

“ À mes débuts en 1987, la question de savoir si à Wall Street les valorisations étaient excessives était un sujet très débattu au sein de mon équipe. Ironiquement, aujourd’hui, cette question enflamme à nouveau le débat tout comme le fait que de nombreuses économies avancées ne parviennent pas à maîtriser leur ratio d’endettement public trop élevé. Cela nous rappelle qu’à long terme, la discipline budgétaire est d’une importance capitale. ”

William De Vijlder

ÉTUDES **ECONOMIQUES**



BNP PARIBAS

La banque
d’un monde
qui change

SOMMAIRE

2

3

ÉDITORIAL

La boucle est bouclée

5

ACTUECO

Les points-clés de la
semaine économique

7

REVUE DES MARCHÉS

L'évolution hebdomadaire
des marchés

8

DERNIÈRES PUBLICATIONS

Les derniers articles, graphiques
commentés, vidéos et podcasts des
Études économiques



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

ÉDITORIAL

3

LA BOUCLE EST BOUCLÉE

Voici ma dernière contribution à *EcoWeek* avant mon départ à la retraite dans quelques semaines. Si je reviens sur ma longue carrière dans le secteur bancaire et la gestion d'actifs, j'en arrive à la conclusion que l'histoire se répète dans une certaine mesure. À mes débuts en 1987, alors que j'étais chargé d'étudier la soutenabilité de la dette publique belge, la hausse des actions américaines et la question de savoir si à Wall Street les valorisations étaient excessives était un sujet très débattu au sein de mon équipe. Ironiquement, aujourd'hui, cette question enflamme de nouveau le débat tout comme le fait que de nombreuses économies avancées ont des difficultés à maîtriser leur ratio d'endettement public élevé. Cela nous rappelle qu'à long terme, la discipline budgétaire est d'une importance capitale, sinon les gouvernements devront faire des choix de plus en plus difficiles. Si l'on regarde les marchés actions, les valorisations devraient rester très cycliques. Mais compte tenu de la rareté des récessions, combinée à la croyance dans un coup de pouce de la Réserve fédérale, les investisseurs pourraient continuer à avancer au bord du précipice et accepter les valorisations élevées de Wall Street.

Au cours de ces dernières années, j'ai rédigé plus de 300 éditoriaux pour *EcoWeek*. Ce fut une expérience stimulante, même si elle s'est parfois avérée difficile. C'est ici ma dernière contribution avant mon départ à la retraite dans quelques semaines. Dans un moment comme celui-ci, il est tentant de revenir sur les événements économiques majeurs ou les évolutions des marchés financiers afin d'en tirer des conclusions qui pourraient s'avérer pertinentes pour l'avenir.

Après une carrière de près de 40 ans dans le secteur bancaire et la gestion d'actifs, la principale conclusion à laquelle j'arrive est que l'histoire se répète, dans une certaine mesure. Je ne suis certainement pas le premier à le dire et je ne serai pas le dernier. Mais cette conclusion n'en reste pas moins pertinente et, de la part d'un économiste, elle n'a rien de surprenant. Après tout, les économistes et les investisseurs sont formés à rechercher des faits stylisés – des schémas récurrents entre les variables économiques et entre les variables économiques et les marchés financiers – lorsqu'ils analysent et prévoient les cycles économiques.

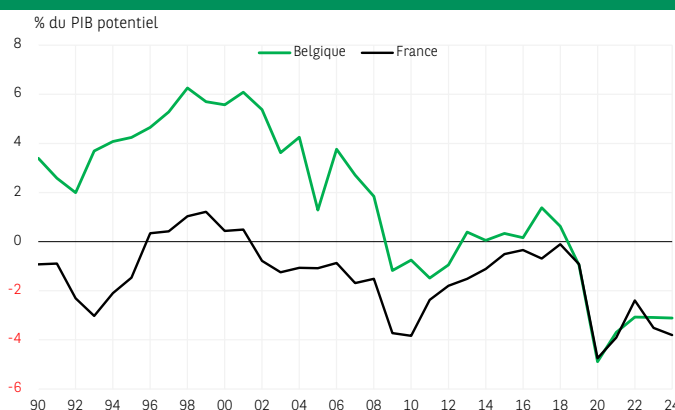
Mais mon raisonnement va plus loin. Après plusieurs années à l'université de Gand, j'ai rejoint le département de recherche économique de la Générale de Banque en Belgique en juin 1987. Ma première mission a consisté à étudier les finances publiques de la Belgique – qui étaient très mauvaises à l'époque – et ce qu'on appelle l'effet boule de neige où l'augmentation de la dette publique entraîne une hausse de la charge d'intérêts, qui en retour creuse le déficit et fait gonfler la dette.

Pendant l'été et au début de l'automne, l'un des sujets les plus débattus au sein de l'équipe était la hausse des actions américaines et la question de savoir si à Wall Street les cours étaient massivement surévalués. Je me souviens qu'un collègue défendait ce point de vue en se basant sur la hausse spectaculaire du ratio entre la capitalisation boursière des composants de l'indice Dow Jones et le PIB nominal.

LES FORTES VALORISATIONS DES MARCHÉS BOURSISERS ET LES RATIOS D'ENDETTEMENT PUBLIC À NOUVEAU SUR LE DEVANT DE LA SCÈNE

Dans ce contexte, il est ironique de constater qu'aujourd'hui, les médias se demandent en boucle si les cours des actions des sociétés d'IA à Wall Street n'alimenteraient pas une bulle boursière. En outre, de nombreuses économies avancées sont confrontées à un défi majeur : stabiliser leur ratio d'endettement public élevé. Il est tentant de dire que la boucle est bouclée ou que l'histoire se répète. Un jeune économiste qui rejoindrait notre banque aujourd'hui pourrait très bien se voir confier les mêmes sujets que ses prédécesseurs il y a près de 40 ans.

SOLDE PRIMAIRE CORRIGÉ DES VARIATIONS CONJONCTURELLES



GRAPHIQUE 1

SOURCE : FMI

On pourrait trouver ma comparaison trop restrictive. En réalité, la valorisation des marchés boursiers et l'état des finances publiques offrent une image très incomplète de la situation économique.

Si l'on élargit la perspective, on trouve aussi de bonnes nouvelles. La première est qu'en France, où je travaille depuis 11 ans, et en Belgique, mon pays d'origine, le taux de chômage est plus bas aujourd'hui qu'au début de ma carrière. La deuxième est que, dans ces deux pays, l'inflation a été maîtrisée la plupart du temps depuis 1985.

Cependant, le ratio de dette publique/PIB était très faible dans les années 1980 en France (34,5 % en 1987 selon les données de l'INSEE), mais il a suivi une tendance à la hausse depuis¹ et est à l'origine du défi politique actuel que nous connaissons tous trop bien. En Belgique, la dette publique en pourcentage du PIB a doublé entre 1976 et 1986, passant d'environ 60 % à 120 %, pour atteindre un peu plus de 130 % au cours de la première moitié des années 1990. L'ambition de faire partie de l'Union économique et monétaire dès sa création a rendu l'assainissement budgétaire politiquement acceptable. La discipline budgétaire, suivie d'un environnement conjoncturel favorable, a conduit à une baisse du ratio d'endettement belge sous la barre des 90% en 2007². Depuis, il a de nouveau augmenté, atteignant 104,4% en 2024³.

1 Une légère baisse a été observée vers la fin des années 1990 et avant la crise financière mondiale. En 2019, cette baisse a été marginale.

2 Source : Banque nationale de Belgique.

3 Source : Agence de la dette belge.



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

ÉDITORIAL

4

LA VALORISATION DES MARCHÉS BOURSISERS ET LES FINANCES PUBLIQUES
REVIENNENT AU CENTRE DE L'ATTENTION : SIMPLE COÏNCIDENCE ?

En ce qui concerne les finances publiques, la réponse est non. Certes, l'évolution à long terme de la dette publique résulte de facteurs conjoncturels et structurels (croissance, inflation, taux d'intérêt réels, etc.), mais les choix politiques – ou l'absence de choix – jouent également un rôle crucial pour expliquer les différences d'endettement entre pays.

Sur le plan économique, ces choix se reflètent dans le solde primaire corrigé des variations conjoncturelles en pourcentage du PIB potentiel. Comme le montre le graphique 1, cet indicateur s'est régulièrement détérioré en France et en Belgique depuis la seconde moitié des années 1990.

En ce qui concerne le marché boursier américain, sa performance cumulée au cours des quatre dernières décennies a été impressionnante, mais les fluctuations à court terme ont également été importantes. Une telle volatilité est normale compte tenu des fluctuations cycliques des bénéfices des entreprises et de la sur-réaction des marchés due aux fluctuations de l'appétit pour le risque. Ce qui est frappant, cependant, c'est que nous nous trouvons (à nouveau) dans un environnement où les valorisations boursières sont très élevées. C'est ce que révèle le graphique 2 qui montre un indicateur populaire et très pertinent⁴, le ratio cours/bénéfice ajusté en fonction du cycle (CAPE), développé par le lauréat du prix Nobel Robert Shiller, et le graphique 3 qui montre la capitalisation boursière américaine en pourcentage du PIB, un indicateur rendu populaire par Warren Buffett⁵.

LA SOUTENABILITÉ DE LA DETTE PUBLIQUE ET LE RISQUE DE BULLE BOURSÈRE SONT ENCORE UNE FOIS D'ACTUALITÉ : QUELLES LEÇONS PEUT-ON EN TIRER ?

En matière de politique budgétaire, la discipline est importante à long terme sinon une situation initialement (plutôt) saine peut se détériorer progressivement et la hausse des coûts d'emprunt, due aux inquiétudes des investisseurs quant à la dynamique insoutenable de la dette, risque de créer un cercle vicieux qui obligerait les gouvernements à faire des choix très difficiles. Soit dit en passant, la question de la discipline s'applique également à la politique monétaire : laisser l'inflation s'écarter de sa cible rend finalement de plus en plus difficile le maintien d'anticipations inflationnistes bien ancrées.

Si l'on examine les marchés actions et, par extension, les classes d'actifs plus risqués que les obligations souveraines de haute qualité, les valorisations devraient rester très cycliques. Mais en raison de la rareté des récessions, combinée à la croyance dans un coup de pouce de la Réserve fédérale (« *Federal Reserve put* », c'est-à-dire que celle-ci baisserait les taux en cas de correction importante du marché afin de lutter contre son impact négatif sur l'économie), les investisseurs pourraient continuer à avancer au bord du précipice et accepter des valorisations élevées.

William De Vijlder

4 « Très pertinent » fait référence à sa qualité en tant qu'indicateur des rendements futurs. Historiquement, les niveaux élevés du CAPE ont été suivis de rendements moyens pluriannuels faibles.

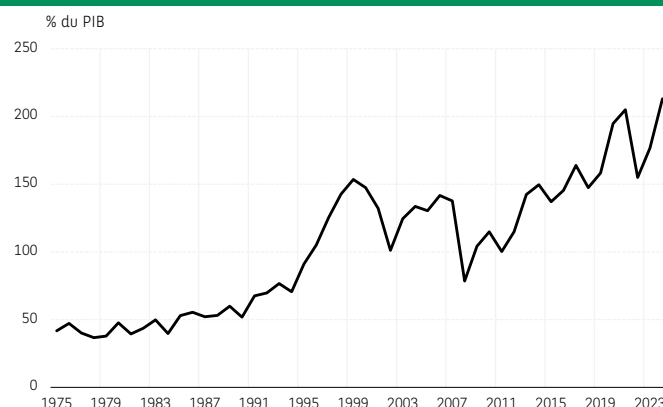
5 Les données sont annuelles, de sorte que la hausse significative enregistrée en 1987 n'est pas visible. Malgré les inquiétudes que cet indicateur suscitait il y a près de 40 ans, son niveau à l'époque n'était rien comparé à son niveau actuel.

INDICE COMPOSITE S&P : RATIO COURS/BÉNÉFICE
AJUSTÉ EN FONCTION DU CYCLE

GRAPHIQUE 2

SOURCE : ROBERT SHILLER

ÉTATS-UNIS : CAPITALISATION BOURSÈRE DES SOCIÉTÉS DOMESTIQUES COTÉES



GRAPHIQUE 3

SOURCE : BANQUE MONDIALE (D'APRÈS LA BASE DE DONNÉES DE LA FÉDÉRATION MONDIALE DES BOURSES)



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

[Retrouvez notre scénario et nos prévisions](#)

ÉCONOMIES AVANCÉES

ÉTATS-UNIS

Les consommateurs sont inquiets mais les prix à la production et l'investissement rassurent. Les ventes au détail ont ralenti en septembre à +0,2% m/m en valeur (-0,4pp), surtout les ventes hors automobile et essence (-0,5 pp, soit +0,1% m/m). La confiance des ménages (*Conference Board*) décroche en novembre (88,7, -6,8 points) et le pessimisme grandit (sur le climat des affaires et les revenus). En septembre, l'indice des prix à la production (+2,7% a/a) a été soutenu par l'énergie et l'alimentation, alors que les pressions sous-jacentes ont reculé (-0,3pp, soit +2,6% a/a). La croissance des commandes de biens durables a ralenti (+0,5% m/m, -2,5pp), mais celle (hors défense et transport) de biens d'équipement, indicateur avancé de l'investissement, se maintient à +0,9% m/m.

Un assouplissement réglementaire pour soutenir l'intermédiation du marché des Treasuries : Le 25 novembre, les régulateurs ont finalisé la règle qui assouplit la contrainte de levier des banques américaines d'importance systémique (G-SIB) et de leurs filiales de dépôts. L'exigence de levier de chacune des huit G-SIB sera comprise entre 3,5% et 4,25% (contre 5% actuellement), celle de leurs filiales de dépôts entre 3,5% et 4% (contre 6% actuellement). Les banques pourront se conformer à cette règle, par anticipation, dès le 1^{er} janvier 2026.

À venir : discours de J. Powell et M. Bowman (mardi), ISM manufacturier (lundi) et non-manufacturier (mercredi) de novembre, enquête ADP sur l'emploi privé de novembre et enquête JOLTS des emplois vacants de septembre (mercredi), production industrielle de septembre (mercredi), PCE de septembre (vendredi), indice de sentiment de l'Université du Michigan de décembre (vendredi).

ZONE EURO / UE

L'indice de sentiment économique (ESI) atteint son meilleur niveau depuis avril 2023 grâce aux services, au commerce et à la construction. La confiance des ménages est stable. Les ventes automobiles continuent de se redresser en octobre (+3,9 m/m ; +5,9% a/a), portées par l'électrique. Les anticipations médianes d'inflation des ménages à horizon d'un an remontent à 2,8 % en novembre mais sont stables à 3 ans (2,5%) et 5 ans (2,2%). D'après les minutes de la BCE, le Conseil n'exclut pas de nouveaux ajustements si les risques à la baisse se renforçaient ou en cas de déviation persistante de l'inflation sous la cible des 2%.

La Commission européenne a dévoilé sa nouvelle évaluation des plans budgétaires nationaux : la politique budgétaire resterait globalement neutre, en zone euro et dans l'UE, en 2025 et 2026. La procédure de déficit excessif de la Roumanie a été suspendue mais une autre est envisagée pour la Finlande. La Commission pointe une trajectoire de dépenses nettes excessive dans six pays (Croatie, Lituanie, Slovaquie, Espagne, Pays Bas et Malte). Le Parlement européen a voté le report de l'entrée en vigueur de la loi anti-déforestation (au 30 décembre 2026 pour les grandes entreprises, au 30 juin 2027 pour les PME) et introduit une clause de revoyure en avril 2026.

À venir : inflation de novembre et taux de chômage d'octobre (mardi), PMI composite de novembre et prix à la production d'octobre (mercredi), ventes au détail d'octobre (jeudi), 3e estimation du PIB pour le T3 (vendredi).

- **Allemagne : Rebond de l'investissement et de l'inflation et budget 2026 adopté.** Le PIB a stagné au T3 (soutien de la consommation publique et de l'investissement en machines et équipements, contraction des exportations et de la consommation des ménages). L'indice GfK de la confiance des ménages s'est redressé à -23,2 (+0,9 point m/m).

L'inflation harmonisée a atteint 2,6% a/a en novembre, son plus haut niveau depuis neuf mois, du fait des prix de l'énergie. L'inflation dans les services est stable et l'inflation sous-jacente recule à 2,7% (-0,1 pp m/m). Le budget fédéral 2026 a été adopté : les dépenses de base augmentent et plus de EUR 80 mds sont mobilisés grâce à des fonds spéciaux (défense, transition climatique, infrastructures). Le recours à l'emprunt net atteint le deuxième niveau le plus élevé de l'histoire. Une réforme globale des retraites est prévue pour 2026.

- **France : Reflux du taux d'épargne et du pouvoir d'achat des ménages, rebond des marges des entreprises.** Le taux d'épargne des ménages a diminué à 18,4% au T3, après un plus haut au T2 (18,7%), sur fond de repli du pouvoir d'achat des ménages (-0,3% t/t au T3, acquis de croissance à +0,6% pour 2025). Le taux de marge des entreprises non financières a rebondi à 31,5% au T3 contre 31,1% au T2. La croissance du PIB a été confirmée à 0,5% t/t au T3. L'emploi salarié s'est stabilisé au T3 (l'estimation flash sur l'emploi salarié privé est révisée à la hausse, tandis que l'emploi public a augmenté). La confiance des ménages s'est repliée à 89 en novembre (-1 point m/m). Si l'opportunité d'épargner atteint un nouveau record (+45), le solde d'opinion sur les perspectives d'évolution du niveau de vie et du chômage continue de s'améliorer. L'inflation a été stable en octobre et novembre à 0,8% a/a. **Après son passage au Sénat, le budget revient à l'Assemblée nationale** qui a jusqu'au 23 décembre à minuit pour l'adopter (il doit être promulgué avant le 31 décembre). En l'absence de budget pour 2026, le gouvernement aura jusqu'au 19 décembre pour faire adopter une loi spéciale qui prolongerait le budget 2025. La Commission européenne valide le projet de budget : la Commission anticipe un déficit public à 4,9% en 2026 et juge le budget qui lui a été soumis pour 2026 conforme aux engagements de la France et cohérent avec un retour à 3% du déficit public en 2029. À venir : commerce extérieur et production industrielle de septembre (vendredi).

- **Espagne : Conjoncture solide, inflation relativement élevée.** L'inflation harmonisée recule légèrement en novembre (-0,1 pp à 3,1%) mais s'est accentuée au cours des derniers mois (3m/3m annualisé à 4,7%). L'ESI s'améliore en novembre (105,9 ; +2 points m/m), soutenu par l'industrie et la construction.

- **Italie : Conjoncture en amélioration, recul de l'inflation.** L'inflation harmonisée recule de 1,3% à 1,1% en novembre, tandis que l'indice en 3m/3m annualisé fléchit à son plus bas niveau en 5 ans (-2,4% en cvs). La croissance du PIB du T3 est révisée à la hausse de 0,1 pp à 0,1% t/t (+0,6% a/a). L'ESI retrouve son plus haut niveau depuis avril 2023 (101,8 ; +1,1 point m/m), porté par les services et la poursuite du rebond dans l'industrie. À venir : taux de chômage d'octobre (mardi), PMI de novembre (mercredi), ventes au détail d'octobre (vendredi).

ROYAUME-UNI

Budget bien accueilli par les marchés, mais la crédibilité du plan de consolidation pose question. La marge budgétaire (*fiscal headroom*) a été relevée de GBP 9,9 mds à GBP 22,7 mds mais reste restreinte, tandis que la plupart des mesures de consolidation prendront effet à partir de 2027. Le gouvernement a annoncé le gel des seuils de l'impôt sur le revenu jusqu'en 2030 (contre 2028 auparavant) et l'imposition, au-delà de GBP 2000, des sommes placées par les salariés pour leur retraite via leur employeur. En contrepartie, la limite fixée à deux enfants pour bénéficier des prestations sociales sera supprimée. Le marché obligataire a réagi favorablement en raison d'un volume d'adjudications de dette moins important que prévu (GBP 303,7 mds contre GBP 308 mds) en 2026.



Retrouvez notre scénario et nos prévisions

À venir : crédit et agrégat monétaire d'octobre (lundi), indice des prix immobiliers de novembre de Nationwide (mardi) et Halifax (vendredi).

JAPON

La BoJ prépare une hausse de taux en décembre alors que les données dures sont dans le vert. Le gouverneur de la Banque du Japon a fait savoir que la BoJ « pèserait le pour et le contre » concernant l'opportunité d'une hausse de taux en décembre, et qu'elle « collectait activement de l'information sur la politique salariale des entreprises ». La production industrielle progresse à nouveau en octobre (+1,4% m/m), soutenue par l'automobile (+6,6% m/m) au plus haut depuis février. Les ventes au détail rebondissent (+1,6% m/m en octobre), après une baisse au T3. L'inflation sous-jacente de Tokyo, indicateur avancé du niveau national, surprend à la hausse et atteint +2,8% a/a (+0,1pp) en novembre, soutenue par les prix de l'alimentation transformée et de l'énergie.

ÉCONOMIES ÉMERGENTES

AFRIQUE/MOYEN-ORIENT

- **Nigéria : Statu quo monétaire.** Après une baisse de 50 pb en septembre, la Banque centrale a maintenu son taux directeur à 27%. L'inflation est en baisse continue sur les sept derniers mois, passant de 24,2% en g.a. en mars 2025 à 16% en octobre.

- **Sénégal : Le rebasage du PIB ne réduira pas significativement le ratio d'endettement public.** Ce rebasage a conduit à une révision à la hausse de 13,5% du PIB nominal pour l'année 2021 ; les données ne sont pas encore disponibles pour les années suivantes. Selon l'hypothèse d'un PIB nominal en hausse de 13,5% en 2024, le ratio de dette publique retomberait autour de 115% du PIB, contre 132% selon la dernière estimation du FMI. Un ratio qui demeure bien au-dessus du critère de convergence de 70% du PIB fixé par l'UEMOA.

AMÉRIQUE LATINE

- **Argentine : Rebond surprise de l'indice d'activité malgré l'instabilité financière.** En septembre, l'indice d'activité de l'INDEC (bon proxy du PIB) a progressé de 0,5% et celui du mois d'août a été révisé à la hausse (+0,7% m/m). Sur l'ensemble du trimestre, l'indice progresse de 0,5% alors que la production industrielle a diminué de 2,6% t/t et l'activité dans la construction s'est également contractée (-1% t/t). La publication du PIB du T3 mi-décembre devrait donc indiquer une forte contribution de l'agriculture et des services.

- **Brésil : Vote du budget compromis par les tensions avec le Congrès.** Quelques jours après la clôture de la COP30, le Congrès brésilien a voté l'annulation des veto du Président Lula concernant un projet de loi accélérant la procédure d'obtention des licences environnementales. Cette décision intensifie les tensions entre les pouvoirs exécutif et législatif. Cela pourrait compliquer l'adoption du projet de budget 2026. Ce revers politique contraste avec de récentes bonnes nouvelles sur le plan économique : l'inflation a retrouvé la fourchette cible en novembre, une première depuis janvier, et Washington a assoupli les droits de douane sur plusieurs produits agricoles brésiliens (40 % des exportations brésiliennes à destination des États-Unis restent assujetties à des tarifs douaniers de 50 %, selon le think-tank FGV).

ASIE

- **Asie du Sud-Est : Hausse des indices PMI.** Les PMI manufacturiers ont rebondi au mois de novembre (en dehors de ceux des Philippines). C'est en Indonésie que la hausse a été la plus marquée.

- **Chine : Les PMI de novembre signalent la poursuite du ralentissement.** L'indice PMI manufacturier officiel reste en zone de contraction

même s'il s'est très légèrement amélioré (49,2 en novembre contre 49 en octobre) ; le PMI manufacturier de RatingDog s'est détérioré et établi tout juste sous la barre des 50. La prolongation de la trêve entre Washington et Pékin et l'abaissement des droits de douane sur les biens chinois depuis fin octobre ont permis une légère hausse de la composante « nouvelles commandes à l'exportation » mais sans donner beaucoup d'élan à l'activité manufacturière. Dans les services, le PMI officiel est passé en zone de contraction (49,5 en novembre contre 50,2 en octobre).

- **Corée du Sud : Le taux directeur est maintenu à 2,5%.** La légère hausse de l'inflation (la Banque centrale a légèrement relevé sa prévision à 2,1% pour 2025 et à 2,0% pour 2026), la dépréciation du won face au dollar US depuis début juillet (de près de 9%) et les tensions persistantes sur le marché immobilier dans la région de Séoul expliquent le statu quo. La stabilité financière est la priorité de la Banque centrale. Par ailleurs, son communiqué indique que les bonnes performances des secteurs IT et semi-conducteurs ont permis de revoir à la hausse les prévisions de croissance, à 1% pour 2025 (0,9% auparavant) et 1,8% pour 2026 (1,6% auparavant). Le PMI manufacturier est resté stable en novembre (à 49,4).

- **Inde : Très forte accélération de la croissance entre juillet et septembre 2025** (T2 de l'année budgétaire 2025/2026). La croissance a, une nouvelle fois, surpris à la hausse (+8,2% en g.a.) mais l'analyse de ses composantes ne permet pas d'expliquer un tel rebond. Car comme le laissent entendre les indicateurs d'activité, toutes les composantes de la croissance ont ralenti et la contribution des exportations nettes a été négative pour le deuxième trimestre consécutif. Les écarts statistiques expliquent 50% de la croissance. En revanche, l'indice PMI manufacturier a reculé en novembre (de 59,2 à 56,6) notamment en raison d'une baisse des « nouvelles commandes à l'exportation », qui ont atteint un plus bas en 13 mois.

EUROPE ÉMERGENTE

- **Europe centrale : Indices PMI manufacturiers en hausse en Pologne, Rép. tchèque et Hongrie.** En novembre, le PMI manufacturier polonais a progressé pour le cinquième mois consécutif mais il reste en dessous de la barre de 50. En République tchèque, le PMI a légèrement rebondi après quatre mois consécutifs de baisse mais reste en dessous de 50. L'amélioration dans les deux pays s'explique par une augmentation des commandes à l'exportation. La Hongrie se démarque avec une expansion de l'indice qui se maintient au-dessus de 50 pour le troisième mois consécutif.

- **Turquie : Forte progression du PIB au T3 2025.** La croissance du PIB réel en données CVS-CJO est ressortie à +1,1% t/t au T3 2025 avec une contribution tant de la demande finale (+2pp) que de la demande extérieure nette (+1,5pp), les stocks ayant au contraire contribué très négativement. La croissance se rééquilibre néanmoins, l'investissement progressant plus sensiblement que la consommation des ménages (+4% contre 2,1%). De plus, les exportations ont continué de résister (+2,9%) alors que les importations ont diminué (-4,4%). Sur un an, la croissance du PIB ressort à 3,7%.

MATIÈRES PREMIÈRES

- **Prix du gaz sur le marché européen au plus bas depuis mai 2024.** Le cours du TTF, en baisse de 10% environ sur un mois, est passé sous les EUR 30 MWh. Cette baisse est alimentée par les efforts diplomatiques renouvelés concernant le conflit Russie-Ukraine et par une météo européenne relativement clémente.

- **Les pays membres de l'OPEP+ ont confirmé leur décision de faire une pause dans leur programme d'augmentation de la production** au premier trimestre 2026. Le prix du Brent était orienté à la hausse à l'ouverture des marchés (+1,8%). La décision était largement anticipée.



REVUE DES MARCHÉS

7

Marchés obligataires

	en %	en pb				
	28-nov.-25	1 semaine	1 mois	Cumul annuel	1 an	
Bund 2a	2.00	+3.7	+4.2	-6.1	-3.1	
Bund 5a	2.25	+1.3	+5.5	+13.3	+28.8	
Bund 10a	2.65	-0.6	+6.9	+29.0	+52.9	
OAT 10a	3.35	-5.2	+0.3	+22.6	+46.1	
BTP 10a	3.41	-3.6	+2.3	-1.3	+18.1	
BONO 10a	3.11	-4.5	+2.0	+9.3	+31.4	
Treasuries 2a	3.53	-0.4	+2.0	-72.4	-73.3	
Treasuries 5a	3.60	-1.5	-0.8	-78.5	-54.7	
Treasuries 10a	4.00	-4.3	+4.1	-57.3	-25.0	
Gilt 2a	3.75	-3.8	-3.1	-40.2	-38.3	
Treasuries 5a	3.79	-6.8	+2.2	-55.3	-35.7	
Gilt 10a	4.51	-10.9	+3.5	-6.5	+23.5	

Taux de change - Matières premières

	en niveau	variation, %				
	28-nov.-25	1 semaine	1 mois	Cumul annuel	1 an	
EUR/USD	1.16	+0.9	-0.5	+12.1	+10.0	
GBP/USD	1.33	+1.3	-0.2	+5.8	+4.5	
USD/JPY	156.05	-0.3	+2.6	-0.7	+3.0	
DXY	111.99	+7.9	+11.5	+10.5	+6.1	
EUR/GBP	0.88	-0.4	-0.3	+5.9	+5.3	
EUR/CHF	0.93	+0.2	+0.8	-0.7	-0.0	
EUR/JPY	181.10	+0.6	+2.1	+11.3	+13.3	
Pétrole (Brent, \$)	63.24	+1.1	-1.6	-15.4	-13.2	
Or (once, \$)	4200	+3.3	+6.0	+60.0	+59.1	

Indices actions

	en niveau	variation, %				
	28-nov.-25	1 semaine	1 mois	Cumul annuel	1 an	
Monde						
MSCI Monde (\$)	4398	+3.7	-0.6	+18.6	+16.1	
Amérique du Nord						
S&P500	6849	+3.7	-0.6	+16.4	+14.2	
Dow Jones	47716	+3.2	+0.0	+12.2	+6.7	
Nasdaq composite	23366	+4.9	-1.9	+21.0	+22.6	
Europe						
CAC 40	8123	+1.8	-1.1	+10.1	+13.1	
DAX 30	23837	+3.2	-1.8	+19.7	+22.7	
EuroStoxx50	5668	+2.8	-0.6	+15.8	+19.1	
FTSE100	9721	+1.9	+0.2	+18.9	+17.4	
Asie						
MSCI, loc.	1673	+2.2	+0.5	+16.8	+18.9	
Nikkei	50254	+3.3	+0.1	+26.0	+31.0	
Emergents						
MSCI Emergents (\$)	1367	+2.5	-2.5	+27.0	+26.6	
Chine	84	+2.3	-4.6	+29.9	+33.8	
Inde	1060	+0.7	-0.3	+3.1	+1.3	
Brésil	1706	+4.8	+8.3	+45.0	+30.6	

Performance par secteur

Eurostoxx600

Année 2025 au 28-11, €

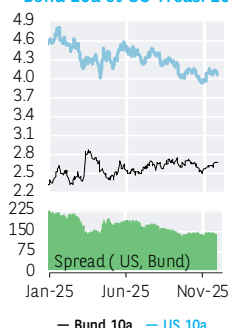
+54.7%	Banques
+26.9%	Scs collectivités
+21.3%	Pétrole & gaz
+20.2%	Assurances
+19.6%	Construction
+17.5%	Industrie
+16.2%	Matières premières
+13.6%	Eurostoxx600
+10.3%	Télécoms
+6.0%	Agroalimentaire
+3.5%	Santé
+3.1%	Distribution
+2.5%	Scs financiers
+2.0%	Technologie
+0.8%	Foncières
+0.0%	Voyages & loisirs
-1.3%	Bs. de conso.
-5.8%	Chimie
-15.7%	Médias

S&P500

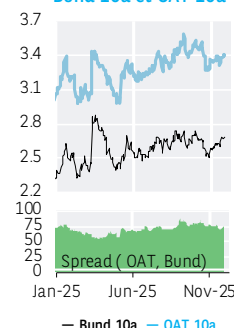
Année 2025 au 28-11, \$

+44.9%	Semiconducteurs
+36.8%	Médias
+23.8%	Banque
+23.0%	Biens d'équipement
+20.8%	Pharmaceutiques
+19.0%	Scs collectivités
+16.4%	S&P500
+15.8%	Matériel et équipement technologiques
+11.2%	Foncières
+9.4%	Automobiles
+8.9%	Distribution
+7.0%	Alimentation, boissons et tabac
+6.3%	Matériaux
+5.8%	Biens de consommation
+5.4%	Santé
+5.1%	Télécoms
+4.9%	Énergie
+0.7%	Services aux consommateurs
+0.7%	Assurances
-5.9%	Services commerciaux et pro.

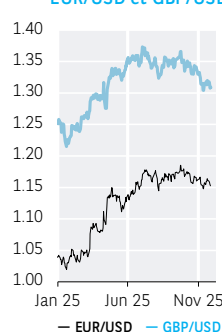
Bund 10a et US Treas. 10a



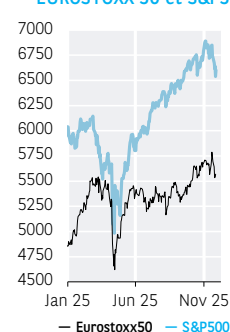
Bund 10a et OAT 10a



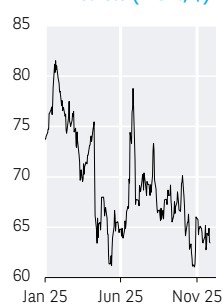
EUR/USD et GBP/USD



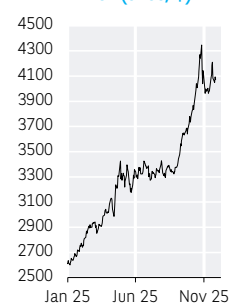
EUROSTOXX 50 et S&P500



Pétrole (Brent, \$)



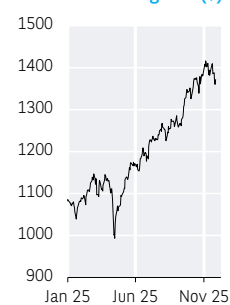
Or (once, \$)



MSCI monde (\$)



MSCI Emergents (\$)



SOURCES : LSEG, BLOOMBERG, BNP PARIBAS
DATAVISUALISATION ET CARTOGRAPHIE : TARIK RHARRAB


BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

DERNIÈRES PUBLICATIONS DES ÉTUDES ÉCONOMIQUES

8

Zoom sur les signes de bonne santé de l'économie française	EcoTV	27 novembre 2025
Inde : les créations d'emplois sont concentrées dans les secteurs à faible productivité et pèsent sur la croissance	Graphique de la Semaine	26 novembre 2025
Économies émergentes : La croissance résistera-t-elle aussi bien en 2026 ?	EcoWeek	24 novembre 2025
Emploi américain : un bon mois de septembre ne réduit pas l'incertitude autour de la prochaine décision de la Fed	EcoFlash	21 novembre 2025
Les créations d'emplois dans le secteur de la tech, moteur du marché du travail en zone euro	Graphique de la Semaine	19 novembre 2025
Eco Charts Finances publiques 2025 Vers une augmentation des dettes publiques dans une majorité de pays à l'horizon 2030	EcoCharts	19 novembre 2025
Zone euro : Un nouvel élan	EcoTV	17 novembre 2025
L'économie de la zone euro est en bien meilleure forme que le penchant des Européens pour l'autocritique ne le laisse croire	EcoWeek	17 novembre 2025
Les ménages européens sont-ils ricardiens ?	Graphique de la Semaine	13 novembre 2025
EcoPerspectives — Économies Émergentes 4e trimestre 2025	EcoPerspectives	13 novembre 2025
Euro numérique : un coût peut en cacher un autre	EcoWeek	10 novembre 2025
États-Unis : Au sortir du QT, la Fed sera-t-elle suffisamment prudente ?	Graphique de la Semaine	5 novembre 2025
Commerce international : après l'offensive tarifaire américaine, un monde de plus en plus multipolaire	Podcast En Eco dans le texte	4 novembre 2025
Argentine : Quelles leçons tirer des élections de mi-mandat ?	EcoWeek	3 novembre 2025
Le Petit Atlas de l'économie française Octobre 2025	EcoAtlas	3 novembre 2025
Baromètre de l'inflation - novembre 2025 Rebond limité de l'inflation en septembre	EcoCharts	31 octobre 2025
Fed : fin de la réduction du bilan, nouvelle baisse de taux... mais pas de garantie sur la prochaine	EcoFlash	30 octobre 2025
Les exportations des pays d'Europe centrale résistent à la conjoncture défavorable dans le secteur automobile	Graphique de la Semaine	29 octobre 2025
Les réunions d'octobre de la Fed et de la BCE seront-elles vraiment des non-événements ?	EcoWeek	27 octobre 2025
Taux d'intérêt souverain vs. taux bancaire aux entreprises non financières : vers une hiérarchie durablement modifiée en France ?	Graphique de la Semaine	22 octobre 2025



RECHERCHE ÉCONOMIQUE GROUPE

Isabelle Mateos y Lago Cheffe économiste Groupe	+33 1 87 74 01 97	isabelle.mateosyago@bnpparibas.com
Hélène Baudchon Cheffe économiste adjointe, Resp. de la recherche macroéconomique	+33 1 58 16 03 63	helene.baudchon@bnpparibas.com
Stéphane Alby Maghreb, Moyen-Orient	+33 1 42 98 02 04	stephane.alby@bnpparibas.com
Lucie Barette Europe, Europe du Sud	+33 1 87 74 02 08	lucie.barette@bnpparibas.com
Anis Bensaidani États-Unis, Japon	+33 1 87 74 01 51	anis.bensaidani@bnpparibas.com
Céline Choulet Économie bancaire	+33 1 43 16 95 54	celine.choulet@bnpparibas.com
Stéphane Colliac Responsable de l'équipe Économies avancées – France	+33 1 42 98 26 77	stephane.colliac@bnpparibas.com
Guillaume Derrien Europe, Zone euro, Royaume-Uni – Commerce international	+33 1 55 77 71 89	guillaume.a.derrien@bnpparibas.com
Pascal Devaux Moyen-Orient, Balkans occidentaux – Énergie	+33 1 43 16 95 51	pascal.devaux@bnpparibas.com
Hélène Drouot Amérique latine	+33 1 42 98 33 00	helene.drouot@bnpparibas.com
François Faure Responsable du Risque pays – Turquie – Argentine	+33 1 42 98 79 82	francois.faure@bnpparibas.com
Salim Hammad Responsable de l'équipe Data et analytique – Brésil	+33 1 42 98 74 26	salim.hammad@bnpparibas.com
Thomas Humblot Économie bancaire	+33 1 40 14 30 77	thomas.humblot@bnpparibas.com
Cynthia Kalasopatan Antoine Europe centrale, Ukraine	+33 1 53 31 59 32	cynthia.kalasopatanantoine@bnpparibas.com
Johanna Melka Asie	+33 1 58 16 05 84	johanna.melka@bnpparibas.com
Marianne Mueller Europe, Allemagne, Pays-Bas	+33 1 40 14 48 11	marianne.mueller@bnpparibas.com
Christine Peltier Responsable de l'équipe Économies émergentes – Asie	+33 1 42 98 56 27	christine.peltier@bnpparibas.com
Lucas Plé Afrique subsaharienne, Colombie, Amérique centrale	+33 1 40 14 50 18	lucas.ple@bnpparibas.com
Jean-Luc Proutat Responsable des Projections économiques	+33 1 58 16 73 32	jean-luc.proutat@bnpparibas.com
Laurent Quignon Responsable de l'équipe Économie bancaire	+33 1 42 98 56 54	laurent.quignon@bnpparibas.com
Tarik Rharrab Data scientist	+33 1 43 16 95 56	tarik.rharrab@bnpparibas.com
Mickaëlle Fils Marie-Luce Contact media	+33 1 42 98 48 59	mickaelle.filsmarie-luce@bnpparibas.com



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

RECHERCHE ÉCONOMIQUE GROUPE

ECOINSIGHT

Analyse approfondie de sujets structurels ou d'actualité

ECOPERSPECTIVES

Analyses et prévisions des principales économies, développées et émergentes

ECOFASH

Un indicateur, un événement économique majeur

ECOWEEK

L'actualité économique de la semaine et plus...

ECOPULSE

Baromètre mensuel des indicateurs conjoncturels des principales économies de l'OCDE

ECOCHARTS

Panorama mensuel des dynamiques d'inflation au sein des principales économies développées

ECOATLAS

Les chiffres clés de l'économie française comparés à ceux des principaux pays européens

GRAPHIQUE DE LA SEMAINE

Un graphique hebdomadaire illustrant des points saillants de l'économie

ECOTV

Quel est l'événement du mois ?

La réponse dans vos quatre minutes d'économie

EN ÉCO DANS LE TEXTE

Le podcast de l'actualité économique

POUR RECEVOIR NOS PUBLICATIONS

ABONNEZ-VOUS SUR LE SITE ONGLET ABONNEMENT
[voir le site des études économiques](#)

ET

SUIVEZ-NOUS SUR LINKEDIN
[voir la page linkedin des études économiques](#)

OU TWITTER
[voir la page twitter des études économiques](#)



Bulletin publié par les Études Économiques – BNP PARIBAS
Siège social : 16 boulevard des Italiens – 75009 PARIS / Tél : +33 (0) 1.42.98.12.34
Internet : www.group.bnpparibas - www.economic-research.bnpparibas.com
Directeur de la publication : Jean Lemierre
Directrice de la rédaction : Isabelle Mateos y Lago
Copyright image : Matej Kastelic

Les informations et opinions exprimées dans ce document ont été obtenues de, ou sont fondées sur des sources d'information publiques réputées fiables, mais BNP Paribas ne garantit, expressément ou implicitement, ni leur exactitude, ni leur exhaustivité, ni leur mise à jour. Ce document ne constitue ni une offre, ni une sollicitation d'achat ou de vente de titres ou autres placements. Il ne constitue ni du conseil en investissement, ni de la recherche ou analyse financière. Les informations et opinions contenues dans ce document ne sauraient dispenser l'investisseur d'exercer son propre jugement ; elles sont par ailleurs susceptibles d'être modifiées à tout moment sans notification et ne sauraient servir de seul support à une évaluation des instruments éventuellement mentionnés dans le présent document. Toute éventuelle référence à une performance réalisée dans le passé ne constitue pas une indication d'une performance future. Dans toute la mesure permise par la loi, aucune société du Groupe BNP Paribas n'accepte d'être tenue pour responsable (y compris en raison d'un comportement négligent) au titre de pertes directes ou découlant indirectement d'une utilisation des informations contenues dans ce document ou d'une confiance accordée à ces informations. Toutes les estimations et opinions contenues dans ce document reflètent notre jugement à la date de publication des présentes. Sauf indication contraire dans le présent document, il n'est pas prévu de le mettre à jour. BNP Paribas SA et l'ensemble des entités juridiques, filiales ou succursales (ensemble désignées ci-après « BNP Paribas »), sont susceptibles d'agir comme teneur de marché, d'agent ou encore, à titre principal, d'intervenir pour acheter ou vendre des titres émis par les émetteurs mentionnés dans ce document, ou des dérivés y afférents. BNP Paribas est susceptible notamment de détenir une participation au capital des émetteurs ou personnes mentionnés dans ce document, de se trouver en position d'acheteur ou vendeur de titres ou de contrats à terme, d'options ou de tous autres instruments dérivés reposant sur l'un de ces sous-jacents. Les cours, rendements et autres données similaires du présent document, y figurent au titre d'information. De nombreux facteurs agissent sur les prix de marché et il n'existe aucune certitude que les transactions peuvent être réalisées à ces prix. BNP Paribas, ses dirigeants et employés, peuvent exercer ou avoir exercé des fonctions d'employé ou dirigeant auprès de toute personne mentionnée dans ce document, ou ont pu intervenir en qualité de conseil auprès de cette (ces) personne(s). BNP Paribas est susceptible de solliciter, d'exécuter ou d'avoir dans le passé fourni des services de conseil en investissement, de souscription ou tous autres services au profit de la personne mentionnée aux présentes au cours des 12 derniers mois précédant la publication de ce document. BNP Paribas peut être partie à un contrat avec toute personne ayant un rapport avec la production du présent document. BNP Paribas est susceptible, dans les limites autorisées par la loi en vigueur, d'avoir agi sur la foi de, ou d'avoir utilisé les informations contenues dans les présentes, ou les travaux de recherche ou d'analyses sur le fondement desquels elles sont communiquées, et ce préalablement à la publication de ce document. BNP Paribas est susceptible d'obtenir une rémunération ou de chercher à être rémunéré au titre de services d'investissement fournis à l'une quelconque des personnes mentionnées dans ce document dans les trois mois suivant sa publication. Toute personne mentionnée aux présentes est susceptible d'avoir reçu des extraits du présent document préalablement à sa publication afin de vérifier l'exactitude des faits sur le fondement desquelles il a été élaboré.

Ce document est élaboré par une société du Groupe BNP Paribas. Il est conçu à l'intention exclusive des destinataires qui en sont bénéficiaires et ne saurait en aucune façon être reproduit (en tout ou partie) ou même transmis à toute autre personne ou entité sans le consentement préalable écrit de BNP Paribas. En recevant ce document, vous acceptez d'être engagés par les termes des restrictions ci-dessus.

BNP Paribas est constituée en France sous forme de société anonyme, et agréée et supervisée en tant qu'établissement de crédit par la Banque centrale européenne (BCE) et en tant que prestataire de services d'investissement par l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR) et l'Autorité des marchés financiers (AMF). Le siège social de BNP Paribas est situé au 16, boulevard des Italiens, 75009 Paris, France.

Les informations contenues dans le présent document peuvent, en tout ou partie, avoir déjà été publiées sur le site <https://globalmarkets.bnpparibas.com>.

Pour les avertissements par pays (Etats-Unis, Canada, Royaume-Uni, Allemagne, Belgique, Irlande, Italie, Pays-Bas, Portugal, Espagne, Suisse, Brésil, Turquie, Israël, Bahreïn, Afrique du Sud, Australie, Chine, Hong Kong, Inde, Indonésie, Japon, Malaisie, Singapour, Corée du Sud, Taiwan, Thaïlande, Vietnam) veuillez consulter le document suivant :

https://economic-research.bnpparibas.com/LegalNotice/Markets_360_Country_Specific_Notices.pdf

© BNP Paribas (2025). Tous droits réservés.

Pour vous abonner à nos publications :

ÉTUDES **ECONOMIQUES**



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change