ÉDITORIAL

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 supplémentaire de résistance pour les économies avancées couvertes dans ce numéro[1][2] : 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 mesure[3]. 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 Etats-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 – Etudes Economiques – 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

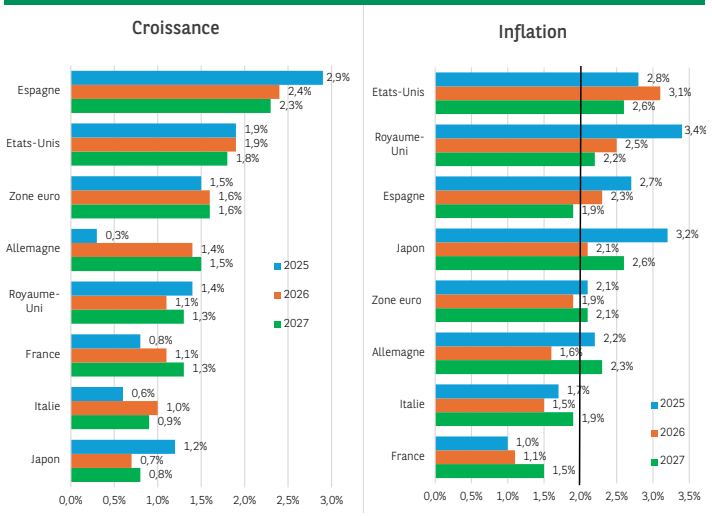
La politique budgétaire a la difficile tâche de concilier efforts de consolidation et mesures de soutien, sur fond de remontée des taux d'intérêt. C'est l'objet de notre Focus qui revient sur les contraintes croissantes qui pèsent sur les finances publiques, et offre une perspective positive en démontrant 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 2024[4], 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.

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 procèderait 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'accentuer. 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