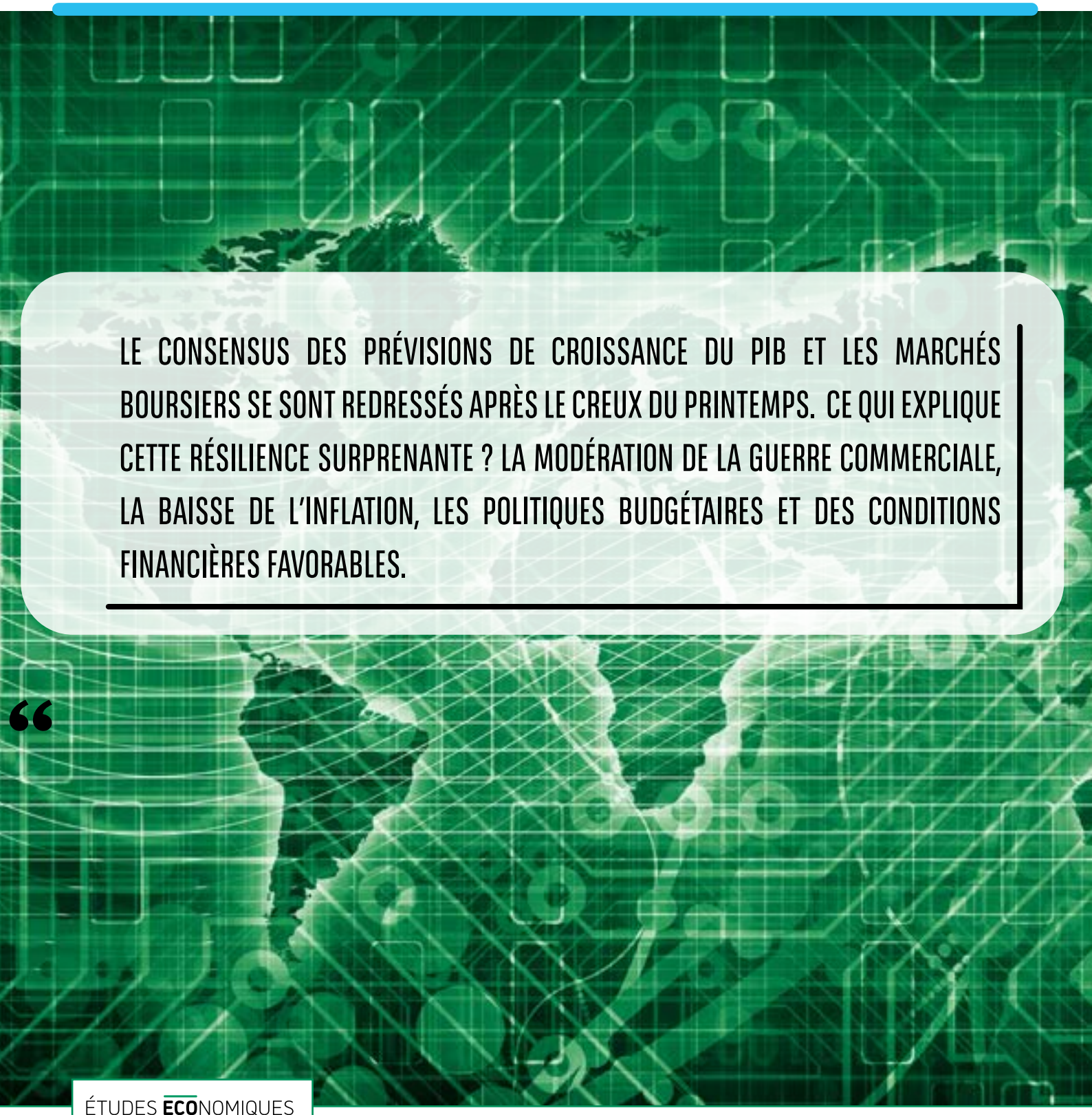
ECOWEEK

numéro 25.29
21 juillet 2025



LE CONSENSUS DES PRÉVISIONS DE CROISSANCE DU PIB ET LES MARCHÉS BOURSIERS SE SONT REDRESSÉS APRÈS LE CREUX DU PRINTEMPS. CE QUI EXPLIQUE CETTE RÉSILIENCE SURPRENANTE ? LA MODÉRATION DE LA GUERRE COMMERCIALE, LA BAISSE DE L'INFLATION, LES POLITIQUES BUDGÉTAIRES ET DES CONDITIONS FINANCIÈRES FAVORABLES.

“

ÉTUDES ECONOMIQUES

BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

SOMMAIRE

3
ÉDITORIAL
L'économie mondiale à mi-année : plus de peur que de mal mais attention à trois facteurs de risque

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

ÉDITORIAL

L'ÉCONOMIE MONDIALE À MI-ANNÉE : PLUS DE PEUR QUE DE MAL MAIS ATTENTION À TROIS FACTEURS DE RISQUE

En dehors des États-Unis, au premier trimestre la croissance du PIB a généralement dépassé les attentes dans l'Union européenne, au Royaume-Uni et dans les économies émergentes, y compris la Chine. Après le sursaut des importations qui a précédé la hausse des droits de douane américains, le retour de bâton au deuxième trimestre sera plus limité que prévu dans la plupart des cas. Mais il serait prématuré de lever complètement l'alerte car trois dangers guettent : les droits de douane, l'inflation et la dette publique.

JUSQU'À PRÉSENT LE PATIENT SE PORTE MIEUX QUE PRÉVU

En dehors des États-Unis dont l'économie s'est contractée, la croissance du PIB au premier trimestre a généralement dépassé les attentes, notamment dans l'Union européenne où elle a atteint 0,6 % en glissement trimestriel, contre 0,2 % prévu par la BCE en mars. La croissance britannique aussi a surpris à la hausse. Les marchés émergents se sont également révélés étonnamment résistants : la croissance chinoise a dépassé les attentes (+5,4 % en glissement annuel) avec des surprises globalement positives dans tous les domaines. Après le sursaut des importations « pre-tariffs », un retour de bâton était attendu au deuxième trimestre. Or, les données disponibles à ce jour, notamment les enquêtes PMI, les chiffres des exportations et ceux la production industrielle, suggèrent qu'il sera limité dans la plupart des cas. À noter toutefois que le Royaume-Uni se démarque avec une contraction de l'activité en mai et en juin et que les indicateurs français sont à la traîne par rapport au reste de la zone euro. Même la Chine, épicentre de la guerre commerciale, a vu ses exportations continuer à progresser fortement, ce qui a permis au PIB du deuxième trimestre de ne ralentir que légèrement (+5,2% en glissement annuel). En phase avec l'activité, les marchés du travail sont restés solides avec des taux de chômage à des niveaux historiquement bas dans la plupart des régions[1].

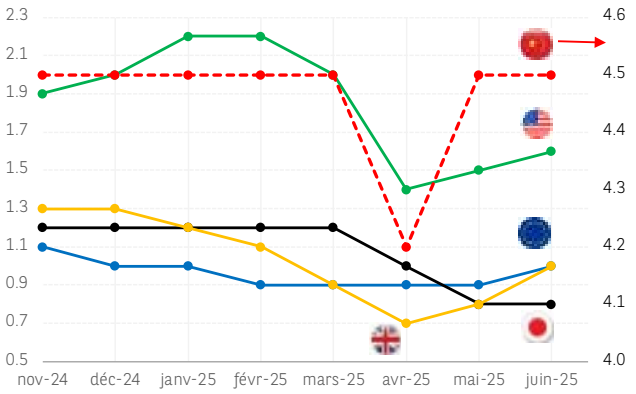
REDRESSEMENT DU CONSENSUS ET DES MARCHÉS BOURSIERS

En conséquence, le consensus des prévisions de croissance du PIB et les marchés boursiers se sont redressés après le creux du printemps. La plupart des régions devraient enregistrer soit un léger ralentissement, soit, dans le cas de la zone euro, une accélération par rapport à 2024[2]. Les perspectives de croissance des États-Unis ont été les plus revues à la baisse depuis le début de l'année, mais les craintes de récession, qui pesaient lourdement en avril, se sont dissipées (*graphique 1*). De plus, les principaux indices boursiers américains, bien qu'à la traîne par rapport à leurs homologues mondiaux, en particulier en dollar US (*graphique 2*), ont terminé la semaine dernière proches de leurs niveaux records.

Qu'est-ce qui explique cette résilience surprenante ? La modération de la guerre commerciale, la baisse de l'inflation, les politiques budgétaires et des conditions financières favorables.

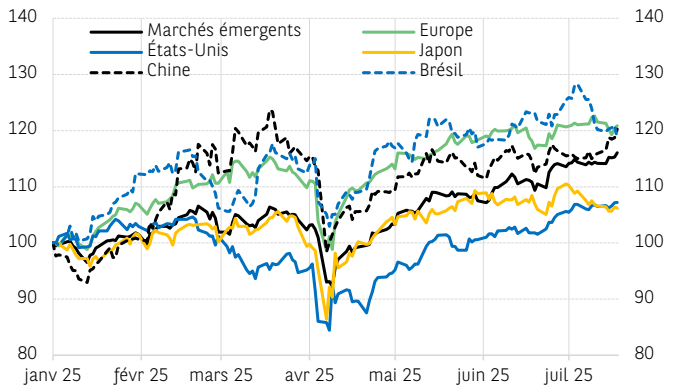
Après la salve tarifaire du 2 avril (le « Liberation Day ») la politique commerciale américaine est revenue à une posture moins agressive, tant en droit que dans les faits. Après avoir atteint près de 30 % au plus fort des hostilités commerciales entre les États-Unis et la Chine, le tarif extérieur moyen américain est rapidement retombé sous la barre des 15 % (d'un point de vue juridique), mais le taux effectivement perçu est resté inférieur à 10 % tout au long du mois de mai. À l'exception du Canada et de la Chine (qui ont ensuite fait marche arrière), aucun partenaire commercial n'a riposté. Au contraire, tous les pays en dehors des États-Unis ont redoublé d'efforts pour renforcer leurs relations commerciales avec leurs partenaires. En conséquence, le commerce mondial a bien résisté, même en tenant compte de la dynamique d'anticipation puis de recul des importations créée par le calendrier échelonné, annoncé par les États-Unis, pour l'entrée en vigueur des hausses de droits de douane. Ainsi, même si les exportations vers les États-Unis ont diminué sur l'ensemble du premier semestre, les exportations mondiales n'ont pas baissé[3].

PRÉVISIONS DU PIB RÉEL POUR 2025 (G.A., %), ÉVOLUTION DU CONSENSUS



GRAPHIQUE 1 SOURCES : CONSENSUS ECONOMICS INC, BLOOMBERG, BNP PARIBAS

INDICES MSCI ACTIONS EN DOLLAR AMÉRICAIN, 01/01/2025 =100



GRAPHIQUE 2 SOURCES: LSEG, BNP PARIBAS

1 Pour plus de détails, voir notre EcoPulse de juillet.
2 Nos propres prévisions tablent sur un résultat meilleur que le consensus, avec une croissance du PIB de +1,2 % en 2025, mais quoi qu'il en soit, ce serait l'une des rares régions du monde à connaître une accélération de la croissance en 2025.

3 Lire notre Graphique de la semaine sur ce sujet : Les premiers effets des "Trump tariffs" sont mesurables, et ils sont massifs.

ÉDITORIAL

LA GRANDE MAJORITÉ DES ÉCONOMIES ONT VU L'INFLATION PROGRESSER VERS L'OBJECTIF DE LEUR BANQUE CENTRALE

Dans la zone euro, l'inflation est même revenue à son objectif depuis deux mois. Cela a permis à la plupart des banques centrales des économies développées et émergentes d'assouplir leur politique monétaire[4]. Cette évolution a été facilitée par deux développements inattendus : contrairement à la théorie, qui prévoit une appréciation du taux de change d'un pays imposant des droits de douane, c'est l'inverse qui s'est produit ; depuis le début de l'année, le dollar américain s'est affaibli par rapport à la plupart des devises des marchés développés et émergents, ce qui a réduit le coût, pour ces pays, de tous les biens importés libellés en dollar américain. À ce premier effet s'ajoute la baisse des prix de l'énergie due aux conditions défavorables de l'offre et de la demande, créées par les pays de l'OPEP, pour regagner des parts de marché. En plus d'avoir permis aux banques centrales d'assouplir leur politique monétaire, la baisse de l'inflation a contribué à soutenir la croissance en rétablissant le pouvoir d'achat des ménages, et donc en soutenant la consommation.

LE SOUTIEN BUDGÉTAIRE A JOUÉ UN RÔLE DÉTERMINANT

En Europe plus qu'ailleurs, le soutien budgétaire a joué un rôle déterminant. La décision prise en avril par l'Allemagne de réformer son frein constitutionnel à l'endettement, afin de permettre au moins 1 000 milliards d'euros d'investissements publics dans les infrastructures et la défense, a changé la donne. La décision de la Commission européenne d'accorder aux États membres une certaine flexibilité par rapport aux règles budgétaires de l'UE, afin qu'ils respectent les nouveaux engagements plus élevés en matière de dépenses de défense, a créé une marge de manœuvre supplémentaire. Au total, après avoir été restrictive en 2024, la politique budgétaire en zone euro devrait être neutre, voire légèrement accommodante en 2025 et, surtout, en 2026. Ces mesures, associées à des incitations ciblées en faveur de l'investissement privé en Allemagne et à un programme complet de réformes structurelles de l'offre dans toute l'UE, ont amélioré les indicateurs de confiance dans l'ensemble de la zone euro. À plus petite échelle, la Chine a également mis en œuvre une politique budgétaire visant à soutenir la consommation intérieure et d'autres mesures sont attendues.

Les investisseurs mondiaux ayant revu à la baisse leurs attentes de surperformance des marchés américains, de nombreux pays développés et émergents ont enregistré de forts afflux de capitaux, qui ont eu tendance à comprimer les écarts de rendement obligataires et à alimenter la performance de leurs marchés boursiers. Dans le même temps, les investisseurs américains sont restés optimistes concernant leurs propres marchés et ont alloué leurs actifs en conséquence avec le même effet. Dans l'ensemble, les conditions financières ont été favorables à l'activité presque partout.

IL SERAIT PRÉMATURÉ DE LEVER COMPLÈTEMENT L'ALERTE

Trois dangers guettent : les droits de douane, l'inflation et la dette publique. À quelques jours de l'expiration du dernier délai fixé par le président Trump pour parvenir à des « accords », il est très probable que les droits de douane de base imposés à la plupart des pays, y compris l'UE, seront in fine nettement supérieurs aux 10 % actuellement en vigueur. De plus, des droits de douane sectoriels supplémentaires n'ont pas encore été annoncés, ce qui augmentera encore le taux effectif. Si la réduction finale de l'incertitude tarifaire sera bénéfique, des droits de douane plus élevés, appliqués de manière asymétrique entre les pays, créeront de multiples frictions et obstacles à la croissance. Ceux-ci pourraient, dans certains cas, être trop importants pour être compensés par des mesures de soutien national. De plus, des droits de douane plus élevés sont plus susceptibles d'entraîner des représailles, qui pourraient alors conduire à une escalade et nuire davantage à la croissance. Les marchés boursiers, qui tablent sur une croissance régulière des bénéfices, pourraient subir de violentes corrections.

L'inflation est une préoccupation principalement pour l'économie américaine mais elle a des implications mondiales. L'inflation américaine a montré, en juin, des signes modestes mais indéniables d'une première répercussion des droits de douane sur les prix domestiques. Les prix des biens de base, à l'exclusion des véhicules d'occasion, ont augmenté au rythme mensuel le plus rapide depuis le printemps 2022, lorsque l'inflation avait bondi. Nous pensons que l'impact des droits de douane sera beaucoup plus visible au cours des prochains mois. Cela ne fait pas débat. Ce qui est plus incertain, c'est l'ampleur de la répercussion et la durée du choc sur les prix. Certains, comme le gouverneur de la Fed Christopher Waller, estiment que la répercussion sera limitée et de courte durée. Il est donc favorable à une baisse des taux dès la semaine prochaine[5]. Lors de la dernière réunion du FOMC, la majorité des membres du comité craignaient que le contraire ne se produise et se sont donc prononcés en faveur du maintien d'une politique monétaire modérément restrictive. Ils feront sans doute de même la semaine prochaine. Tant que la Fed sera perçue comme conservant son indépendance pour agir conformément à ce qu'elle estime être la bonne politique, pour atteindre son double mandat de stabilité des prix et de plein emploi, il n'y a aucune raison que la hausse des droits de douane entraîne une inflation persistante, ou que les marchés la redoutent. Toutefois, si les attaques politiques incessantes, menées récemment contre la Fed par l'administration Trump, devaient évoluer de telle sorte que les investisseurs ne croient plus en l'indépendance de la Fed, de vives réactions négatives des marchés seraient probables, en particulier sur les marchés obligataires et des changes. De tels chocs risqueraient alors de se répercuter sur les marchés mondiaux.

Enfin, les marchés obligataires ont jusqu'à présent été relativement indulgents face aux besoins d'emprunt publics toujours plus importants des plus grandes économies mondiales — les États-Unis, l'Allemagne, le Japon, le Royaume-Uni et la France — même si tous ces pays ont vu le coût de leur dette à long terme augmenter de manière significative au cours de l'année dernière (de 20 à 50 points de base à 10 ans). Les rendements à 30 ans ont été encore plus sous pression. Ces derniers mois, le rendement américain à 10 ans a même baissé, reflétant en partie une stratégie délibérée consistant à emprunter davantage sur le segment court de la courbe. Cela permet de réduire le coût des intérêts[6] mais augmente les risques de refinancement. Tant que les politiques budgétaires seront jugées globalement soutenables, les marchés resteront sereins et les hausses de rendement ordonnées. Toutefois, à l'exception de l'Allemagne, dont le ratio dette/PIB et la trajectoire d'endettement ne suscitent aucune inquiétude, il n'y a pas lieu de se montrer complaisant. Les décideurs politiques feraient bien de se souvenir de la tourmente provoquée par le mini-budget présenté en septembre 2022 par la Première ministre britannique Liz Truss. Un rappel que les marchés obligataires peuvent rapidement se retourner contre ceux qui refusent les contraintes de soutenabilité budgétaire.

L'année s'est mieux déroulée que prévu jusqu'à présent, et cette dynamique positive a de bonnes chances de se poursuivre jusqu'à la fin de l'année. Espérons que la politique ne viendra pas perturber le cours des choses. Bon été à tous.

Isabelle Mateos y Lago

4 La Réserve fédérale américaine et, parmi les pays émergents, les banques centrales du Brésil et de la Turquie constituent des exceptions notables.

5 Voir « The Case for Cutting Now », discours du gouverneur Christopher Waller, 17 juillet 2025.

6 Voir le Graphique de la semaine : « Remontée des taux longs : un bon point relatif pour la zone euro »

ÉCONOMIES AVANCÉES

Retrouvez notre scénario et nos prévisions

ÉTATS-UNIS

L'effet des tarifs commence à se faire ressentir sur les prix. L'inflation *headline* de juin est ressortie légèrement supérieure au consensus (2,7% contre 2,6% a/a et 0,3% m/m), tandis que la mesure sous-jacente y est inférieure (2,9% contre 3,0% a/a ; 0,2% contre 0,3% m/m). Dans les services, la désinflation semble s'estomper, avec des prix en légère hausse (+3,6% a/a contre +3,5% a/a en mai). L'inflation des biens hors revente automobile est de +0,55%, un plus haut depuis mars 2022. L'indice PPI est resté stable en juin. Les derniers indicateurs suggèrent une économie en bonne forme : les ventes au détail du mois de juin ont dépassé les attentes (+0,6% m/m vs. -0,9% en avril). La production industrielle a légèrement progressé (+0,3% entre mai et juin). Le sentiment du consommateur (Université du Michigan) poursuit son rebond en juillet à 61,8 contre 60,7 en juin (et 52,2 en avril-mai, mais 74 en décembre). Les anticipations d'inflation à 1 an retombent à 4,4% (contre 5% en juin et 2,8% en décembre). Alors que la Maison-Blanche poursuit ses attaques contre le Président de la Fed, John Williams, président de la Fed de New York, et Christopher Waller, membre du Board de la Fed, se sont positionnés respectivement contre et pour une baisse de taux lors du FOMC du 30 juillet, exposant deux visions différentes de l'état de l'économie américaine et des risques inflationnistes posés par les tarifs.

ZONE EURO / UE

Un nouveau cadre budgétaire européen déjà contesté : le cadre financier pluriannuel (CFP) 2028-34 a été dévoilé par la Commission européenne. Parmi les propositions les plus importantes, l'enveloppe budgétaire globale serait nettement réhaussée avec EUR 1 985 mds, soit 1,26% du revenu brut national de l'UE (contre EUR 1 210 mds pour le budget 2021-27). Cette enveloppe inclut les remboursements du fonds NGEU (EUR 168 mds). Un fonds de partenariat national et régional (EUR 865 mds) rassemblera 14 fonds (dont la PAC et le fonds de cohésion), tandis qu'un fonds européen pour la compétitivité (EUR 409 mds), incluant la défense et le programme Horizon Europe, serait créé. Deux enveloppes additionnelles financeraient le soutien à l'Ukraine (EUR 100 mds) et un mécanisme de crise (EUR 395 mds). Côté recettes, une hausse des droits d'accise sur le tabac, une taxe forfaitaire sur le chiffre d'affaires des entreprises et une taxe sur les déchets électroniques non recyclés sont proposées. Le gouvernement allemand a immédiatement rejeté l'augmentation de l'enveloppe totale et la taxe sur les grandes entreprises. Le CFP devra être adopté à l'unanimité avant fin 2027. *À venir : réunion de politique monétaire de la BCE, confiance des ménages, enquête PMI, rapport sur le crédit et les agrégats monétaires.*

ALLEMAGNE

L'indice ZEW sur la situation économique actuelle progresse à -59,5, son niveau le plus élevé depuis juin 2023 (-72 en juin). *À venir : enquête PMI, confiance des ménages GFK et climat des affaires IFO.*

FRANCE

Présentation du budget 2026 : François Bayrou a présenté un projet de budget qui ramènerait le déficit public de 5,4% en 2025 à 4,6% en 2026. Le déficit serait réduit de près de EUR 20 mds grâce à des mesures permettant d'améliorer le solde public de EUR 43,8 mds, compensant les hausses de dépenses liées à la charge d'intérêt (+ 11,4 mds), à la défense (+ 6,7 mds) et l'augmentation de la contribution au budget européen (+ 5,7 mds). L'augmentation de la dépense publique serait contenue à EUR 15 mds (+0,9%), soit un gel de la dépense hors augmentation de la charge d'intérêt et du budget de la défense. Ainsi, le poids des dépenses publiques diminuerait à près de 56% du PIB en 2026 (contre 57% en 2025). Les principales mesures concernent une année blanche (dont une absence totale d'indexation, EUR 7 mds d'économies, et le gel des budgets des ministères hors défense), des économies sur les dépenses des collectivités locales (EUR 5,3 mds) et sur les dépenses de santé (EUR 5 mds). Le poids des recettes publiques resterait proche de 51,5%, des mesures nouvelles (suppression de jours fériés, non indexation du barème de l'impôt sur le revenu) venant compenser la non-reconduction d'une partie des mesures exceptionnelles de 2025 (impôt sur les sociétés). La difficulté pour faire adopter le budget dans un Parlement fragmenté nous conduit à anticiper un effort budgétaire moindre et un déficit de 5% en 2026. Ce dernier resterait toutefois conforme aux engagements pris auprès de la Commission européenne. **Rebond de la production de blé** : le ministère de l'Agriculture a annoncé un rebond de 27% de la récolte de blé en 2025. Les faibles récoltes de 2024 (céréales, légumes) avaient amputé la croissance française de 0,2 point. Ce rebond contribuerait pour 0,1 point à la croissance du T2 2025 (prévision BNP Paribas à 0,2% t/t), qui s'ajoute à une croissance hors agriculture estimée à 0,1 point (Banque de France). *À venir : enquête PMI et climat des affaires Insee le 24 juillet et confiance des ménages le 25 juillet.*

ITALIE

La production industrielle replonge en mai (-0,9% a/a), principalement en raison des produits pharmaceutiques et automobile. Le solde de la balance commerciale atteint EUR 17 472 mds sur les cinq premiers mois de l'année. Par rapport à la même période de 2024, les importations ont crû davantage que les exportations (4,5% et 1,6% respectivement). Les exportations vers les pays de la zone euro augmentent, portées par celles à destination de l'Espagne (+11,7%). Parallèlement, les exportations à destination des États-Unis continuent de croître (+7,3%). L'inflation harmonisée est légèrement plus forte qu'anticipé en juin mais reste sous contrôle (1,8% a/a ; +0,1pp m/m), et l'indice sous-jacent s'établit à 2,0% (+0,1pp m/m).

ESPAGNE

L'inflation harmonisée s'établit à 2,3% a/a en juin (+0,3pp m/m) du fait d'un ralentissement de la déflation de la composante énergétique, principalement causé par une hausse des prix des carburants. L'indice sous-jacent reste stable à 2,5%. *À venir : taux de chômage pour le T2, PPI pour le mois de juin.*

ROYAUME-UNI

Des airs de stagflation. L'inflation *headline* a rebondi en juin : 3,6% a/a (+0,2 pp et plus haut depuis janvier 2024). L'inflation s'est stabilisée dans les services (4,7% a/a) mais s'est accrue dans les biens (2,4% a/a plus haut depuis octobre 2023). La mesure sous-jacente progresse de 0,2 pp à 3,7% a/a. L'indice RPI (qui détermine le coût déjà important de la dette publique indexée à l'inflation) est en hausse de 4,4% a/a. Les destructions d'emplois salariés se poursuivent pour le 5e mois consécutif : -41 000 en juin et -141 000 au 1er semestre. Le taux de chômage remonte à nouveau (+0,1 pt à

4,7%, moyenne sur 3 mois), tandis que l'évolution annuelle des salaires de base ralentit mais reste soutenue (+5%). La Chancelière de l'Échiquier a annoncé une série de réformes pour déréguler le secteur bancaire et faciliter l'investissement. Le secteur financier y a réagi avec scepticisme. *À venir : enquête PMI, confiance des ménages (Gfk), ventes au détail, enquête du CBI dans l'industrie, rapport mensuel des finances publiques.*

JAPON

Malgré la majorité perdue à la Chambre haute, le Premier ministre Ishida entend se maintenir. Bien qu'ayant perdu la majorité absolue dans les deux Chambres, le Premier ministre a indiqué qu'il allait chercher à former une majorité de gouvernement, conformément aux attentes des marchés. Le risque est que ces efforts impliquent des largesses budgétaires que les marchés obligataires auraient du mal à digérer. L'inflation ralentit en juin à +3,3% a/a (vs. 3,5% a/a en mai). Néanmoins, l'inflation sous-jacente (hors produits alimentaires périssables et énergie) grimpe à nouveau (+3,3% a/a). Le prix du riz en particulier a doublé en un an.

ÉCONOMIES ÉMERGENTES

Forte progression des investissements de portefeuille (marchés actions et obligataires) des non-résidents en juin, largement à destination de la Chine. D'après les estimations de l'IFI, ces investissements se seraient élevés à USD 42,8 mds dont 33,6 pour la Chine. Hors Chine, les investissements en actions ont repris au cours des 2 derniers mois. Les marchés obligataires continent d'attirer les investisseurs étrangers, visiblement plus que ce qu'indiquent les estimations de l'IFI (ces dernières sous-estiment nettement les investissements vers les pays d'Asie hors Chine lorsqu'on les compare aux données des balances de paiements des cinq principaux pays de la zone).

ARABIE SAOUDITE

Légère hausse de l'inflation en juin. Elle a atteint 2,3% en g.a. contre 2,2% en mai. La croissance de l'IPC reste tirée par la hausse des loyers (+7,6% en g.a.), de loin son principal poste. L'IPC hors loyers demeure contenue à +0,6%, mais elle pourrait s'intensifier dans les mois à venir en raison notamment de la faiblesse du dollar, auquel la monnaie saoudienne est arrimée. Par ailleurs, la demande domestique reste soutenue, et le crédit bancaire continue de progresser à un rythme élevé (+15% en g.a. en mai). Dans ce contexte, le maintien du taux directeur à un niveau élevé à 5%, en lien avec la politique monétaire américaine, apparaît approprié.

BRÉSIL

Ralentissement de l'activité au T2 et tensions commerciales avec les États-Unis. L'activité économique montre des signes de ralentissement. Le *proxy* du PIB (IBC-Br) publié par la Banque centrale (BCB) a enregistré en mai sa première baisse depuis le début de l'année, confirmant l'inflexion de l'activité, déjà visible dans les données « dures » (repli de la production industrielle et des ventes de détail en avril et mai, ralentissement du crédit et des émissions obligataires des entreprises). En juin, les données d'enquête confirment ce constat : l'indice PMI composite montre que l'activité dans le secteur privé a continué de se contracter. Ce fléchissement conjoncturel intervient alors que les tensions commerciales avec les États-Unis s'intensifient. La menace, brandie par Washington, d'une hausse de 50% des droits de douane sur les importations brésiliennes devrait, dans l'ensemble, avoir un impact direct modéré sur le PIB (les exportations vers les États-Unis représentent un peu moins de 2% du PIB). En revanche, les répercussions sur la balance commerciale et sur certains secteurs d'activité (fortement dépendants du marché américain, tels que l'agroalimentaire, l'aéronautique, l'industrie du bois et la sidérurgie) devraient être plus importantes.

INDONÉSIE

Accord commercial avec les Etats-Unis. Les droits de douane réciproques appliqués par les États-Unis sur les biens indonésiens s'élèveront à 19%, et une pénalité additionnelle pour les biens « *Made in China* » transitant par l'Indonésie est prévue. Jakarta réduit ses taxes à 0% sur ses importations de biens américains et s'engage à acheter aux États-Unis de l'agro-alimentaire, de l'énergie et des Boeing. Nouvelle baisse de taux. La Banque centrale a baissé son taux directeur de 25 pb à 5,25% le 16 juillet. L'inflation reste maîtrisée (attendue à moins de 2% en 2025) et la priorité est donnée au soutien à l'activité en raison de la hausse des droits de douane américains. La roupie indonésienne s'est à peine dépréciée face au dollar depuis l'annonce de l'accord le 15 juillet (-0,3%) ; elle a gagné +2,6% par rapport au *Liberation Day* du 2 avril.

MALAISIE

Croissance plus solide qu'attendu au T2 2025. Selon les estimations préliminaires, le PIB réel a progressé de +4,5% en g.a. au T2, après +4,4% au T1. La croissance dans le secteur manufacturier a ralenti et les perspectives d'exportation se dégradent en raison de la politique tarifaire des États-Unis. L'activité dans les services et la demande intérieure ont été plus dynamiques. Elles pourraient le rester à très court terme, aidées par le cycle d'assouplissement monétaire initié début juillet par la Banque centrale.

MATIÈRES PREMIÈRES

Des menaces supplémentaires sur les exportations d'hydrocarbures russes soutiennent les prix du pétrole. Les pays de l'Union européenne se sont accordés pour réduire le plafond de prix d'achat du pétrole russe (théoriquement appliqué par les pays du G7, mais l'accord des États Unis n'est pas acquis) de 60 à 47,6 USD/b. Un mécanisme d'ajustement automatique du plafond sera mis en place. De plus, une interdiction frappera les importations de produits raffinés issus du brut russe à l'exception de celles provenant de Norvège, de Suisse, du Royaume-Uni, du Canada et des États-Unis.

Le gouvernement américain a menacé de sanctions secondaires les pays qui importent des hydrocarbures provenant de Russie si les combats entre la Russie et l'Ukraine continuaient au-delà du 2 septembre prochain. La Chine et l'Inde sont les principaux importateurs de pétrole russe, avec respectivement 21% et 33% de leurs importations totales de pétrole brut. Par ailleurs, environ 14% des importations chinoises de gaz naturel proviennent de Russie.

REVUE DES MARCHÉS

Marchés obligataires

	en %	en pb			
	18-juil.-25	1 semaine	1 mois	Cumul annuel	1 an
Bund 2a	1.85	-4.8	+0.0	-21.4	-107.6
Bund 5a	2.18	-5.5	+11.7	+7.0	-19.4
Bund 10a	2.65	-3.2	+15.4	+29.0	+29.4
OAT 10a	3.40	-1.0	+18.8	+27.8	+39.5
BTP 10a	3.56	-3.1	+9.4	+13.7	-12.8
BONO 10a	3.25	-2.7	+11.4	+22.4	+9.0
Treasuries 2a	3.90	-1.5	-6.3	-35.6	-63.8
Treasuries 5a	3.95	-2.4	-2.8	-43.4	-16.0
Treasuries 10a	4.43	+0.9	+5.3	-14.9	+22.9
Gilt 2a	3.91	+3.2	+1.5	-23.5	-81.3
Treasuries 5a	4.09	+4.1	+8.2	-25.3	+23.5
Gilt 10a	4.67	4.2	+17.6	+9.9	+60.8

Taux de change - Matières premières

	en niveau	variation, %			
	18-juil.-25	1 semaine	1 mois	Cumul annuel	1 an
EUR/USD	1.16	-0.4	+1.2	+12.5	+6.7
GBP/USD	1.34	-0.5	-0.1	+7.3	+3.6
USD/JPY	148.49	+0.8	+2.6	-5.5	-5.3
DXY	111.99	+7.9	+11.5	+10.5	+6.1
EUR/GBP	0.87	+0.1	+1.3	+4.8	+3.0
EUR/CHF	0.93	+0.1	-1.0	-0.7	-3.4
EUR/JPY	172.96	+0.4	+3.8	+6.3	+1.1
Pétrole (Brent, $)	69.29	-1.5	-9.7	-7.3	-18.5
Or (once, $)	3353	-0.4	-1.0	+27.7	+35.9

Indices actions

	en niveau	variation, %			
	18-juil.-25	1 semaine	1 mois	Cumul annuel	1 an
Monde					
MSCI Monde ($)	4066	+0.5	+4.3	+9.6	+13.6
Amérique du Nord					
S&P500	6297	+0.6	+5.3	+7.1	+13.6
Dow Jones	44342	-0.1	+5.1	+4.2	+9.0
Nasdaq composite	20896	+1.5	+6.9	+8.2	+16.9
Europe					
CAC 40	7823	-0.1	+2.2	+6.0	+3.1
DAX 30	24290	+0.1	+4.2	+22.0	+32.3
EuroStoxx50	5359	-0.5	+1.8	+9.5	+10.0
FTSE100	8992	+0.6	+1.7	+10.0	+9.6
Asie					
MSCI, loc.	1484	+1.0	+1.5	+3.6	+2.5
Nikkei	39819	+0.6	+2.4	-0.2	-0.8
Emergents					
MSCI Emergents ($)	1249	+1.6	+4.7	+16.1	+13.0
Chine	78	+3.7	+4.9	+20.3	+35.1
Inde	1059	-0.7	+1.4	+3.0	-4.0
Brésil	1395	-1.3	-3.8	+18.6	-4.0

Performance par secteur

Eurostoxx600

Année 2025 au 18-7, €

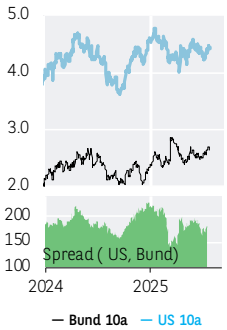
+31.3%	Banques
+18.2%	Industrie
+17.3%	Assurances
+17.0%	Construction
+15.8%	Sces collectivités
+10.5%	Pétrole & gaz
+10.4%	Télécoms
+7.8%	**Eurostoxx600**
+7.1%	Sces financiers
+5.0%	Agroalimentaire
+4.8%	Technologie
+2.2%	Foncières
+1.4%	Chimie
-0.1%	Voyages & loisirs
-3.5%	Distribution
-5.4%	Matières premières
-6.9%	Santé
-7.7%	Médias
-8.6%	Bs. de conso.

S&P500

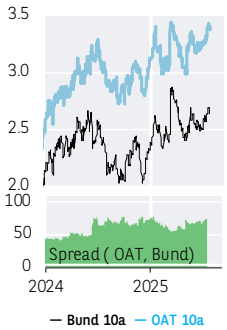
Année 2025 au 18-7, $

+25.1%	Semiconducteurs
+19.2%	Biens d'équipement
+15.0%	Banque
+11.5%	Foncières
+10.5%	Sces collectivités
+9.1%	Alimentation, boissons et tabac
+8.9%	Médias
+8.5%	Services aux consommateurs
+8.4%	Télécoms
+7.1%	**S&P500**
+7.1%	Matériaux
+6.3%	Services commerciaux et pro.
+4.6%	Distribution
+1.7%	Assurances
+1.2%	Biens de consommation
+0.3%	Énergie
-3.3%	Pharmaceutiques
-5.5%	Santé
-9.8%	Matériel et équipement technologiques
-15.9%	Automobiles

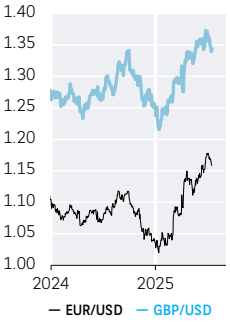
Bund 10a vs US Treas. 10a



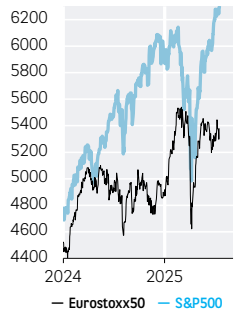
Bund 10a vs OAT 10a



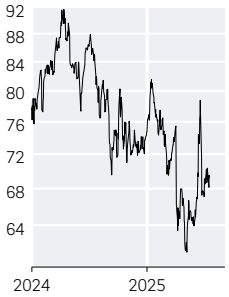
EUR/USD vs GBP/USD



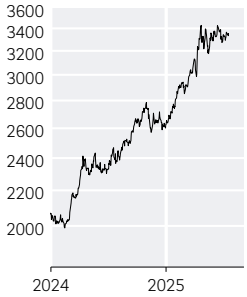
EUROSTOXX 50 vs S&P500



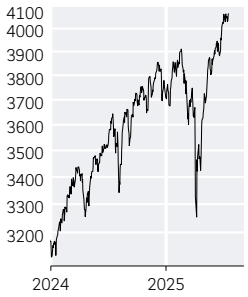
Pétrole (Brent, $)



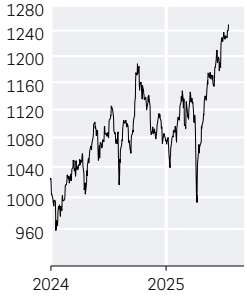
Or (once, $)



MSCI monde ($)



MSCI Emergents ($)



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

DERNIÈRES PUBLICATIONS DES ÉTUDES ÉCONOMIQUES

Évolution récente et perspectives à court terme des exportations des pays émergents	EcoTV	17 juillet 2025
Les premiers effets des "Trump tariffs" sont mesurables, et ils sont massifs	Graphique de la Semaine	16 juillet 2025
La vulnérabilité des économies émergentes à la politique monétaire américaine n'est plus ce qu'elle était	EcoWeek	15 juillet 2025
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	1er 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

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	mickaelle.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

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

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 : Kentoh

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, Bahrein, Afrique du Sud, Australie, Chine, Hong Kong, Inde, Indonésie, Japon, Malaisie, Singapour, Corée du Sud, Taïwan, 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