

Le scénario et les prévisions de la Recherche économique - 6 octobre 2025

Croissance du PIB et Inflation

| % | Croissance du PIB | | | | Inflation | | | |
|-------------|-------------------|------|--------|--------|-----------|------|--------|--------|
| | 2023 | 2024 | 2025 e | 2026 e | 2023 | 2024 | 2025 e | 2026 e |
| Etats-Unis | 2.9 | 2.8 | 2.0 | 1.8 | 4.1 | 2.9 | 2.8 | 3.2 |
| Japon | 1.2 | 0.1 | 1.3 | 0.6 | 3.3 | 2.7 | 3.2 | 2.5 |
| Royaume-Uni | 0.4 | 1.1 | 1.3 | 1.0 | 7.3 | 2.5 | 3.5 | 2.7 |
| Zone euro | 0.5 | 0.8 | 1.3 | 1.4 | 5.4 | 2.4 | 2.1 | 1.8 |
| Allemagne | -0.7 | -0.5 | 0.3 | 1.4 | 6.0 | 2.5 | 2.2 | 1.3 |
| France | 1.6 | 1.1 | 0.7 | 1.1 | 5.7 | 2.3 | 1.0 | 1.2 |
| Italie | 0.8 | 0.5 | 0.6 | 1.1 | 5.9 | 1.1 | 1.7 | 1.5 |
| Espagne | 2.5 | 3.5 | 2.7 | 2.3 | 3.4 | 2.8 | 2.6 | 1.9 |
| Chine | 5.2 | 5.0 | 5.0 | 4.5 | 0.2 | 0.2 | 0.0 | 1.0 |
| Inde* | 9.2 | 6.5 | 6.2 | 6.4 | 5.4 | 4.7 | 3.2 | 4.4 |
| Brésil | 2.9 | 3.4 | 2.3 | 1.6 | 4.6 | 4.4 | 5.1 | 4.4 |

Source : BNP Paribas (e: Estimations, prévisions)

Mise à jour le 29 septembre 2025

* année budgétaire du 1er avril de l'année t-1 au 31 mars de l'année t

Taux d'intérêt et taux de change

| Taux d'intérêt, % | | Spot | T4 2025 | T2 2026 | T4 2026 |
|-----------------------|------------------------------|------------|---------|---------|---------|
| Fin de période | | 26/09/2025 | | | |
| E-Unis | Fed Funds (borne supérieure) | 4.25 | 3.75 | 3.25 | 3.25 |
| | Treas. 10a | 4.16 | 4.25 | 4.30 | 4.40 |
| Zone euro | Taux de dépôt | 2.00 | 2.00 | 2.00 | 2.25 |
| | Bund 10a | 2.70 | 2.90 | 3.05 | 3.20 |
| | OAT 10a | 3.49 | 3.70 | 3.80 | 4.00 |
| | BTP 10 ans | 3.59 | 3.60 | 3.70 | 3.85 |
| Royaume-Uni | BONO 10 ans | 3.25 | 3.43 | 3.55 | 3.70 |
| | Taux BoE | 4.00 | 3.75 | 3.50 | 3.50 |
| Japon | Gilt 10a | 4.75 | 4.60 | 4.50 | 4.40 |
| | Taux BoJ | 0.50 | 0.75 | 1.00 | 1.50 |
| | JGB 10a | 1.65 | 1.80 | 2.00 | 2.10 |
| Taux de change | | Spot | T4 2025 | T2 2026 | T4 2026 |
| Fin de période | | 26/09/2025 | | | |
| USD | EUR / USD | 1.17 | 1.20 | 1.21 | 1.22 |
| | USD / JPY | 150 | 145 | 143 | 141 |
| | GBP / USD | 1.34 | 1.38 | 1.38 | 1.39 |
| EUR | EUR / GBP | 0.87 | 0.87 | 0.88 | 0.88 |
| | EUR / JPY | 175 | 174 | 173 | 172 |
| Pétrole | | Spot | T4 2025 | T2 2026 | T4 2026 |
| Moyenne trimestrielle | | 26/09/2025 | | | |
| Pétrole | USD/baril | 70 | 59 | 57 | 63 |

Sources: BNP Paribas (Market Economics, Interest Rate Strategy, FX Strateg, Commodities Desk Strategy)

Mise à jour le 29/09/2025

ÉTATS-UNIS

L'économie américaine opère un ralentissement en 2025. Cela contraste avec le dynamisme remarquable de 2024, illustré par un taux de croissance annuel moyen de +2,8% (+2,9% en 2023), dont la consommation des ménages avait été le principal moteur. Les signes de ralentissement sont apparus sur la croissance (-0,2% t/t) du PIB au T1 et sur l'emploi à partir du T2. Si un rebond (+0,9% t/t) est apparu au T2, en 2025, le taux de croissance annuel moyen devrait se réduire à +2,0%. Cette diminution résulte de l'effet des chocs d'incertitude et tarifaire sur la demande et l'environnement macroéconomique général. Les développements de 2024 sur le front de l'inflation ont laissé entrevoir un atterrissage en douceur, avec une modération du CPI à +2,7% a/a au T4 2024. Cependant, les changements de politique économique devraient entraîner une remontée, jusqu'à +3,5% a/a au T2 2026. Dans le même temps, les risques liés au marché de l'emploi se sont nettement accrus. Ceci induit un rééquilibrage des risques entourant le mandat dual de la Fed, qui a procédé, en septembre, à la première baisse de taux (-25 pb) depuis décembre 2024. Nous anticipons deux baisses supplémentaires d'ici à la fin de l'année, portant la cible de taux à +3,5% - +3,75%.

CHINE

La croissance économique s'est établie à 5,3% en g.a. au S1 et devrait atteindre la cible officielle de 5% sur l'ensemble de 2025. La demande intérieure reste freinée par la crise sans fin du secteur immobilier et par la faiblesse de la confiance du secteur privé. Les ménages et les entreprises bénéficient toutefois des mesures d'assouplissement monétaire et de relance budgétaire, qui continueront d'être prudemment mises en œuvre à court terme. Le renforcement de la consommation privée est une priorité des autorités cette année, mais les mesures de soutien restent modestes. L'activité du secteur manufacturier a été soutenue par la bonne progression des exportations au S1 2025 en dépit des nouveaux droits de douane américains. Elle devrait cependant subir les effets de la montée du protectionnisme et du ralentissement de la demande mondiale au cours des prochains trimestres. Les pressions déflationnistes persistent.



ZONE EURO

L'accroissement en vue des dépenses militaires en Europe et le soutien budgétaire important en Allemagne redonneront un élan à la croissance de la zone euro en 2025 et davantage en 2026. La bonne tenue du marché du travail et l'inflation modérée soutiendraient par ailleurs la consommation des ménages. Les marges de progression seront néanmoins limitées à court terme par les tensions commerciales persistantes avec les États-Unis et la Chine, les difficultés structurelles dans l'industrie, soulignées par les niveaux encore faibles, bien qu'en amélioration, des indices PMI, et l'incertitude pesant sur l'économie chinoise. L'inflation resterait stable autour de la cible de 2% et les risques équilibrés. À 2% actuellement sur le taux de la facilité de dépôt, le cycle de baisse des taux d'intérêt est clos selon nous.

FRANCE

La croissance a atteint 0,3% t/t au T2 2025, soutenue par un rebond de la production aéronautique et par celui de l'investissement des ménages, après +0,1% t/t au T1. La désinflation est désormais nette et se poursuit en 2025 (1% en moyenne contre 2,3% en 2024 selon l'indice harmonisé), ce qui n'a pour le moment pas engendré d'accélération de la croissance de la consommation des ménages. En 2025, la croissance devrait diminuer à 0,7%, en combinaison avec une détérioration du marché du travail et en raison de l'incertitude politique (contre 1,1% en 2024), mais accélérerait en 2026 (+1,1%), principalement en raison du rebond de la croissance allemande.

ROYAUME-UNI

L'activité se renforcerait légèrement en 2025, à hauteur de 1,3%, mais ralentirait en 2026 à 1,0% en raison d'acquis de croissance défavorable. Malgré les risques à la baisse sur le marché de l'emploi et les difficultés dans l'industrie, la croissance en rythme trimestriel retrouverait un rythme plus élevé et stable en 2026 (+0,3% t/t en moyenne) à la faveur de l'assouplissement monétaire. L'accroissement des investissements dans la défense au Royaume-Uni et en Europe soutiendra aussi le PIB, tandis que les risques à la baisse, liés aux tensions commerciales, sont atténués par l'accord avec les États-Unis. Le policy mix (combinaison des politiques budgétaire et monétaire) restera restrictif, compte tenu de la baisse très progressive des taux d'intérêt et de la mise en place de mesures budgétaires plus contraignantes. L'inflation devrait évoluer encore assez nettement au-dessus de la cible des 2% en 2025 et 2026, soutenue par la croissance des salaires et les tensions persistantes côté offre. Nous prévoyons que la BoE baissera une nouvelle fois ses taux directeurs en novembre, suivi d'une dernière baisse au T1 2026.

JAPON

La croissance japonaise surprend positivement pour le moment en 2025, mais un ralentissement devrait survenir. En 2024, le taux de croissance annuel moyen s'est réduit à +0,1%, un résultat principalement imputable à l'acquis de croissance négatif de 2023 et à la contraction du T1 liée à des facteurs ponctuels. Au S1 2025, la croissance a surpris à la hausse, principalement au T2 (+0,5% t/t) mais le rythme devrait rester faible lors des trimestres à venir (0,0% à +0,1%) sous l'effet de l'incertitude et des conséquences négatives sur les exportations japonaises de la politique commerciale des États-Unis. La consommation des ménages subit l'inflation mais devrait bénéficier de la tendance haussière des salaires, le *Shunto* (négociations salariales) 2025 ayant battu le record de 2024 sur fond de tensions sur le marché de l'emploi. Néanmoins, la demande intérieure reste structurellement faible, tandis que les contraintes d'offre pèsent sur la croissance potentielle. Le taux de croissance annuel moyen devrait atterrir à +1,3% notamment grâce à l'effet d'acquis de 2024. La Banque du Japon a entamé en 2024 un cycle de resserrement monétaire précautionneux et porté le taux directeur à +0,5%. Nous attendons une nouvelle hausse (+25 pb) au T4 2025 face à une inflation durablement au-dessus de la cible de 2%.

CHANGE

Nous nous attendons à ce que la dépréciation du dollar se poursuive, de manière généralisée et progressive. Les changements structurels de politique budgétaires et le renforcement attendu de la croissance en Europe, couplé au ralentissement aux États-Unis, sous-tendent notamment notre prévision de hausse progressive et modérée de l'EUR/USD pour 2025 (1,20 au T4 2025) et 2026 (1,22 au T4 2026). Les directions opposées de politiques



monétaires entre les États-Unis (assouplissement) et le Japon (hausse des taux) alimenteront un renforcement de la devise japonaise face au dollar. Le GBP/USD s'apprécierait également.



BNP PARIBAS

La banque d'un monde qui change