

## Le scénario et les prévisions de la Recherche économique - 8 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
Brésil	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
Fin de période		T1	T2	T3	T4	T4
E-Unis	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
Fin de période		T1	T2	T3	T4	T4
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
Moyenne trimestrielle		T1	T2	T3	T4	T4
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 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 +1,9%. 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 +3,3% 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. 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'opérera, avec deux baisses de taux supplémentaires en H1 2027.

## JAPON

La croissance japonaise a surpris positivement au S1 2025, notamment au T2 (+0,6% t/t) avant une contraction correctrice 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 +1,4% 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 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). A 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).

