ECOWEEK

numéro 25.34
22 septembre 2025

> « L'économie française entame une nouvelle séquence budgétaire qui promet d'être aussi perturbée que la précédente. Toutefois, elle apparait plus solide qu'en 2024. »

ÉTUDES ECONOMIQUES

BNP PARIBAS

La banque d'un monde qui change

SOMMAIRE

3
ÉDITORIAL
Économie française : quatre lignes de force et une faiblesse

6
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

ÉCONOMIE FRANÇAISE : QUATRE LIGNES DE FORCE ET UNE FAIBLESSE

L'économie française entame une nouvelle séquence budgétaire qui promet d'être aussi perturbée que la précédente. Toutefois, l'économie apparait plus solide qu'en 2024. D'abord, sur plusieurs points essentiels, le secteur productif est en meilleur état aujourd'hui (aéronautique, agriculture notamment), ce qui se reflète dans les chiffres de la croissance. Ensuite, l'ombre de l'incertitude politique n'a pas remis en cause les lignes de force de l'économie française : les créations d'entreprises, le marché du travail, le relatif équilibre du solde courant, la transmission des baisses de taux de la BCE au secteur privé et l'amélioration de l'investissement privé. Une procédure budgétaire qui s'achèverait rapidement, sans trop de perturbations, et qui aboutirait à une consolidation cohérente, avec le retour à un déficit à 3% du PIB en fin de décennie, reste toutefois une condition nécessaire pour que la France tire le maximum de ces avantages.

Le printemps de l'économie française a été fertile entre bonne récolte de blé en mai, hausse spectaculaire de la production aéronautique à partir de juin, rebond des embauches, et donc des créations nettes d'emplois au T2, et nette augmentation des créations d'entreprises. Toutes ces bonnes nouvelles arrivent alors même que les indicateurs de sentiment, tels que le climat des affaires et plus encore le moral des ménages, témoignent toujours d'un manque de confiance. À croire que l'on ne parle pas du même pays.

CROISSANCE FRANÇAISE : UN REBOND DÉJÀ ENCLENCHÉ

La croissance française, habituellement proche de la moyenne de la zone euro, devrait s'afficher en deçà en 2025 (0,7% contre 1,3% selon nos prévisions). Toutefois, il serait prématuré de parler de sous-performance durable. En effet, nous estimons que près de la moitié de cet écart provient d'un manque de dynamisme de la production qui commence déjà à se résorber, ce qui a soutenu un rebond de la croissance à 0,3% t/t au T2.

Ce rebond provient de secteurs importants qui avaient précédemment tiré la croissance vers le bas :

- L'aéronautique, dont les carnets de commande n'ont rien à envier à l'avant-Covid, tandis que la production avait jusqu'à récemment du mal à suivre. Le rebond post-Covid s'est, en effet, interrompu pendant près de 18 mois (de décembre 2023 à mai 2025), du fait de contraintes d'offre (problèmes d'approvisionnement, de capacités de production et de main d'œuvre). Toutefois, depuis juin 2025, le rebond est majeur (*graphique 1*), signe que de nouvelles capacités de production sont à l'œuvre et que la France va enfin pouvoir rattraper son retard.
- L'agriculture a été pénalisée notamment par l'excès de pluie en 2024. En 2025, le niveau des précipitations au printemps a été normal, ce qui a déjà apporté près de 0,1 point de contribution positive à la croissance au S1 (contre -0,2 point en 2024).

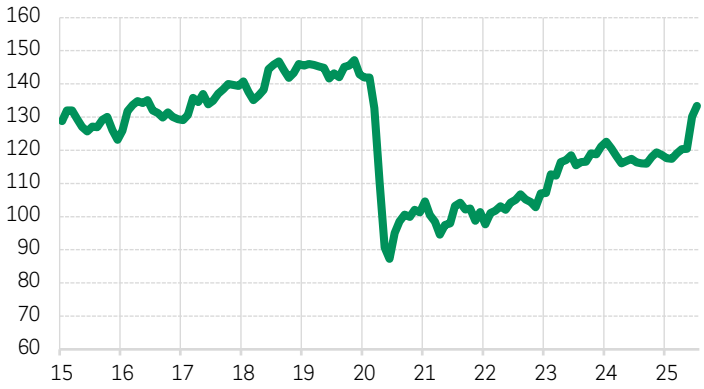
Le problème de l'électricité française, où plus précisément le passage à vide de la production nationale, date de 2022 et a été résolu dès 2023 (avec depuis des records de production et d'exportations). Les prix à la production ont diminué de près de 40% par rapport au pic du T1 2023, une baisse plus forte même que dans la moyenne européenne (-30%). Dans un monde davantage électrifié et qui cherche à le faire de façon non carbonée, disposer d'une électricité propre et bon marché est un atout pour croître durablement.

La croissance devrait donc combler une partie de son retard par rapport à la moyenne de la zone euro en 2026 (1,1% en France, 1,4% en zone euro selon nos prévisions).

LA FRANCE CRÉE PLUS QU'ELLE NE DÉTRUIT

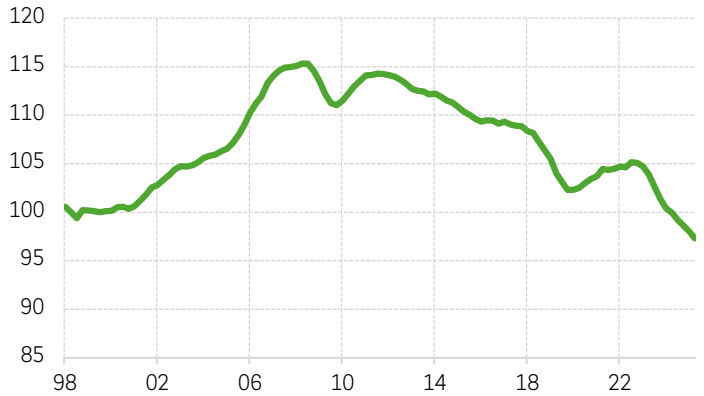
La France s'est engagée, depuis une décennie, dans une transition majeure vers les services (en partie en substitution de la production et de la consommation de biens). Celle-ci a soutenu une forte augmentation des créations d'entreprises et de l'emploi.

PRODUCTION AÉRONAUTIQUE (VOLUME CVS, MOY. MOBILE 3 MOIS)



GRAPHIQUE 1 SOURCES : INSEE, BNP PARIBAS

COÛTS SALARIAUX UNITAIRES RELATIFS : FRANCE VS. ALLEMAGNE



GRAPHIQUE 2 SOURCES : INSEE, DESTATIS, BNP PARIBAS

Rien n'indique aujourd'hui que ce développement soit grippé. La baisse de la croissance depuis début 2022 ne l'a pas entamé, pas plus que l'augmentation de l'incertitude politique à partir de mi-2024 :

Les créations d'entreprises augmentent : +8% entre décembre 2024 et août 2025. Le contraste est saisissant avec le début des années 2010 car, contrairement à cette période, une croissance faible ne s'accompagne pas aujourd'hui d'une baisse de ces créations.

ÉDITORIAL

Le marché du travail se montre résilient : après de nombreuses créations d'emplois post-Covid, l'emploi se maintient à un niveau élevé, comme en témoigne un taux d'emploi à 69,6% au T2 2025 (+5 points en 10 ans, dont plus de la moitié post-Covid). Depuis le début de la période de plus faible croissance enregistrée en 2022, le taux de chômage n'a augmenté que marginalement (7,5% au T2 2025, contre 7,1% au minimum au T1 2023). En outre, les salaires ont été plutôt « sages » depuis le milieu des années 2010, comme en témoigne l'écart des coût salariaux entre le France et l'Allemagne (*graphique 2*).

LA FRANCE NE DÉCLINE PAS

Le solde courant demeure relativement équilibré, même si la composition de ce dernier a évolué :

- La balance commerciale sur les biens (manufacturés) s'est structurellement creusée au-delà des évolutions plus ponctuelles liées à la facture énergétique (comme en 2022-2023). Toutefois, les retards de production ont pesé et la croissance des exportations aéronautiques et de céréales devrait permettre de réduire en partie ce déficit à partir du S2 2025.
- L'excédent des services : l'économie moderne est aussi, et plus encore, faite de services. Or, ces derniers sont de plus en plus échangés et l'excédent de la France ne se dément pas.
- Les revenus conservent également un excédent. Certes, la France reçoit beaucoup d'investissements directs étrangers, et les non-résidents détiennent plus de la moitié de la dette publique française, mais c'est un signe d'attractivité. De plus, les acteurs économiques français détiennent des créances importantes sur le reste du Monde, qui génèrent des revenus plus importants encore.

Un reflet marquant du relatif équilibre du solde courant français tient dans les capacités et les besoins de financement dans l'économie qui, globalement, se compensent. La France finance l'extérieur au même titre que l'extérieur la finance. Au niveau domestique, le besoin de financement public trouve son reflet dans la capacité de financement (épargne) des ménages. En parallèle, le besoin de financement des entreprises non financières est (en agrégé) très limité.

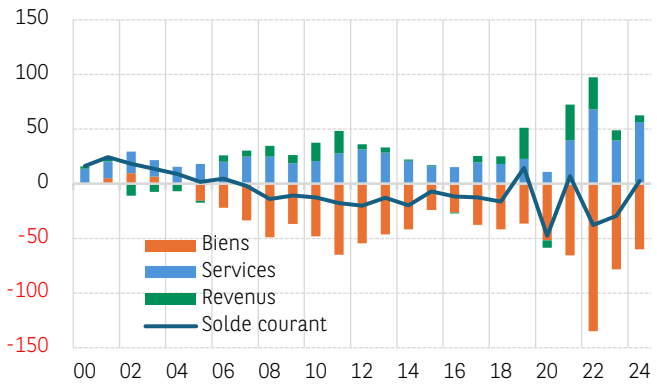
LE SECTEUR PRIVÉ INVESTIT, D'AUTANT PLUS DEPUIS QUE LA BCE A DIMINUÉ SES TAUX

La France est en pointe en matière d'investissements en produits de la propriété intellectuelle qui atteignent près de 5,5% du PIB. C'est plus que ses voisins européens, dont l'Allemagne, et plus que les États-Unis. Cet effort est particulièrement le fait des entreprises non financières, qui maintiennent, pour se faire, un taux d'investissement relativement élevé (21,5% de leur valeur ajoutée, 1 point de plus qu'en moyenne historique, 2 points de plus qu'en Allemagne), malgré une baisse liée à la période de remontée des taux d'intérêt.

Élément favorable, sur la période récente, les taux d'intérêt au secteur privé non financier ont diminué (voir graphique), sans avoir été affectés par les tensions apparues sur les taux souverains. Cet avantage s'explique par le fait que les banques se financent au taux *swap* (corrélé au taux BCE davantage qu'à l'OAT) qui reste plus bas que l'OAT, puisqu'il ne reflète aucun risque de contrepartie (le risque associé à la qualité de signature des banques françaises est résiduel, dans la mesure où ces banques sont solides[1]).

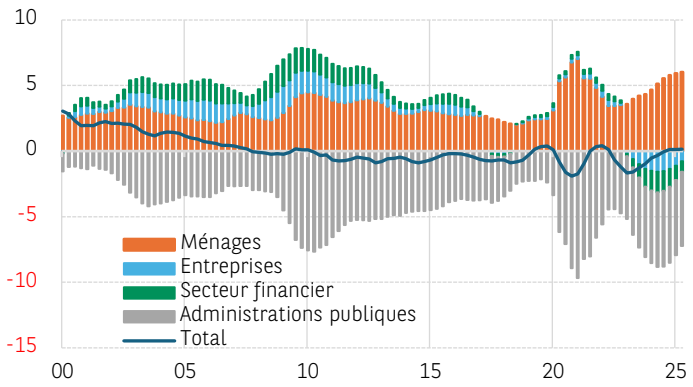
1 Comme mentionné par le FMI dans son dernier *Financial Sector Assessment Program*.

FRANCE : DÉCOMPOSITION DU SOLDE COURANT (MDS EUR)



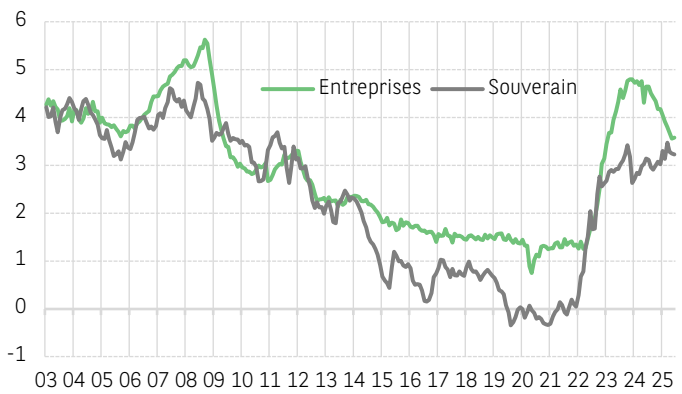
GRAPHIQUE 3 SOURCES : BANQUE DE FRANCE, BNP PARIBAS

FRANCE : BESOINS(-)/CAPACITÉS(+) DE FINANCEMENT EN % DU PIB



GRAPHIQUE 4 SOURCES : INSEE, BNP PARIBAS

TAUX SOUVERAIN À 10 ANS VS. TAUX DES CRÉDITS AUX ENTREPRISES



GRAPHIQUE 5 SOURCES : BANQUE DE FRANCE, BNP PARIBAS

La baisse des taux des prêts au secteur privé non financier a contribué à une embellie sur le front du crédit et sur celui de l'investissement (et même une stabilisation des défaillances d'entreprises).

Le rebond du logement n'est en parallèle pas spectaculaire, que ce soit dans le neuf (investissement des ménages en hausse de 1,4% entre le T3 2024 et le T2 2025) ou l'ancien (transactions en hausse modérée), mais il rompt avec plusieurs trimestres de contraction. De plus, les intentions d'achats continuent de remonter (d'après l'enquête de conjoncture de l'INSEE en août auprès des ménages, 9% d'entre eux souhaitaient acheter dans les deux prochaines années), dans un contexte où ces derniers peuvent davantage s'endetter (grâce à un endettement modéré et des taux d'intérêt plus bas).

L'ÉPÉE DE DAMOCLÈS DES FINANCES PUBLIQUES

Les finances publiques françaises ont été marquées par une détérioration du déficit public en 2023 et 2024. C'est toutefois à l'occasion de la dissolution de l'Assemblée nationale de juin 2024 que les tensions sur les taux d'intérêt (publics) sont apparues, l'écart de taux entre la France et l'Allemagne passant de 50 pb avant à un intervalle de 65-80 pb après. Une aggravation somme toutes limitée. On peut toutefois remarquer que le « taux sans risque » européen (le taux allemand) a entamé une remontée qui devrait se poursuivre sous le poids de l'accroissement de l'endettement outre-Rhin.

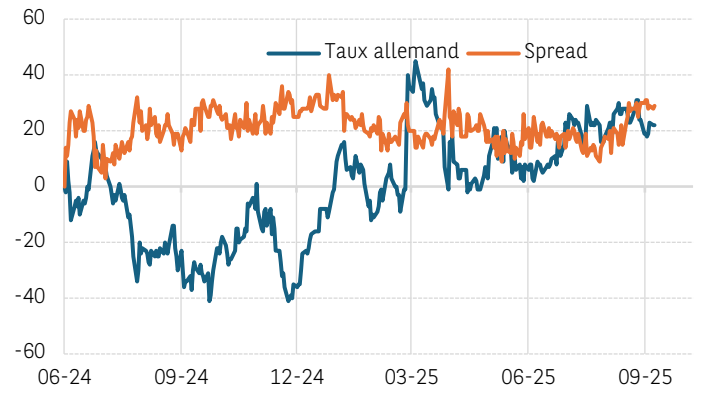
Dans la remontée récente (plus franche) des taux français, on remarque le rôle croissant du taux allemand souverain à 10 ans, alors que l'écart de taux entre la France et l'Allemagne fluctue encore aujourd'hui dans l'intervalle où il était entré au S2 2024.

De plus, comme la BCE ne devrait plus diminuer ses taux directeurs, selon notre scénario, le soutien apporté par la politique monétaire semble derrière nous.

Un tel environnement de taux complique la donne budgétaire tout en appelant à maintenir le cap de la réduction du déficit. L'objectif de moyen terme est un retour vers un déficit à 3% du PIB en 2029 (objectif validé par la Commission européenne à l'automne 2024). Selon nos calculs, cela permettrait d'atteindre un point d'atterrissage de la dette publique à 120% du PIB, soit près de 7 points de plus par rapport à 2024.

Ce scénario suppose un ajustement budgétaire « tout compris », prenant en compte la hausse de la charge d'intérêt et des dépenses militaires, de près de 0,5 point de PIB par an ; l'effort net annoncé par le gouvernement Bayrou y était supérieur (0,8 point de PIB[2]). Cet effort pourrait donc être réduit de près de EUR 9 mds (0,1 point de PIB correspond à 3 mds, sous réserve d'une croissance qui se rapprocherait de notre prévision en 2026, 1,1%) sans contrevenir aux engagements européens. Un ajustement trop inférieur in fine à ce seuil impliquerait une hausse plus prononcée du ratio d'endettement, avec une probabilité plus importante d'une pression à la hausse sur les taux d'intérêt. Car si une chose a changé dans l'environnement international par rapport à 2024, c'est bien l'environnement de taux : la BCE a cessé d'assouplir sa politique monétaire et les taux allemands augmentent.

ÉVOLUTION DU SPREAD FRANCE-ALLEMAGNE ET DU TAUX ALLEMAND À 10 ANS DEPUIS LE 9 JUIN 2024



GRAPHIQUE 6 SOURCES : BANQUE DE FRANCE, BUNDESBANK, BNP PARIBAS

En conclusion, les lignes de force de l'économie française sont résilientes. Or, les niveaux de confiance du secteur privé restent conjointement dégradés, plus encore pour les ménages que pour les entreprises. Dans cet environnement, le déficit de performance de la croissance française par rapport à celle de la zone euro devrait se réduire en 2026, mais pas se résorber, précisément sous ce poids. La croissance de la consommation des ménages devrait ainsi rester inférieure à la croissance du PIB pour la 4e année consécutive. Une situation qui limitera, de fait, la capacité de rebond de la croissance française.

Stéphane Colliac

2 Pour obtenir ces 0,8 point de PIB, il convient de retrancher aux EUR 44 mds d'efforts annoncés, la hausse des de la charge d'intérêt, des dépenses militaires et de la contribution au budget de l'UE en 2026.

Retrouvez notre scénario et nos prévisions

ÉCONOMIES AVANCÉES

ÉTATS-UNIS

La Fed en mode « gestion des risques ». La Réserve fédérale a réduit de 25 pb sa cible de taux des Fed Funds qui passe à +4,0% - +4,25%. Seul le gouverneur S. Miran a voté en faveur d'une baisse de 50 pb. Cette décision résulte, selon le communiqué, de la « modification de la balance des risques », à savoir un marché du travail qui n'est désormais plus dépeint comme « *solide* » malgré un taux de chômage qui « *reste faible* », et autour duquel les « *risques baissiers ont augmenté* ». L'enseignement principal des dot plots (deux baisses supplémentaires à 3,6% fin 2025, une autre à 3,4% fin 2026) a trait à la division massive que cachent les résultats médians, avec 9 membres du FOMC sur 19 au-dessus de la médiane en 2025 et 17 hors médiane en 2026 (8 au-dessus, 9 en dessous). Voir notre Eco Flash sur le sujet.

Solidité des ventes au détail et de la production manufacturière en août. La croissance des ventes au détail est stable à +0,6% m/m (+0,2% attendu). La composante sous-jacente (hors automobile et essence) accélère (+0,7% m/m). La consommation de repas et boissons à l'extérieur (+0,7% mm, +0,8pp), thermomètre de la dépense discrétionnaire, et la vente en ligne (+2,0% m/m, +1,4pp) sont les moteurs de la hausse. La production manufacturière progresse de +0,2% m/m (+0,3pp, consensus : -0,2%). À l'inverse, les mises en chantier (-8,5% m/m) et les permis de construire reculent conjointement (-3,6% m/m). *À venir : révision du PIB du T2 (jeudi), inflation PCE (vendredi), ventes de logement (mercredi et jeudi), commandes de biens durables (jeudi).*

ZONE EURO / UE

L'activité industrielle se stabilise, certains secteurs repartent à la hausse. La production a rebondi de 0,3 % m/m en juillet, soutenue par les machines-équipements (+ 4,7 % m/m) et les équipements informatiques et électroniques (+ 5,5 % m/m). La production automobile (+ 0,5 % m/m) atteint son plus haut niveau depuis quinze mois. Les exportations de la zone euro se stabilisent en juillet et la décélération observée après le bond du T1 reste, à ce stade, limitée. Le *wage-tracker* de la BCE signale qu'une décélération des salaires est attendue d'ici à fin 2025 (+ 3,0 % a/a), mais que le rythme de la hausse devrait progressivement se stabiliser autour de 2,5 % a/a au printemps 2026. L'UE et l'Indonésie ont finalisé un accord commercial (*cf. ci-dessous*). **Les banques restent en bonne santé** : selon les dernières statistiques prudentielles et de surveillance publiées par la BCE, la rentabilité financière des plus grandes banques de la zone euro s'est maintenue au T2 2025 à un niveau historiquement élevé (environ 10% depuis le T1 2023) malgré la poursuite du repli, bien que modéré, de la marge nette d'intérêt (1,51% au T2 2025 contre 1,62% lors de son pic au T1 2024). Le coût du risque reste à un niveau historiquement faible et sans commune mesure avec les niveaux atteints lors de la pandémie de Covid-19 (0,46% au T2 2025 contre, en moyenne, 0,68% en 2020). Le principal ratio de solvabilité a poursuivi sa progression pour s'établir à un niveau inédit, très supérieur aux exigences règlementaires (16,11% au T2 2025 pour des exigences combinées de 11,2%). Enfin, le ratio de liquidité (LCR) est demeuré relativement stable autour de 160% pour une exigence minimale de 100%. *À venir : indice flash de la confiance des consommateurs de septembre (lundi), flash PMI de septembre (mardi), agrégats monétaires d'août (jeudi).*

Allemagne : Le Bundestag a adopté le budget de 2025, permettant la mise en œuvre du plan d'investissement public dès la fin de cette année en contrepartie d'une hausse de l'endettement. Les prix à la production ont reculé de 2,2 % a/a en août pour le 6e mois consécutif, toujours tirés à la baisse par les prix de l'énergie. *À venir : enquête GfK, indices Ifo et PMI.*

France : Pas d'inquiétude pour la croissance au T3, malgré un climat des affaires de l'Insee resté stable à 96 en septembre (depuis mai, 100 en moyenne historique). Cet indicateur ne souligne pas une absence mais une mauvaise répartition de la croissance : les secteurs qui la soutiennent (aéronautique, électronique dans l'industrie, information et communication dans les services) maintiennent une bonne performance, tandis que ceux qui la pénalisent ne montrent pas de signes de rebond (automobile, commerce de détail). Deux améliorations modérées sont à noter : le bâtiment (+2 points en deux mois) et le commerce de gros (+4 points par rapport à mai). **Nouveau record des créations d'entreprises en août 2025**, à environ 103 000 unités (chiffres cvs), près de +8% par rapport à décembre 2024. Cette hausse est répartie entre l'essentiel des secteurs. **Les discussions budgétaires se prolongent**. S. Lecornu continue de consulter les différents partis politiques afin de définir le projet de son futur gouvernement, étape préalable à la nomination de ce dernier, puis à la présentation du projet de loi de finances 2026. *À venir : enquête PMI le 23 septembre, confiance des ménages le 25 septembre.*

Italie : Les exportations à destination des États-Unis restent dynamiques en juillet. Le surplus de la balance commerciale a crû de 16% a/a, porté par la dynamique des exportations de biens (+7,3%), principalement hors UE et notamment en direction des États-Unis (+24,1%). Par type de produits, les exportations ont principalement augmenté dans les équipements de transports hors véhicules à moteur (+45,6% a/a) et dans les produits pharmaceutiques (+28,5%).

Rehaussement des ratings souverains des pays d'Europe du Sud : S&P a relevé d'un cran la note souveraine de l'Espagne (de A à A+ ; perspective stable) en raison du renforcement de la position financière extérieure du pays. De son côté, Fitch a revu à la hausse les ratings souverains du Portugal et de l'Italie, les portant respectivement à A et BBB+ (perspectives stables); cela reflète les améliorations des finances publiques observées dans les deux pays.

ROYAUME-UNI

La BoE ralentit son resserrement quantitatif. La BoE a maintenu son taux directeur à 4% (7 votes favorables contre 2 en faveur d'une baisse de 25 pb). Elle a révisé à la baisse le rythme de baisse de son bilan à GBP 70 mds pour les douze mois à venir (octobre 2025-septembre 2026) contre GBP 100 mds les douze mois précédents. Le marché du travail montre des signes de stabilisation.

Stabilisation du chômage et de l'inflation : le taux de chômage se maintient à 4,7% en juillet (moyenne sur trois mois), tandis que le nombre de postes vacants remonte (+8 000 postes m/m) pour la première fois depuis avril 2022. Les destructions d'emplois salariés ralentissent (-0,4% a/a), tandis que les salaires de base continuent de croître mais à un rythme plus modéré (+4,7% a/a). L'inflation *headline* se stabilise en août à 3,8% a/a. Elle ralentit dans les services (+4,7% a/a) mais progresse dans les biens (+2,8% a/a) où elle atteint son niveau le plus haut depuis octobre 2023. L'inflation sous-jacente ralentit légèrement, à 3,6% (-0,1 pp). L'indicateur Gfk de confiance des ménages se détériore (-2 points à -19), mais les ventes au détail du mois d'août augmentent légèrement (+0,5% m/m, +0,7% a/a).

JAPON

La BoJ maintient son taux, mais le resserrement se profile. Le taux directeur est resté inchangé, à +0,5%, mais deux gouverneurs ont voté pour un relèvement immédiat à +0,75% (hausse attendue d'ici à la fin de l'année). La BoJ a initié par ailleurs un programme de vente des ETF (*exchange-traded funds*) à son actif. L'inflation diminue (headline comme sous-jacente) avec +2,7% a/a -0,4pp. La baisse des prix de l'énergie (-3,6% m/m sur fond de reprise du subventionnement) explique ce résultat, et le prix du riz diminue (-2,3% m/m). L'accélération mensuelle du prix des services (+0,5% m/m, +0,2pp, plus haut depuis août 2024) témoigne de la persistance des pressions inflationnistes. *À venir : PMI (mercredi).*

ÉCONOMIES ÉMERGENTES

ASIE

Chine : Le secteur de la tech de nouveau au cœur des tensions avec les États-Unis. La Chine a interdit à ses entreprises d'acheter au fournisseur américain Nvidia certains nouveaux modèles de puces électroniques, destinées à l'IA et au seul marché chinois. Cette interdiction, instrument de pression à l'encontre de Washington, doit aussi encourager les investissements visant à poursuivre le rattrapage technologique et à l'auto-suffisance des entreprises chinoises.

Indonésie : Nouvelle baisse de taux. Dans un contexte de ralentissement de l'activité économique (les ventes automobiles ont encore fléchi en août), et en dépit d'une hausse de l'inflation depuis le début de l'année (la hausse des prix a atteint 2,3% en g.a. en août), la Banque centrale a baissé ses taux directeurs de 25 pb pour le troisième mois consécutif (à 4,75%). Elle a, par ailleurs, annoncé – à l'image du ministère des Finances – qu'elle maintiendrait un biais expansionniste. **Accord de libre-échange** : dans l'objectif de réduire la dépendance du pays à la Chine, les responsables indonésiens ont accéléré les négociations pour signer un accord de libre-échange avec l'UE. Un accord de principe a été obtenu cette semaine et devrait se conclure dans les prochains jours. Il devra encore être ratifié par tous les États membres de l'UE et pourrait prendre effet fin 2026 ou début 2027.

AMERIQUE LATINE

Argentine : Contraction de l'activité, pression sur le peso et revers du président Milei au Parlement. Le PIB en volume s'est légèrement contracté de 0,1%t/t au T2 2025. Principale cause : le net recul de la consommation des ménages (-1,1%) sur fond de dégradation du marché du travail. La Banque centrale a dû intervenir au cours de la semaine passée pour soutenir le peso, qui a franchi la borne basse de sa fourchette de fluctuation. Elle aurait utilisé pour cela environ USD 1 md de ses réserves de change (qui s'élevaient à USD 39,8 mds le 18/09). Les fortes tensions sur les taux interbancaires sont retombées, ces derniers étant revenus autour de 40%, contre plus de 70% durant l'été. Enfin, la Chambre des députés et le Sénat ont repoussé les vetos du Président Milei à l'augmentation de diverses dépenses dans le budget 2026.

MOYEN-ORIENT

Pays du Golfe : Assouplissement monétaire dans un contexte économique déjà porteur. En raison de l'ancrage de leur monnaie au dollar US, les banques centrales des six pays du Golfe ont immédiatement réagi à la décision de la Fed en baissant également leur taux directeur de 25 pb. Dans une région où l'inflation est contenue, cette impulsion monétaire va renforcer des dynamiques de crédits bancaires déjà solides au secteur privé, en particulier aux Émirats Arabes Unis (+9,1% en g.a) et en Arabie saoudite (+13,7%). Pour cette dernière, l'assouplissement monétaire devrait aider au financement du déficit budgétaire, qui devrait dépasser 5% du PIB cette année en raison de la baisse des recettes pétrolières et de la poursuite des grands chantiers d'infrastructure.

AFRIQUE

Afrique du Sud : statu quo monétaire. Après avoir annoncé cet été le changement de sa cible d'inflation, qui passe de 3-6% à 3%, la Banque centrale a choisi la semaine dernière de laisser son taux directeur inchangé à 7%. L'inflation a ralenti à 3,3% en août, mais devrait accélérer dans les prochains mois.

MATIÉRES PREMIÉRES

Pression accrue sur les exportations d'hydrocarbures russes. Les Européens pourraient décider d'un nouvel ensemble de mesures destiné à réduire les importations d'hydrocarbures russes. La proposition la plus significative est l'avancement d'un an (janvier au lieu de fin 2027) de l'arrêt des importations européennes de GNL russe (7% des importations européennes totales de gaz et 14% de celles de GNL). La hausse de l'offre mondiale de GNL (notamment américaine), attendue dès 2026, permettrait d'en amortir les conséquences sur l'approvisionnement européen en gaz. Le prix du gaz sur le marché européen (référence TTF) est en léger repli ce vendredi.

REVUE DES MARCHÉS

Marchés obligataires

	en %	en pb			
	19-sept.-25	1 semaine	1 mois	Cumul annuel	1 an
Bund 2a	2,00	+0,6	+6,8	-6,0	-47,4
Bund 5a	2,28	+2,1	+2,0	+16,7	+23,4
Bund 10a	2,71	+3,3	-0,8	+34,1	+57,8
OAT 10a	3,49	+5,4	+5,3	+36,3	+63,6
BTP 10a	3,56	+2,5	-0,2	+13,5	+12,1
BONO 10a	3,24	+1,5	-2,5	+22,0	+29,5
Treasuries 2a	3,60	+0,4	-17,5	-64,9	-0,3
Treasuries 5a	3,66	+4,5	-15,0	-72,2	+16,3
Treasuries 10a	4,11	+6,3	-18,2	-46,9	+39,2
Gilt 2a	3,99	-0,8	+0,2	-15,8	+24,1
Treasuries 5a	4,14	+3,2	-0,7	-21,0	+39,1
Gilt 10a	4,72	4,6	-2,0	+14,5	+82,7

Taux de change - Matières premières

	en niveau	variation, %			
	19-sept.-25	1 semaine	1 mois	Cumul annuel	1 an
EUR/USD	1,18	+0,3	+0,7	+13,5	+5,7
GBP/USD	1,35	-0,6	-0,2	+7,7	+1,7
USD/JPY	147,89	+0,1	+0,1	-5,9	+3,5
DXY	111,99	+7,9	+11,5	+10,5	+6,1
EUR/GBP	0,87	+0,8	+0,9	+5,5	+3,8
EUR/CHF	0,93	+0,1	-0,7	-0,4	-1,0
EUR/JPY	173,88	+0,4	+0,8	+6,8	+9,3
Pétrole (Brent, $)	66,70	-0,4	+1,3	-10,8	-11,0
Or (once, $)	3672	+0,8	+10,5	+39,9	+42,2

Indices actions

	en niveau	variation, %			
	19-sept.-25	1 semaine	1 mois	Cumul annuel	1 an
Monde					
MSCI Monde ($)	4294	+1,0	+3,3	+15,8	+16,4
Amérique du Nord					
S&P500	6664	+1,2	+3,9	+13,3	+16,6
Dow Jones	46315	+1,0	+3,1	+8,9	+10,2
Nasdaq composite	22631	+2,2	+6,2	+17,2	+25,6
Europe					
CAC 40	7854	+0,4	-1,6	+6,4	+3,1
DAX 30	23639	-0,2	-3,2	+18,7	+24,4
EuroStoxx50	5458	+1,3	-0,5	+11,5	+10,4
FTSE100	9217	-0,7	+0,3	+12,8	+10,7
Asie					
MSCI, loc.	1595	-0,7	+0,3	+11,4	+16,9
Nikkei	45046	+0,6	+3,4	+12,9	+21,2
Emergents					
MSCI Emergents ($)	1341	+1,1	+5,5	+24,6	+21,9
Chine	88	+1,0	+8,0	+35,8	+53,9
Inde	1049	+1,3	+0,5	+2,0	-7,1
Brésil	1578	+3,1	+12,1	+34,1	+3,5

Performance par secteur

Eurostoxx600

Année 2025 au 19-9, €

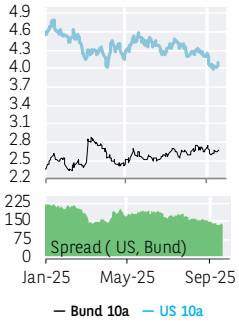
+45,8%	Banques
+20,3%	Industrie
+17,8%	Assurances
+17,4%	Construction
+13,2%	Sces collectivités
+12,3%	Télécoms
+11,7%	Pétrole & gaz
+9,3%	**Eurostoxx600**
+4,6%	Sces financiers
+2,7%	Agroalimentaire
+0,9%	Matières premières
-0,8%	Foncières
-1,5%	Chimie
-1,8%	Distribution
-1,8%	Voyages & loisirs
-3,4%	Technologie
-4,2%	Santé
-8,8%	Bs. de conso.
-11,4%	Médias

S&P500

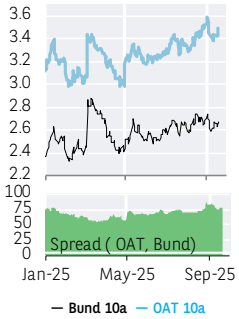
Année 2025 au 19-9, $

+34,1%	Semiconducteurs
+29,7%	Médias
+24,0%	Banque
+23,5%	Foncières
+21,0%	Biens d'équipement
+15,5%	Télécoms
+13,3%	**S&P500**
+11,4%	Sces collectivités
+8,9%	Matériaux
+7,4%	Biens de consommation
+7,0%	Automobiles
+6,5%	Distribution
+5,3%	Alimentation, boissons et tabac
+5,2%	Services aux consommateurs
+4,4%	Matériel et équipement technologiques
+2,7%	Énergie
+2,0%	Services commerciaux et pro.
+1,7%	Assurances
+0,2%	Pharmaceutiques
-1,7%	Santé

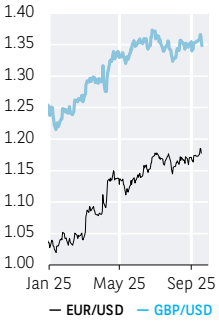
Bund 10a et US Treas. 10a



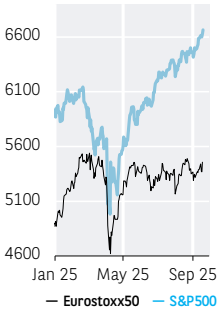
Bund 10a et OAT 10a



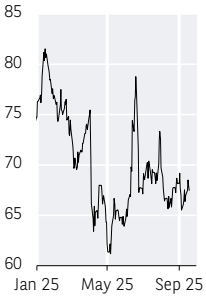
EUR/USD et GBP/USD



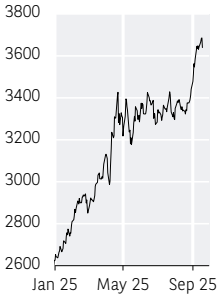
EUROSTOXX 50 et S&P500



Pétrole (Brent, $)

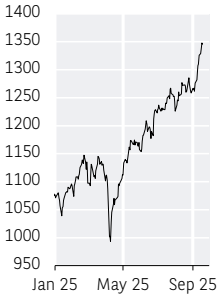


Or (once, $)



MSCI monde ($)

MSCI Emergents ($)



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

DERNIÈRES PUBLICATIONS DES ÉTUDES ÉCONOMIQUES

Fed : assouplissement sous contraintes	EcoFlash	18 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
États-Unis : le Genius Act aura-t-il les effets escomptés sur la demande de T-bills ?	Graphique de la Semaine	3 septembre 2025
Jusqu'où peuvent-ils monter ? Une perspective à plus long terme sur les taux longs centrée sur les États-Unis	EcoInsight	3 septembre 2025
Inde : la politique budgétaire en soutien à la croissance	EcoFlash	2 septembre 2025
Que retenir des développements économiques de cet été et quels sont les points à surveiller cet automne ?	EcoWeek	1er septembre 2025
Le marché des Treasuries, un colosse aux pieds d'argile : dette fédérale, les risques de l'abondance	EcoInsight	28 août 2025
Qu'est-ce qui a fait fléchir Powell ?	EcoWeek	25 août 2025
États-Unis : vigilance orange pour l'activité	EcoFlash	6 août 2025
Tariff Tracker - mise à jour du 31 juillet 2025	Tariff Tracker	31 juillet 2025
Une croissance résiliente au T2, tant en zone euro qu'aux États-Unis	EcoFlash	31 juillet 2025
Accord commercial entre l'UE et les États-Unis : dégâts limités avec succès	EcoFlash	28 juillet 2025
Économie mondiale : les points à surveiller au second semestre 2025	Podcast | En Eco dans le texte	25 juillet 2025
Défaillances d'entreprises en Europe : vers une amélioration ?	EcoInsight	24 juillet 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	+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