

“ La promesse des stablecoins dans les paiements transfrontaliers apparaît attrayante mais leur logique d'adossement à 100 % ne doit pas fragiliser un système qui a démontré de longue date sa capacité à financer l'économie, en particulier les ménages et les PME. ”



ÉTUDES ÉCONOMIQUES



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

SOMMAIRE

2

3

ÉDITORIAL

Les *stablecoins* et les mérites oubliés des réserves fractionnaires

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

LES STABLECOINS ET LES MÉRITES OUBLIÉS DES RÉSERVES FRACTIONNAIRES

La modernité dissimule parfois, sous des habits neufs, un retour à d'anciens préceptes : une monnaie adossée à 100 % aux actifs les plus sûrs, des dépôts bancaires garantis par des réserves tangibles, la recherche d'une stabilité sans faille. Les *stablecoins* (jetons numériques adossés à des actifs sûrs et liquides) s'inscrivent dans cette logique. Or, dans nos économies modernes, les banques ne conservent, au contraire, qu'une petite fraction des dépôts en réserve auprès de la Banque centrale : c'est le principe des « réserves fractionnaires » qui leur confère leur faculté de création monétaire (le reste des dépôts pouvant être alloué au crédit). Au-delà de l'intérêt intellectuel qu'ils suscitent, les *stablecoins* soulèvent une question plus large : si leur usage venait à se généraliser, ne risqueraient-ils pas de rendre plus difficile le financement de l'économie ?

UNE PROMESSE SÉDUISANTE MAIS UN USAGE ENCORE MARGINAL

Chaque jeton émis est adossé à une même valeur d'« actifs de réserve », sous forme de dépôts bancaires ou de titres souverains de court terme libellés dans la devise à laquelle le *stablecoin* est arrimé (le dollar dans 99% des cas). Cette architecture d'adossement intégral séduit par sa simplicité et rassure : elle promet que chaque unité pourra être échangée à tout moment contre des actifs sûrs en monnaie officielle. En pratique, il est rare que les *stablecoins* puissent être échangées exactement au prix de 1:1.¹

Ces jetons numériques, qui circulent sur des *blockchains* publiques ou privées, offrent une transférabilité instantanée et sans frontière, ce qui explique leur rôle dans l'écosystème crypto. Ils sont avant tout une alternative plus stable aux cryptoactifs de première génération (ex. bitcoin) et un instrument de règlement entre plateformes facilitant la circulation de la liquidité. Au-delà des paiements transfrontaliers ou des transferts de fonds, leur adoption demeure marginale². Leur potentiel n'en est pas moins réel : en réduisant les frictions et les coûts, ils fluidifient déjà certains paiements internationaux et pourraient rapidement supplanter, ou du moins concurrencer, les modalités bancaires traditionnelles, voire les alternatives plus récentes offertes par différents fournisseurs de service *fintech*.

Les *stablecoins* connaissent des dynamiques contrastées de part et d'autre de l'Atlantique. Aux États-Unis, leur encours a enregistré une croissance exponentielle (1 milliard de dollars au début de 2019, un peu plus de 300 milliards aujourd'hui³), porté par la demande mondiale pour des instruments adossés au dollar et l'essor d'un écosystème crypto initialement peu encadré. Le *Genius Act*⁴, adopté en juillet 2025, a joué un rôle de catalyseur en consacrant les *stablecoins* comme instruments de paiement régulés (et donc, par exemple, acceptables comme collatéraux à des prêts). Au contraire, en Europe, le marché des *stablecoins* en euro demeure embryonnaire (encours inférieur à 350 millions d'euros⁵) et l'essentiel de ceux qui y circulent sont en dollar. L'entrée en vigueur des dispositions du règlement européen MiCA⁶ relatives aux *stablecoins*, le 30 décembre 2024, a entraîné le retrait de la cote de plus de 140 milliards de *stablecoins* non conformes, principalement l'USDT de Tether, provoquant une perturbation significative du marché.

UNE LOGIQUE ANCIENNE SOUS DES HABITS NEUFS

Derrière cette apparente modernité, une logique ancienne : celle de la monnaie intégralement couverte par des réserves. Les *stablecoins* reposent sur des créances déjà existantes : ils ne créent pas de nouveaux financements, mais recyclent des actifs financiers déjà disponibles.

À l'inverse, les dépôts bancaires, lorsqu'ils augmentent, sont adossés à des créances nouvelles. Chaque crédit accordé par une banque correspond à la création d'un dépôt supplémentaire, qui finance un nouveau projet. Ce projet est souvent créateur de richesse, parfois risqué ou de maturité longue, et contribue directement à l'expansion de l'économie réelle. C'est là une différence fondamentale avec les intermédiaires financiers non bancaires : les banques ne se contentent pas d'intermédiaire l'épargne existante, elles créent de nouvelles ressources monétaires.

LE PRÉCÉDENT DU FRANC GERMINAL

L'histoire monétaire fournit un parallèle éclairant. En 1803, le franc germinal fut instauré comme une monnaie métallique, adossée à l'or et à l'argent. Sa stabilité fut exemplaire : pendant près d'un siècle, il incarna la solidité monétaire française.

À cette époque, les banques pratiquaient, certes, déjà une forme de réserves fractionnaires puisqu'elles ne détenaient pas en caisse la totalité de l'or ou de l'argent correspondant à leurs dépôts. Mais cette pratique restait fortement contrainte par l'obligation de convertibilité des dépôts en métal précieux. Cette rigidité eut un coût : la masse monétaire ne pouvait croître durablement à un rythme excédant celui des découvertes minières. Ce n'est qu'avec la suspension de la convertibilité en 1914, puis l'abandon progressif de l'étalement-or au XX^e siècle, que le régime de réserves fractionnaires, de plus en plus constituées de réserves auprès de la Banque centrale, a pu devenir le socle du système bancaire contemporain.

De la même manière, les *stablecoins*, adossés à 100% à des actifs de réserve, portent en germe cette rigidité. Ils offrent la stabilité mais au prix, s'ils devaient acquérir une ampleur importante, d'une moindre capacité à accompagner les besoins croissants de financement. L'effet serait d'autant plus prégnant que la création monétaire joue un rôle important.

LE RISQUE MAÎTRISÉ DES RÉSERVES FRACTIONNAIRES

Dans les économies modernes, seule une petite fraction des dépôts bancaires est adossée à des réserves de banque centrale (réserves obligatoires) et, depuis 2015, à « des actifs liquides de haute qualité » (exigences de liquidité du *Liquidity Coverage Ratio* ou *LCR*).

¹ « (...) there is an inherent tension between their promise to always deliver par convertibility (ie be truly stable) and the need for a profitable business model that involves liquidity or credit risk », cf. BIS Annual Economic Report 2025, 23 June 2025, "III. The next-generation monetary and financial system", page 79.

² « Currently issued mostly in US dollars, stablecoin circulation has doubled over the past 18 months but still facilitates only about \$30 billion of transactions daily—less than 1 percent of global money flows » Source : Mac Kinsey (2025), « The stable door opens: How tokenized cash enables next-gen payments ».

³ Source : Defillama.

⁴ Acronyme désignant la loi fédérale américaine relative aux *stablecoins*, « Guiding and Establishing National Innovation for US Stablecoins Act ». Pour en savoir plus, cf. Choulet C., Quignon L. (2025) « *Etats-Unis : Le Genius Act aura-t-il les effets escomptés sur la demande de T-Bills ?* », Graphique de La Semaine, BNP Paribas, 3 septembre.

⁵ Stable Insider – State of European Stablecoins, septembre 2025.

⁶ MiCA pour Markets in Crypto-Assets. Règlement (UE) 2023/1114 du Parlement européen et du Conseil du 31 mai 2023 sur les marchés de crypto-actifs.



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

ÉDITORIAL

De cet adossement partiel découle la faculté des banques de prêter et de créer de la monnaie (des dépôts) bien au-delà des réserves dont elles disposent auprès de la Banque centrale. Ce rôle est encadré par la politique monétaire, par des règles prudentielles et par la supervision bancaire afin de prévenir l'inflation et de préserver la stabilité financière. La confiance des déposants est renforcée par leur faculté de convertir, à tout moment et à parité, leurs dépôts en pièces et billets émis par la Banque centrale et, en dernier lieu, par la garantie des dépôts.

L'EUROPE FACE À L'URGENCE DU FINANCEMENT

Or, la préservation de la capacité de création monétaire constitue un enjeu majeur : l'économie de l'Union européenne doit mobiliser des volumes de financement sans précédent pour rester dans la compétition mondiale, garantir la souveraineté de sa défense et répondre au défi de la transition énergétique et climatique (*cf.* les rapports Draghi et Letta). Face à ces enjeux, aucune source de financement ne saurait être négligée. La création monétaire, les marchés de capitaux — et notamment la titrisation, qui reposent sur l'épargne privée, les financements publics : toutes ces sources de financement sont complémentaires et seront utiles.

QUAND LES STABLECOINS BOUSCULENT - UN PEU - L'ÉQUILIBRE

L'essor des *stablecoins* pourrait, s'il se confirmait, modifier en profondeur la nature des dépôts bancaires. Si les déposants « convertissent » leurs dépôts en *stablecoins* et que les émetteurs de ces jetons numériques achètent des titres souverains pour garantir leur valeur, les dépôts de détail changent de nature : ils deviennent des dépôts de vendeurs de titres, souvent *wholesale*, plus volatils (et auxquels le régulateur impose fort logiquement d'adosser davantage d'actifs liquides de haute qualité au sens du LCR, ce qui abaisse le multiplicateur de crédit⁷). Lorsque les achats de titres sont effectués auprès de vendeurs non résidents, les fonds sortent purement et simplement de la sphère bancaire domestique. Il en résulte un affaiblissement de la capacité des banques à créer de la monnaie, et donc à financer l'économie réelle. De manière générale, le développement des *stablecoins* augmenterait la probabilité que les dépôts soient transformés en jetons numériques et quittent le système bancaire, de sorte que même la stabilité des dépôts non encore arbitrés (mais arbitrables) en pâtirait.

Le règlement européen MiCA et le Genius Act autorisent les banques traditionnelles à émettre des *stablecoins*. L'analyse monétaire demeure inchangée lorsque ces instruments sont « peggés » à la même monnaie que celle dans laquelle les dépôts sont libellés. Ils resteraient adossés à des actifs sûrs logés dans les bilans bancaires ou sanctuarisés au sein de *trusts* (contrat de fiducie en droit français) et constituerait, à ce titre, toujours une remise en cause partielle du principe des réserves fractionnaires, susceptibles de réduire la capacité de création monétaire des banques. Dans le cas d'un émetteur bancaire, le portefeuille (*wallet*) de *stablecoins* pourrait toutefois être aisément alimenté du montant strictement nécessaire aux opérations de paiement à partir du compte bancaire du client. La fonction de réserve de valeur des *stablecoins* serait ainsi réduite à sa plus simple expression, limitant leur encours et leurs effets potentiels sur les ressources bancaires.

En outre, arrimés à une autre devise internationale comme le dollar, ils permettraient aux banques européennes d'offrir une solution de paiement mondiale compétitive à leur clientèle sans entrer en concurrence avec les dépôts domestiques.

RÉGULER SANS FREINER L'INNOVATION

Selon Andrew Bailey, « *il serait erroné d'être contre les stablecoins par principe* »⁸. Le gouverneur de la Banque d'Angleterre estime qu'ils peuvent stimuler l'innovation dans les paiements, à condition d'être soumis aux mêmes exigences de solidité et de protection pour leurs détenteurs que les monnaies existantes. Leur avenir dépendra notamment de leur encadrement réglementaire : transparence des réserves, mécanismes de résolution, protection des détenteurs.

LES BANQUES EUROPÉENNES FACE AU DÉFI DES PAIEMENTS

Les banques ne restent pas passives. En Europe, elles ont lancé l'*European Payments Initiative* (EPI) qui a donné naissance à la solution Wero, un portefeuille numérique destiné à offrir une alternative européenne aux géants américains des paiements et, indirectement, aux *stablecoins*. L'objectif est clair : proposer des paiements instantanés, sécurisés et intégrés dans l'écosystème bancaire européen.

Mais cette réponse reste pour l'instant centrée sur le marché intérieur européen et embryonnaire en termes de pénétration, notamment du fait de barrières persistantes aux transactions transfrontalières. Face à des *stablecoins* sans frontières, la question demeure : comment les banques traditionnelles peuvent-elles proposer des solutions de paiement globales, compétitives, instantanées et interopérables ?

Elles disposent d'atouts : une large base de clientèle, une infrastructure de confiance, une capacité d'innovation technologique. Pour rester dans la course, elles devront investir davantage dans l'interopérabilité internationale, l'expérience utilisateur et la réduction des coûts transfrontaliers. Elles ne sauraient se contenter de défendre leur terrain : elles doivent aussi investir celui des nouveaux entrants.

CONCLUSION : ENCADRER SANS BRIDER

La promesse des *stablecoins* dans les paiements transfrontaliers apparaît attrayante mais leur logique d'adossement à 100 % ne doit pas fragiliser un système qui a démontré de longue date sa capacité à financer l'économie, en particulier les ménages et les PME — un système dont, de surcroît, les fondations ont été solidement affermies, depuis 2014, dans l'Union européenne par le renforcement de la réglementation prudentielle et l'instauration du mécanisme de surveillance unique.

Les banques européennes ne sont pas condamnées à subir la concurrence. L'initiative EPI/Wero démontre leur capacité à moderniser les paiements en Europe. Mais pour rester crédibles face à des instruments globaux et instantanés, elles devront aller plus loin : renforcer l'interopérabilité internationale, améliorer l'expérience utilisateur, réduire les coûts transfrontaliers et nouer des partenariats technologiques et stratégiques ambitieux — y compris, le cas échéant, autour de *stablecoins* régulés ou de tokens bancaires interopérables qui circuleraient, par exemple, sur la future *blockchain*, en cours de développement, du réseau interbancaire mondial d'instructions de paiement sécurisées SWIFT. Mais il leur faut agir vite.

Laurent Quignon

laurent.quignon@bnpparibas.com

⁷ Le multiplicateur de crédit mesure la capacité du système bancaire à créer de la monnaie à partir d'un montant donné de réserves excédentaires (en présence de demande de crédit suffisante). Les fuites de dépôts bancaires ou la hausse de la part des dépôts adossée à des réserves le font mécaniquement diminuer.

⁸ Andrew Bailey, « *The new stablecoin regime* », Financial Times, October 1, 2025.



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

COMMERCE INTERNATIONAL

Retrouvez notre scénario et nos prévisions

Regain de tensions entre les États-Unis et la Chine. La Chine a annoncé de nouvelles restrictions aux exportations de terres rares (en y incluant les équipements et technologies utilisant ces métaux critiques), et instauré une taxe portuaire sur les navires américains effective au 14 octobre. Cette seconde mesure est une réponse directe à la décision de Washington de taxer les navires chinois entrant aux États-Unis. Le président Trump a, en retour, menacé de taxer à 100% les biens chinois dès le 1^{er} novembre. Ce regain de tensions, alors que la trêve approche de son échéance théorique (10 novembre), a provoqué une forte correction sur les marchés financiers. L'OMC a révisé sa prévision de croissance des échanges mondiaux pour 2025 à 2,4% (contre 0,9% en avril) et à 0,5% pour 2026 (vs. 1,8% en avril).

ÉCONOMIES AVANCÉES

ÉTATS-UNIS

Les Minutes du dernier FOMC confirment les dissensions. Elles pointent vers une poursuite des baisses de taux puisque « *la plupart [des membres] jugent qu'il sera probablement approprié d'assouplir davantage la politique monétaire pour le reste de l'année* », ce qui fait écho aux *dot plots*. Néanmoins, certains membres du Comité suggèrent que la politique actuelle pourrait « *ne pas être particulièrement restrictive* » ou auraient pu soutenir une stabilité de la cible de taux ; tandis que l'approche liée aux données prédomine. **Le shutdown du gouvernement fédéral se poursuit**, empêchant la publication des données économiques officielles. Le sentiment du consommateur, mesuré par l'Université du Michigan, reste dégradé en octobre (55,0, -0,1 pt) ; il rebondit chez les Républicains (98,2, +5,8 points) pour la 1^{re} fois depuis juillet et atteint un plus haut depuis fin 2020. **À venir : indice de l'optimisme des petites entreprises NFIB de septembre (lundi)**.

ZONE EURO / UE

Taux d'épargne élevé, repli des marges des entreprises, diminution de l'endettement privé. Le taux d'épargne des ménages a atteint 15,4 % du revenu disponible au T2 2025 (+0,2pp t/t, +2,5pp par rapport à 2019). Les marges des entreprises ont reculé à 39,1% de la valeur ajoutée au T2 (point bas post-Covid avec -0,2pp t/t et -0,6pp par rapport au niveau moyen en 2024). La dette du secteur privé non financier est à son plus bas, depuis 2004, pour les ménages (81,5 % du revenu disponible) et, depuis le T3 2007, pour les entreprises non financières (consolidé : 66,6 % du PIB). **À venir : production industrielle d'août (mercredi), solde commercial d'août (jeudi), estimation d'inflation finale de septembre (vendredi)**.

- Allemagne : diminution de l'activité industrielle et des exportations en août, mais progrès dans les réformes structurelles. La baisse de la production industrielle (-4,3 % m/m), qui tombe à un plus bas depuis 2010 hors période covid, trouve son reflet dans celle des exportations (-4% a/a), toutes deux principalement pénalisées par l'automobile. Les exportations vers les États-Unis atteignent leur niveau le plus bas depuis novembre 2021. Les nouvelles immatriculations ont progressé en parallèle en août (+5% a/a) et en septembre (+13%). À 18% en moyenne sur janvier-septembre, la part de l'électrique retrouve le maximum atteint en 2023 (14% en 2024). Des mesures de *leasing* social et de primes à l'achat ont été annoncées pour près de EUR 3 mds. **L'« automne des réformes » aboutit à des incitations à l'emploi** : une aide sociale plus encadrée (montant conditionné à la recherche active d'un emploi) remplacera le revenu du citoyen et une « retraite active » (avantages fiscaux aux retraités souhaitant poursuivre ou reprendre une activité professionnelle). **À venir : enquête ZEW d'octobre (mardi)**.

- France : évolutions économiques favorables au 3^e trimestre. Les exportations auraient dopé la croissance au T3, portées par l'aéronautique (+1,4 md a/a sur juillet-août) avec un record de livraisons d'Airbus en septembre (73 avions). La Banque de France confirme son *nowcast* de 0,3% pour le T3 (identique au nôtre : [voir notre analyse](#)) : une accélération de la croissance dans l'industrie viendrait compenser le ralentissement de celle des services marchands. **En août, les crédits à l'habitat et à la consommation ont poursuivi leur reprise malgré la hausse des taux.** Les nouveaux crédits à l'habitat, hors renégociations, ont diminué à EUR 12,2 mds, alors que leur taux moyen augmentait légèrement à 3,10%. Les crédits à la consommation restent relativement dynamiques, bien que leur production nouvelle ait reculé un peu et que leur taux moyen ait atteint 6,06%. L'encours des crédits aux sociétés non financières progresse grâce notamment aux crédits à l'investissement aux grandes entreprises, tandis que l'encours des crédits de trésorerie recule (respectivement, +3,9% et -3,2% sur un an). L'écart entre les taux bancaires et de marché se resserre. **À venir : créations d'entreprises de septembre (vendredi)**. **Vers un budget fin 2025 ?** Après sa démission le 6 octobre, S. Lecornu a de nouveau été nommé Premier Ministre. Son gouvernement est composé de ministres issus des partis politiques et de la société civile. S. Lecornu devrait prononcer son discours de politique générale mardi 14, avant le dépôt instantané de plusieurs motions de censure par l'opposition. Un budget devrait être présenté en début de semaine en Conseil des ministres, puis d'ici au mercredi 15 à l'Assemblée nationale (ce qui laissera au Parlement les 70 jours constitutionnels pour délibérer et permettre l'adoption du budget avant la fin 2025). Ce budget devrait être proche de celui soumis au Haut Conseil des finances publiques et viser un déficit de 4,7% du PIB (prévision de croissance de 1% en 2026), grâce notamment à plusieurs impôts dans la continuité, pour l'essentiel, des hausses mises en œuvre en 2025 (surtaxe de l'impôt sur les sociétés pour EUR 4 mds, taxation des ménages les plus aisés pour EUR 3 mds, hausses de cotisations sociales pour près de EUR 1,5 md). À quoi s'ajouteraient une année blanche (pas d'indexation des barèmes d'imposition ou des prestations sociales, rapportant EUR 7 mds) et des coupes dans les dépenses de l'État (EUR 6 mds). Ce projet de budget serait ensuite amendé par le Parlement avec pour principal sujet de discussion l'opportunité de décaler, ou de geler, la mise en œuvre de la réforme des retraites de 2023.

- Italie : Chute de la production industrielle en août qui a atteint (hors période de Covid) son plus bas historique (91,6 ; -2,4% a/a), pénalisée par les biens de consommation (-2,1% a/a) et l'énergie (-8,4% a/a). Néanmoins, la production d'équipements de transports (+5,1pp à +4,1% a/a), de machines et équipements (+0,4pp à +4,8% a/a) et de produits pharmaceutiques (+9,2pp à +14,0% a/a) résistent plutôt bien. **À venir : inflation finale de septembre et balance commerciale d'août (jeudi)**.

ROYAUME-UNI

Les nouvelles immatriculations automobiles ont rebondi en septembre (+13,7% a/a) et atteint un plus haut en cumul sur 12 mois depuis mars 2020. L'immobilier envoie des signaux contrastés. Le solde sur l'évolution des prix (enquête RICS) remonte pour la 1^{re} fois depuis décembre 2024 (à -15), tandis



que l'indice Halifax recule de 0,3% m/m et enregistre sa plus faible variation annuelle depuis avril 2024 (+1,3% a/a). *À venir : chiffres de l'emploi d'août (mardi), PIB, production industrielle et solde commercial d'août (jeudi), indice BRC retail de septembre (mardi).*

JAPON

Un dilemme de plus pour la BoJ. La croissance des salaires a ralenti en août à +1,5% a/a (-1,9 pp) du fait de la contraction des primes et bonus (-10,5% a/a). La dynamique des salaires réels se dégrade (-1,2 pp à -1,4% a/a). Les dépenses de consommation accélèrent à +2,3% a/a (+0,9 pp). Le JPY a perdu plus de 4% face à l'USD entre le vendredi 3 et le vendredi 10 octobre, après l'élection de S. Takaichi, jugée favorable à des politiques accommodantes, à la tête du LDP (parti au pouvoir). La rupture de la coalition du LDP avec son allié traditionnel du Komeito complique la tâche de sa nouvelle présidente et compromet la capacité de S. Takaichi à accéder au poste de Première ministre.

ÉCONOMIES ÉMERGENTES

ASIE

Chine : la résilience des exportations confirmée. En septembre, les exportations de marchandises ont augmenté de +8,3% en g.a. en dollars courants (contre +4,4% en août). La contraction des exportations vers les États-Unis (-27% en g.a.) reste plus que compensée par la forte hausse des ventes vers les autres régions du monde (UE : +14,2%, ASEAN : +15,6%, Amérique latine : +15,2%, Afrique : +56,4%). La croissance des importations a accéléré (+7,4%, après +1,3% en août), et l'excédent commercial en cumul sur douze mois a atteint un nouveau plus haut historique (USD 1 174 mds). Les perspectives d'exportations sont de nouveau assombries par la menace, agitée par le Président Trump le 10 octobre, d'imposer des droits de douane supplémentaires de 100% sur les biens chinois.

Taiwan : les exportations continuent d'augmenter très rapidement (+33,8% en g.a. en septembre et +29,6% en g.a. sur les neuf premiers mois de 2025), soutenues notamment par les exportations vers les États-Unis (+54,9% en g.a. sur les neuf premiers mois de 2025) et les pays de l'ASEAN (+38,9%). Les exportations de biens technologiques sont largement tirées par les investissements dans l'IA des entreprises américaines.

Vietnam : croissance économique toujours forte. Le PIB réel a progressé de +8,2% en g.a. au T3 2025 et de +7,8% sur les trois premiers trimestres de 2025 (après +7,1% en 2024). L'accélération est généralisée. Elle est soutenue par l'industrie et les services (du côté de l'offre) et par les exportations, la consommation et l'investissement (du côté de la demande). Après un léger ralentissement en août, la croissance des exportations de marchandises a réaccéléré à +24,7% en g.a. en septembre. L'inflation des prix à la consommation est restée stable au T3 (+3,3% en g.a., comme au T2).

EUROPE CENTRALE

Pologne : poursuite de l'assouplissement monétaire. La Banque centrale a réduit son taux directeur de 25 pb à 4,50%. Deux éléments clés ont pesé dans la décision : 1/ l'amélioration des perspectives d'inflation à court terme, 2/ le retour de l'inflation à l'objectif cible depuis juillet. Quatre baisses de taux (-125 pb en cumul) ont eu lieu depuis mai dernier et d'autres sont à prévoir dans les prochains mois.

AMÉRIQUE LATINE

Chili : l'inflation est ressortie en hausse en septembre (4,4% en g.a. après 4,0% en août), en Colombie (5,2% après 5,1%), au Mexique (3,8% après 3,6%) et au Pérou (1,3% après 1,2%). Hormis au Chili, où la hausse concerne toutes les composantes de l'indice d'inflation (services et biens importés surtout), il est prématûr de parler de pressions inflationnistes généralisées. De nouvelles baisses de taux restent envisagées dans les mois à venir.

Argentine : confirmation du soutien financier américain. Le 9 octobre, le secrétaire d'État au trésor américain, Scott Bessent, a confirmé la mise en place d'une ligne de swaps de USD 20 mds et l'intervention du Trésor sur le marché des changes pour soutenir le peso. Ces annonces et intervention ont réussi à stabiliser la devise argentine autour de 1420 pour un dollar depuis début octobre.

Pérou : le 9 octobre, dans un contexte de crise politique, la Banque centrale a laissé son taux directeur inchangé à 4,25%. Le même jour, la présidente Dina Boluarte a été destituée après un vote au Parlement. C'est le président du Parlement, José Jeri, qui assumera la présidence du pays jusqu'aux prochaines élections générales en avril 2026.

AFRIQUE

Sénégal : vers un nouveau programme FMI. Plus d'un an après les premières révélations sur la « dette cachée » du gouvernement, le FMI a annoncé des négociations bilatérales mi-octobre pour déterminer les contours d'un nouveau programme. Son soutien financier sera crucial pour rassurer les investisseurs étrangers et alléger les pressions sur la liquidité du gouvernement à court terme. Toutefois, à moyen terme, les interrogations persistent sur la soutenabilité de la dette qui a atteint 119% du PIB fin 2024.

MATIÈRES PREMIÈRES

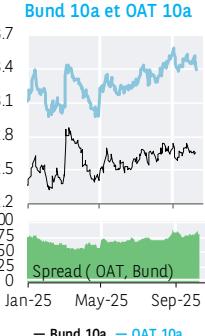
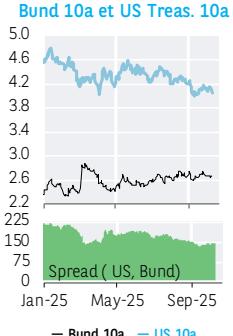
L'EIA (US Energy Information Administration) revoit à la hausse ses prévisions de production de pétrole pour 2026 à 107,2 mb/j (+0,6 mb/j par rapport à la prévision précédente), tandis que la demande reste inchangée (105,1 mb/j). L'essentiel de la hausse de la production prévue en 2025 et 2026 provient des producteurs hors OPEC+. La hausse de la production des membres du cartel reste très en deçà des augmentations annoncées. La production nord-américaine devrait rester stable en 2026 à 13,5 mb/j. La prévision de prix du baril pour 2026 est quasi inchangée à 52,2 USD/b en moyenne (référence Brent).

Bénéficiant de leur statut de valeur refuge, les cours de l'or et de l'argent ont atteint leur plus haut historique ce lundi. La reprise des tensions commerciales Chine/États-Unis, les perspectives d'une baisse des taux de la Fed, des craintes concernant la situation politique et les finances publiques dans certains pays de l'OCDE, et des tensions sur le marché physique de l'argent ont favorisé ce mouvement. Les cours du platine, et dans une moindre mesure du palladium, s'inscrivent aussi en forte hausse, bénéficiant des tensions croissantes sur le marché des matériaux critiques.



REVUE DES MARCHÉS

Marchés obligataires					
	en %	en pb			
	10-oct.-25	1 semaine	1 mois	Cumul annuel	1 an
Bund 2a	1,93	-7,0	-1,4	-12,9	-30,3
Bund 5a	2,18	-7,7	+0,2	+6,8	+7,7
Bund 10a	2,60	-6,5	-1,5	+23,1	+34,1
OAT 10a	3,40	-5,1	+0,5	+27,8	+44,7
BTP 10a	3,48	-3,7	+0,3	+5,8	+6,6
BONO 10a	3,14	-3,6	-3,2	+12,1	+19,7
Treasuries 2a	3,54	-5,5	-5,4	-71,0	-46,3
Treasuries 5a	3,65	-6,6	+7,7	-72,9	-24,7
Treasuries 10a	4,04	-6,5	+1,5	-53,5	-3,3
Gilt 2a	3,97	-1,6	+1,4	-18,2	+5,8
Treasuries 5a	4,01	-0,8	-5,2	-33,7	-6,8
Gilt 10a	4,75	-1,1	+11,3	+17,4	+53,6



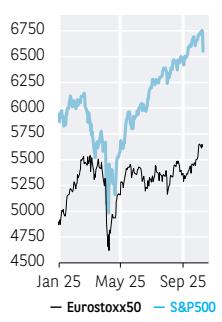
Taux de change - Matières premières

	en niveau	variation, %			
	10-oct.-25	1 semaine	1 mois	Cumul annuel	1 an
EUR/USD	1,16	-1,4	-1,3	+11,8	+6,0
GBP/USD	1,33	-1,2	-1,8	+6,2	+1,9
USD/JPY	152,43	+3,4	+3,4	-3,0	+2,5
DXY	111,99	+7,9	+11,5	+10,5	+6,1
EUR/GBP	0,87	-0,1	+0,6	+5,3	+4,0
EUR/CHF	0,93	-0,2	-0,4	-0,7	-0,6
EUR/JPY	176,51	+2,0	+2,1	+8,5	+8,7
Pétrole (Brent, \$)	62,82	-2,7	-7,0	-15,9	-19,5
Or (once, \$)	4007	+3,3	+9,8	+52,6	+52,7

EUR/USD et GBP/USD



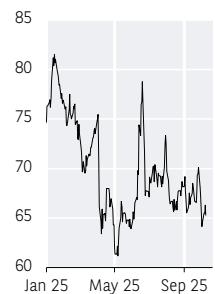
EUROSTOXX 50 et S&P500



Indices actions

	en niveau	variation, %			
	10-oct.-25	1 semaine	1 mois	Cumul annuel	1 an
Monde					
MSCI Monde (\$)	4238	-2,3	+0,3	+14,3	+14,2
Amérique du Nord					
S&P500	6553	-2,4	+0,3	+11,4	+13,4
Dow Jones	45480	-2,7	-0,0	+6,9	+7,1
Nasdaq composite	22204	-2,5	+1,5	+15,0	+21,5
Europe					
CAC 40	7918	-2,0	+2,0	+7,3	+5,0
DAX 30	24241	-0,6	+2,6	+21,8	+26,2
EuroStoxx50	5531	-2,1	+3,2	+13,0	+11,3
FTSE100	9427	-0,7	+2,2	+15,3	+14,4
Asie					
MSCI, loc.	1629	+1,7	+2,0	+13,7	+15,5
Nikkei	48089	+5,1	+9,7	+20,5	+22,1
Emergents					
MSCI Emergents (\$)	1366	-0,6	+4,4	+26,9	+18,0
Chine	87	-3,3	+2,1	+35,5	+24,9
Inde	1035	+1,5	+0,3	+0,7	-7,0
Brésil	1478	-4,0	-2,8	+25,6	+2,5

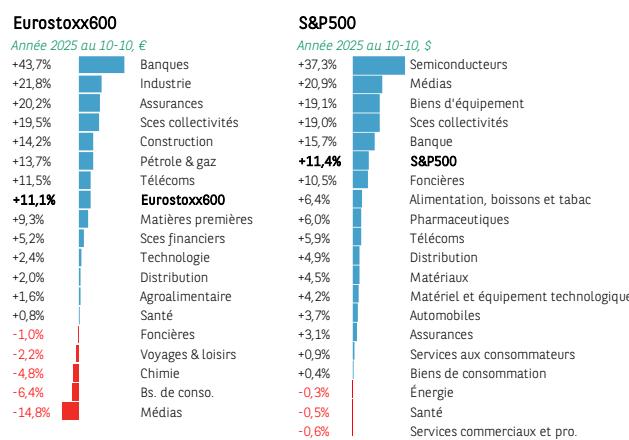
Pétrole (Brent, \$)



Or (once, \$)



Performance par secteur



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

Zone euro : l'essentiel de la baisse du coût du crédit est derrière nous	Graphique de la Semaine	8 octobre 2025
EcoPulse Croissance résiliente malgré une volatilité liée au choc tarifaire	EcoPulse	7 octobre 2025
Union Européenne : la taxe carbone aux frontières en six questions	EcoWeek	6 octobre 2025
En Afrique aussi, la reconfiguration du commerce mondial se fait au profit de la Chine	Graphique de la Semaine	1 ^{er} octobre 2025
Le marché des Treasuries, un colosse aux pieds d'argile : remettre de l'huile dans les rouages	EcoInsight	30 septembre 2025
L'Euro future monnaie verte ? Ou comment l'Europe domine les obligations durables	Podcast En Eco dans le Texte	30 septembre 2025
Approvisionnement en gaz : l'Europe bientôt moins vulnérable ?	EcoWeek	29 septembre 2025
Politique monétaire : et maintenant ?	Hors Série	25 septembre 2025
Allemagne : derrière le repli de l'IFO en septembre, des signes que la reprise progresse lentement mais sûrement	EcoFlash	24 septembre 2025
Zone euro : moins de désaccords en général sur les prévisions de croissance pour l'année courante... mais pas en 2025	Graphique de la Semaine	24 septembre 2025
Économie française : quatre lignes de force et une faiblesse	EcoWeek	22 septembre 2025
EcoPerspectives — Économies Avancées 3^e trimestre 2025	EcoPerspectives	22 septembre 2025
Fed : assouplissement sous contraintes	EcoFlash	28 septembre 2025
Hausse des tarifs américains : c'est l'Europe qui s'en sort le mieux	Graphique de la Semaine	17 septembre 2025
Le crédit domestique en soutien à la croissance des pays émergents	EcoWeek	15 septembre 2025
Le marché des Treasuries, un colosse aux pieds d'argile : une valeur refuge mise au défi	EcoInsight	12 septembre 2025
Émissions de CO2, quand la Chine basculera...	Graphique de la Semaine	10 septembre 2025
En Chine, la croissance résiste mais le combat contre la déflation est loin d'être gagné	EcoWeek	8 septembre 2025
Productivité, croissance et emploi à l'ère de l'IA : synthèse de la littérature économique	EcoInsight	5 septembre 2025
États-Unis : l'été maussade de l'emploi va pousser la Fed à agir	EcoFlash	5 septembre 2025



RECHERCHE ÉCONOMIQUE GROUPE

Isabelle Mateos y Lago Cheffe économiste Groupe	+33 1 87 74 01 97	isabelle.mateosylago@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

ECOFLASH

Un indicateur, un évènement 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 dans l'économie

ECOTV

Quel est l'évènement 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 : Vladimir Palenko

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 du 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_Noticess.pdf

© BNP Paribas (2025). Tous droits réservés.

Pour vous abonner à nos publications :

ÉTUDES ÉCONOMIQUES



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change