

Le scénario et les prévisions de la Recherche économique - 15 décembre 2025

Croissance du PIB et Inflation

%	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
Bésil	3.4	2.2	1.8	1.4	4.4	5	3.8	3.8

Source : BNP Paribas (e: Estimations, prévisions)  
Mise à jour le 8 décembre 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, %		2026				2027
		T1	T2	T3	T4	T4
Fin de période						
E-Unités	Fed Funds (borne supérieure)	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50
	Treas. 10a	4.25	4.35	4.45	4.50	-
Zone euro	Taux de dépôt	2.00	2.00	2.00	2.00	2.50
	Bund 10a	2.90	3.00	3.05	3.10	-
	OAT 10a	3.55	3.65	3.80	3.87	-
	BTP 10 ans	3.50	3.58	3.70	3.75	-
	BONO 10 ans	3.35	3.42	3.50	3.55	-
Royaume-Uni	Taux BoE	3.50	3.50	3.50	3.50	3.00
	Gilt 10a	4.50	4.50	4.40	4.30	-
Japon	Taux BoJ	0.75	1.00	1.00	1.25	1.50
	JGB 10a	1.90	2.00	2.05	2.10	-

Taux de change		2026				2027
		T1	T2	T3	T4	T4
Fin de période						
USD	EUR / USD	1.17	1.18	1.19	1.20	1.22
	USD / JPY	157	158	159	160	160
	GBP / USD	1.30	1.30	1.30	1.30	1.30
EUR	EUR / GBP	0.90	0.91	0.92	0.92	0.94
	EUR / JPY	184	186	189	192	195

Pétrole		2026				2027
		T1	T2	T3	T4	T4
Moyenne trimestrielle						
Pétrole	USD/baril	55	57	63	63	73

Sources: BNP Paribas (Market Economics, Interest Rate Strategy, FX Strateg, Commodities Desk Strategy)  
Mise à jour le 01/12/2025

ÉTATS-UNIS

L'économie des États-Unis devrait évoluer proche de son rythme potentiel en 2026, avec un taux de croissance annuel moyen qui atteindrait +1,9%, un résultat stable d'une année à l'autre. Cette apparente résilience aux chocs d'incertitude et tarifaire masque une croissance « en forme de K », soutenue par l'investissement lié à l'optimisme autour de l'intelligence artificielle (IA) et la consommation des plus aisés sur fond d'effet richesse (valorisations boursières historiquement élevées). L'inflation est en hausse et devrait atteindre un pic de +3,3% a/a à la mi-2026 du fait des tarifs douaniers, même si l'impact de ces derniers semble moins important que prévu, et resterait au-dessus de sa cible jusque, au moins, la fin-2027. Le marché du travail connaît un ralentissement conjoint de la demande, lié à une économie moins dynamique qu'après la réouverture post-pandémique, et de l'offre, du fait de la politique migratoire de l'administration Trump. Le rééquilibrage des risques entourant le mandat dual de la Fed et son emphase sur sa composante « Emploi » a relancé le cycle des baisses de taux. Le FOMC a procédé à trois baisses de taux (-75 pb) au total en 2025. Nous anticipons une baisse supplémentaire en mars 2026, ce qui placerait le taux terminal à 3,25% - 3,50%.

CHINE

La croissance économique s'est établie à 5,3% en g.a. au S1 et a ralenti à 4,8% au T3. Elle devrait atteindre la cible officielle de 5% sur l'ensemble de 2025. Malgré les mesures d'assouplissement monétaire et budgétaire, la demande intérieure reste fragile, lourdement freinée par la crise du secteur immobilier et la faiblesse de la confiance du secteur privé. Le renforcement de la consommation privée est une priorité des autorités, mais les mesures de soutien sont jusqu'à maintenant modestes. L'activité du secteur manufacturier a été soutenue par les exportations, dont la croissance a été beaucoup plus solide que prévu depuis le début de l'année en dépit des nouveaux droits de douane américains. Les exportations devraient cependant subir les effets de la montée du protectionnisme et du ralentissement de la demande mondiale au cours des prochains mois. Les pressions déflationnistes persistent. Elles pourraient se réduire légèrement sous l'effet des mesures « anti-involution » des autorités.



## ZONE EURO

Après avoir bien résisté en 2025 (1,5%), la croissance se renforcerait en 2026 (+1,6%). Celle-ci évoluerait à un rythme trimestriel stable à 0,5% sur l'année. L'acquis de croissance favorable permettrait à la moyenne annuelle de progresser à nouveau en 2027 (1,6%), malgré un profil trimestriel moins élevé (+0,3% t/t). Le déploiement des mesures budgétaires en Allemagne et l'accroissement en vue des dépenses militaires en Europe, sur fond de résilience du marché du travail, sous-tendent ce scénario. L'accord commercial UE-États-Unis reste précaire et les tensions avec la Chine s'accroissent, ce qui crée une marge d'incertitude sur nos prévisions. L'inflation continuerait d'évoluer sous la cible des 2% en 2026. Le renforcement de l'activité exercera en 2027 un regain d'inflation, maîtrisée, mais suffisamment important pour justifier deux nouvelles hausses des taux directeurs de 25 pb au H2 2027, portant le taux sur la facilité de dépôt à 2,5%.

## FRANCE

La croissance a atteint 0,5% t/t au T3 2025 (après +0,3% t/t au T2), soutenue par un rebond de la production et des exportations aéronautiques et par celui de l'investissement des entreprises non-financières. 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 aurait ralenti à 0,8%, en raison de l'incertitude politique et de son impact sur la confiance des ménages (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 1,4%, mais ralentirait en 2026 à 1,1% 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. L'inflation ne retournerait que très progressivement à la cible, et la politique monétaire maintiendrait un biais restrictif, malgré deux nouvelles baisses de taux en décembre 2025 et au T1 2026, qui porteraient celui-ci à 3,5%. Le recul plus pérenne de l'inflation vers la cible des 2%, une nouvelle phase de normalisation s'opérerait, avec deux baisses de taux supplémentaires en H1 2027.

## JAPON

En 2026, la croissance japonaise devrait légèrement excéder son niveau potentiel (qui subit toujours de fortes contraintes d'offre). En 2025, la croissance a surpris positivement au S1 2025, avant une correction au T3 (-0,6% t/t) ; le taux annuel moyen devrait s'établir à +1,2% avant de ralentir à +0,7% en 2026, année au cours de laquelle les conséquences effectives, et encore incertaines, de la politique commerciale américaine apparaîtront. L'inflation excède la cible de +2% a/a depuis 2022. De ce fait, les hausses solides des salaires nominaux, dont la poursuite est attendue en 2026, s'avèrent insuffisantes pour enrayer le déclin des revenus réels et soutenir la demande des ménages. Le niveau de l'endettement public participe à la pression obligataire. Elle est illustrée par des records, sur plus de deux décennies, des taux à 10 ans et 30 ans, et probablement renforcée par la politique budgétaire expansionniste et l'espacement des hausses de taux directeur. En effet, la Banque du Japon a entamé en 2024 un cycle de « réduction du caractère accommodant » de sa politique et porté le taux directeur à +0,5% (négatif avant cela). Nous attendons une nouvelle hausse (+25 pb) en décembre 2025 et deux autres hausses en 2026.

## CHANGE

Nous nous attendons à ce que la dépréciation du dollar vis-à-vis de l'euro se poursuive. 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 à fin 2026 (1,20 au T4 2026). À l'inverse, nous anticipons une légère dépréciation du Yen et du GBP face au dollar (USD/JPY 160 et GBP/USD 1.3 au T4 2026).



**BNP PARIBAS**

La banque d'un monde qui change