIB en 2027. Compte tenu de notre scénario de croissance plus bas, les risques portent vers un déficit plus dégradé à court terme.

PMI MANUFACTURIER ET PRIX À LA PRODUCTION/CONSOMMATION



GRAPHIQUE 2

SOURCES : ONS, MARKIT, BNP PARIBAS

LE SOLDE EXTÉRIEUR PROFITERA DE L'ESSOR DE L'IA ET DE LA TECH

Le déficit commercial continue de se dégrader tendanciellement (GBP 235,4 mds au T3 en cumul sur douze mois, un record). Les exportations vers les États-Unis, en particulier automobiles, ont souffert de l'augmentation des droits de douane. Toutefois, les négociations bilatérales progressent et certains secteurs bénéficieront de conditions plus favorables en 2026, notamment la pharmacie (l'exemption de tarifs américains sur les importations de produits pharmaceutiques britanniques a été pérennisée) qui représente 10% des exportations du Royaume-Uni.

Les accords commerciaux avec l'Inde et l'Europe (réarmement, dont le programme SAFE, sur lequel les discussions n'avancent pas) ne suffisent pas, en l'état, à compenser les répercussions du Brexit.

Néanmoins, l'excédent dans les services continue de progresser (GBP 206,9 mds au T3) et de compenser une grande partie du déficit enregistré sur les biens. Ainsi, le déficit du compte courant (2,6% du PIB au T2 2025) est maîtrisé et le restera en 2026. Les exportations de services, point fort du Royaume-Uni, continueront de jouer un rôle d'amortisseur important, et ce de plus en plus grâce à l'essor des investissements dans le domaine du numérique et de la tech des deux côtés de l'Atlantique. Les exportations dans ce domaine (services d'information et de communication, royalties, services de management/consulting) ont accéléré en 2025 (+11,4 a/a, cumul sur les neuf premiers mois de 2025 par rapport à la période 2024), et la stratégie nationale ambitieuse en matière de fabrication de composants et de calcul quantique devrait soutenir une hausse des exportations.

Achevé de rédiger le 9 décembre 2025

Guillaume Derrien

(avec l'aide de Benjamin Puiseux, stagiaire)



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

JAPON

24

2026, UNE ANNÉE DE DÉFIS

L'économie japonaise est prise entre plusieurs feux. La croissance a amorcé une phase de ralentissement vers son niveau potentiel. Le Japon peut se targuer d'une situation de plein-emploi, de la bonne santé de ses entreprises et d'une réduction de son ratio de dette publique. Dans le même temps, l'inflation s'éloigne de plus en plus de la cible de 2% et les salaires réels se contractent, ce qui pèse sur la consommation. La politique commerciale américaine reste un facteur de risque et les problèmes structurels, liés à la faiblesse de la demande domestique et à l'offre contrainte sur le marché du travail, demeurent. Enfin, les taux d'intérêt longs remontent nettement, notamment en raison de l'expansionnisme de la politique budgétaire, et l'affaiblissement de la devise se poursuit. Prise en étau, la banque centrale devrait poursuivre son resserrement à un rythme très lent, jusqu'à un taux terminal de +1,5% mi-2027.

LA CROISSANCE À L'ÉQUILIBRE EN 2026 - 2027

La croissance du PIB japonais revient, peu à peu, à l'équilibre. La contraction du T3 2025 (-0,6% t/t) interrompt une série de cinq trimestres d'expansion (dont +0,5% t/t au T2). Le résultat du dernier trimestre est alors à nuancer, et le résultat agrégé est tiré vers le bas par une correction des exportations (voir ci-dessous) et le recul de l'investissement privé non résidentiel (-0,2% t/t, après des progrès solides au S1) et résidentiel (-8,2% t/t) sur fond de changements réglementaires (ex. : conformité des nouvelles constructions aux standards d'efficacité énergétique). Dans le même temps, la dynamique de l'investissement public reste négative, à l'inverse de la consommation publique.

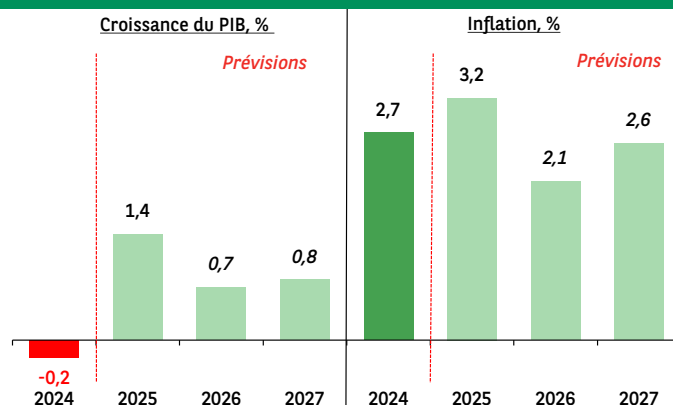
Lors des trimestres à venir, le rythme de croissance du PIB devrait s'élever à +0,2% t/t à horizon de projections (fin 2027), proche de son niveau potentiel (estimé entre +0,1% et +0,2%). Cela correspond à un rythme annuel de 0,7% - 0,8%. L'orientation budgétaire du gouvernement Takaichi (voir « *Un déclin du ratio d'endettement public qui devrait s'estomper* ») devrait soutenir la croissance. Ce soutien serait toutefois insuffisant pour contrecarrer l'impact des pertes de pouvoir d'achat sur la consommation des ménages, tandis que la remontée des taux d'intérêt et le commerce extérieur pèseront également.

Le climat des affaires, mesuré par le Tankan, témoigne d'un soulagement face à un choc tarifaire moins impactant qu'initialement craint : le résultat national est stable (15) depuis le T1, et le sentiment s'est amélioré au fil de l'année (14 au T3, +2 points cette année à date) pour les grandes entreprises manufacturières. Le secteur non manufacturier se maintient à des standards élevés (21, contre une moyenne de 11 en 2014 - 2019). En revanche, les évolutions défavorables des salaires réels pèsent sur la confiance des ménages : elle est, à 35,8 en octobre 2025, en progrès depuis le point bas d'avril (31,2), mais en-deçà de sa performance annuelle en 2024 (37,2) selon le Cabinet Office, étant pénalisée par les aspects liés au niveau de vie et surtout à la « propension à acheter des biens durables ».

LE POLICY MIX N'AIDE PAS À RÉDUIRE L'INFLATION

L'inflation sous-jacente (hors nourriture non-transformée) excède 2% a/a depuis avril 2022 et, selon nos prévisions, ne reviendra pas à sa cible avant, au mieux, 2028 - exception faite d'une baisse au T2 2026 (à +1,9% a/a) liée aux mesures de soutien énergétique, avant une nouvelle réaccélération. La hausse des prix résulte à la fois de l'inflation importée sur fond d'affaiblissement du yen (USD/IPY autour de 100 début 2021, au-dessus de 150 aujourd'hui) et de la composante alimentaire. L'inflation *headline* suit quant à elle les mêmes tendances. Le *policy mix* n'aide pas au reflux de l'inflation, ce qui est susceptible de se poursuivre. D'une part, la politique budgétaire est expansionniste dans un contexte de plein-emploi des facteurs de production. D'autre part, les hausses de taux directeur de la part de la banque centrale sont restées limitées jusqu'alors, alimentant l'idée d'une politique monétaire « derrière la courbe ».

CROISSANCE ET INFLATION (MOYENNE ANNUELLE)



GRAPHIQUE 1

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

LE PLEIN-EMPLOI SANS HAUSSE DES SALAIRES RÉELS

Le marché du travail est contraint par la pénurie de main-d'œuvre, ce qu'illustre le plus bas niveau historique atteint par l'indice *Tankan* d'utilisation des facteurs au T4 2025, tandis que le nombre d'heures travaillées continue de diminuer (-1,2% a/a sur le T1-T3 2025). Le taux de chômage reste bas, à 2,6% en octobre, malgré une légère augmentation (+0,3 pp en 2025 à date). La croissance des salaires contractuels programmés atteint +2,0% a/a en moyenne en 2025 à date, une tendance qui devrait se poursuivre en 2026 : la confédération syndicale Rengo a présenté la même cible que l'an dernier pour ses négociations annuelles, ce qui suggère un maintien des standards de croissance actuels pour l'année à venir. Cette progression est insuffisante au regard de l'inflation : l'indice des salaires réels s'est contracté de -1,5% a/a en moyenne 2025 à date (*graphique 2*), et les perspectives en termes d'inflation ne sont pas positives de ce point de vue.

LA BANQUE DU JAPON DEVRAIT REPRENDRE SON AJUSTEMENT MONÉTAIRE

La Banque du Japon (BoJ) est engagée, depuis 2024, dans un processus très graduel et prudent d'augmentation du taux directeur et « d'ajustement du degré du caractère accommodant » de sa politique monétaire. La réunion des 18 et 19 décembre devrait aboutir à une hausse de taux (+25 pb), la première depuis janvier 2025, et porter le taux directeur à 0,75%.



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

Selon nos prévisions, cet ajustement se poursuivrait, de façon toujours très graduelle, avec une hausse de 25 pb par semestre au cours des 18 prochains mois, pour atteindre, à la mi-2027, un taux terminal de +1,5%. Ce niveau, sous l'hypothèse d'une inflation ancrée à 2%, correspond à une politique monétaire neutre. Pour l'heure, celle-ci reste donc nettement accommodante en termes réels (environ 2 pp en deçà de la neutralité). Dans le même temps, la BoJ est engagée, depuis le T3 2024, dans un processus de réduction de ses achats d'obligations japonaises (*Japanese Government Bonds*, JGB), le rythme mensuel devant passer de JPY 5,7 trn initialement à 2,1 en avril 2027 afin d'initier une réduction de la taille du bilan.

UN DÉCLIN DU RATIO D'ENDETTEMENT PUBLIC QUI DEVRAIT S'ESTOMPER

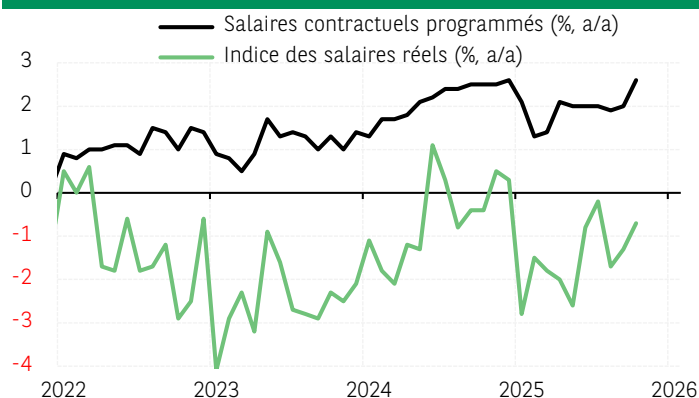
La nomination de S. Takaichi en tant que Première ministre, à la tête d'un cabinet minoritaire (231/465 sièges à la Chambre des représentants pour la coalition PLD/Ishin), intervient dans un contexte particulier. Les taux d'intérêt souverains remontent fortement, entraînant une pentification marquée de la courbe des taux : les taux à 10 et 30 ans, à +1,97% et +3,39% en 2025 ont, au 8 décembre, respectivement, augmenté de 87 points de base (pb) et de 101 pb depuis le début de l'année. Le phénomène est lié à la persistance des déficits primaires, soumis à des risques haussiers structurels (vieillesse démographique, besoins en défense) et conjoncturels (Parlement divisé, inflation). À cela s'ajoute une politique monétaire qui, à la fois, absorbe moins d'offre de JGBs et paraît réagir de façon timorée face à une inflation durable. Ces facteurs nourrissent notre scénario central d'une poursuite de la hausse des rendements de long terme à +2,1% (10 ans) et +3,5% (30 ans) fin 2026 (*graphique 3*).

Malgré ces développements, la nouvelle Première ministre – qui bénéficie de près de 70% d'opinions favorables – est déterminée à mettre œuvre davantage de soutien budgétaire. Un premier stimulus, évalué à JPY 21,3 mds de mds (3,8% du PIB), a été adopté afin de soutenir les ménages face à l'inflation et favoriser la croissance. Le plan est réparti entre un soutien financier direct et indirect aux ménages, des investissements publics et des baisses d'impôts. Il sera financé pour moitié par de nouvelles émissions obligataires. La répétition de budgets supplémentaires à l'avenir est probable et le Japon devrait continuer à présenter des déficits primaires en 2026 (-2,4%) et 2027 (-2,5%), avec un accroissement de la charge d'intérêts contribuant à détériorer davantage le déficit budgétaire total (3,2% en 2026 et 3,7% en 2027, selon nos prévisions). Dans le même temps, le ratio d'endettement public poursuit sa réduction, grâce à une croissance nominale du PIB qui excède le coût apparent de la dette (effet « r-g »), de 258% à 228% du PIB entre 2020 et 2025 (d'après notre estimation). Il devrait atteindre 222% en 2027, avant que le différentiel négatif entre r et g, favorable à court terme, s'estompe.

LE COMMERCE EXTÉRIEUR FACE AUX VENTS CONTRAIRES

Les exportations nettes ont pesé sur la croissance du T3, la baisse des importations (-0,4% t/t) ayant insuffisamment compensé celle des exportations (-1,2% t/t). Mais *in fine* l'année 2025 devrait marquer un retour de la croissance des exportations de biens, après deux années de contraction, aidée par l'impulsion du *frontloading* au S1 (+4,1% a/a), avant la correction partielle à partir du T3. 2026 devrait toutefois enregistrer un contrecoup lié au plein effet du choc tarifaire américain, alors que l'indice des exportations vers les États-Unis a atteint au T3 un plus bas depuis 2022 ; mais celui-ci devrait se dissiper au fur et à mesure de l'adaptation des agents à cette nouvelle donne. Dans le même temps, la croissance des exportations vers l'Union européenne reprend après une année 2024 de contraction.

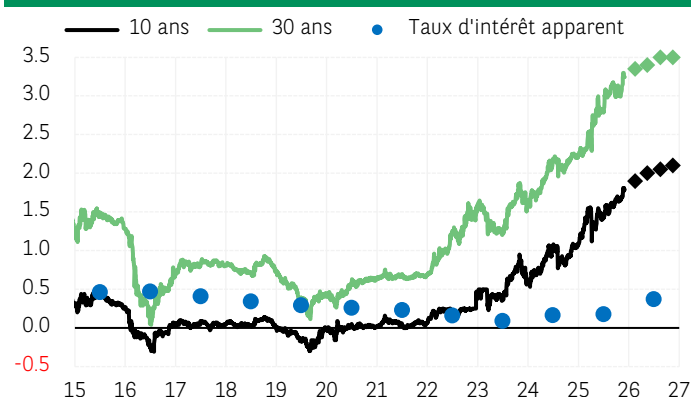
LES SALAIRES RÉELS PEINENT À SUIVRE



GRAPHIQUE 2

SOURCES : MINISTÈRE JAPONAIS DU TRAVAIL, BNP PARIBAS

PRESSION SUR LES RENDEMENTS À LONG TERME (%)



GRAPHIQUE 3

SOURCES : MACROBOND, PRÉVISIONS ET CALCULS DE BNP PARIBAS

La croissance des exportations de services ralentit, avec seulement +4,0% a/a au T3 2025, après avoir constitué un important vecteur de croissance en 2023 et 2024 (+28,1% et +12,3%, respectivement, en moyenne annuelle). Dans le même temps, les importations de services, soutenues par le numérique, affichent un rythme solide et soutenu. Les exportations pourraient tirer parti de la dépréciation du yen, qui a repris depuis avril 2025, l'USD/JPY étant passé d'environ 143 à 156. Le JPY resterait faible en 2026 (atteignant 160 JPY par USD fin 2026). Enfin, au T3 2025, la balance du compte courant atteint 5,1% du PIB, nettement au-dessus d'une moyenne de 4,5% en 2024, aidée par la progression de la balance des paiements courants (5,2% du PIB, contre 4,7% de moyenne en 2024).

Achévé de rédiger le 9 décembre 2025

Anis Bensaidani



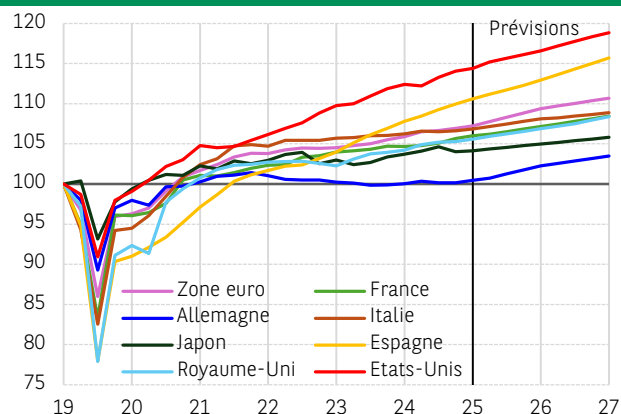
BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

PRINCIPAUX INDICATEURS

26

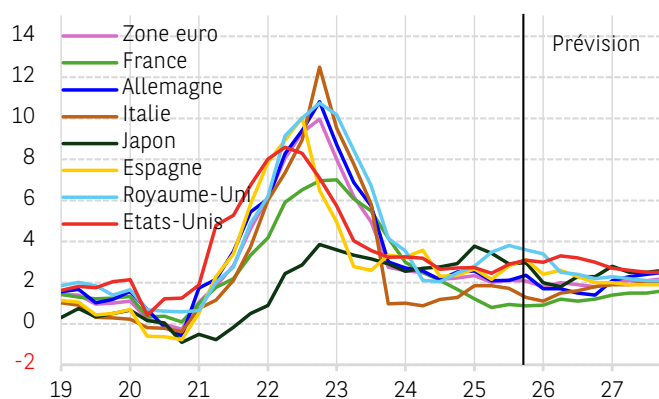
PIB (T4 2019=100)



GRAPHIQUE 1

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

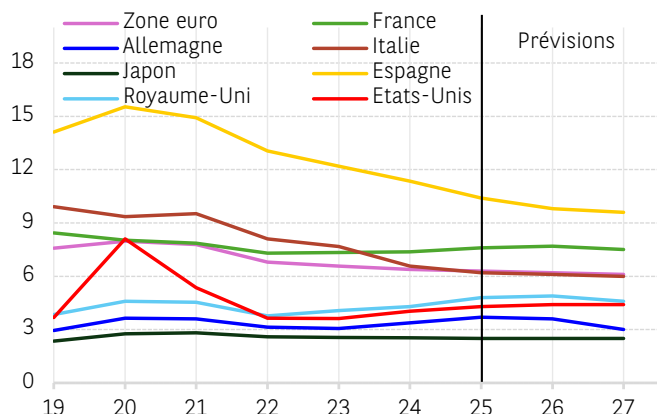
TAUX D'INFLATION, % EN GLISSEMENT ANNUEL



GRAPHIQUE 2

SOURCES : EUROSTAT, ONS, BLS, PRÉVISIONS BNP PARIBAS

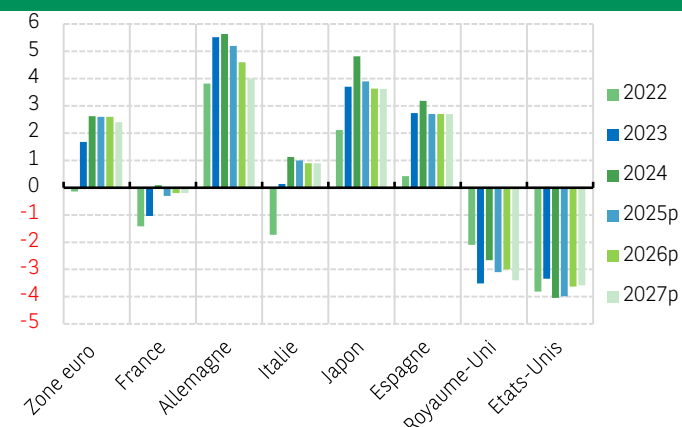
TAUX DE CHÔMAGE, %



GRAPHIQUE 3

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

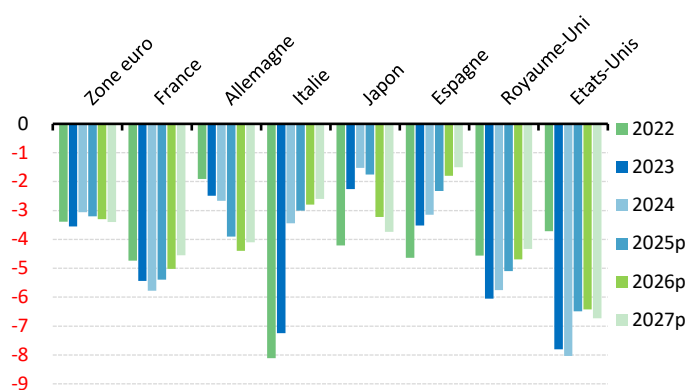
BALANCE COURANTE, EN % DU PIB



GRAPHIQUE 4

SOURCES : FMI, DG ECFIN AMECO, PRÉVISIONS BNP PARIBAS

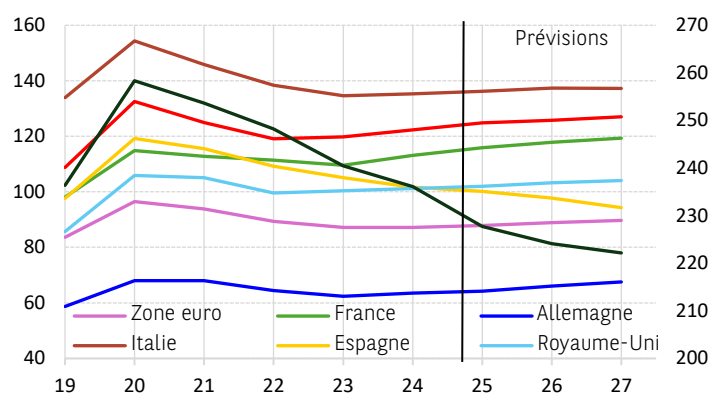
DÉFICIT PUBLIC, EN % DU PIB



GRAPHIQUE 5

SOURCES : FMI, PRÉVISIONS BNP PARIBAS

DETTE PUBLIQUE, EN % DU PIB



GRAPHIQUE 6

SOURCES : FMI, PRÉVISIONS BNP PARIBAS


BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

CROISSANCE : CONTRIBUTIONS

27

		T1 2024	T2 2024	T3 2024	T4 2024	T1 2025	T2 2025	T3 2025
États-Unis	PIB	0,20	0,90	0,83	0,48	-0,15	0,95	-
	Conso. privée	0,29	0,65	0,67	0,65	0,11	0,42	-
	FCBF	0,14	0,07	0,07	-0,09	0,30	0,19	-
	Conso. publique	0,10	0,14	0,23	0,14	-0,04	0,00	-
	Stocks	-0,21	0,29	-0,03	-0,23	0,65	-0,86	-
	Exportation nettes	-0,11	-0,26	-0,10	-0,02	-1,17	1,21	-

Source: BEA

		T1 2024	T2 2024	T3 2024	T4 2024	T1 2025	T2 2025	T3 2025
Zone euro	PIB	0,27	0,23	0,45	0,38	0,56	0,15	0,26
	Conso. privée	0,29	0,1	0,3	0,25	0,13	0,13	0,08
	FCBF	-0,43	-0,53	0,34	0,16	0,54	-0,36	0,2
	Conso. publique	0,02	0,2	0,12	0,12	0,01	0,08	0,15
	Stocks	-0,03	0,19	0,59	-0,15	-0,22	0,47	0,08
	Exportation nettes	0,43	0,26	-0,90	0,00	0,11	-0,17	-0,24

Source: Eurostat

		T1 2024	T2 2024	T3 2024	T4 2024	T1 2025	T2 2025	T3 2025
Allemagne	PIB	-0,11	-0,26	0,02	0,18	0,31	-0,21	0,00
	Conso. privée	0,19	0,06	0,11	0,22	0,30	0,07	-0,14
	FCBF	-0,13	-0,34	-0,10	0,12	0,07	-0,23	0,05
	Conso. publique	-0,01	0,38	0,22	0,12	0,04	0,05	0,17
	Stocks	0,12	-0,10	0,78	0,62	-0,52	0,42	0,23
	Exportation nettes	-0,26	-0,25	-0,99	-0,89	0,40	-0,53	-0,31

Source: Eurostat

		T1 2024	T2 2024	T3 2024	T4 2024	T1 2025	T2 2025	T3 2025
France	PIB	0,13	0,19	0,37	-0,04	0,10	0,33	0,54
	Conso. privée	0,10	0,03	0,49	0,01	-0,14	0,05	0,06
	FCBF	-0,14	0,06	-0,20	0,04	-0,03	0,00	0,10
	Conso. publique	0,07	0,05	0,08	0,10	0,06	0,12	0,13
	Stocks	-0,20	-0,36	0,76	-0,42	0,76	0,59	-0,35
	Exportation nettes	0,30	0,41	-0,76	0,22	-0,55	-0,43	0,60

Source: Eurostat

		T1 2024	T2 2024	T3 2024	T4 2024	T1 2025	T2 2025	T3 2025
Italie	PIB	0,08	0,23	0,02	0,17	0,33	-0,07	0,12
	Conso. privée	0,67	0,01	0,09	0,25	0,12	0,07	0,06
	FCBF	-0,18	-0,10	-0,29	0,43	0,22	0,34	0,14
	Conso. publique	-0,08	0,11	-0,01	0,07	-0,06	0,03	0,03
	Stocks	-0,09	0,91	0,79	-0,42	-0,33	0,18	-0,57
	Exportation nettes	-0,23	-0,69	-0,56	-0,15	0,37	-0,69	0,46

Source: Eurostat

		T1 2024	T2 2024	T3 2024	T4 2024	T1 2025	T2 2025	T3 2025
Espagne	PIB	1,11	0,92	0,77	0,81	0,60	0,75	0,63
	Conso. privée	0,27	0,65	0,67	0,48	0,28	0,38	0,65
	FCBF	0,31	0,09	-0,11	0,73	0,29	0,14	0,35
	Conso. publique	0,12	0,01	0,32	0,01	0,04	0,00	0,20
	Stocks	0,06	0,13	0,15	-0,02	-0,20	0,26	0,02
	Exportation nettes	0,34	0,03	-0,26	-0,39	0,19	-0,03	-0,60

Source: Eurostat

		T1 2024	T2 2024	T3 2024	T4 2024	T1 2025	T2 2025	T3 2025
Royaume-Uni	PIB	0,83	0,61	0,24	0,24	0,66	0,28	0,08
	Conso. privée	0,20	-0,10	0,40	0,10	0,20	0,00	0,10
	FCBF	0,20	0,10	0,20	-0,10	0,40	0,10	0,30
	Conso. publique	0,10	0,30	0,10	0,10	-0,10	0,30	0,10
	Stocks	-0,80	1,80	-1,70	1,00	0,20	-0,30	-0,50
	Exportation nettes	1,1	-1,5	1,2	-0,9	0	0,2	0,1

Source: ONS

		T1 2024	T2 2024	T3 2024	T4 2024	T1 2025	T2 2025	T3 2025
Japon	PIB	-0,50	0,20	0,70	0,30	0,40	0,50	-0,60
	Conso. privée	-0,20	0,00	0,30	0,00	0,40	0,10	0,10
	FCBF	-0,50	0,30	0,20	0,00	0,00	0,20	-0,50
	Conso. publique	0,10	0,40	0,00	0,00	-0,10	0,10	0,00
	Stocks	0,00	-0,10	0,40	-0,40	0,60	0,00	-0,10
	Exportation nettes	0,10	-0,50	-0,20	0,80	-0,60	0,10	-0,20

Source: Cabinet Office du Japon


BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

PRÉVISIONS

28

PRÉVISIONS ÉCONOMIQUES

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

* année budgétaire du 1^{er} 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 15/12/2025	T1 2026	T2 2026	T3 2026	T4 2026	T4 2027
Etats-Unis	Fed Funds (borne supérieure)	3,75	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50
	Treasury. 10 ans	4,16	4,25	4,35	4,45	4,50	-
Zone euro	Taux de dépôt	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,50
	Bund 10 ans	2,82	2,90	3,00	3,05	3,10	-
	OAT 10 ans	3,49	3,55	3,65	3,80	3,87	-
	BTP 10 ans	3,52	3,50	3,58	3,70	3,75	-
	BONO 10 ans	3,25	3,35	3,42	3,50	3,55	-
Royaume-Uni	Taux BoE	4,00	3,50	3,50	3,50	3,50	3,00
	Gilt 10 ans	4,57	4,50	4,50	4,40	4,30	-
Japon	Taux BoJ	0,50	0,75	1,00	1,00	1,25	1,50
	JGB 10 ans	1,94	1,90	2,00	2,05	2,10	-

Taux de change, %							
Fin de période		Spot 15/12/2025	T1 2026	T2 2026	T3 2026	T4 2026	T4 2027
USD	EUR / USD	1,18	1,17	1,18	1,19	1,20	1,22
	USD / JPY	155	157	158	159	160	160
	GBP / USD	1,34	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30
EUR	EUR / GBP	0,88	0,90	0,91	0,92	0,92	0,94
	EUR / JPY	183	184	186	189	192	195

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

RECHERCHE ÉCONOMIQUE GROUPE

Isabelle Mateos y Lago Cheffe économiste Groupe	+33 1 87 74 01 97	isabelle.mateosylago@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, Europe du Sud	+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, Royaume-Uni – 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 – Türkiye	+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, Allemagne, Pays-Bas	+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	mickaelle.filsmarie-luce@bnpparibas.com



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

RECHERCHE ÉCONOMIQUE GROUPE

ECOINSIGHT

Analyse approfondie de sujets structurels ou d'actualité

ECOPERSPECTIVES

Analyses et prévisions des principales économies, développées et émergentes

ECOFASH

Un indicateur, un événement 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'événement 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



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 détenir 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 desquels 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

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 :

© 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 : jd8



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change