

“ En 2026, la croissance des économies émergentes devrait continuer de résister mais sera plus modérée. Les facteurs de soutien pourraient s'atténuer et le commerce mondial s'essouffler. Les politiques budgétaires et monétaires continueront de soutenir la demande intérieure mais seront plus contraintes qu'en 2025. ”

ÉTUDES ÉCONOMIQUES



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

SOMMAIRE

2

3

ÉDITORIAL

Économies émergentes : la croissance résistera-t-elle aussi bien en 2026 ?

6

ACTUECO

Les points-clés de la semaine économique

8

REVUE DES MARCHÉS

L'évolution hebdomadaire des marchés

9

DERNIÈRES PUBLICATIONS

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



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

ÉCONOMIES ÉMERGENTES: LA CROISSANCE RÉSISTERA-T-ELLE AUSSI BIEN EN 2026 ?

La croissance des économies émergentes est restée solide en 2025, portée par les exportations et l'assouplissement des conditions de financement. Le commerce mondial a été stimulé par les achats anticipés en amont des hausses des droits de douane américains, ainsi que par la reconfiguration des flux de marchandises et le boom du secteur technologique. En 2026, la croissance des économies émergentes devrait continuer de résister mais devenir plus modérée. Les facteurs de soutien pourraient s'atténuer et le commerce mondial s'essouffler. Les politiques budgétaires et monétaires continueront de soutenir la demande intérieure mais seront plus contraintes qu'en 2025. L'assouplissement monétaire sera plus mesuré, et les marges de manœuvre budgétaires seront réduites par la nécessité de freiner la hausse des ratios d'endettement public.

EN 2026, LE COMMERCE EXTÉRIEUR PORTERA MOINS LA CROISSANCE

La croissance des économies émergentes s'est avérée plus solide que prévu depuis le début de l'année 2025, notamment grâce au dynamisme des exportations. La progression du PIB agrégé de notre échantillon de 28 principaux pays émergents¹ a été légèrement supérieure à 1% en rythme trimestriel (t/t) aux T1 et T2 2025. Pour le T3, les données disponibles confirment la bonne résistance de la croissance en Asie et en Europe centrale, tandis que l'activité s'est contractée (t/t) au Mexique et au Chili.

Selon nos prévisions, sur l'ensemble de 2025, la croissance moyenne du PIB réel des pays émergents devrait s'établir à 4,1%, à peine en dessous de sa moyenne de 2024 (+4,2%). Elle sera supérieure à ce qui était anticipé après le « jour de la libération » du 2 avril du président Donald Trump et de la première vague de hausses tarifaires américaines. Les exportations ont été moins affectées que prévu. Le commerce mondial devrait même rebondir sur l'ensemble de l'année : d'après les prévisions du FMI, les exportations totales de biens croîtraient de +3,7% en volume en 2025, après une hausse de +3% en 2024.

Les échanges commerciaux ont été stimulés par les achats anticipés en amont des hausses tarifaires. **Surtout, les flux se sont rapidement réorganisés au cours de l'année², notamment sous l'effet du redéploiement des exportations de la Chine.** La stratégie chinoise a visé, d'une part, à contourner les droits de douane américains grâce au réacheminement des flux de marchandises *via* des pays tiers et, d'autre part, à diversifier les débouchés pour compenser les pertes de parts de marché aux États-Unis³.

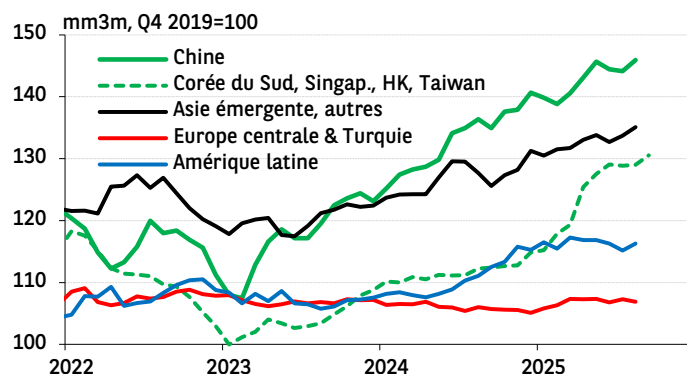
Dans un premier temps, le choc tarifaire n'a donc pas freiné les exportations de la Chine (+5,9% en glissement annuel en dollars courants sur les neuf premiers mois de 2025, après déjà +5,9% en 2024). Cependant, en octobre, les exportations chinoises ont baissé (-1,1% en g.a.), avec une contraction vers les États-Unis, mais aussi vers le Japon, la Corée du Sud et la Malaisie, et une quasi-stagnation vers l'Union européenne et l'Amérique latine. Alors que le redéploiement des exportations via le simple *rerouting* s'est poursuivi (les exportations vers les autres pays d'Asie sont restées solides), les gains de parts de marché dans les pays tiers semblent s'être effrités.

1 Chine, Hong Kong, Taiwan, Corée du Sud, Inde, Indonésie, Malaisie, Philippines, Singapour, Thaïlande, Argentine, Brésil, Chili, Colombie, Mexique, Pérou, Bulgarie, Hongrie, Pologne, République Tchèque, Roumanie, Russie, Slovaquie, Turquie, Israël, Maroc, Égypte, Afrique du Sud.

2 Voir [EcoPerspectives-Economies Avancées, T3 2025 : « Focus – Commerce international : tout ne tourne pas autour des États-Unis »](#).

3 Voir [EcoPerspectives-Economies Émergentes, T4 2025 : « Chine – Puissance exportatrice confirmée, modèle de croissance déséquilibré »](#).

INDICES D'EXPORTATIONS EN VOLUME



GRAPHIQUE 1

SOURCES : CPB, MACROBOND, BNP PARIBAS

Cette dégradation peut s'expliquer par la légère réappréciation du yuan depuis juin (de 2% environ en termes effectifs réels, après une baisse de près de 6% au S1 2025), ainsi que par les effets des mesures protectionnistes introduites par certains pays pour freiner leurs importations de biens chinois. La prolongation de la trêve entre la Chine et les États-Unis, annoncée fin octobre et accompagnée d'une réduction des droits de douane américains sur les marchandises chinoises, pourrait aider les exportations d'ici la fin de l'année. Le taux effectif des droits de douane américains sur les biens chinois a été abaissé à 29,2%, contre 41,4% en août (source : Fitch) ; il était proche de 10% fin 2024.

Pour les pays d'Europe centrale, les exportations ont un peu mieux résisté que prévu à la hausse des tarifs américains et à la crise frappant le secteur automobile, notamment grâce à la poursuite de l'intégration des chaînes de valeur européennes et au dynamisme des échanges intrarégionaux⁴. **Enfin, les exportations des pays d'Asie industrialisée ont été soutenues par le boom du secteur électronique** et des investissements liés à l'intelligence artificielle – d'autant plus que les semiconducteurs sont jusqu'à présent exemptés de droits de douane aux États-Unis.

4 Voir [Graphique de la semaine, 29 octobre 2025 : « Europe centrale : les exportations du secteur automobile résistent »](#).



ÉDITORIAL

4

En 2026, la croissance du commerce international devrait s'essouffler. Les effets des droits de douane américains devraient se diffuser davantage, tandis que les tensions commerciales et le risque de nouvelles mesures protectionnistes persistent, en particulier à l'encontre de la Chine. Selon les prévisions du FMI, la progression des exportations totales de biens devrait ralentir à +2% en volume en 2026, avant de réaccélérer en 2027-2028.

L'ASSOUPLISSEMENT DES CONDITIONS FINANCIÈRES SE POURSUIVRA DE FAÇON PLUS INÉGALE

En 2025, les conditions financières extérieures ont été favorables aux pays émergents. Selon l'Institut de Finance Internationale, les investissements de portefeuille des non-résidents ont été très faibles au S1 2025, mais après un S2 2024 particulièrement fort, puis ils ont fortement rebondi pendant l'été 2025. La plupart des devises se sont appréciées contre le dollar US depuis le 2 avril, corrigeant complètement ou partiellement le mouvement de dépréciation qui avait suivi l'élection de Donald Trump. Les CDS *spreads* ont connu le même mouvement de tension puis de détente. Enfin, pour la plupart des pays, les rendements des obligations souveraines en monnaie locale ont continué de se réduire depuis avril, aidés par l'assouplissement des politiques monétaires.

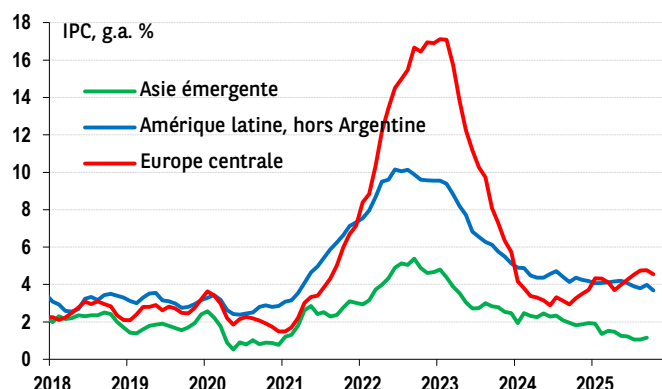
Une grande majorité de banques centrales ont en effet abaissé leurs taux directeurs depuis début 2025. L'inflation des prix à la consommation a ralenti, aidée par la faible hausse des prix alimentaires (en particulier en Asie), la baisse des cours mondiaux de l'énergie, l'appréciation de la plupart des monnaies émergentes contre le dollar US, ainsi que par la modération récente de la progression des salaires nominaux. Selon nos prévisions, l'inflation IPC moyenne dans les pays émergents devrait atteindre 4,5% en 2025, contre 8,3% en 2024. La désinflation a permis aux ménages de gagner en pouvoir d'achat, et l'assouplissement monétaire a alimenté une accélération du crédit, en particulier en Europe centrale et en Amérique latine⁵. **La désinflation et l'assouplissement monétaire ont donc généralement soutenu la demande intérieure dans les pays émergents. La Chine est une exception notable ;** la consommation des ménages et l'investissement privé y restent déprimés (en raison, notamment, de la crise immobilière, des incertitudes pesant sur les perspectives d'exportation et d'un niveau de confiance qui reste faible), et la croissance des crédits continue de ralentir.

En 2026, l'assouplissement monétaire va se poursuivre. Il devrait même s'étendre à plus de pays avec, par exemple, le Brésil et la Hongrie entamant un cycle d'assouplissement. Cependant, l'ampleur moyenne des baisses de taux directeurs devrait être moindre qu'en 2025. D'une part, sur l'ensemble des pays émergents, l'inflation IPC moyenne s'approche de niveaux historiquement faibles (elle est attendue à 3,9% en 2026). De plus, le rythme de désinflation restera inégal. Il sera modéré en Amérique latine et en Europe centrale ; en Asie, l'inflation est déjà très faible et pourrait remonter dans certains pays tels que l'Inde. En Chine, les pressions déflationnistes pourraient s'atténuer.

D'autre part, si les risques liés aux conditions financières internationales demeurent limités à court terme, les flux de capitaux pourraient devenir plus volatils et les épisodes de pression à la baisse sur les monnaies émergentes se multiplier – en raison, par exemple, d'une incertitude politique accrue à l'approche d'échéances électorales en 2026 ou de l'aggravation des fragilités des finances publiques.

5 Voir [EcoWeek, 15 septembre 2025](#) : « [Edito - Le crédit domestique en soutien à la croissance des pays émergents](#) ».

INFLATION



GRAPHIQUE 2

SOURCES : MACROBOND, BNP PARIBAS

Sur ces deux points, les pays d'Amérique latine, à l'instar de la Colombie et du Brésil, apparaissent particulièrement vulnérables.

LES POLITIQUES BUDGÉTAIRES SERONT PLUS CONTRAINTES

Dans la grande majorité des économies émergentes, comme dans la plupart des économies avancées⁶, le déficit budgétaire et la dette publique sont nettement plus élevés qu'avant la crise du Covid, et les politiques budgétaires sont donc contraintes par la nécessité de freiner la hausse des ratios d'endettement.

Les marges de manœuvre pourraient se réduire davantage dans les prochaines années en raison de l'évolution attendue de l'écart entre le taux d'intérêt effectif sur la dette publique et le taux de croissance économique. Alors que cet écart était généralement négatif sur la période 2021-2025, il devrait se resserrer, voire devenir positif, sur la période 2026-2030 (selon les projections du FMI dans le *Fiscal Monitor* d'octobre 2025). Cette évolution, défavorable à la dynamique de dette publique, rend plus nécessaire encore l'amélioration des soldes budgétaires primaires.

Face au double impératif d'ajustement des comptes publics et de soutien à la croissance dans un contexte externe incertain, les gouvernements adoptent des stratégies très diverses⁷. Dans les pays dont les finances publiques sont particulièrement dégradées, la rigueur s'impose et continuera de peser sur la croissance en 2026. C'est le cas, par exemple, de la Roumanie, du Mexique, de l'Argentine et de l'Égypte. L'Argentine et l'Égypte, qui bénéficient de plans de soutien du FMI, sont engagées dans un processus de réduction continue des déséquilibres budgétaires.

Le gouvernement de la Colombie n'a pas non plus de marge de manœuvre, mais il a suspendu la règle de discipline budgétaire pour trois ans afin de retarder les mesures d'ajustement et de laisser filer le déficit en 2025 et 2026. Au Brésil et en Inde, les marges de manœuvre sont contraintes par les fragilités structurelles des finances publiques (métriques dégradées, rigidité des dépenses et méfiance des créanciers privés). Pourtant, le gouvernement indien donne la priorité au soutien à la croissance et vient d'abaisser les taux de TVA. Le gouvernement brésilien devrait rester prudent, mais il pourrait utiliser des leviers ex-

6 Voir [EcoCharts - Finances Publiques, 18 novembre 2025](#).

7 Voir [EcoPerspectives - Économies Émergentes, T4 2025](#).



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

ÉDITORIAL

5

tra-budgétaires pour stimuler la demande intérieure (par exemple avec des crédits des banques publiques). Il s'agit de stratégies risquées : si les mesures de soutien dégradent les anticipations d'inflation et le sentiment des investisseurs, l'effet favorable sur la croissance peut être réduit par des pressions baissières sur les monnaies qui contraindraient la politique monétaire. Le risque est avéré en Colombie, où la Banque centrale n'a pas modifié son taux directeur depuis mai dernier, et pourrait devoir durcir sa politique monétaire dès le S1 2026.

En Europe centrale, la marge de manœuvre budgétaire est généralement limitée, la majorité des pays faisant l'objet d'une procédure pour déficit excessif par l'Union européenne. En Pologne, toutefois, la consolidation des comptes publics restera lente, freinée par les pressions politiques internes et la nécessité de compenser les effets d'un environnement externe difficile. À court terme, l'orientation de la politique budgétaire demeurera accommodante avec, notamment, une hausse continue des dépenses sociales et de défense.

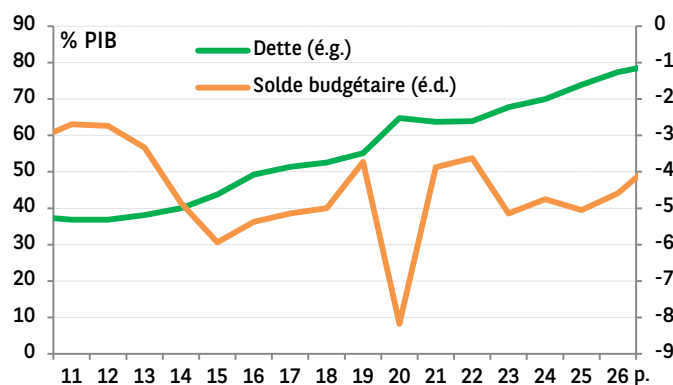
En Chine, les finances publiques se sont dégradées au cours des dernières années, en particulier à cause de la forte hausse de la dette des collectivités locales et de leurs véhicules de financement. Toutefois, la dette du gouvernement et des collectivités reste financée sans difficultés sur les marchés domestiques, et les autorités ont pris des mesures pour alléger les contraintes de liquidité des véhicules de financement à court terme. Ceci permet aux collectivités de poursuivre une politique budgétaire modérément expansionniste. Ces mesures sont nécessaires à court terme mais n'améliorent pas la trajectoire de la dette publique, qui devrait continuer d'augmenter sensiblement dans les prochaines années.

La croissance des économies émergentes devrait donc ralentir modérément en 2026 : les conditions financières devraient rester globalement accommodantes mais les flux de capitaux devenir plus volatils, tandis que les effets des barrières douanières américaines vont se diffuser plus largement et que le soutien budgétaire sera de plus en plus contraint par le poids de l'endettement public. **Selon nos prévisions, la croissance économique moyenne des pays émergents passerait tout juste sous la barre des 4% en 2026, pour la première fois de la période post-Covid.**

Christine Peltier

christine.peltier@bnpparibas.com

PAYS ÉMERGENTS : SOLDE BUDGÉTAIRE ET DETTE DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES



GRAPHIQUE 3

SOURCE : FMI (FISCAL MONITOR OCTOBRE 2025)



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

[Retrouvez notre scénario et nos prévisions](#)

ÉCONOMIES AVANCÉES

ÉTATS-UNIS

Les créations d'emplois de septembre surprennent positivement à +119k (consensus : +55k). Le taux de chômage augmente pour le 4^e mois consécutif à 4,4% (plus haut depuis 2021) ; cela résulte d'une augmentation de la force de travail (le nombre de personnes en emploi ne diminue pas).

La probabilité d'une hausse de taux par la Fed (réunion des 10 et le 11 décembre) était à 35% le 20 novembre. Les Minutes d'octobre ont révélé que « plusieurs membres auraient pu également soutenir » une stabilité de la cible de taux et que plusieurs étaient « contre » la baisse (-25 pb).

Le BLS a confirmé qu'il ne publierait pas les chiffres d'inflation CPI et de taux de chômage pour octobre. La partie sur les créations d'emplois sera publiée avec l'*Employment situation* du 16 décembre, soit deux jours avant l'inflation CPI. *À venir : confiance des ménages d'octobre (Conference Board), ventes au détail et prix à la production de septembre (mardi).*

ZONE EURO / UE

Les PMI se maintiennent à un bon niveau grâce aux services avec un PMI composite à 52,4 (-0,1 point), un indice manufacturier à 49,7 (-0,3 point) et un PMI services à 53,1 (+0,1, plus haut en 18 mois). L'inflation dans les services devrait se modérer avec un indice des prix de vente à son plus bas depuis avril 2021 (-1,4 point à 52,2) et des salaires négociés en net ralentissement au T3 (1,9% a/a contre 4,0% au T2). La confiance des ménages est stable en octobre, mais inférieure aux niveaux de fin 2024. La Commission européenne confirme de bonnes perspectives de croissance en zone euro. Si la prévision 2026 (1,2%) est inférieure à celle pour 2025 (1,3%), c'est en raison d'un contrecoup en Irlande. La croissance serait solide également en 2027 (1,4%).

Côté supervision bancaire, la BCE a annoncé, à l'issue du processus 2025 de contrôle et d'évaluation prudentiels (SREP), une quasi-stabilité des exigences et recommandations totales de fonds propres CET1 des banques qu'elle supervise. En moyenne, elles passeront de 11,3% à 11,2% au 1^{er} janvier 2026.

L'UE va créer un fonds destiné à stocker les minéraux critiques et a signé un accord avec l'Afrique du Sud pour avoir accès à ses réserves.

Lors du sommet franco-allemand sur la souveraineté numérique européenne de Berlin, un soutien au secteur des technologies et de l'IA a été évoqué avec des appels à la simplification réglementaire. Par ailleurs, l'UE va demander que ses principales exportations de produits alimentaires et de boissons vers les États-Unis soient exemptées de droits de douane. *À venir : immatriculations automobiles d'octobre (mardi), enquête de confiance (Commission européenne) de novembre, crédit/agrégats monétaires d'octobre (jeudi).*

- **Allemagne : Modération du climat des affaires à un bon niveau sauf dans l'industrie**, avec un PMI composite à 52,1 en novembre (-1,8 point) qui recule sous le poids des services (à 52,7, -1,9 point). Le PMI manufacturier se contracte à 48,4 (-1,2 point). Les indicateurs traduisent une baisse des commandes, surtout à l'exportation.

Les pressions salariales restent fortes. L'indice IFO recule également, à 88,1 en novembre (-0,3 point), tiré vers le bas par les attentes (-1 point, à 90,6), tandis que l'évaluation de la situation actuelle s'améliore légèrement (+0,3 pt à 85,6). *À venir : croissance au T3 (2^e estimation, jeudi), vote du budget 2026 (vendredi).*

- **France : Novembre, un bon mois pour le commerce de détail.** Le PMI composite (à 49,9 en novembre, +2,2 points, plus haut en 15 mois) a été soutenu par les services (+2,8 points à 50,8). Même tendance pour le climat des affaires Insee (+1 point m/m, à 98 en novembre), grâce aux services (98, +3 points m/m), dont le transport de marchandises, et le commerce de détail (102, +5 points m/m, dont le textile et l'électronique). L'indice de l'industrie se replie à 98 en novembre après 97 en septembre et une surperformance en octobre (à 101) liée à un afflux de commandes dans l'aéronautique (le PMI manufacturier perd aussi 1 point m/m à 47,8). Les transactions immobilières ont poursuivi leur rebond à fin septembre, avec 921 000 transactions sur 12 mois (vs. 907 000 à fin juin, 832 000 à fin septembre 2024).

Devant le risque croissant que le budget 2026 ne soit pas adopté dans les temps, le gouvernement a indiqué que, si cela s'avérait nécessaire, il présenterait une loi spéciale prolongeant le budget 2025 (sans indexation) dans les premiers jours de 2026. Près de EUR 30 mds d'investissements (dont 9 dans des nouveaux projets) ont été annoncés lors du sommet Choose France. *À venir : confiance des ménages (mardi), inflation de novembre, emploi au T3 et PIB du T3 (2^e estimations) (vendredi).*

- **Italie : Moody's a relevé la note de la dette souveraine à Baa2** avec une perspective stable (1^{ère} révision à la hausse depuis plus de 23 ans) en raison d'une « stabilité politique et stratégique constante ». *À venir : sentiment économique de la Commission européenne (jeudi), PIB du T3 (2^e estimation) et inflation de novembre (vendredi).*

ROYAUME-UNI

Deux bonnes nouvelles et une mauvaise. L'inflation a ralenti pour la première fois depuis sept mois en octobre (+3,6% a/a), avec -0,2 pp, dans les services (4,5% a/a) et l'énergie (-1,9 pp, 5,3% a/a). Le sous-jacent recule de 0,1 pp à 3,4% a/a. La hausse des prix en sortie de production atteint un plus haut depuis 2023 (3,6% a/a), mais celle des intrants ralentit (+0,5% a/a contre 0,7% a/a). Les indices PMI services et composite reculent en novembre (50,5 pour les deux). L'indice manufacturier repasse en zone d'expansion pour la première fois depuis octobre 2024 (50,2 contre 49,7 en octobre). L'indice Gfk de confiance des ménages se détériore (-19 après -17 en octobre), tandis que les ventes au détail rechutent (-1,1% m/m). *À venir : budget d'automne (mercredi), indice Nationwide des prix de l'immobilier (vendredi).*

JAPON

Les taux sous pression à la suite du plan de soutien budgétaire de la Première ministre S. Takaichi de JPY 21,3 mille milliards (contre 17,7 en 2024). Il inclut des aides face à l'inflation (baisse des taxes sur l'énergie) et un soutien à l'immobilier et à la construction. La ministre des Finances a évoqué la possibilité d'une intervention sur le marché des changes : le 21 novembre dernier, le yen a atteint un plus bas depuis janvier



BNP PARIBAS

**La banque
d'un monde
qui change**

[Retrouvez notre scénario et nos prévisions](#)

(1 USD = 156 JPY) et le taux à 10 ans un plus haut depuis 2007, à près de 1,8%. Selon son gouverneur K. Ueda, la Banque du Japon discuterait d'une hausse de taux lors des réunions à venir ; elle pourrait intervenir dès décembre. Le PMI composite s'améliore en novembre (52,0, +0,5pp) en raison d'un mieux sur la production manufacturière (49,6, +1,3 pp) et d'une stabilité dans les services (53,1). L'inflation sous-jacente atteint +3,0% a/a en octobre (+0,1pp). Les indices *headline* et *new core* (hors énergie) suivent la même tendance.

ÉCONOMIES ÉMERGENTES

AFRIQUE/MOYEN-ORIENT

Afrique du Sud : Baisse de 25 pb du taux directeur qui atteint 6,75%. Bien que l'inflation soit en hausse en octobre (3,6% en g.a.), la Banque centrale a revu légèrement à la baisse sa prévision d'inflation pour 2026, à 3,5% (-0,1 pp). Elle a également revu à la hausse sa prévision de croissance pour 2025 à 1,3% (+0,1pp).

Angola : Le corridor de Lobito attire plus de EUR 2 mds d'investissements de l'Union européenne, selon l'ambassadrice de l'Union européenne en Angola. EUR 730 mn proviennent de fonds publics européens, le reste du secteur privé. Le projet logistique devrait relier la Zambie et la RDC au port de Lobito sur l'océan Atlantique et pourrait approvisionner l'UE en minerais critiques pour la transition énergétique.

Arabie Saoudite : Réchauffement marqué des relations avec les États-Unis. Le déplacement du prince héritier Mohammed Ben Salmane aux États-Unis, les 18 et 19 novembre, a confirmé le rapprochement entre les deux pays.

Maroc : L'inflation continue de ralentir et atteint des niveaux très bas. L'indice des prix à la consommation n'a progressé que de 0,1% en g.a. en septembre sous l'effet d'une baisse de 0,3% des prix alimentaires et d'une très faible inflation des prix non-alimentaires (0,4%). L'inflation sous-jacente est négative (-0,2%), ce qui pourrait ouvrir la voie à une nouvelle baisse du taux directeur en décembre, après celle de mars. Avec un taux directeur actuellement à 2,25%, l'environnement monétaire favorable est un des facteurs de la croissance solide de l'économie marocaine.

Sénégal : S&P abaisse la notation souveraine en devises à CCC+. L'agence estime que les besoins de financement du gouvernement pourraient atteindre 29% du PIB en 2026, alors que le pays a perdu son accès aux marchés de capitaux étrangers et que les négociations avec le FMI n'ont pas abouti à un programme de financement concessionnel pour le moment. En octobre, Moody's avait également abaissé sa note souveraine en devises à Caa1.

AMÉRIQUE LATINE

Amérique latine : Chiffres de PIB contrastés au T3. La demande intérieure est restée dynamique et a soutenu la croissance en Colombie (3,6% en g.a.) et au Pérou (3,4% en g.a.). Même constat au Chili, mais cette vigueur n'a pas suffi à compenser la baisse de la production minière, due à la fermeture temporaire d'une mine de cuivre.

La croissance du PIB y a ralenti à 1,6% en g.a. (après 3,3% au T2). Au Mexique, la dégradation marquée de l'activité se poursuit (-0,2% en g.a.), tandis qu'au Brésil, l'indice mensuel d'activité indique un ralentissement continu de l'activité au T3 (-1% m/m en septembre après -2% en août). Le chiffre du PIB pour le T3 sera publié début décembre.

Chili : Élections générales. Jeannette Jara, la candidate proche du gouvernement sortant (large coalition des partis de gauche) est arrivée en tête du premier tour avec près de 27% des voix. Une victoire de la gauche paraît peu probable.

ASIE

Soldes commerciaux plus faibles en octobre : Le déficit commercial de l'Inde s'est très sensiblement creusé (-USD 41 mds vs. une moyenne de USD -23 mds sur les neuf premiers mois de l'année), en raison notamment de la forte baisse des exportations vers les États-Unis. Les surplus commerciaux en Malaisie et au Vietnam se sont réduits en octobre, mais ils restent très confortables.

EUROPE CENTRALE

Pologne : Programme d'aide aux entreprises de la tech. Le gouvernement a annoncé un programme de EUR 1,1 md pour financer l'innovation des entreprises locales dans le secteur technologique.

Hongrie : Statu quo monétaire. La Banque centrale a maintenu son taux directeur à 6,5% (inchangé depuis septembre 2024). évoquant plusieurs facteurs : les anticipations d'inflation des ménages sont élevées (proches de 20% en g.a. en octobre 2025 alors que l'inflation globale est de 4,2% en g.a.). Le forint reste exposé à des épisodes de volatilité – même si la devise locale s'est appréciée depuis janvier 2025 (+7,6% contre l'euro ; +19,9% contre le dollar). Démission de Barnabas Virag, vice-gouverneur de la Banque centrale, sept mois avant la fin de son mandat : cette annonce a entraîné des pressions baissières sur le forint, mais elles se sont atténuées en ce début de semaine.

CLIMAT

COP30 : Bilan en demi-teinte défendable dans le contexte. La 30^e COP sur le changement climatique n'a pas tenu toutes ses promesses, en l'absence d'accord sur un calendrier formel de sortie des énergies fossiles. Plusieurs d'entre eux (dont l'Inde et l'Argentine) n'ont pas présenté leur « contribution déterminée au niveau national (NDC) » à la baisse des émissions de gaz à effet de serre ; à défaut d'engagement commun, la lutte contre la déforestation restera à l'initiative des États. Toutefois, les 198 pays réunis à Belém conviennent d'accroître l'effort financier (sans le chiffrer) pour l'adaptation des pays les plus pauvres au changement climatique. L'objectif de réaliser USD 300 mds par an de transferts publics d'ici à 2035 est aussi maintenu. Ils réaffirment enfin l'impérieuse nécessité de poursuivre l'action commune contre le dérèglement climatique.



REVUE DES MARCHÉS

Marchés obligataires

	en %	en pb				
	21-nov.-25	1 semaine	1 mois	Cumul annuel	1 an	
Bund 2a	1.96	-2.8	+6.5	-9.8	-16.9	
Bund 5a	2.23	-3.0	+12.2	+12.0	+11.9	
Bund 10a	2.66	-1.9	+14.7	+29.6	+34.7	
OAT 10a	3.40	+2.1	+12.6	+27.8	+37.7	
BTP 10a	3.44	-1.2	+11.2	+2.3	-1.8	
BONO 10a	3.16	-1.0	+12.9	+13.8	+15.3	
Treasuries 2a	3.53	-9.9	+6.0	-72.0	-83.8	
Treasuries 5a	3.61	-11.8	+5.4	-77.0	-69.5	
Treasuries 10a	4.05	-8.8	+10.5	-53.0	-38.3	
Gilt 2a	3.78	-7.2	-7.6	-36.4	-42.5	
Treasuries 5a	3.86	-5.0	+3.9	-48.5	-43.8	
Gilt 10a	4.62	-2.7	+6.4	+4.4	+17.8	

Taux de change - Matières premières

	en niveau	variation, %				
	21-nov.-25	1 semaine	1 mois	Cumul annuel	1 an	
EUR/USD	1.15	-1.0	-0.9	+11.1	+9.4	
GBP/USD	1.31	-0.4	-2.2	+4.5	+3.7	
USD/JPY	156.56	+1.4	+3.1	-0.4	+1.4	
DX	111.99	+7.9	+11.5	+10.5	+6.1	
EUR/GBP	0.88	-0.5	+1.3	+6.3	+5.5	
EUR/CHF	0.93	+0.9	+0.7	-0.9	-0.0	
EUR/JPY	180.06	+0.4	+2.2	+10.6	+11.0	
Pétrole (Brent, \$)	62.58	-2.8	+2.0	-16.3	-15.4	
Or (once, \$)	4068	-0.4	-1.8	+54.9	+52.4	

Indices actions

	en niveau	variation, %				
	21-nov.-25	1 semaine	1 mois	Cumul annuel	1 an	
Monde						
MSCI Monde (\$)	4243	-2.3	-2.3	+14.4	+13.0	
Amérique du Nord						
S&P500	6603	-1.9	-2.0	+12.3	+11.0	
Dow Jones	46245	-1.9	-1.4	+8.7	+5.4	
Nasdaq composite	22273	-2.7	-3.0	+15.3	+17.4	
Europe						
CAC 40	7983	-2.3	-3.3	+8.2	+10.7	
DAX 30	23092	-3.3	-5.1	+16.0	+20.6	
EuroStoxx50	5515	-3.1	-3.0	+12.6	+16.0	
FTSE100	9540	-1.6	+1.2	+16.7	+17.1	
Asie						
MSCI, loc.	1637	-2.5	-0.9	+14.3	+16.8	
Nikkei	48626	-3.5	-1.4	+21.9	+27.9	
Emergents						
MSCI Emergents (\$)	1334	-3.7	-3.6	+23.9	+22.9	
Chine	82	-5.5	-5.5	+27.0	+28.0	
Inde	1053	-0.7	-1.1	+2.4	+3.5	
Brésil	1627	-3.8	+6.5	+38.3	+19.6	

Performance par secteur

Eurostoxx600

Année 2025 au 21-11, €

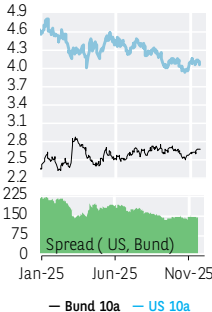
+48.2%	Banques
+25.3%	Scs collectivités
+18.6%	Pétrole & gaz
+17.3%	Assurances
+14.6%	Industrie
+13.9%	Construction
+10.7%	Eurostoxx600
+9.9%	Matières premières
+8.5%	Télécoms
+6.0%	Agroalimentaire
+2.4%	Santé
-0.1%	Distribution
-1.0%	Scs financiers
-1.2%	Foncières
-1.7%	Technologie
-3.4%	Voyages & loisirs
-3.5%	Bs. de conso.
-7.0%	Chimie
-16.2%	Médias

S&P500

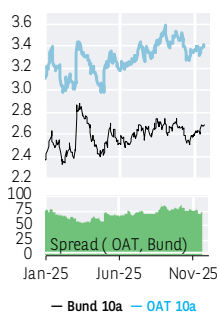
Année 2025 au 21-11, \$

+37.4%	Semiconducteurs
+28.6%	Médias
+19.5%	Biens d'équipement
+19.0%	Pharmaceutiques
+18.8%	Banque
+15.7%	Scs collectivités
+12.3%	S&P500
+11.9%	Matériel et équipement technologiques
+8.1%	Foncières
+5.7%	Alimentation, boissons et tabac
+5.3%	Distribution
+5.1%	Télécoms
+3.8%	Énergie
+2.9%	Matériaux
+2.8%	Santé
+1.1%	Biens de consommation
+0.2%	Assurances
+0.1%	Automobiles
-1.7%	Services aux consommateurs
-6.3%	Services commerciaux et pro.

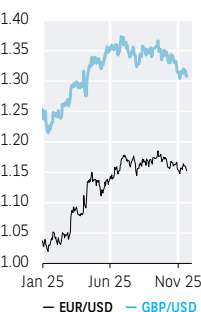
Bund 10a et US Treas. 10a



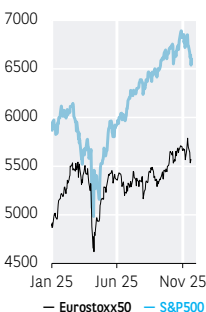
Bund 10a et OAT 10a



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



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

DERNIÈRES PUBLICATIONS DES ÉTUDES ÉCONOMIQUES

9

Emploi américain : un bon mois de septembre ne réduit pas l'incertitude autour de la prochaine décision de la Fed	EcoFlash	21 novembre 2025
Les créations d'emplois dans le secteur de la tech, moteur du marché du travail en zone euro	Graphique de la Semaine	19 novembre 2025
Eco Charts Finances publiques 2025 Vers une augmentation des dettes publiques dans une majorité de pays à l'horizon 2030	EcoCharts	19 novembre 2025
Zone euro : Un nouvel élan	EcoTV	17 novembre 2025
L'économie de la zone euro est en bien meilleure forme que le penchant des Européens pour l'autocritique ne le laisse croire	EcoWeek	17 novembre 2025
Les ménages européens sont-ils ricardiens ?	Graphique de la Semaine	13 novembre 2025
EcoPerspectives — Économies Émergentes 4e trimestre 2025	EcoPerspectives	13 novembre 2025
Euro numérique : un coût peut en cacher un autre	EcoWeek	10 novembre 2025
États-Unis : Au sortir du QT, la Fed sera-t-elle suffisamment prudente ?	Graphique de la Semaine	5 novembre 2025
Commerce international : après l'offensive tarifaire américaine, un monde de plus en plus multipolaire	Podcast En Eco dans le texte	4 novembre 2025
Argentine : Quelles leçons tirer des élections de mi-mandat ?	EcoWeek	3 novembre 2025
Le Petit Atlas de l'économie française Octobre 2025	EcoAtlas	3 novembre 2025
Baromètre de l'inflation - novembre 2025 Rebond limité de l'inflation en septembre	EcoCharts	31 octobre 2025
Fed : fin de la réduction du bilan, nouvelle baisse de taux... mais pas de garantie sur la prochaine	EcoFlash	30 octobre 2025
Les exportations des pays d'Europe centrale résistent à la conjoncture défavorable dans le secteur automobile	Graphique de la Semaine	29 octobre 2025
Les réunions d'octobre de la Fed et de la BCE seront-elles vraiment des non-événements ?	EcoWeek	27 octobre 2025
Taux d'intérêt souverain vs. taux bancaire aux entreprises non financières : vers une hiérarchie durablement modifiée en France ?	Graphique de la Semaine	22 octobre 2025
Quels effets des nouveaux tarifs mexicains sur les importations ? l'exemple du secteur automobile	EcoTV	21 octobre 2025
Soulagement et anxiété face à la situation économique mondiale	EcoWeek	21 octobre 2025
Des effets du régime méditerranéen	Graphique de la Semaine	15 octobre 2025



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

RECHERCHE ÉCONOMIQUE GROUPE

Isabelle Mateos y Lago Cheffe économiste Groupe	+33 1 87 74 01 97	isabelle.mateosyago@bnpparibas.com
Hélène Baudchon Cheffe économiste adjointe, Resp. de la recherche macroéconomique	+33 1 58 16 03 63	helene.baudchon@bnpparibas.com
Stéphane Alby Maghreb, Moyen-Orient	+33 1 42 98 02 04	stephane.alby@bnpparibas.com
Lucie Barette Europe, Europe du Sud	+33 1 87 74 02 08	lucie.barette@bnpparibas.com
Anis Bensaidani États-Unis, Japon	+33 1 87 74 01 51	anis.bensaidani@bnpparibas.com
Céline Choulet Économie bancaire	+33 1 43 16 95 54	celine.choulet@bnpparibas.com
Stéphane Colliac Responsable de l'équipe Économies avancées – France	+33 1 42 98 26 77	stephane.colliac@bnpparibas.com
Guillaume Derrien Europe, Zone euro, Royaume-Uni – Commerce international	+33 1 55 77 71 89	guillaume.a.derrien@bnpparibas.com
Pascal Devaux Moyen-Orient, Balkans occidentaux – Énergie	+33 1 43 16 95 51	pascal.devaux@bnpparibas.com
Hélène Drouot Amérique latine	+33 1 42 98 33 00	helene.drouot@bnpparibas.com
François Faure Responsable du Risque pays – Turquie – Argentine	+33 1 42 98 79 82	francois.faure@bnpparibas.com
Salim Hammad Responsable de l'équipe Data et analytique – Brésil	+33 1 42 98 74 26	salim.hammad@bnpparibas.com
Thomas Humblot Économie bancaire	+33 1 40 14 30 77	thomas.humblot@bnpparibas.com
Cynthia Kalasopatan Antoine Europe centrale, Ukraine	+33 1 53 31 59 32	cynthia.kalasopatanantoine@bnpparibas.com
Johanna Melka Asie	+33 1 58 16 05 84	johanna.melka@bnpparibas.com
Marianne Mueller Europe, Allemagne, Pays-Bas	+33 1 40 14 48 11	marianne.mueller@bnpparibas.com
Christine Peltier Responsable de l'équipe Économies émergentes – Asie	+33 1 42 98 56 27	christine.peltier@bnpparibas.com
Lucas Plé Afrique subsaharienne, Colombie, Amérique centrale	+33 1 40 14 50 18	lucas.ple@bnpparibas.com
Jean-Luc Proutat Responsable des Projections économiques	+33 1 58 16 73 32	jean-luc.proutat@bnpparibas.com
Laurent Quignon Responsable de l'équipe Économie bancaire	+33 1 42 98 56 54	laurent.quignon@bnpparibas.com
Tarik Rharrab Data scientist	+33 1 43 16 95 56	tarik.rharrab@bnpparibas.com
Mickaëlle Fils Marie-Luce Contact media	+33 1 42 98 48 59	mickaelle.filsmarie-luce@bnpparibas.com



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

RECHERCHE ÉCONOMIQUE GROUPE

ECOINSIGHT

Analyse approfondie de sujets structurels ou d'actualité

ECOPERSPECTIVES

Analyses et prévisions des principales économies, développées et émergentes

ECOFASH

Un indicateur, un événement 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 de l'économie

ECOTV

Quel est l'événement du mois ?

La réponse dans vos quatre minutes d'économie

EN ÉCO DANS LE TEXTE

Le podcast de l'actualité économique

POUR RECEVOIR NOS PUBLICATIONS

ABONNEZ-VOUS SUR LE SITE ONGLET ABONNEMENT
[voir le site des études économiques](#)

ET

SUIVEZ-NOUS SUR LINKEDIN
[voir la page linkedin des études économiques](#)

OU TWITTER
[voir la page twitter des études économiques](#)



Bulletin publié par les Études Économiques – BNP PARIBAS
Siège social : 16 boulevard des Italiens – 75009 PARIS / Tél : +33 (0) 1.42.98.12.34
Internet : www.group.bnpparibas - www.economic-research.bnpparibas.com
Directeur de la publication : Jean Lemierre
Directrice de la rédaction : Isabelle Mateos y Lago
Copyright image : Ashwin

Les informations et opinions exprimées dans ce document ont été obtenues de, ou sont fondées sur des sources d'information publiques réputées fiables, mais BNP Paribas ne garantit, expressément ou implicitement, ni leur exactitude, ni leur exhaustivité, ni leur mise à jour. Ce document ne constitue ni une offre, ni une sollicitation d'achat ou de vente de titres ou autres placements. Il ne constitue ni du conseil en investissement, ni de la recherche ou analyse financière. Les informations et opinions contenues dans ce document ne sauraient dispenser l'investisseur d'exercer son propre jugement ; elles sont par ailleurs susceptibles d'être modifiées à tout moment sans notification et ne sauraient servir de seul support à une évaluation des instruments éventuellement mentionnés dans le présent document. Toute éventuelle référence à une performance réalisée dans le passé ne constitue pas une indication d'une performance future. Dans toute la mesure permise par la loi, aucune société du Groupe BNP Paribas n'accepte d'être tenue pour responsable (y compris en raison d'un comportement négligent) au titre de pertes directes ou découlant indirectement d'une utilisation des informations contenues dans ce document ou d'une confiance accordée à ces informations. Toutes les estimations et opinions contenues dans ce document reflètent notre jugement à la date de publication des présentes. Sauf indication contraire dans le présent document, il n'est pas prévu de le mettre à jour. BNP Paribas SA et l'ensemble des entités juridiques, filiales ou succursales (ensemble désignées ci-après « BNP Paribas »), sont susceptibles d'agir comme teneur de marché, d'agent ou encore, à titre principal, d'intervenir pour acheter ou vendre des titres émis par les émetteurs mentionnés dans ce document, ou des dérivés y afférents. BNP Paribas est susceptible notamment de détenir une participation au capital des émetteurs ou personnes mentionnés dans ce document, de se trouver en position d'acheteur ou vendeur de titres ou de contrats à terme, d'options ou de tous autres instruments dérivés reposant sur l'un de ces sous-jacents. Les cours, rendements et autres données similaires du présent document, y figurent au titre d'information. De nombreux facteurs agissent sur les prix de marché et il n'existe aucune certitude que les transactions peuvent être réalisées à ces prix. BNP Paribas, ses dirigeants et employés, peuvent exercer ou avoir exercé des fonctions d'employé ou dirigeant auprès de toute personne mentionnée dans ce document, ou ont pu intervenir en qualité de conseil auprès de cette (ces) personne(s). BNP Paribas est susceptible de solliciter, d'exécuter ou d'avoir dans le passé fourni des services de conseil en investissement, de souscription ou tous autres services au profit de la personne mentionnée aux présentes au cours des 12 derniers mois précédant la publication de ce document. BNP Paribas peut être partie à un contrat avec toute personne ayant un rapport avec la production du présent document. BNP Paribas est susceptible, dans les limites autorisées par la loi en vigueur, d'avoir agi sur la foi de, ou d'avoir utilisé les informations contenues dans les présentes, ou les travaux de recherche ou d'analyses sur le fondement desquels elles sont communiquées, et ce préalablement à la publication de ce document. BNP Paribas est susceptible d'obtenir une rémunération ou de chercher à être rémunéré au titre de services d'investissement fournis à l'une quelconque des personnes mentionnées dans ce document dans les trois mois suivant sa publication. Toute personne mentionnée aux présentes est susceptible d'avoir reçu des extraits du présent document préalablement à sa publication afin de vérifier l'exactitude des faits sur le fondement desquelles il a été élaboré.

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

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

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

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

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

© BNP Paribas (2025). Tous droits réservés.

Pour vous abonner à nos publications :

ÉTUDES **ECONOMIQUES**



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change