

“ SAUF SURPRISES EXTRÊMEMENT POSITIVES DANS LE RAPPORT SUR L'EMPLOI DU 5 SEPTEMBRE, LA FED DEVRAIT ANNONCER UNE BAISSSE DE TAUX DE 25 PB LE 17 SEPTEMBRE ET RESTER TRÈS PRUDENTE SUR LA SUITE.

ÉTUDES **ECONOMIQUES**



**BNP PARIBAS**

La banque  
d'un monde  
qui change

# SOMMAIRE

2

---

# 3

## ÉDITORIAL

Qu'est-ce qui a fait fléchir Powell ?

---

# 5

## ACTUECO

Les points-clés de la semaine économique

---

# 7

## REVUE DES MARCHÉS

L'évolution hebdomadaire des marchés

---

# 8

## DERNIÈRES PUBLICATIONS

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



## QU'EST-CE QUI A FAIT FLÉCHIR POWELL ?

Dans son discours très attendu, prononcé lors du symposium annuel des banquiers centraux à Jackson Hole, son dernier en tant que président de la Réserve fédérale (Fed), Jerome Powell a créé la surprise en ouvrant grand la porte à une baisse de taux à la prochaine réunion du FOMC. Il a adopté un ton très éloigné de celui — « *hawkish* » — de sa conférence de presse consécutive à la réunion du FOMC du 30 juillet dernier et de son compte rendu publié quelques jours avant son discours. Les marchés — actions et obligations — ont bondi de joie. Mais est-ce justifié ? Tout dépend de la cause de ce revirement : soulagement face à l'évolution de l'inflation ? Crainte accrue de récession ? Capitulation face aux pressions politiques ? Le président Powell lui-même a invoqué un « changement de l'équilibre des risques ». Mais que cela signifie-t-il concrètement ? Nous voyons quatre niveaux d'explication : les données, la fonction de réaction, le casting, et la politique.

### LES DONNÉES

Le rapport sur l'emploi américain du 1<sup>er</sup> août a fait beaucoup de bruit. Il a, en effet, révélé que les créations d'emplois avaient été bien inférieures aux attentes en juillet, mais aussi au cours des deux mois précédents, de sorte que l'emploi à la fin juillet était à peine supérieur à celui d'avril. Néanmoins, le taux de chômage n'a que légèrement augmenté, à 4,2 %, ce qui reste un niveau historiquement bas. Les chiffres de l'inflation — l'autre volet du double mandat de la Fed — se sont également éloignés de l'objectif : l'inflation des prix de détail et de gros ont accéléré en juillet pour dépasser les 3 %. De plus, les enquêtes auprès des entreprises confirment l'intention de la plupart d'entre elles de répercuter sur les consommateurs les hausses de prix dues aux droits de douane. En outre, plusieurs indicateurs des anticipations inflationnistes des ménages ont également augmenté en août<sup>1</sup>.

Cette tension entre les deux volets du mandat de la Fed est certes un revers mais elle avait été anticipée par le FOMC lors de sa réunion de juillet. Ce qui n'avait pas été anticipé, c'est l'ampleur du ralentissement des créations d'emplois.

### LA FONCTION DE RÉACTION

À l'issue de la dernière réunion du FOMC, le président Powell avait souligné que l'indicateur le plus pertinent pour mesurer la réalisation du mandat de « plein emploi » de la Fed était le taux de chômage. Il avait alors écarté les inquiétudes concernant le ralentissement de la croissance de l'emploi, arguant que la demande et l'offre sur le marché du travail semblaient se modérer au même rythme, laissant le marché globalement à l'équilibre.

Si cette dynamique est toujours d'actualité, le président Powell a reconnu à Jackson Hole qu'il s'agissait d'un « *équilibre curieux* ». Il a ainsi semblé abandonner sa précédente analyse au profit d'une autre moins optimiste, défendue depuis quelques temps par le gouverneur Waller (qui avait voté en faveur d'une baisse de taux au FOMC de juillet). Celle-ci fait valoir que les risques de détérioration augmentent et que l'équilibre observé pourrait rapidement céder la place à une forte hausse des licenciements et du chômage.

L'accent mis précédemment sur l'écart important entre l'inflation et son objectif, et donc sur la nécessité de s'attaquer en priorité à ce risque, a disparu. Le président Powell a plutôt souligné que, même s'il existait un risque que l'impact des droits de douane sur les prix

<sup>1</sup> Il convient de noter que les enquêtes sur les anticipations inflationnistes publiées mi-août par l'Université du Michigan et la Fed de New York ont toutes deux enregistré une hausse des anticipations inflationnistes des ménages (à court et à long terme) en juillet, celles de l'Université du Michigan avoisinant les 4 % à long terme et celles de la Fed de New York s'établissant autour de 3 %.

ne soit pas temporaire, cela « *ne semblait pas probable* », se ralliant une nouvelle fois à l'opinion défendue de longue date par M. Waller. Mais pourquoi maintenant alors que le compte rendu de la réunion du FOMC de juillet indique clairement qu'il s'agissait alors d'une opinion minoritaire ?

### LE CASTING

Début août, la gouverneure Adriana Kugler a surpris en démissionnant du conseil d'administration de la Fed. Elle n'avait pas assisté à la réunion du FOMC de juillet et devait rester en fonction jusqu'en janvier 2026.

Sa démission a toutefois libéré un siège auquel le président Trump a nommé Stephan Miran, actuellement président de son Conseil des conseillers économiques. S'il est confirmé par le Sénat avant les 16-17 septembre prochain, M. Miran soutiendra une baisse d'au moins 25 points de base (pb) des taux en septembre (il s'est publiquement déclaré favorable à une baisse de 50 pb). Plus récemment, des allégations de fraude hypothécaire ont été portées contre la gouverneure Lisa Cook, ce qui a conduit le président Trump à exiger sa démission. Cela pourrait lui permettre de nommer au conseil d'administration de la Fed, avant la réunion du FOMC de septembre, un autre membre partageant ses idées, et renforcer encore la tendance probable de la majorité du FOMC en faveur d'une baisse de taux. Cela donnerait également la majorité du conseil d'administration aux membres nommés par Trump.

Les décisions de politique monétaire sont prises par le FOMC et non par le conseil d'administration. Cependant, ce dernier dispose de pouvoirs importants, notamment celui de potentiellement mettre fin à tout moment au mandat des présidents des banques régionales (qui composent le reste du FOMC)<sup>2</sup>. Tout au long de son mandat, Jerome Powell a montré une capacité inégalée à créer un consensus. C'est un art qui nécessite d'anticiper où se situera le dénominateur commun.

### LA POLITIQUE

Ces derniers mois, l'indépendance de la Fed vis-à-vis du pouvoir exécutif a été remise en cause à un degré jamais atteint depuis l'administration Nixon, même si à l'époque la pression s'exerçait principalement à huis clos. Aujourd'hui, elle s'exprime chaque semaine sur les réseaux sociaux et à la télévision, avec l'intention claire de tester ou de contourner les limites des lois qui protègent les présidents et les gouverneurs de la Fed contre toute destitution arbitraire.

<sup>2</sup> Pour plus d'informations à ce sujet, voir « *Who has to leave the Federal Reserve next?* » (« *Qui doit quitter la Réserve fédérale ?* »), Brookings, David Wessel, 8 août 2024.



Au-delà des attaques verbales du président à l'encontre du patron de la Fed, il existe un courant sous-jacent plus large parmi ses alliés qui remet fondamentalement en cause le modèle de gouvernance actuel de la Fed et réclame des réformes radicales. Parmi eux figurent le dernier candidat nommé au conseil d'administration de la Fed et l'un des principaux candidats à la succession de J. Powell<sup>3</sup>.

L'indépendance de la banque centrale ne peut exister dans le vide ; sans un large consensus politique et sociétal en sa faveur, elle est vouée à dépérir. Ce contexte place « l'équilibre des risques » dans une perspective totalement différente : relâcher la pression politique sur l'indépendance de la Fed, en se montrant ouvert à un changement d'orientation de la politique monétaire, avec un risque limité pour la crédibilité de la Fed en matière de lutte contre l'inflation ; ou risquer d'entraîner la destruction de l'ensemble du cadre institutionnel qui la sous-tend.

C'est dans ce contexte que le président Powell a jugé nécessaire de mentionner, dans son discours, que « les membres du FOMC prendront leurs décisions [de politique monétaire] en se fondant uniquement sur leur évaluation des données et de leurs implications pour les perspectives économiques et l'équilibre des risques. Nous ne dérogerons jamais à cette approche ». Mais qui est ce « nous », au-delà du FOMC actuel, dont la durée de vie est limitée ? Et dans quelle mesure l'engagement de « ne jamais déroger » est-il rassurant, alors qu'il ne peut *de facto* lier les futurs FOMC ?

Seul le président Powell connaît le poids relatif de ces différentes considérations mais s'il y a une raison de se réjouir ici, c'est la décision de plier pour éviter de rompre. Sauf surprises extrêmement positives dans le rapport sur l'emploi du 5 septembre, la Fed devrait annoncer une baisse de taux de 25 pb le 17 septembre et rester très prudente sur la suite.

C'est maintenant et au cours des prochains trimestres que le risque d'envolée de l'inflation est le plus élevé. Désamorcer un conflit frontal avec la Maison-Blanche et, ce faisant, éviter un FOMC qui pousserait une politique monétaire trop stimulante pendant cette période, est le meilleur moyen de consolider l'atterrissage en douceur que la Fed de Powell a réalisé jusqu'à présent.

**Isabelle Mateos y Lago**

<sup>3</sup> Voir Stephan Miran, « [Reform the Federal Reserve's Governance to Deliver Better Monetary Outcomes](#) », Manhattan Institute et Kevin Warsh, « Central Banking at a Crossroads », conférence du G30 du printemps 2025, disponible sur YouTube.



## INTERNATIONAL

[Retrouvez notre scénario et nos prévisions](#)

**Nouvelle grille tarifaire annoncée par l'administration Trump début août** : le taux plancher de 10% reste appliqué aux pays affichant un déficit commercial bilatéral avec les États-Unis (**majorité de pays d'Amérique latine, d'Afrique et du Moyen-Orient**, Singapour). Le **Brésil** est l'exception majeure (droits de douane réciproques de 50% annoncés en juillet). Les pays dégagant un excédent commercial avec les US se voient imposer des tarifs douaniers de 15% à 50%, en fonction des accords négociés, des déséquilibres dans les échanges et des relations diplomatiques : 39% pour la Suisse (hors exportations d'or), 15% pour l'Union européenne, le Japon, la Corée du Sud, et à la Turquie, et 19%-20% aux principaux pays de l'**ASEAN** et Taiwan. L'**Inde** se voit imposer un tarif de 25% auquel pourrait s'ajouter 25% fin août si aucun accord n'est trouvé. L'**Afrique du Sud** reste à de 30%. Les trêves et négociations commerciales se poursuivent pour la Chine (tarif actuel de 30%) et le Mexique (25% pour les biens échangés hors US-MA). De nouveaux tarifs sectoriels restent attendus dans les semi-conducteurs et l'industrie pharmaceutique, tandis qu'une enquête sur le secteur de l'ameublement a été annoncée.

## ÉCONOMIES AVANCÉES

## ÉTATS-UNIS

**Reprise à venir des baisses de taux.** Dans son discours de Jackson Hole vendredi dernier, J. Powell a ouvert la porte à une baisse de taux mi-septembre ([voir notre Éditorial](#)). Les données suggèrent un rééquilibrage des risques vers la composante "emploi" du mandat dual de la Fed. Les créations d'emplois ont nettement surpris à la baisse en juillet (73k, consensus : 106k). Chiffre accompagné de révisions baissières significatives pour mai/juin (total de -258k), même si la pression baissière conjointe sur l'offre de travail permet au marché de rester globalement à l'équilibre, avec un taux de chômage de 4,2% correspondant aux estimations du plein-emploi. L'inflation sous-jacente (+3,1% a/a, +0,1pp) et les prix à la production (+3,3% a/a, +0,9pp) augmentent. Les derniers indicateurs macroéconomiques ne montrent pas de momentum positif. Les ISM de juillet sont en baisse (-1,5pp à 48,0 pour le manufacturier, -0,7pp à 50,1 pour les services), tout comme la production industrielle (-0,1% m/m).

## ZONE EURO / UE

**Les PMI offrent des perspectives de croissance encourageantes pour le S2 tirées par le secteur industriel.** L'indice composite a atteint son plus haut niveau depuis mai 2023 (51,1). L'indice manufacturier dépasse le seuil d'expansion pour la première fois en trois ans (50,5). Néanmoins, la confiance des consommateurs a reculé en août (flash) L'inflation est stable à 2,0% en juillet. La seconde estimation du PIB pour le T2 confirme la progression de 0,1% t/t. L'emploi dans la zone euro a également augmenté de 0,1%. L'activité industrielle recule en juin (-1,3% m/m et -0,3% t/t au T2), mais les ventes au détail ont rebondi de 0,3 % m/m, portant le taux annuel à son plus haut niveau depuis avril 2022. Les salaires négociés ont rebondi à 4,0% t/t au T2 (+2,5% t/t au T1). **Le stress test de la BCE/ABE**, dont les résultats ont été publiés le 1<sup>er</sup> août, **montre la résistance du secteur bancaire de la zone euro à un scénario de récession économique sévère.** Le ratio CET1 du système bancaire s'établirait à 12,0% à la fin de l'horizon de projection (3 ans) dans le scénario défavorable.

- **Allemagne : la croissance fléchit au deuxième trimestre, mais les indicateurs avancés annoncent une amélioration.** L'économie allemande s'est finalement contractée de 0,3% t/t au T2 2025. Le ralentissement résulte essentiellement d'une baisse des investissements et d'une contribution négative du commerce extérieur, tandis que les dépenses de consommation ont augmenté. La croissance sur un an s'établit malgré tout à +0,2% grâce à un T1 solide. **En juillet, l'inflation a atteint 2% a/a**, après 1,9% en juin. L'inflation sous-jacente est stable à 2,7%. L'indice PMI composite flash atteint 50,9 en août, tiré par la production manufacturière (52,6). Le PMI flash des services recule (50,1), tandis que le PMI manufacturier atteint 49,9, son plus haut en plus de trois ans. *Les indices Ifo pour août et les indices Gfk pour septembre seront publiés la semaine prochaine.*

- **France : du mieux en termes de production et de PMI, stabilisation du marché du travail et des défaillances d'entreprises.** La production manufacturière a augmenté de 3,5% m/m en juin, sous l'effet d'une hausse de la production aéronautique. L'emploi salarié est resté stable au T2 (après une baisse de 0,1% t/t au T1), tout comme le taux de chômage (7,5%). Le salaire mensuel de base a progressé de 2% a/a au T2 (contre 2,1% au T1). Le PMI composite a augmenté à 49,8 en août, contre 48,6 en juillet, en raison d'améliorations dans les services (de 48,5 à 49,7) et l'industrie (de 48,2 à 49,9). L'indice Insee du climat des affaires est resté stable à 96 en août malgré une amélioration dans la construction (de 96 à 98, rebond de l'activité dans le logement), sous le poids de l'indice du commerce de détail (en baisse de 99 à 92, avec des perspectives de ventes en repli) et de celui des services (de 96 à 95, détérioration dans l'hôtellerie-restauration). La somme sur 12 mois des défaillances d'entreprises s'est stabilisée en juin pour le 2<sup>e</sup> mois consécutif (léger repli des défaillances dans la construction et le commerce). Cependant, les défaillances de PME continuent de croître, de 20% a/a. **Le taux des nouveaux prêts à l'habitat est resté stable en juin 2025 pour le troisième mois consécutif (2,99%).** La production nouvelle hors renégociations (cvs) s'est établie à EUR 12,9 mds, son plus haut niveau depuis janvier 2023 (+33% en glissement annuel). Toutefois, les réservations de logements neufs ont reculé au deuxième trimestre 2025 pour renouer avec leur plus bas niveau historique du quatrième trimestre 2023.

- **Europe du Sud : de bonnes nouvelles.** En **Italie**, l'activité du secteur privé s'améliore en juillet (PMI composite à 51,5 ; +0,4 pt), portée par les services (52,3 ; +1,2 pt). Le secteur manufacturier reste en contraction, avec toutefois un PMI au plus haut depuis mars 2024 (49,8 ; +0,4 pt). Le taux de chômage diminue à 6,3% en juin (-0,2 pp m/m). L'inflation reste faible et ralentit en juillet (+1,7% ; -0,1 pp). La composante sous-jacente est stable à 2,0%. **En Espagne, le dynamisme persiste.** L'activité du secteur privé accélère en juillet (PMI composite au plus haut niveau en cinq mois à 54,7 ; +2,6 pts m/m). Le secteur manufacturier croît pour le troisième mois consécutif (51,9 ; +0,5 pt) et l'activité dans les services accélère (55,1 ; +3,2 pts). La forte demande touristique joue positivement sur l'activité et sur l'inflation (inflation dans les services à +3,6% en juillet ; +0,2 pp m/m). Cette dernière pousse la mesure harmonisée totale à la hausse (+2,7% a/a ; +0,4 pt). L'inflation sous-jacente se renchérit légèrement (+2,6% ; +0,1 pp m/m).

## ROYAUME-UNI

**L'activité rebondit, l'inflation aussi.** Le PIB du T2 a surpris positivement à +0,3% t/t, soutenu par les stocks et les dépenses publiques. En revanche, la consommation reste fragile (+0,1% t/t) et l'investissement des entreprises recule. L'indice PMI composite atteint 53 (+1,5 pt) en août, tiré par les services (+1,8 pt à 53,6) tandis que l'indice manufacturier recule (-0,7 pt à 47,3). L'enquête du CBI indique aussi une baisse de l'indice des nouvelles



commandes à la production en août. L'inflation est remontée à 3,8% a/a en juillet, plus haut en 18 mois avec une accélération dans les services (5% a/a). De plus, la croissance des salaires de base reste soutenue à +5%. En moyenne sur trois mois, le taux de chômage a atteint 4,7% en juin. L'emploi salarié a de nouveau reculé en juillet mais le rythme de baisse ralentit (-8 000). La reprise du marché immobilier montre des signes d'essoufflement, tandis que le PMI dans la construction a atteint en juillet un plus bas post-Covid à 44,3. L'indice Gfjk de la confiance des ménages s'améliore en août (+2 points à -17).

## JAPON

**Croissance robuste et pression obligataire. La croissance du PIB a atteint 0,3% au T2**, contre +0,1% (révisé) au T1. Le commerce extérieur apporte la principale contribution et la dynamique sous-jacente de la demande intérieure est positive. **L'inflation continue de dépasser la cible.** En juillet, tant la mesure habituelle que la nouvelle mesure de l'inflation sous-jacente restent élevées, respectivement à +3,1% (-0,2pp) et +3,4% (+0,1pp) a/a. L'inflation totale a baissé à +3,1% a/a (-0,2pp). En juillet, le PMI manufacturier augmente à 49,9 (+1,0pp), tandis que le PMI services a ralenti (52,7, -0,9pp). **La croissance des salaires était encore négative en juin**, même si le résultat de -0,8% a/a était le « meilleur » de 2025. **Les préoccupations budgétaires, l'inflation persistante et les anticipations de hausse des taux poussent les rendements obligataires à la hausse.** Au 22 août, le rendement à 30 ans s'établissait à 3,23%, son plus haut niveau depuis plusieurs décennies.

## ÉCONOMIES ÉMERGENTES

- **Europe émergente : performances divergentes de la croissance et de l'inflation au T2** : La Pologne continue de surperformer avec une forte croissance (0,8% t/t et 3,4% a/a) tandis que l'inflation a fortement reflué en juillet (3,1% a/a) et est désormais dans la zone cible de la Banque centrale (2,5% ±1%). En Roumanie, le rebond du PIB (+1,2% t/t ; 0,3% a/a) doit être interprété avec prudence en attendant le détail des postes car les indicateurs conjoncturels se sont dégradés ; on observe un vif rebond des prix à la consommation en juillet (7,8% a/a vs. 5,7% en juin) en raison de la suppression du plafond sur les prix de l'énergie ; la hausse du taux de TVA depuis le 1<sup>er</sup> août devrait alimenter l'inflation à court terme. La Hongrie a renoué avec une croissance positive au T2 (0,4% t/t et 0,1% a/a). L'activité a ralenti en Slovaquie (+0,1% t/t et +0,4% a/a) et République tchèque (+0,2% t/t et 2,4% a/a). En Hongrie et Rép. tchèque, l'inflation a ralenti en juillet, tandis que **la Turquie voit une re-accélération de l'inflation** (+2,1% vs. 1,4% en juin) en ligne avec la dépréciation du change (-2% contre USD).

- **Chine : les indicateurs d'activité pour le mois de juillet signalent un ralentissement de la croissance.** Les exportations restent dynamiques (+7,2% en g.a.), mais la croissance industrielle a ralenti (+5,7% en g.a.). Les ventes au détail ont ralenti (+3,7% en g.a.), le secteur immobilier reste déprimé (ventes de logements en chute de -8,1% en g.a.), les principales composantes de l'investissement s'affaiblissent. L'assouplissement de la politique économique à l'issue de la réunion du Politburo de juillet est resté modeste (quelques nouvelles mesures de soutien aux ménages telles que des allocations pour les enfants et des aides au remboursement des intérêts sur les prêts à la consommation). **Nouvelle attention donnée aux pressions déflationnistes.** L'inflation IPC a atteint 0% en g.a. en juillet (vs. +0,1% en juin). Les autorités ont fait part de leur volonté de mieux réguler les pratiques concurrentielles (par exemple dans le secteur de la livraison à domicile) et contrôler l'augmentation des capacités de production (par ex. dans les secteurs de l'acier et du charbon).

- **Inde : statu quo monétaire au comité du 06/08.** La Banque centrale a fait état des risques sur l'activité liés aux tarifs US. La baisse de l'inflation s'est poursuivie (+1,6% y/y en juillet). L'inflation sous-jacente reste élevée mais a décéléré en juillet (+4,1% en g.a.), et les tensions baissières sur la roupie persistent en raison des sorties de capitaux. **Soutien budgétaire** : le gouvernement a annoncé le 15/08 vouloir baisser et simplifier les taux de TVA. Le nombre de taux passerait de 5 à seulement 3 (5%, 18% et 40%). Le secteur automobile (le taux de TVA baissera de 28% à 18%) et des biens de consommation durables (taux de 12% à 5%) devraient en bénéficier particulièrement. **Upgrade du souverain par S&P à BBB le 14 août.** S&P met en avant la forte croissance, les investissements dans les infrastructures et la consolidation des finances publiques.

- **ASEAN : les chiffres de croissance au T2 sont bons mais les indicateurs récents montrent une décélération.** **Indonésie** : croissance du PIB de +5,1% en g.a. vs. +4,9% au T2 tirée par une forte hausse des exportations, mais les indicateurs récents, en particulier dans l'industrie, sont moins bons. **Malaisie** : maintien de la croissance du PIB à +4,4% en g.a., soutenu par les investissements et la consommation des ménages ; la contribution des exportations nettes à la croissance a été négative (forte hausse des importations). **Thaïlande** : ralentissement de la croissance à +2,8% en g.a. (+3,2% au T1) et +0,6% q/q (+0,7 au T1) à cause d'une décélération dans l'agriculture alors que l'activité a accéléré dans l'industrie conjointement à la forte hausse des exportations au S1. La consommation des ménages a ralenti, les investissements restent modestes, le nombre de touristes a baissé en g.a. au H1 2025. **Détente des politiques monétaires.** En **Indonésie** : en dépit de la légère hausse de l'inflation (+2,4% en g.a. en juillet vs. +1,9% en juin), les taux ont été réduits en juillet et août (-25pb à chaque fois, -100pb depuis le début de l'année). En **Malaisie**, les taux ont été baissés (-25pb) en juillet et la désinflation se poursuit (+1,1% en juin). En **Thaïlande**, les taux ont également été réduits en juillet et août (-25pb) et la déflation persiste (-0,7% y/y en juillet, en territoire négatif pour le quatrième mois consécutif).

- **Amérique latine : croissance meilleure qu'attendu au T2, assouplissement monétaire prudent.** **Au Mexique, le PIB (estimation flash) a progressé de +1,2% en g.a.** mais les données mensuelles (PMI, exportations, production industrielle) n'indiquent pas une dynamique aussi solide. L'inflation a ralenti en juillet (+3,5% en g.a.), et la banque centrale a abaissé son taux directeur (-25pb à 7,75% le 7 août). Les transferts financiers continuent de baisser au Mexique, ce qui contraste avec une hausse marquée dans plusieurs pays d'Amérique centrale (possiblement due au fait que les travailleurs prévoient de ne plus pouvoir envoyer d'argent dans leur pays d'origine dans les mois qui viennent). Au Chili, la croissance a atteint +2,9% en g.a. au T2, principalement tirée par l'investissement ; la banque centrale a abaissé son taux directeur de 25bp à 7,75% le 29/07 (1<sup>ère</sup> baisse en 2025), l'inflation reste maîtrisée malgré une hausse en juillet. Au Brésil, en Colombie et au Pérou, les autorités ont maintenu leurs taux inchangés lors des derniers comités de politique monétaire.

- **Pays du Golfe : la croissance reste robuste.** En Arabie Saoudite, elle a atteint 3,9% au T2 (vs. 3,4% au T1), portée par le rebond de la production de pétrole et la bonne tenue des activités hors hydrocarbures (+4,7% au T2). Avec un taux de chômage historiquement bas et une inflation contenue à 2,1% en juillet, les perspectives demeurent solides. **Pour les EAU**, les PMI ont reculé en juillet mais restent élevés (52,9). Les bons chiffres du tourisme ou des exportations hors pétrole au S1 confirment la bonne résistance des EAU.



# REVUE DES MARCHÉS

## Taux de change - Matières premières

	en niveau	variation, %			
	22-août-25	1 semaine	1 mois	Cumul annuel	1 an
EUR/USD	1.17	+0.1	-0.0	+13.2	+5.4
GBP/USD	1.35	-0.3	+0.2	+8.0	+3.2
USD/JPY	146.86	-0.0	+0.3	-6.6	+0.4
DXY	111.99	+7.9	+11.5	+10.5	+6.1
EUR/GBP	0.87	+0.3	-0.2	+4.8	+2.1
EUR/CHF	0.94	-0.4	+0.7	+0.1	-0.8
EUR/JPY	172.08	+0.0	+0.2	+5.7	+5.9
Pétrole (Brent, \$)	67.68	+2.8	-1.4	-9.4	-12.5
Or (once, \$)	3376	+1.0	-1.5	+28.6	+36.3

## Indices actions

	en niveau	variation, %			
	22-août-25	1 semaine	1 mois	Cumul annuel	1 an
<b>Monde</b>					
MSCI Monde (\$)	4193	+0.4	+2.9	+13.1	+16.2
<b>Amérique du Nord</b>					
S&P500	6467	+0.3	+2.5	+10.0	+16.1
Dow Jones	45632	+1.5	+2.5	+7.3	+12.1
Nasdaq composite	21497	-0.6	+2.9	+11.3	+22.0
<b>Europe</b>					
CAC 40	7970	+0.6	+2.9	+8.0	+5.9
DAX 30	24363	+0.0	+1.3	+22.4	+31.7
EuroStoxx50	5488	+0.7	+3.7	+12.1	+12.3
FTSE100	9321	+2.0	+3.3	+14.1	+12.5
<b>Asie</b>					
MSCI, loc.	1588	-0.3	+7.2	+10.8	+15.4
Nikkei	42633	-1.7	+7.2	+6.9	+11.6
<b>Emergents</b>					
MSCI Emergents (\$)	1267	-0.5	+1.5	+17.7	+15.0
Chine	82	+1.6	+4.3	+27.3	+43.9
Inde	1035	+1.5	-2.2	+0.6	-6.6
Brazil	1461	+0.8	+4.9	+24.2	-3.8

## Performance par secteur

### Eurostoxx600

Année 2025 au 22-8, €

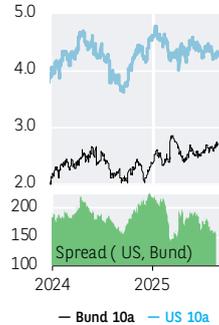
+46.8%	Banques
+22.5%	Assurances
+19.5%	Construction
+17.9%	Industrie
+16.4%	Scs collectivités
+14.1%	Pétrole & gaz
+13.9%	Télécoms
<b>+10.6%</b>	<b>Eurostoxx600</b>
+8.2%	Scs financiers
+6.4%	Agroalimentaire
+3.8%	Voyages & loisirs
+3.4%	Foncières
+2.6%	Chimie
-1.3%	Technologie
-1.3%	Distribution
-1.5%	Matières premières
-2.9%	Santé
-9.1%	Bs. de conso.
-11.2%	Médias

### S&P500

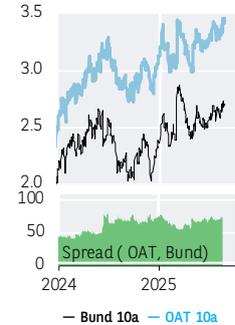
Année 2025 au 22-8, \$

+28.4%	Semiconducteurs
+26.1%	Foncières
+19.9%	Biens d'équipement
+17.5%	Télécoms
+17.4%	Banque
+16.3%	Médias
+13.1%	Scs collectivités
+11.1%	Alimentation, boissons et tabac
+10.3%	Matériaux
<b>+10.0%</b>	<b>S&amp;P500</b>
+8.4%	Services aux consommateurs
+7.3%	Services commerciaux et pro.
+6.5%	Biens de consommation
+5.7%	Distribution
+4.7%	Assurances
+2.3%	Énergie
+0.9%	Pharmaceutiques
-0.7%	Santé
-3.3%	Matériel et équipement technologiques
-12.8%	Automobiles

Bund 10a vs US Treas. 10a



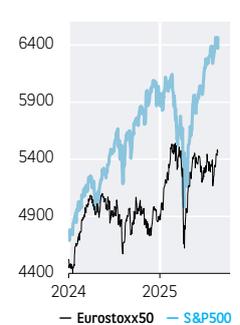
Bund 10a vs OAT 10a



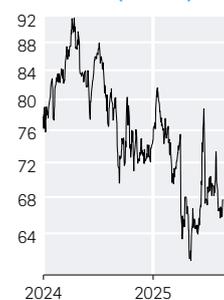
EUR/USD vs GBP/USD



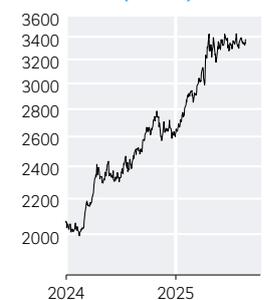
EUROSTOXX 50 vs S&P500



Pétrole (Brent, \$)



Or (once, \$)



MSCI monde (\$)



MSCI Emergents (\$)



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

# DERNIÈRES PUBLICATIONS DES ÉTUDES ÉCONOMIQUES

8

<a href="#">États-Unis : vigilance orange pour l'activité</a>	EcoFlash	6 août 2025
<a href="#">Tariff Tracker - mise à jour du 31 juillet 2025</a>	Tariff Tracker	31 juillet 2025
<a href="#">Une croissance résiliente au T2, tant en zone euro qu'aux États-Unis</a>	EcoFlash	31 juillet 2025
<a href="#">Accord commercial entre l'UE et les États-Unis : dégâts limités avec succès</a>	EcoFlash	28 juillet 2025
<a href="#">Économie mondiale : les points à surveiller au second semestre 2025</a>	Podcast   En Eco dans le texte	25 juillet 2025
<a href="#">Défaillances d'entreprises en Europe : vers une amélioration ?</a>	EcoInsight	24 juillet 2025
<a href="#">Pétrole : quelle est la vulnérabilité des pays du Golfe à la baisse des cours ?</a>	EcoTV	24 juillet 2025
<a href="#">Bonne nouvelle pour la BCE : les anticipations d'inflation des ménages sont revenues à la normale</a>	Graphique de la Semaine	23 juillet 2025
<a href="#">L'économie mondiale à mi-année : plus de peur que de mal mais attention à trois facteurs de risque</a>	EcoWeek	21 juillet 2025
<a href="#">Évolution récente et perspectives à court terme des exportations des pays émergents</a>	EcoTV	17 juillet 2025
<a href="#">Les premiers effets des "Trump tariffs" sont mesurables, et ils sont massifs</a>	Graphique de la Semaine	16 juillet 2025
<a href="#">La vulnérabilité des économies émergentes à la politique monétaire américaine n'est plus ce qu'elle était</a>	EcoWeek	15 juillet 2025
<a href="#">Créances douteuses dans l'Union européenne : forte baisse et moindre dispersion depuis 2019</a>	Graphique de la Semaine	10 juillet 2025
<a href="#">Tariff Tracker - mise à jour du 10 juillet 2025</a>	Tariff Tracker	10 juillet 2025
<a href="#">Ecopulse   Numéro de Juillet 2025</a>	EcoPulse	8 juillet 2025
<a href="#">À quoi pensent les banquiers centraux en ce début d'été ?</a>	EcoWeek	7 juillet 2025
<a href="#">Quels sont les effets de la politique tarifaire américaine sur le commerce mondial et les pays émergents ?</a>	Podcast   En Eco dans le texte	7 juillet 2025
<a href="#">Petit Atlas de l'économie française   Juillet 2025</a>	Le Petit Atlas de l'Économie Française	3 juillet 2025
<a href="#">L'Inde attire les IDE mais ne les retient pas</a>	Graphique de la Semaine	2 juillet 2025
<a href="#">Tariff Tracker - mise à jour du 2 juillet 2025</a>	Tariff Tracker	2 juillet 2025



# RECHERCHE ÉCONOMIQUE GROUPE

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

## ECOFASH

Un indicateur, un évènement économique majeur

## ECOWEEK

L'actualité économique de la semaine et plus...

## ECOPULSE

Baromètre mensuel des indicateurs conjoncturels des principales économies de l'OCDE

## ECOCHARTS

Panorama mensuel des dynamiques d'inflation au sein des principales économies développées

## ECOATLAS

Les chiffres clés de l'économie française comparés à ceux des principaux pays européens

## GRAPHIQUE DE LA SEMAINE

Un graphique hebdomadaire illustrant des points saillants dans l'économie

## ECOTV

Quel est l'évènement du mois ?

La réponse dans vos quatre minutes d'économie

## EN ÉCO DANS LE TEXTE

Le podcast de l'actualité économique

**POUR RECEVOIR NOS PUBLICATIONS**

**ABONNEZ-VOUS SUR LE SITE ONGLET ABONNEMENT**  
voir le site des études économiques

**ET**

**SUIVEZ-NOUS SUR LINKEDIN**  
voir la page **linkedin** des études économiques

**OU TWITTER**  
voir la page **twitter** des études économiques



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

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

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

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

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

[https://economic-research.bnpparibas.com/LegalNotice/Markets\\_360\\_Country\\_Specific\\_Notices.pdf](https://economic-research.bnpparibas.com/LegalNotice/Markets_360_Country_Specific_Notices.pdf)

© BNP Paribas (2025). Tous droits réservés.

Pour vous abonner à nos publications :

ÉTUDES **ÉCONOMIQUES**



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



**BNP PARIBAS**

La banque  
d'un monde  
qui change