

Le scénario et les prévisions de la Recherche économique - 24 novembre 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	1.9	1.9	4.1	2.9	2.8	3.1
Japon	1.2	0.1	1.3	0.6	3.3	2.7	3.2	2.1
Royaume-Uni	0.3	1.1	1.3	1.0	7.3	2.5	3.4	2.7
Zone euro	0.6	0.9	1.4	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	0.8	1.2	5.7	2.3	1.0	1.2
Italie	1.1	0.5	0.7	1.1	5.9	1.1	1.7	1.5
Espagne	2.5	3.5	3.0	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	5.0	3.8

Source : BNP Paribas (e: Estimations, prévisions)
Mise à jour le 24 novembre 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, %		T4 2025	T2 2026	T4 2026
Fin de période				
E-Unis	Fed Funds (borne supérieure)	3.75	3.25	3.25
	Treas. 10a	4.25	4.30	4.40
Zone euro	Taux de dépôt	2.00	2.00	2.25
	Bund 10a	2.90	3.05	3.20
	OAT 10a	3.70	3.80	4.00
	BTP 10 ans	3.60	3.70	3.85
Royaume-Uni	BONO 10 ans	3.43	3.55	3.70
	Taux BoE	3.75	3.50	3.50
Japon	Gilt 10a	4.60	4.50	4.40
	Taux Bol	0.75	1.00	1.25
	JGB 10a	1.80	2.00	2.10

Taux de change		T4 2025	T2 2026	T4 2026
Fin de période				
USD	EUR / USD	1.20	1.21	1.22
	USD / JPY	145	143	141
	GBP / USD	1.38	1.38	1.39
EUR	EUR / GBP	0.87	0.88	0.88
	EUR / JPY	174	173	172

Pétrole		T4 2025	T2 2026	T4 2026
Moyenne trimestrielle				
Pétrole	USD/baril	59	57	63

Sources: BNP Paribas (Market Economics, Interest Rate Strategy, FX Strateg, Commodities Desk Strategy)
Mise à jour le 17/11/2025

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 +1,90%. 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 +3,4% 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 à deux baisses de taux à partir de la rentrée 2025 (-50 pb au total). Nous anticipons une baisse supplémentaire en décembre, portant la cible de taux à +3,5% - +3,75% en fin d'année.

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. Depuis le début de l'année, la demande intérieure a bénéficié des mesures d'assouplissement monétaire et de relance budgétaire, mais elle reste lourdement freinée par la crise du secteur immobilier et par 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 sur les trois premiers trimestres de 2025, 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

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 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 0,5% 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 (+1,2%), 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 décembre suivi d'une dernière baisse au T1 2026.

JAPON

La croissance japonaise a surpris positivement au S1 2025, notamment au T2 (+0,5% t/t) avant une contraction corrective au T3 (-0,4% t/t). Le rythme devrait rester généralement faible face à l'incertitude et aux conséquences négatives de la politique commerciale des États-Unis sur le secteur exportateur. 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. La consommation des ménages subit l'inflation mais devrait bénéficier de la tendance haussière des salaires, le *Shunto* (négociations salariales) 2026 s'annonçant dans la lignée des chiffres records de 2024 et 2025 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) en décembre 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 à fin 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.

