

“ MALGRÉ LA PERSISTANCE D'INCERTITUDES PROFONDES, UN CESSEZ-LE-FEU RESSEMBLANT À NOTRE SCÉNARIO CENTRAL ET ACCOMPAGNÉ DE DÉCISIONS ÉCONOMIQUES JUDICIEUSES CONSTITUE UN AUTRE RISQUE POSITIF POUR LES PAYS EUROPÉENS.

ÉTUDES ÉCONOMIQUES



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

SOMMAIRE

2

3

ÉDITORIAL

Cessez-le-feu en Ukraine :
quelles conséquences
économiques pour l'Europe ?

5

ACTUECO

Les points clés de la
semaine économique

6

REVUE DES MARCHÉS

L'évolution hebdomadaire
des marchés

7

DERNIÈRES PUBLICATIONS

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



CESSEZ-LE-FEU EN UKRAÏNE : QUELLES CONSÉQUENCES ÉCONOMIQUES POUR L'EUROPE ?

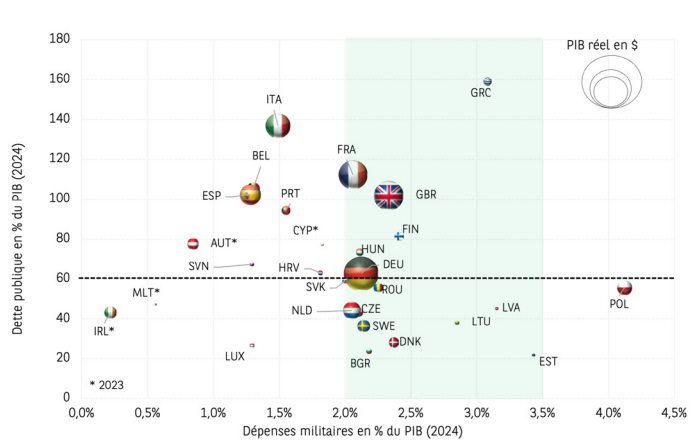
Les pourparlers de paix ont débuté. Nous ne savons pas exactement quand ni où ils aboutiront mais les choses évoluent rapidement. Si l'attention se concentre à juste titre sur les défis géostratégiques colossaux qui n'avaient pas été anticipés, il n'est pas trop tôt pour commencer à tracer la carte des principales implications économiques pour l'Europe.

Dans l'ensemble, les conséquences devraient être positives à court et à long terme. L'ampleur de l'impact dépendra des décisions que prendra l'Europe elle-même. En bref, le cessez-le-feu devrait stimuler la croissance du PIB à court terme, principalement par le canal de la demande, et à long terme pourrait accroître la production potentielle. L'impact sur l'inflation est plus incertain car plusieurs facteurs s'opposent, mais globalement plus limité. De plus, les monnaies européennes pourraient s'en trouver renforcées (ce qui freinerait l'inflation). Ces effets seraient plus prononcés dans les pays d'Europe centrale et orientale et moins marqués au Royaume-Uni, l'Europe occidentale se trouvant dans une situation intermédiaire.

Le scénario central retenu ici est celui d'un accord de cessez-le-feu gelant le conflit en grande partie le long de la ligne de front actuelle (avec 19 % du territoire ukrainien occupé par la Russie). Une paix réelle – avec des frontières internationalement reconnues et une réintégration complète de la Russie dans l'économie mondiale – semble hors de portée dans un avenir prévisible. Dans ce scénario, la majorité des 5 à 8 millions d'Ukrainiens réfugiés en Europe rentreraient progressivement chez eux et la reconstruction commencerait sur le champ. L'Union européenne et le Royaume-Uni prendraient des mesures immédiates, et augmenteraient notamment les dépenses de défense de manière très significative pour compenser la baisse de l'engagement des États-Unis.

L'augmentation des dépenses de défense sera de loin le principal moteur d'impact économique. Jusqu'à ces derniers jours, les estimations des dividendes économiques de la paix mettaient l'accent sur le regain de confiance qu'elle générerait pour l'Europe. Mais ce regain est désormais contrebalancé par la perspective, jusqu'ici unimaginable, du pivot géostratégique amorcé par les États-Unis en se distançant de l'Europe. Pour compenser ce retrait, on estime qu'il faudrait que les pays européens dépensent autour de 250 à 300 milliards de dollars par an, ce qui porterait le total de leurs dépenses de défense à 3,5 % du PIB (contre 2 % actuellement)¹. Les estimations disponibles suggèrent une élasticité de 0,5 à 1 pour les dépenses de défense dans l'UE : une hausse des dépenses de 1,5 % du PIB devrait augmenter le PIB d'environ 0,9 à 1,5 % (même en tenant compte des « fuites » substantielles par le biais des importations d'équipement, qui devraient diminuer avec le temps sur la base des déclarations d'intention des dirigeants de l'UE). Au-delà de ce coup de pouce cyclique, un impact positif sur la productivité est possible, dans la mesure où une part significative des dépenses de défense est allouée à la R&D, ce qui profitera ensuite à l'ensemble de l'économie.

DETTE PUBLIQUE ET DÉPENSES MILITAIRES (% DU PIB)



GRAPHIQUE 1

SOURCES : OTAN, FMI, BNP PARIBAS

La majeure partie de cette augmentation des dépenses de défense ne devrait pas à court terme nécessiter de coupes dans d'autres postes de dépense. Comme le montre le graphique, plusieurs membres de l'UE devant augmenter leurs dépenses disposent de la marge de manœuvre budgétaire nécessaire pour le faire. D'autres, comme la France ou l'Italie, sont beaucoup plus limités, mais l'UE envisage d'ores et déjà de suspendre le pacte de stabilité budgétaire pour donner plus de flexibilité. De plus, les discussions progressent rapidement en vue d'un financement au niveau de l'UE, que ce soit en réaffectant des fonds existants, ou même en contractant de nouveaux emprunts communs. Le Royaume-Uni, en revanche, dispose de moins de marge de manœuvre budgétaire et pourrait donc ne pas bénéficier d'une relance budgétaire supplémentaire directe. Il devrait toutefois profiter des retombées positives du gain de croissance et des dépenses de défense de ses voisins européens. À long terme cependant, pour maintenir un niveau de dépenses de défense beaucoup plus élevé, il sera nécessaire d'augmenter les recettes ou de réduire d'autres types de dépenses. Tout coup de pouce permanent à la croissance serait alors dû à des effets de productivité.

¹ [Defending Europe without the US: first estimates of what is needed.](#)



On peut s'attendre à un soutien supplémentaire de la croissance grâce à l'augmentation des exportations vers l'Ukraine au fur et à mesure que la reconstruction se mettra en place. Début 2024, les organisations internationales ont estimé les besoins en matière de reconstruction à près de 500 milliards de dollars pour la décennie à venir². Ils sont probablement plus importants aujourd'hui. Il sera difficile de trouver des moyens de financement d'une telle ampleur et cela prendra du temps, surtout en l'absence de consensus international sur l'utilisation des actifs russes à cette fin. Mais l'UE a déjà promis à l'Ukraine une facilité de 50 milliards d'euros qui permettra de démarrer la reconstruction d'infrastructures essentielles telles que le logement, les transports et les capacités de production. À plus long terme, l'UE et l'Ukraine ont toutes deux beaucoup à gagner d'une plus grande intégration économique, l'Ukraine étant dotée de ressources naturelles que l'Europe a identifiées comme essentielles à sa souveraineté économique, ainsi que d'une puissance potentielle en matière d'intelligence artificielle et en matière technologique³.

À l'inverse, le retour des réfugiés en Ukraine aura un impact négatif sur la croissance, mais il devrait être faible dans l'ensemble et progressif. Les plus grands contingents de réfugiés se sont installés en Allemagne, en Pologne et, dans une moindre mesure, en République tchèque, avec un nombre relativement important en Espagne et au Royaume-Uni. Il est difficile d'estimer le pourcentage de ces réfugiés qui rentreront chez eux. Au Royaume-Uni, où la plupart d'entre eux occupent un emploi, les enquêtes suggèrent qu'une grande majorité préféreraient rester. Toutefois, la Pologne et la République tchèque semblent plus vulnérables, car elles comptent un grand nombre de réfugiés qui occupent un emploi ; leur retour au pays réduirait à la fois l'offre et la demande de main-d'œuvre. En Allemagne, où une part beaucoup plus faible de réfugiés ukrainiens travaillent, l'impact se ferait sentir principalement par une baisse de la demande, bien qu'à l'échelle de l'économie allemande cet impact soit négligeable.

Les décisions prises concernant l'utilisation du gaz russe acheminé via le gazoduc ukrainien auront un impact important sur la croissance et l'inflation. D'un point de vue technique, c'est le seul gazoduc opérationnel. Sa réouverture nécessiterait l'accord de l'Ukraine (pour laquelle les frais de transit constitueront une incitation) ainsi que l'intérêt des membres de l'UE voisins pour l'achat de ce gaz⁴. Cette perspective a déjà contribué à faire baisser le prix de référence au comptant (TTF) de 10 %, et un nouveau mouvement à la baisse serait très probable, peut-être jusqu'à 20-25 % au total, toutes choses étant égales par ailleurs. Cela profiterait à tous les importateurs de gaz européens, sous la forme d'une croissance plus élevée et d'une inflation plus faible.

En revanche, le cessez-le-feu devrait avoir un impact négligeable sur les autres matières premières. La production ukrainienne de céréales et d'autres produits alimentaires se situe à peu près à son niveau d'avant l'invasion, à l'exception de la partie qui provenait des territoires actuellement occupés. Les exportations de pétrole russe sont restées limitées davantage par les quotas de l'OPEP+ que par les sanctions, et les exportations d'autres produits de base russes n'ont pas été sanctionnées.

Les coûts de transport pourraient toutefois diminuer en cas de retour au trafic d'avant-guerre sur l'itinéraire de transit de la mer Noire (le tonnage récent représente environ 50 % du niveau d'avant-guerre) et, le cas échéant, de levée d'une partie des sanctions imposées à la Russie.

En résumé, malgré la persistance d'incertitudes profondes, un cessez-le-feu ressemblant à notre scénario central et accompagné de décisions économiques judicieuses constitue un autre risque positif pour les pays européens. On peut en effet s'attendre à des effets positifs sur la croissance (au moins à court terme). L'impact sur l'inflation, lui, serait variable d'un pays à l'autre en fonction de l'équilibre entre forces inflationnistes (croissance plus élevée, départ de main d'œuvre) et désinflationnistes (coût de l'énergie), mais globalement gérable sans nécessiter de déviation significative de la politique monétaire par rapport à sa trajectoire actuelle.

Isabelle Mateos y Lago

Datavisualisation et cartographie : Tarik Rharrab

² Updated Ukraine Recovery and Reconstruction Needs Assessment Released.

³ Ukraine isn't a financial burden but an opportunity for the EU's digital transition - CEPS

⁴ Bien qu'une décision soit évidemment politiquement délicate, elle appartient en fin de compte à chaque État membre. La Slovaquie et la Hongrie ont continué à recevoir du gaz russe via la Turquie. L'Europe n'a jamais cessé de dépendre du GNL, du pétrole et du charbon russes pendant la guerre, et le recours au gazoduc ukrainien pourrait finir par être considéré comme une solution temporaire acceptable pour gérer les difficultés d'approvisionnement des hivers 2025 et 2026 alors que les niveaux de stockage de gaz sont bas, que le marché mondial du GNL est tendu et que les prix élevés de l'énergie sont difficiles à supporter. Grâce à la capacité supplémentaire de GNL dès 2026, notamment en provenance des États-Unis, que le président Trump souhaite vivement que l'UE achète, cette solution ne serait pas incompatible avec l'engagement de l'UE de se sevrer totalement du gaz russe d'ici à 2027.



ÉCONOMIES AVANCÉES

[Retrouvez notre scénario et nos prévisions](#)

États-Unis

Fed, les vertus de la patience. Les *membres du FOMC* s'accordent sur un message central de maintien d'une politique restrictive, en l'absence de progrès notables en matière d'inflation et en présence d'une « économie forte et d'un marché de l'emploi solide ». Les dernières *Minutes* rapportent des risques équilibrés autour du scénario de croissance (réduction de l'écart de production) et d'emploi (taux de chômage autour de son niveau neutre), mais orientés à la hausse sur les prix (déceptions récentes sur l'inflation sous-jacente et craintes de pressions haussières liées aux changements possibles de politique commerciale et d'immigration). Elles évoquent également la possibilité de suspendre le resserrement quantitatif jusqu'à ce que soit levée l'incertitude concernant les effets du plafond de la dette fédérale sur les marchés monétaires. Les anticipations d'inflation des ménages à 5-10 ans atteignent en février un record sur plus de 30 ans, à +3,5% selon l'Université du Michigan qui révisé également à la baisse son indice de sentiment du consommateur.

Zone euro

Les PMI flash de février sont stables malgré un net décrochage de l'indice des services en France. Le PMI composite se maintient à 50,2, une hausse de l'indice en Allemagne compensant la baisse en France. L'indice manufacturier pour la zone euro gagne 0,7 point (47,3) mais les services chutent de 0,6 point (50,7). La confiance des ménages atteint son meilleur niveau en cinq mois, selon l'estimation préliminaire de la Commission européenne. L'urgence à dégager des moyens supplémentaires pour financer la défense européenne devrait amener l'UE à suspendre à nouveau ses règles de stabilité budgétaires. Parmi les pistes à l'étude, des travaux sont en cours en vue de ré-affecter une partie des fonds non déboursés du plan de réponse à la pandémie.

Allemagne Amélioration des indicateurs économiques avancés, mais les fragilités persistent. L'indice PMI flash HCOB composite a progressé à 51,0 en février (50,5 en janvier), en raison d'une modération de la contraction du PMI manufacturier (46,1, meilleur niveau en deux ans) et d'un PMI services stable à un bon niveau (52,2 en février). La composante « emploi » se détériore du fait des pertes dans l'industrie. Les élections du 23 février ont été remportées par l'alliance de centre-droit CDU-CSU. Son leader F. Merz a annoncé souhaiter former un gouvernement de coalition, sans doute avec le parti de centre gauche SPD, sous deux mois. [Lire notre analyse dans notre dernier EcoFlash : Élections allemandes : un gouvernement à Pâques ?](#)

Espagne La forte croissance enregistrée durant l'année 2024 a permis une **baisse de 3,3pp du ratio de dette publique sur PIB (à 101,8%)**. Côté **marché immobilier**, 2024 s'affiche comme étant la **seconde meilleure année pour le secteur depuis 2008**.

France Le climat des affaires de l'Insee rebondit à 96 en février (contre 95 en janvier et un plus bas à 94 en décembre), mais reste en deçà de sa moyenne de long terme (100). Les composantes « industrie » et « services » expliquent ce rebond. Cependant, le climat de l'emploi se détériore nettement, passant de 98 en janvier à 94 en février (plus bas niveau hors Covid depuis janvier 2015), en raison des services marchands. Le PMI flash sur les services est en repli de 48,2 à 44,5.

Royaume-Uni Les perspectives d'emploi s'assombrissent malgré des révisions à la hausse sur les derniers mois. Le PMI composite de l'emploi chute en février à son plus bas niveau depuis novembre 2020. L'augmentation des salaires reste soutenue (+5,9% a/a dans le secteur privé). Le taux de chômage remonte de 0,1 point à 4,4% au T4 par rapport au trimestre précédent (enquête LFS). **L'inflation regagne du terrain, mais les dynamiques de hausse des prix à court terme s'estompent.** L'inflation *headline* est passé de 2,5% à 3,0% en janvier mais avec une progression moins élevée qu'attendu dans les services. L'inflation sous-jacente remonte également, mais cela masque un ralentissement récent des prix en variation mensuelle, qui devrait alimenter une désinflation dans les prochains mois. Les ventes au détail ont rebondi (+1,6% m/m) en janvier après quatre mois consécutifs de baisse.

Japon La croissance du PIB japonais accélère au T4, à +0,7% t/t contre +0,4% au T3, notamment en raison d'un rebond de l'investissement non résidentiel (+0,5% t/t). L'acquis de croissance s'élève à +0,9pp pour 2025. L'inflation augmente en janvier à +4,0% a/a (+0,4pp). L'indice hors énergie et alimentation non transformée augmente de +2,5% a/a (+0,1pp). Les PMI du mois de février 2025 s'améliorent marginalement : 48,9 (+0,2pp) pour le secteur manufacturier et 53,1 (+0,1pp) pour les services.

ÉCONOMIES ÉMERGENTES – FLUX DE CAPITAUX

Forte résistance des investissements de portefeuille à destination des pays émergents. Selon les estimations de l'IIF, les flux d'investissements de portefeuille sur les marchés obligataires et action des principaux pays émergents ont atteint 35,9 mds de dollars dont 45 mds en titres de dette. Hors Chine, le constat est le même bien que les flux soient moins importants. En ce qui concerne les investissements en titres de dette, ces estimations sont à prendre avec précaution : au cours du S2 2024, elles ont été très nettement supérieures aux données de balance des paiements.

Chine Retour en grâce des entreprises privées du secteur technologique. Le 17 février, le Président Xi Jinping a réuni les dirigeants des grandes entreprises de la tech chinoise (Alibaba, Tencent, Huawei, Xiaomi, DeepSeek, etc.). Il a prononcé un discours de soutien à l'entrepreneuriat privé, marquant un changement de ton radical par rapport aux cinq dernières années – le secteur de la *tech* avait notamment fait face à un sévère durcissement réglementaire en 2020-2022. Ce retour en grâce politique s'explique par la nécessité de renforcer l'innovation, l'investissement et la création d'emplois.

MATIÈRES PREMIÈRES

Selon l'EIA (US Energy Information Administration), les exportations états-uniennes de GNL ont atteint un nouveau record ces deux dernières semaines pour atteindre 16,1 bcf/jour, soit une augmentation de 25% sur un an. Du côté européen, la hausse des importations de GNL contribue à la baisse du prix du gaz à court terme (le TTF s'est replié de 19% sur les dix derniers jours après avoir atteint un plus haut depuis octobre 2023).



REVUE DES MARCHÉS

Marchés obligataires

	en %		en pb		
	21-févr.-25	1 semaine	1 mois	Cumul annuel	1 an
Bund 2a	2.12	-1.2	-11.4	+5.6	-84.1
Bund 5a	2.21	+1.6	-4.9	+9.7	-23.9
Bund 10a	2.44	+3.9	-4.0	+7.4	+2.1
OAT 10a	3.09	+5.8	-10.2	-3.4	+25.5
BTP 10a	3.44	+3.8	-3.8	+2.2	-50.9
BONO 10a	3.06	+4.0	-4.2	+3.6	-21.3
Treasuries 2a	4.21	-7.1	-7.2	-4.1	-45.9
Treasuries 5a	4.27	-6.9	-11.3	-11.0	-3.4
Treasuries 10a	4.43	-5.2	-13.2	-14.5	+8.9
Gilt 2a	4.24	+2.5	+11.8	+9.3	-38.6
Treasuries 5a	4.32	+4.7	-2.7	-3.1	+31.2
Gilt 10a	4.58	7.2	-1.7	+0.3	+39.5

Taux de change - Matières premières

	en niveau		variation, %		
	21-févr.-25	1 semaine	1 mois	Cumul annuel	1 an
EUR/USD	1.05	-0.5	+0.5	+1.0	-3.2
GBP/USD	1.26	+0.2	+2.8	+0.9	+0.2
USD/JPY	149.56	-1.7	-3.7	-4.8	-0.5
DXY	111.99	+7.9	+11.5	+10.5	+6.1
EUR/GBP	0.83	-0.7	-2.2	+0.0	-3.4
EUR/CHF	0.94	-0.3	-0.4	+0.2	-1.2
EUR/JPY	156.36	-2.2	-3.2	-3.9	-3.7
Pétrole (Brent, \$)	74.45	-0.7	-6.4	-0.4	-10.2
Or (once, \$)	2931	+1.1	+7.0	+11.7	+44.8

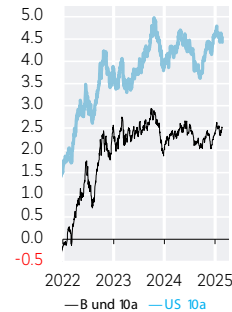
Indices actions

	en niveau		variation, %		
	21-févr.-25	1 semaine	1 mois	Cumul annuel	1 an
Monde					
MSCI Monde (\$)	3843	-1.4	+0.7	+3.6	+17.4
Amérique du Nord					
S&P500	6013	-1.7	-0.6	+2.2	+20.7
Dow Jones	43428	-2.5	-1.4	+2.1	+12.5
Nasdaq composite	19524	-2.5	-1.2	+1.1	+25.3
Europe					
CAC 40	8155	-0.3	+4.9	+10.5	+4.4
DAX 30	22288	-1.0	+5.9	+11.9	+30.2
EuroStoxx50	5475	-0.3	+6.0	+11.8	+14.6
FTSE100	8659	-0.8	+1.3	+6.0	+13.0
Asie					
MSCI. loc.	1425	-1.2	+0.7	-0.5	+5.9
Nikkei	38777	-1.0	-0.6	-2.8	+1.3
Emergents					
MSCI Emergents (\$)	1147	+2.0	+6.1	+6.6	+12.4
Chine	76	+3.9	+18.6	+17.6	+41.6
Inde	951	+0.2	-2.4	-7.5	-1.6
Brésil	1326	-3.0	+6.8	+12.7	-23.4

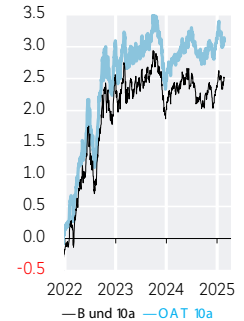
Performance par secteur

Eurostoxx600		S&P500	
Année 2025 au 21-2, €		Année 2025 au 21-2, \$	
+18.6%	Banques	+13.9%	Télécoms
+10.9%	Bs. de conso.	+8.0%	Alimentation, boissons et tabac
+10.7%	Industrie	+7.0%	Distribution
+10.3%	Technologie	+6.9%	Banque
+9.9%	Scs financiers	+6.2%	Santé
+9.4%	Télécoms	+6.2%	Pharmaceutiques
+9.1%	Eurostoxx600	+5.6%	Scs collectivités
+8.3%	Santé	+5.3%	Services commerciaux et pro.
+8.1%	Chimie	+5.2%	Énergie
+7.9%	Pétrole & gaz	+5.1%	Foncières
+7.6%	Matières premières	+4.6%	Matériaux
+7.5%	Construction	+3.8%	Médias
+7.1%	Assurances	+3.7%	Services aux consommateurs
+6.4%	Médias	+3.4%	Assurances
+5.3%	Agroalimentaire	+2.2%	S&P500
+2.9%	Distribution	+0.8%	Semiconducteurs
+2.8%	Foncières	+0.7%	Biens d'équipement
+0.7%	Scs collectivités	-0.8%	Biens de consommation
-0.9%	Voyages & loisirs	-0.9%	Matériel et équipement technologiques
		-15.5%	Automobiles

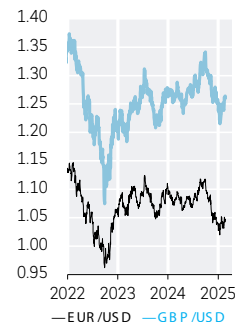
Bund 10a vs US Treas. 10a



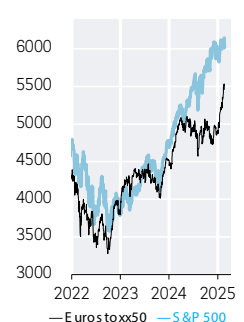
Bund 10a vs OAT 10a



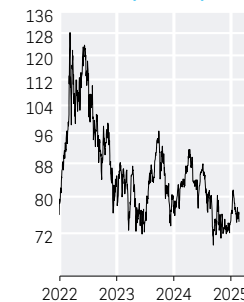
EUR/USD vs GBP/USD



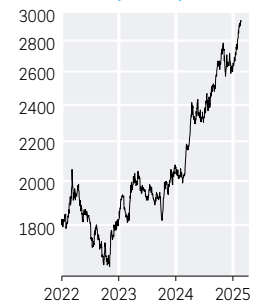
EUROSTOXX 50 vs S&P500



Pétrole (Brent, \$)



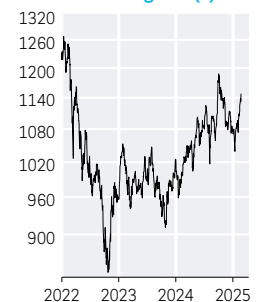
Or (once, \$)



MSCI monde (\$)



MSCI Emergents (\$)



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

DERNIÈRES PUBLICATIONS DES ÉTUDES ÉCONOMIQUES

7

Élections allemandes : un gouvernement à Pâques ?	EcoFlash	24 février 2025
Allemagne : après les élections, le vent du changement ?	EcoTV	20 février 2025
Écarts de droits de douane, les États-Unis sont-ils si désavantagés que cela ?	Graphique de la Semaine	20 février 2025
Croissance française : le pire est-il derrière nous ?	EcoWeek	17 février 2025
2019 - 2024 : les dettes à l'épreuve des crises	EcoTV	14 février 2025
Offensive tarifaire américaine : une cartographie (non exhaustive) des risques	Graphique de la Semaine	12 février 2025
États-Unis : Hausse des taux longs et baisse des taux courts, quelles causes et quels effets possibles ?	Graphique de la Semaine	11 février 2025
Cinq raisons pour lesquelles les « Trumponomics » pourraient ne pas affaiblir l'Europe, au contraire	EcoWeek	10 février 2025
EcoPulse Février 2025	EcoPulse	7 février 2025
EcoPerspectives Pays émergents 1^{er} trimestre 2025	EcoPerspectives Économies Émergentes	6 février 2025
France : réduction du déficit commercial et solde courant quasi à l'équilibre	EcoFlash	5 février 2025
Zone euro : La hausse de l'impulsion du crédit a permis d'éviter la contraction du PIB au quatrième trimestre 2024	EcoInsight	5 février 2025
Europe centrale : montée en gamme dans la chaîne de valeur	Graphique de la Semaine	4 février 2025
Pour faire baisser les prix du pétrole, Trump doit agir peu et rester patient	EcoWeek	3 février 2025
Baromètre de l'inflation - janvier 2025 L'inflation remonte : faut-il s'en inquiéter ?	EcoCharts	31 janvier 2025
Fed, le temps de la pause	EcoFlash	27 janvier 2025
Zone euro : quelques raisons au taux d'épargne élevé	EcoWeek	27 janvier 2025
Croissance française : toujours (faiblement) positive ?	EcoBrief	23 janvier 2025
États-Unis vs zone euro : des exigences de fonds propres bancaires difficilement comparables	Graphique de la Semaine	23 janvier 2025
Podcast Perspectives économiques, 2025 vs 2024 : ce qui va changer	Podcast - En Eco dans le texte	22 janvier 2025
Royaume-Uni : la détérioration du marché du travail se précise et conforte les baisses de taux	EcoBrief	21 janvier 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 Économie 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 – 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 Économie 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



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

RECHERCHE ÉCONOMIQUE GROUPE

ECOINSIGHT

Analyse approfondie de sujets structurels ou d'actualité

ECOPERSPECTIVES

Analyses et prévisions des principales économies, développées et émergentes

ECOFFLASH

Un indicateur, un évènement économique majeur. Le détail ...

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

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 déterminer une participation au capital des émetteurs ou personnes mentionnés dans ce document, de se trouver en position d'acheteur ou vendeur de titres ou de contrats à terme, d'options ou de tous autres instruments dérivés reposant sur l'un de ces sous-jacents. Les cours, rendements et autres données similaires du présent document, y figurent au titre d'information. De nombreux facteurs agissent sur les prix de marché et il n'existe aucune certitude que les transactions peuvent être réalisées à ces prix. BNP Paribas, ses dirigeants et employés, peuvent exercer ou avoir exercé des fonctions d'employé ou dirigeant auprès de toute personne mentionnée dans ce document, ou ont pu intervenir en qualité de conseil auprès de cette (ces) personne(s). BNP Paribas est susceptible de solliciter, d'exécuter ou d'avoir dans le passé fourni des services de conseil en investissement, de souscription ou tous autres services au profit de la personne mentionnée aux présentes au cours des 12 derniers mois précédant la publication de ce document. BNP Paribas peut être partie à un contrat avec toute personne ayant un rapport avec la production du présent document. BNP Paribas est susceptible, dans les limites autorisées par la loi en vigueur, d'avoir agi sur la foi de, ou d'avoir utilisé les informations contenues dans les présentes, ou les travaux de recherche ou d'analyses sur le fondement desquels elles sont communiquées, et ce préalablement à la publication de ce document. BNP Paribas est susceptible d'obtenir une rémunération ou de chercher à être rémunéré au titre de services d'investissement fournis à l'une quelconque des personnes mentionnées dans ce document dans les trois mois suivant sa publication. Toute personne mentionnée aux présentes est susceptible d'avoir reçu des extraits du présent document préalablement à sa publication afin de vérifier l'exactitude des faits sur le fondement desquelles il a été élaboré.

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

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

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

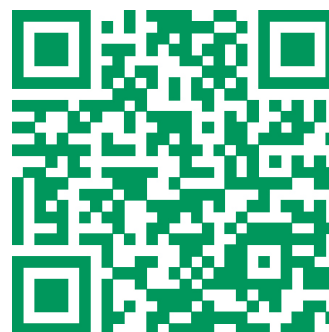
Pour les avertissements par pays (Etats-Unis, Canada, Royaume-Uni, Allemagne, Belgique, Irlande, Italie, Pays-Bas, Portugal, Espagne, Suisse, Brésil, Turquie, Israël, Bahreïn, Afrique du Sud, Australie, Chine, Hong Kong, Inde, Indonésie, Japon, Malaisie, Singapour, Corée du Sud, Taiwan, Thaïlande, Vietnam)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

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

© BNP Paribas (2025). Tous droits réservés.

Pour vous abonner à nos publications :

ÉTUDES **ECONOMIQUES**



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 : Aleho Bernal



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change