

“ MÊME SI LES PAYS ÉMERGENTS SONT SUJETS AUX MOUVEMENTS DE CAPITAUX *FLIGHT TO QUALITY*, LA VULNÉRABILITÉ DES ÉCONOMIES ÉMERGENTES AUX DURCISSEMENTS MONÉTAIRES OUTRE-ATLANTIQUE EST BIEN MOINDRE QU’IL Y A UNE DIZAINE D’ANNÉES.

ÉTUDES **ECO**NOMIQUES



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

SOMMAIRE

2

3

ÉDITORIAL

La vulnérabilité des économies émergentes à la politique monétaire américaine n'est plus ce qu'elle était

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



LA VULNÉRABILITÉ DES ÉCONOMIES ÉMERGENTES À LA POLITIQUE MONÉTAIRE AMÉRICAINE N'EST PLUS CE QU'ELLE ÉTAIT

Le dernier resserrement monétaire réalisé aux États-Unis entre mars 2022 et juillet 2023 s'est traduit par des sorties d'investissements de portefeuille des non-résidents bien plus massives que lors du précédent (2016-2018) et du fameux *taper tantrum* de 2013. Pour autant, la vulnérabilité des économies émergentes aux durcissements monétaires outre-Atlantique est moindre qu'il y a une dizaine d'années. D'une part, l'impact des mouvements de capitaux *flight to quality* des investisseurs privés non-résidents, sur les primes de risque et les rendements obligataires en monnaie locale, est moins important. D'autre part, le niveau et la structure de la dette des entreprises se sont améliorés.

En août 2021, un économiste de la Réserve fédérale de Dallas publiait une tribune au titre accrocheur (« *Don't Look to the 2013 Tantrum for the Effect of Tapering on Emerging Markets* »¹) qu'il concluait en affirmant que l'annonce de la réduction du soutien monétaire de la Fed (connue sous l'appellation très exagérée de « *taper tantrum* »), en mai 2013, et la forte remontée des rendements obligataires américains qui avait suivi ne pouvaient plus servir de référence pour juger de l'effet de la politique monétaire américaine sur les économies émergentes. La démonstration reposait principalement sur le constat qu'entre 2013 et 2021, la plupart des banques centrales des treize principaux pays émergents avaient reconstitué leurs réserves de change. En outre, pour les pays dont le niveau des réserves dépassait le seuil de 7% des engagements extérieurs à court terme, la dépréciation du taux de change contre dollar avait été moindre et la hausse des primes de risque sur la dette externe des entreprises beaucoup plus limitée. L'expérience plus récente du resserrement monétaire américain, mené entre mars 2022 et juillet 2023, permet de compléter cette analyse².

DES SORTIES D'INVESTISSEMENTS DE PORTEFEUILLE MASSIVES EN 2022

Dans les cinq mois qui ont suivi le premier relèvement des taux de la Fed (le 17 mars 2022), les sorties d'investissements de portefeuille des non-résidents ont été massives (près de USD 60 mds en cumul). En comparaison, lors du *taper tantrum* et de l'épisode de resserrement monétaire qui avait suivi (2016-2018), les sorties avaient été nettement plus faibles (environ 25 mds dans les deux cas). Surtout, elles avaient été effacées très rapidement (au bout de quatre mois seulement contre 14 mois pour l'épisode de 2022-2023).

L'importance des sorties lors du dernier relèvement s'explique par le fait que la Fed a remonté son taux directeur plus rapidement et plus fortement qu'en 2016-2018³. De plus, la hausse induite des rendements obligataires américains a été plus importante (deux fois plus qu'en 2016-2018 et trois fois plus que durant la courte période de tensions consécutive à l'annonce du *tapering*). Il n'en demeure pas moins que les places financières émergentes sont toujours très exposées aux mouvements de capitaux *flight to quality*.

LES ÉCONOMIES ÉMERGENTES SONT MOINS VULNÉRABLES AUJOURD'HUI

Pour autant, la vulnérabilité des économies émergentes est bien moindre qu'il y a une dizaine d'années. D'une part, l'impact des sorties d'investissement de portefeuille des non-résidents est contrebalancé par la stabilité des investisseurs publics étrangers (banques centrales, fonds souverains) et l'importance croissante des investisseurs locaux.

Ainsi, la part de la dette publique détenue par les non-résidents (privés et publics confondus) est de 15% actuellement contre 25% en 2015. Les primes de risque sur la dette externe des États (mesurés par les *CDS spread*) ont diminué entre janvier 2022 et juillet 2023 dans pratiquement tous les pays. Sur la même période, les rendements des obligations d'État en monnaie locale ont augmenté en médiane de seulement 150 points de base (pb) alors que les politiques monétaires locales s'étaient fortement durcies (+425 pb en médiane également⁴).

De plus, à l'exception des pays d'Amérique latine, les finances publiques ne sont plus vulnérables au risque de change, ou le sont modérément. En Asie, pour la moitié des pays émergents, la part de la dette en devise ne dépasse pas 5%. Pour l'autre moitié, elle varie entre 20% et 35% mais, à l'exception de l'Indonésie, les flux d'investissements de portefeuille y sont faibles, ce qui limite *a priori* les effets de transmission d'un mouvement de capitaux *flight to quality*.

En Europe, les pays membres de l'UE qui ne sont pas encore intégrés à la zone euro sont endettés en devises à hauteur de 20% ou plus (43% pour la Roumanie), à l'exception de la République tchèque. C'est la stabilité contre l'euro et non contre le dollar qui importe. En Europe émergente (hors Russie), seule la dette de l'État turc est fortement exposée au risque de change puisqu'elle est libellée à hauteur de 55% en devises, majoritairement en dollar. Au sein de la zone Afrique Moyen-Orient (hors pays du Golfe dont l'endettement public est adossé à des réserves de change et des actifs de fonds souverains qui lui sont largement supérieurs), l'Égypte fait également exception avec un tiers de la dette libellée en devises. Enfin, contrairement à la Turquie, l'État égyptien est fortement endetté et dépend du soutien financier du FMI.

Restent les pays latino-américains. L'État brésilien n'est endetté en devises qu'à hauteur d'environ 5%. Le Mexique l'est davantage (17%) et les autres économies le sont plus encore, de 35% à 50% (Argentine). Cela s'explique par le fait que ces pays sont exportateurs de matières premières dont les prix sont libellés en dollars. Or, la corrélation négative qui existait entre le dollar et les prix du pétrole et des matières premières en général ne s'observe plus depuis 2021. Les recettes d'exportation offrent donc une meilleure couverture naturelle contre le risque de change que par le passé. Ces économies souffrent moins du « péché originel » (endettement externe en dollars ou autres devises principales, faute de financements domestiques en monnaie locale) qui, à l'occasion de dévaluations forcées des parités fixes contre le dollar, avait été à l'origine des crises souveraines des années 90.

1 «Don't Look to the 2013 Tantrum for the Effect of Tapering on Emerging Markets» - Dallasfed.org

2 Notre échantillon de pays émergents est composé de 13 pays (Afrique du Sud, Brésil, Corée du Sud, Hongrie, Inde, Indonésie, Malaisie, Mexique, Pologne, Thaïlande, Rep. Tchèque, Thaïlande et Turquie). Nous avons exclu la Chine et la Russie, à la fois en raison de l'absence de données pour les besoins de la comparaison et la spécificité de ces deux pays (taille pour la Chine, isolement financier pour la Russie).

3 Elle ne l'avait pas relevé Lors du *taper tantrum*.

4 Ce constat doit être interprété avec précaution car la politique monétaire locale peut brouiller la mesure du lien de cause à effet entre la politique monétaire US et les taux d'intérêt domestiques via les investissements de portefeuille des non-résidents. En effet, les politiques monétaires locales peuvent modifier les anticipations d'inflation : une hausse des rendements obligataires moins importante que celle des taux directeurs, ce qui a été le cas dans tous les pays avec un coefficient médian de 0,3, peut se justifier par une baisse de l'inflation anticipée et non par l'effet de compensation des investisseurs locaux par rapport aux investisseurs étrangers. Toutefois, ce faible degré de transmission suggère que cet effet de compensation a été important.



UN RISQUE DE CRÉDIT DES ENTREPRISES NON FINANCIÈRES PLUS MODÉRÉ

D'autre part, le niveau et/ou la structure de l'endettement des entreprises non financières des économies émergentes se sont améliorés depuis 2015, ce qui explique en partie pourquoi le risque de crédit, mesuré par les taux de prêts non performants dans les bilans bancaires, est resté très modéré ou a continué de diminuer malgré les chocs externes successifs depuis 2020 (au-delà des moratoires sur les créances en souffrance décidées par les États durant la crise de la Covid-19).

Contrairement aux États dont la dette a augmenté en médiane de 12 pp de PIB depuis 2015, celle des entreprises non financières a diminué ou très modérément augmenté (au plus +5 pp de PIB sur la période), à l'exception de la Corée du Sud (+17 pp) et du Vietnam (+35 pp). La première est une économie solide, produisant et exportant des produits à haute valeur ajoutée, et la seconde une économie en pleine expansion attirant les investissements directs. Les deux sont *a priori* susceptibles de bénéficier de l'adaptation des chaînes de valeur consécutive à l'affrontement commercial entre la Chine et les États-Unis. Enfin, la baisse des ratios d'endettement (en % du PIB) s'est généralement doublée de celle de la dette en devises, qu'elle soit d'origine externe ou accordée par les banques locales.

En définitive, même si les pays émergents sont sujets au *flight to quality*, la conclusion de l'économiste de la Réserve fédérale de Dallas se trouve confirmée : la vulnérabilité des économies émergentes aux durcissements monétaires outre-Atlantique est bien moindre qu'il y a une dizaine d'années.

François Faure

francois.faure@bnpparibas.com



ÉCONOMIES AVANCÉES

[Retrouvez notre scénario et nos prévisions](#)

ÉTATS-UNIS

Tarifs douaniers : rendez-vous le 1^{er} août... mais pas vraiment. Prévues initialement le 9 juillet, l'expiration de la suspension des droits de douane « réciproques » a été repoussée au 1^{er} août afin de permettre la conclusion d'accords d'ici-là. Cette échéance doit marquer l'entrée en vigueur des nouveaux tarifs (*voir ci-après*) et l'application, en l'absence d'accord, des tarifs décidés lors du « *Liberation Day* » (2 avril). Au niveau sectoriel, des droits de douane de 50% sur les importations de cuivre, exemptées jusqu'à présent de tarifs supplémentaires, s'appliqueront. Le président américain a évoqué un délai d'un an sur les produits pharmaceutiques (exemptés à ce jour) avant l'application d'un taux très important (« *tel que 200%* »). Au niveau national, les annonces les plus marquantes concernent l'Union européenne (30%), le Mexique (30%), le Brésil (50%) et le Japon (25%). Une lettre officielle a été envoyée au Canada le menaçant d'une augmentation à 35% (+10pp) du tarif douanier en vigueur. Des droits additionnels (10% pour les BRICS et les pays alignés sur leurs politiques jugées par la Maison Blanche comme « anti-américaines » ; tarifs secondaires à 100% envers la Russie) ont également été évoqués. **Le sentiment des petites entreprises se stabilise** : l'indice d'optimisme du NFIB baisse marginalement en juin (98,6 contre 98,8 précédemment). L'indice d'incertitude recule à 89 (-5 points) et les plans en matière de prix sont légèrement revus à la hausse (32 contre 31). *À venir* : inflation CPI (mardi), PPI et production industrielle (mercredi), ventes au détail (jeudi), indice du sentiment du consommateur de l'Université du Michigan (vendredi).

ZONE EURO / UE

Des avancées dans le projet européen : Le Conseil de l'Union européenne a formellement validé l'accession de la Bulgarie à l'Eurosystème le 1^{er} janvier 2026. Dans la foulée des interventions de la présidente de la BCE, Christine Lagarde, sur le renforcement du rôle de monnaie de réserve globale de l'euro, le 9 juillet à Bruxelles, le chef économiste de la BCE, Philip Lane, a appelé à accroître le volume d'actifs sûrs en euros. Il a aussi mentionné trois propositions dans ce but : émettre plus d'obligations communes pour financer des biens publics européens, utiliser des revenus fiscaux dédiés pour des « *blue bonds/red bonds* » (obligations communes émises par les États membres et soutenues par des flux de revenus dédiés), et regrouper des obligations nationales en « *sovereign bond-backed securities* ». La Commission européenne a dévoilé un plan d'action pour soutenir l'industrie chimique européenne accompagné d'un paquet Omnibus de simplification administrative pour le secteur. La production industrielle a rebondi de 1,7% m/m en mai, tirée par le secteur pharmaceutique. *À venir cette semaine* : les chiffres finaux d'inflation (juin). La Commission européenne dévoilera, le 16 juillet, les grandes lignes du prochain cadre financier pluriannuel post-2027.

ALLEMAGNE

Rebond de la balance commerciale malgré le repli des exportations vers les États-Unis. Le solde a atteint EUR 18,4 mds en raison d'une baisse des importations plus marquée que celle des exportations. Les exportations vers les États-Unis reculent pour le deuxième mois consécutif et contrebalancent les bons chiffres du premier trimestre. Sur les cinq premiers mois de l'année, elles sont ainsi inférieures de 2,2% comparativement à la même période en 2024. Le commerce avec l'Union européenne est en repli (m/m). Parallèlement, le déficit commercial avec la Chine se creuse. La production industrielle rebondit de 1,2% m/m en mai et la moyenne sur six mois continue d'augmenter mais de façon marginale (+0,1% m/m). Les chiffres définitifs de l'inflation pour le mois de juin confirment les estimations préliminaires. L'inflation harmonisée est en hausse de 2% sur un an. Le Parlement approuve le plan de relance de l'investissement privé qui prévoit un amortissement dégressif exceptionnel jusqu'en 2027 et une baisse de 5 points de l'impôt sur les sociétés de 2028 à 2032, pour une valeur estimée à EUR 46 mds d'ici 2029.

FRANCE

L'incertitude demeure avant l'annonce des premiers arbitrages budgétaires le 15 juillet. Plusieurs pistes de freinage des dépenses publiques seraient envisagées, notamment une non-indexation ou un gel des prestations sociales. Le déficit du compte courant s'est réduit sur un mois à EUR 3,1 mds d'euros en mai (vs. EUR 6,6 mds en avril), mais il s'est creusé à EUR 1 md en cumul sur douze mois. L'inflation non harmonisée de juin a été légèrement révisée à la hausse (à hauteur de 0,1 point de pourcentage, soit +0,4% m/m et +1,0% a/a), tout comme l'inflation harmonisée (+0,9% a/a). **La stabilisation des défaillances d'entreprises semble se confirmer** (67 000 en cumul annuel entre mars et mai 2025). Le poids économique des entreprises défaillantes (qui rapporte en cumul annuel l'encours des crédits bancaires aux entreprises nouvellement défaillantes à l'encours moyen des crédits bancaires aux entreprises saines et défaillantes sur la période) s'est replié à 0,52% (-2 pb m/m) et pourrait se stabiliser prochainement. **La production nouvelle de crédits à l'habitat aux ménages (corrigée des variations saisonnières) a sensiblement reculé entre avril et mai** pour s'établir à EUR 11,5 mds (-EUR 1,1 md), mettant fin à trois mois de hausses consécutives. Le scénario d'une stabilisation prochaine des taux d'emprunt semble se confirmer pour les crédits à l'habitat et à la consommation (respectivement, à 2,99% et 6,40% en mai contre 2,99% et 6,43% en avril). **La croissance de l'encours des crédits bancaires aux sociétés non financières a continué de se tasser en mai 2025 pour le troisième mois consécutif** (2,1% sur un an, -0,2% m/m). L'encours des titres de dette progresse légèrement (+0,3% sur un an). Le coût des nouveaux financements bancaires et de marché poursuit son repli (respectivement, 3,56% et 3,31%, en mai, contre, 3,68% et 3,40% en avril).

ROYAUME-UNI

Nouveau recul de l'activité. Le PIB mensuel s'est contracté pour le second mois consécutif en mai (-0,1% m/m). La production industrielle a notamment reculé de 0,9% m/m. Le déficit commercial se replie légèrement sur un mois mais atteint un nouveau record en cumul sur un an (GBP 239,4 mds). L'enquête RICS indique une stabilisation de l'activité immobilière avec des soldes d'opinion proches de l'équilibre. Le sommet franco-britannique a débouché sur des accords de coopération en matière de migration et de défense (Lancaster 2.0). *À venir cette semaine* : l'inflation du mois de juin et le rapport sur le marché du travail.



ÉCONOMIES ÉMERGENTES

BRÉSIL

Entre riposte politique et inquiétudes des marchés : le Brésil sous pression américaine. En réponse aux menaces américaines de relèvement des droits de douane brandies le 9 juillet, Lula a déclaré que le Brésil se tenait prêt à appliquer des mesures de rétorsion équivalentes si nécessaire, conformément à la loi de réciprocité adoptée en avril 2025 par le Congrès. Dans la foulée de l'annonce du 9 juillet, le real brésilien a chuté de 2 % face au dollar tandis que la Bourse reculait de 2,5 % (jusqu'au 15 juillet). Les marchés redoutent non seulement l'impact des nouvelles mesures sur les exportateurs brésiliens — en particulier la surtaxe de 50 % sur le cuivre annoncée simultanément — mais anticipent également une détérioration des relations entre les deux pays.

CHINE

Très légère accélération de l'inflation sous-jacente. L'inflation des prix à la consommation est revenue en territoire positif en juin (+0,1 % en g.a. contre -0,1 % les trois mois précédents). L'inflation sous-jacente a poursuivi sa lente remontée (+0,7 % en g.a., contre +0,6% en mai et +0,5 % en avril), sous l'effet notamment du léger redressement de la consommation des ménages. En revanche, les prix des biens alimentaires et du carburant ont continué de diminuer (respectivement -0,3 % et -10,8 % en g.a.). La déflation des prix à la production s'est également poursuivie (-3,6 % en g.a.), tirée par la baisse du coût des matières premières. **Ralentissement de la croissance plus modéré qu'attendu au T2 2025 :** la croissance du PIB réel s'est établie à +5,2 % en glissement annuel (contre +5,4 % au T1) et à +1,1% en glissement trimestriel (contre +1,2 % au T1). Les exportations n'ont pas ralenti comme prévu au T2, notamment grâce à leur léger redressement en juin (+5,8 % en g.a. en dollars courants) dû à la trêve conclue entre Pékin et Washington. Ceci a soutenu la production industrielle (+6,8% en g.a. en juin, contre +5,8 % en mai et +6,1 % en avril). Mais les perspectives d'exportations restent sombres et pèsent sur l'investissement. La croissance dans les services est restée proche de 6 % en g.a. en juin, et le nouveau ralentissement des ventes au détail en juin (+4,7 % en g.a. en volume, contre +6,5 % en mai) témoigne du manque de vigueur de la demande des ménages.

CORÉE DU SUD

La Banque centrale de Corée a maintenu son taux directeur à 2,5 % le 10 juillet. Son communiqué laisse entendre que la baisse des taux se poursuivra de manière graduelle d'ici la fin de l'année, afin de soutenir la croissance durablement affaiblie, notamment par les effets directs et indirects des droits de douane américains. Le gouvernement continue, à ce jour, de négocier avec l'administration américaine. L'objectif immédiat est d'appuyer l'effet des récentes mesures gouvernementales destinées à contenir la dette des ménages, de nouveau en hausse à 92 % du PIB au T1 après huit trimestres consécutifs de recul. Grâce à ces mesures, le marché immobilier de Séoul semble se stabiliser, mais les prêts immobiliers aux ménages continuent d'augmenter rapidement (+10 % en g.a. en avril).

MALAISIE

Dernier pays d'Asie du Sud-Est à entamer un cycle d'assouplissement monétaire. La Banque centrale de Malaisie a abaissé son taux directeur de 25 pb à 2,75 %. La dernière baisse de taux datait de la pandémie. La décision de la Banque centrale reflète son inquiétude face au ralentissement du commerce mondial, à la baisse des prix des matières premières et à la hausse des tarifs douaniers américains. Le pays n'a toujours pas conclu d'accord avec le gouvernement Trump.

MATIÈRES PREMIÈRES

Les prix du cuivre restent proches de leur plus haut historique (au-delà de USD 12 000 la tonne métrique) sur le marché américain après l'annonce de droits de douane de 50 % sur les importations américaines de cuivre. L'accroissement de l'écart avec le prix du marché de Londres (environ 25 à 30 %) suggère que les opérateurs anticipent un certain nombre d'exceptions, notamment suivant le type de matériaux considéré. À noter que la consommation de cuivre des États-Unis dépend à environ 45 % des importations, et que les perspectives d'augmentation des capacités de production (minerai et raffiné) sont limitées à court terme. **L'Agence internationale de l'énergie prévoit un essoufflement de la demande de pétrole en 2025** avec une révision à la baisse de ses prévisions de croissance de la demande mondiale à 700 kb/j, soit la plus faible croissance depuis 2009 (hors période de pandémie). La demande de pétrole des pays émergents a été particulièrement faible au T2 2025. La prévision pour 2026 est à peine supérieure (+720 kb/j). Sans surprise, à la suite de l'annonce récente de l'OPEP+, les prévisions de croissance de la production sont revues à la hausse pour 2025 (+2,1mb/j) et pour 2026 (+1,3mb/j).



REVUE DES MARCHÉS

Marchés obligataires

	en %		en pb		
	14-juil.-25	1 semaine	1 mois	Cumul annuel	1 an
Bund 2a	1.87	-2.6	+0.9	-19.2	-112.5
Bund 5a	2.23	-1.2	+12.9	+11.3	-25.1
Bund 10a	2.69	+0.6	+15.5	+32.8	+24.3
OAT 10a	3.44	+2.4	+18.6	+31.2	+33.8
BTP 10a	3.61	+1.6	+11.5	+18.4	-15.4
BONO 10a	3.28	+0.7	+11.6	+25.8	+6.4
Treasuries 2a	3.92	+0.9	-5.6	-33.2	-59.7
Treasuries 5a	3.98	+0.5	-3.5	-40.5	-11.4
Treasuries 10a	4.43	+0.8	+2.1	-15.0	+24.9
Gilt 2a	3.82	-5.6	-12.7	-32.3	-87.2
Treasuries 5a	4.02	-3.2	-5.0	-32.6	+11.4
Gilt 10a	4.60	-3.2	+4.5	+2.5	+48.6

Taux de change - Matières premières

	en niveau		variation, %		
	14-juil.-25	1 semaine	1 mois	Cumul annuel	1 an
EUR/USD	1.17	-0.1	+1.2	+12.8	+7.1
GBP/USD	1.34	-0.4	-1.0	+7.4	+3.5
USD/JPY	147.49	+0.1	+2.3	-6.2	-6.5
DXY	111.99	+7.9	+11.5	+10.5	+6.1
EUR/GBP	0.87	+0.4	+2.2	+5.1	+3.5
EUR/CHF	0.93	-0.0	-0.7	-0.8	-4.6
EUR/JPY	172.31	-0.0	+3.6	+5.9	+0.1
Pétrole (Brent, \$)	69.23	-1.6	-6.9	-7.4	-19.4
Or (once, \$)	3348	-0.5	-2.3	+27.5	+38.8

Indices actions

	en niveau		variation, %		
	14-juil.-25	1 semaine	1 mois	Cumul annuel	1 an
Monde					
MSCI Monde (\$)	4052	+0.1	+3.9	+9.3	+11.7
Amérique du Nord					
S&P500	6269	+0.1	+4.9	+6.6	+11.6
Dow Jones	44460	+0.2	+5.4	+4.5	+11.1
Nasdaq composite	20640	+0.3	+6.4	+6.9	+12.2
Europe					
CAC 40	7808	-0.3	+1.6	+5.8	+1.1
DAX 30	24161	-0.4	+2.7	+21.4	+28.9
EuroStoxx50	5371	-0.2	+1.5	+9.7	+6.5
FTSE100	8998	+0.6	+1.7	+10.1	+9.0
Asie					
MSCI, loc.	1469	-0.1	+1.7	+2.5	+0.7
Nikkei	39460	-0.3	+4.3	-1.1	-4.2
Emergents					
MSCI Emergents (\$)	1229	-0.0	+3.2	+14.1	+9.3
Chine	75	+0.5	+1.3	+16.6	+26.5
Inde	1064	-0.2	+1.6	+3.5	-3.0
Brésil	1410	-0.3	-0.5	+19.8	-5.0

Performance par secteur

Eurostoxx600

Année 2025 au 14-7, €

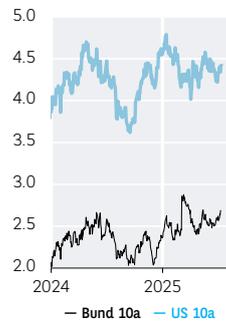
+31.1%	Banques
+16.5%	Assurances
+16.1%	Construction
+16.0%	Industrie
+15.8%	Scs collectivités
+10.7%	Télécoms
+10.0%	Pétrole & gaz
+7.8%	Eurostoxx600
+5.7%	Scs financiers
+4.7%	Technologie
+4.4%	Agroalimentaire
+2.2%	Chimie
+2.2%	Foncières
-0.8%	Voyages & loisirs
-3.1%	Distribution
-4.8%	Matières premières
-5.1%	Santé
-7.2%	Bs. de conso.
-7.5%	Médias

S&P500

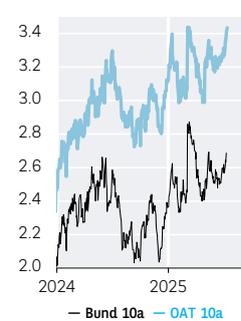
Année 2025 au 14-7, \$

+20.7%	Semiconducteurs
+18.3%	Biens d'équipement
+14.7%	Banque
+12.7%	Foncières
+9.6%	Médias
+9.5%	Télécoms
+9.4%	Services aux consommateurs
+9.2%	Scs collectivités
+8.0%	Alimentation, boissons et tabac
+8.0%	Matériaux
+6.6%	S&P500
+6.5%	Distribution
+6.3%	Services commerciaux et pro.
+3.1%	Énergie
+2.4%	Assurances
+1.7%	Biens de consommation
-1.4%	Pharmaceutiques
-2.4%	Santé
-11.0%	Matériel et équipement technologiques
-18.5%	Automobiles

Bund 10a vs US Treas. 10a



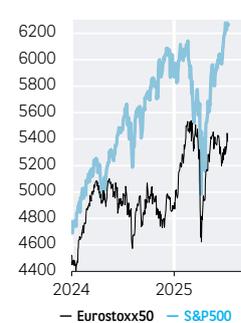
Bund 10a vs OAT 10a



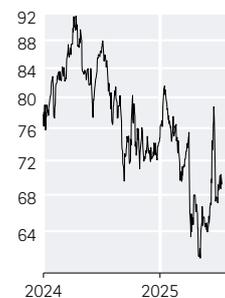
EUR/USD vs GBP/USD



EUROSTOXX 50 vs 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

Créances douteuses dans l'Union européenne : forte baisse et moindre dispersion depuis 2019	Graphique de la Semaine	10 juillet 2025
Tariff Tracker - mise à jour du 10 juillet 2025	Tariff Tracker	10 juillet 2025
Ecopulse Numéro de Juillet 2025	EcoPulse	8 juillet 2025
À quoi pensent les banquiers centraux en ce début d'été ?	EcoWeek	7 juillet 2025
Quels sont les effets de la politique tarifaire américaine sur le commerce mondial et les pays émergents ?	Podcast En Eco dans le texte	7 juillet 2025
Petit Atlas de l'économie française Juillet 2025	Le Petit Atlas de l'Économie Française	3 juillet 2025
L'Inde attire les IDE mais ne les retient pas	Graphique de la Semaine	2 juillet 2025
Tariff Tracker - mise à jour du 2 juillet 2025	Tariff Tracker	2 juillet 2025
Titrisation : la tentative récente de relance de la Commission européenne sera-t-elle la bonne ?	EcoWeek	1 ^{er} juillet 2025
France : La hausse des prix de l'immobilier pourrait se heurter à l'essoufflement du rebond de la capacité d'achat des ménages	EcoTV	30 juin 2025
Baromètre de l'inflation - Juin 2025	EcoCharts	27 juin 2025
Remontée des taux longs : un bon point relatif pour la zone euro	Graphique de la Semaine	26 juin 2025
Budget allemand 2025 : une hausse massive et rapide des investissements, pour quoi et à quel prix?	EcoFlash	26 juin 2025
Rearm Europe : faire du défi du réarmement une opportunité pour l'industrie et la croissance européennes	EcoInsight	25 juin 2025
EcoPerspectives — Économies Émergentes 2e trimestre 2025	EcoPerspectives	24 juin 2025
Royaume-Uni : vers une consolidation budgétaire étalée dans le temps mais encore plus contrainte qu'en France	EcoWeek	23 juin 2025
Tariff Tracker - mise à jour du 23 juin 2025	Tariff Tracker	23 juin 2025
Fed : entre attente et division	EcoFlash	19 juin 2025
En zone euro, l'inflation est aussi un phénomène monétaire	Graphique de la Semaine	18 juin 2025
Ralentissement et reconfiguration du commerce mondial en 2025 : quels effets pour les pays émergents ?	EcoWeek	16 juin 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 – Türkiye	+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, Russie, Kazakhstan	+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	mickaëlle.filsmarie-luce@bnpparibas.com



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 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



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 **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 : Calvste



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change