

“ Pour quiconque né après les années 1970, l'indépendance des banques centrales peut sembler aussi solidement établie que la séparation des pouvoirs. Mais ce n'est pas le cas. Si elle n'a guère été contestée pendant ses trente premières années d'existence, elle le doit en grande partie à un environnement économique favorable. Ce temps est révolu. ”



ÉTUDES **ECONOMIQUES**



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

SOMMAIRE

2

3

ÉDITORIAL

L'indépendance des banques centrales confrontée au stress test le plus important de son histoire

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

ÉDITORIAL

3

L'INDÉPENDANCE DES BANQUES CENTRALES CONFRONTÉE AU STRESS TEST LE PLUS IMPORTANT DE SON HISTOIRE

Pour quiconque né après les années 1970, l'indépendance des banques centrales peut sembler aussi solidement établie que la séparation des pouvoirs. Mais ce n'est pas le cas. Si elle n'a guère été contestée pendant ses trente premières années d'existence, elle le doit en grande partie à un environnement économique favorable. Ce temps est révolu. Les banques centrales doivent désormais composer avec des dettes publiques colossales et une inflation alimentée par des chocs d'offre. Leur tâche est donc plus ardue. En outre, une série de décisions controversées depuis la crise financière mondiale, puis plusieurs années d'inflation supérieure à l'objectif les ont rendues plus vulnérables aux attaques politiques. Leur indépendance doit pourtant être défendue : sa remise en cause aurait un coût considérable.

LE PREMIER STRESS TEST DEPUIS PLUS DE 30 ANS

Pour tous ceux qui sont nés après les années 1970, l'indépendance des banques centrales fait partie du paysage institutionnel. Comme la séparation des pouvoirs ou celle de l'Église et de l'État, l'idée de soustraire la fixation des taux d'intérêt aux responsables politiques s'est imposée dans les démocraties avancées – et bien au-delà.

Cette indépendance est pourtant récente. Pendant l'essentiel du XX^e siècle, les Trésors et les ministères des Finances dictaient, ou influençaient fortement, la politique monétaire. Il s'agissait de stimuler la croissance à l'approche des élections ou d'éviter des arbitrages budgétaires douloureux. La leçon a dû être réapprise à maintes reprises : lorsque les responsables politiques contrôlent la planche à billets, l'inflation s'installe et la croissance devient plus volatile^[1]. Depuis trois décennies, l'autonomie opérationnelle des banques centrales est devenue la norme mondiale. Aux élus revient la définition des objectifs – systématiquement la stabilité des prix, parfois complétée par un mandat de croissance ou de plein emploi. Aux technocrates, nommés pour de longues années, revient le choix des moyens, à l'écart du cycle politique.

Pendant trente ans, ce modèle n'a guère rencontré d'opposition. La tâche des banques centrales n'a pourtant pas toujours été simple. La « Grande Modération », du milieu des années 1980 à la crise financière mondiale de 2007-2008, doit autant à la chance – une mondialisation qui contenait les prix et des technologies de l'information qui soutenaient la productivité – qu'à la qualité des politiques économiques. Mais les banques centrales ont tout de même dû gérer une multitude de crises – défauts souverains, crises de la balance des paiements, faillites d'établissements financiers posant des risques systémiques –, puis traversé une longue période d'inflation inférieure à l'objectif et, enfin, subi une pandémie mondiale qui a paralysé l'économie mondiale. Au cours de ces décennies, certaines banques centrales ont mieux réussi que d'autres et nombre de leurs décisions ont été vivement critiquées. Mais l'inflation est restée, dans l'ensemble, une préoccupation secondaire pour le public. L'indépendance des banques centrales n'a (par conséquent ?) tout simplement pas été remise en cause.

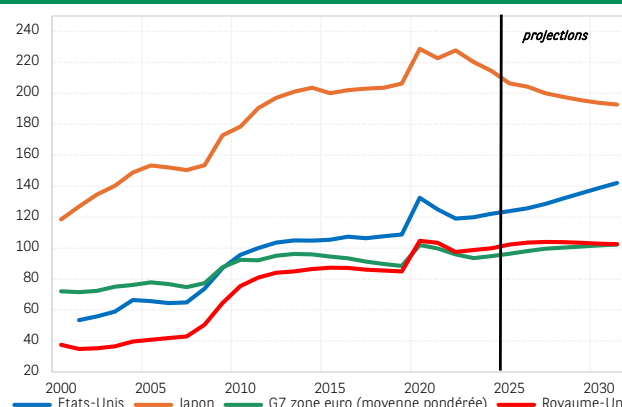
Cette époque est révolue. Prise en étau entre des contraintes économiques inédites et le retour de l'opportunisme politique, l'indépendance des banques centrales affronte son test le plus sérieux depuis trente ans.

L'ENCLUME ÉCONOMIQUE : DETTE PUBLIQUE ÉLEVÉE ET CHOC D'OFFRE

L'indépendance des banques centrales vise d'abord à les protéger de deux tentations gouvernementales : éroder par l'inflation une dette publique galopante, et privilégier la croissance à la stabilité des prix quand un tel arbitrage s'impose. Pendant des décennies, les économies avancées ont rarement été confrontées à l'une ou l'autre de ces tentations. Aujourd'hui, les deux ressurgissent en même temps.

La dette publique atteint des niveaux records depuis la fin de la guerre dans l'ensemble du G7

Dette publique (en % du PIB)

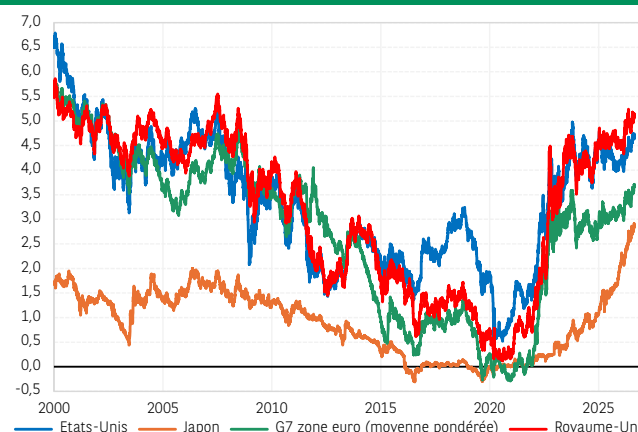


GRAPHIQUE 1

SOURCES : FMI, BNP PARIBAS

Les taux d'intérêt à long terme ont atteint leur plus haut niveau depuis plusieurs décennies

Rendements obligataires à 10 ans (%)



GRAPHIQUE 2

SOURCES : MACROBOND, BNP PARIBAS

Premier défi : l'ampleur de la dette souveraine. Dans tous les pays du G7, les ratios de dette publique rapportée au PIB atteignent des niveaux inédits hors périodes de guerre. À politiques économiques inchangées, ils devraient encore généralement progresser (graphique 1).



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

Tant que les taux d'intérêt restaient très bas, ou bien inférieurs au rythme de croissance, le poids de cette dette était relativement indolore. Ce n'est plus le cas. Les coûts d'emprunt souverains ont bondi ces dernières années (*graphique 2*).

Cette hausse tient à la politique monétaire, mais aussi, plus récemment, à une concurrence accrue pour les capitaux. Secteurs public et privé doivent financer de nouveaux besoins – défense, intelligence artificielle, sécurisation des chaînes d'approvisionnement – qui s'ajoutent aux dépenses liées à la transition énergétique et au vieillissement. La croissance n'ayant pas suivi, l'effort budgétaire nécessaire pour réduire le ratio dette/PIB s'alourdit (*graphique 3*).

C'est l'essence même de la « domination budgétaire » : une situation où la banque centrale subit des pressions pour réduire le coût de financement des dépenses publiques. Plus un État se finance à court terme, plus il devient sensible aux décisions de taux. Or, la maturité moyenne de la dette publique diminue dans la plupart des pays du G7, notamment aux États-Unis. Cette tendance pourrait s'accélérer après l'annonce récente du secrétaire au Trésor américain : les rachats de dette à long terme doivent doubler et être financés par des émissions à court terme.

Deuxième défi : la nature de l'inflation actuelle. Des années 1980 à la pandémie de Covid-19, elle était surtout tirée par la demande : trop vigoureuse, celle-ci poussait les prix à la hausse ; trop faible, elle entretenait une inflation insuffisante. Les flambées récentes viennent davantage de chocs d'offre – conflits géopolitiques, événements climatiques ou urgences sanitaires. Ces perturbations risquent de se répéter tant que l'environnement géopolitique et climatique restera instable.

Dans ce contexte, préserver la stabilité des prix sans provoquer de récession devient beaucoup plus difficile. Une hausse des taux ne remplace pas les biens manquants ; elle peut, au mieux, empêcher une spirale prix-salaires. Une banque centrale crédible peut certes éviter de réagir avec une force excessive, mais elle peut devoir prendre des mesures qui pénalisent directement les emprunteurs – ménages, entreprises et pouvoirs publics. De quoi alimenter les critiques.

L'OFFENSIVE POLITIQUE

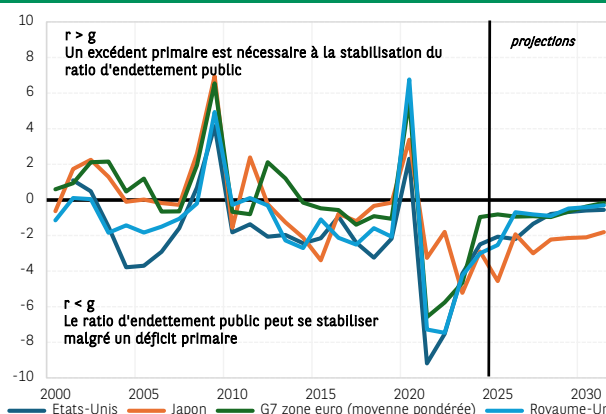
À ces contraintes économiques s'ajoute une fragilisation politique. Le consensus, même relatif, qui protégeait les banquiers centraux de l'ingérence se fissure. Plusieurs vagues de décisions controversées y ont contribué : le soutien au système financier après la crise mondiale, l'expansion massive des bilans pour combattre une inflation trop faible durant la seconde moitié des années 2010^[2], puis la réponse à plusieurs années d'inflation nettement supérieure à 2%.

Aux États-Unis, le président Trump n'a cessé de s'en prendre à la Fed et à ses dirigeants, leur reprochant de ne pas avoir davantage abaissé les taux. Les marchés se sont alors demandé si le président de la Fed nommé par Donald Trump engagerait le resserrement monétaire jugé nécessaire au retour de la stabilité des prix. Au Japon, les responsables politiques ont publiquement pressé la Banque du Japon de maintenir des taux bas afin de soutenir les dépenses publiques. Ils compliquent ainsi la normalisation monétaire. Dans les deux pays, les marchés ont réagi : dépréciation de la devise et hausse de la prime de terme. Jusqu'ici, cette réaction joue le rôle de garde-fou. À Jackson Hole, la semaine dernière, le président de la Fed, K. Warsh, a toutefois prononcé un discours qui a, pour l'instant, apaisé les doutes sur sa détermination à assurer la stabilité des prix.

L'érosion des garde-fous institutionnels ne s'arrête pas là. Au Royaume-Uni et au Canada, des dirigeants de l'opposition ont vivement attaqué les responsables des banques centrales. Ils les présentent comme des technocrates sans comptes à rendre, au service des élites financières

Des efforts budgétaires accrus sont nécessaires pour réduire les ratios dette/PIB

r moins g - écart entre le taux d'intérêt effectif sur la dette et le taux de croissance nominale (pp)



GRAPHIQUE 3

SOURCES : FMI, CALCULS BNP PARIBAS

Part de la dette publique dont la maturité résiduelle est inférieure à 1 an (% de l'encours)

	2000	2025
États-Unis	35,0	35,4
Japon	-	13,4
G7 Zone euro (moyenne pondérée)	21,7	17,7
Royaume-Uni	6,7	6,3

GRAPHIQUE 4

SOURCES : BCE, SOURCES NATIONALES

plutôt que des travailleurs. En France, l'un des principaux candidats à la prochaine élection présidentielle propose de monétiser la dette publique en demandant à l'Eurosystème d'« annuler » les quelque 18% qu'il détient. Une telle opération violerait plusieurs principes fondateurs de l'Union monétaire^[3] : la non-monétisation, le non-renflouement et l'indépendance de la banque centrale. Elle n'a donc aucune chance d'aboutir. Mais tout gouvernement qui entreprendrait de promouvoir cette idée saperait la confiance dans sa dette souveraine et dans l'euro. Les deux se déprécieraient, tandis que les coûts d'emprunt augmenteraient comme récemment aux États-Unis et au Japon, mais à une tout autre échelle.

DÉFENDRE LE BOUCLIER INSTITUTIONNEL

Lorsqu'une banque centrale est perçue comme n'étant pas entièrement libre de prendre les mesures nécessaires pour assurer la stabilité des prix, les anticipations d'inflation peuvent se déstabiliser. Les marchés financiers exigent des primes de risque plus élevées, les rendements obligataires grimpent et les coûts d'emprunt au quotidien – qu'il s'agisse des prêts immobiliers à trente ans, du crédit à la consommation ou des prêts aux entreprises – augmentent, ce qui freine la croissance. La dette souveraine étant désormais négociée principalement par des investisseurs volatils, tels que les *hedge funds*, plutôt que par des acteurs plus patients, comme les gestionnaires de réserves des banques centrales ou les fonds de pension, les réactions des marchés


BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

sont brutales et pourraient être impitoyables^[4]. Une fois perdue, la crédibilité ne se rétablit pas seulement avec le temps mais nécessite également des mesures concrètes. Rétablir la stabilité des prix aura alors un coût plus élevé qu'avec une banque centrale pleinement crédible.

Les banques centrales indépendantes ne sont pas exemptes de rendre des comptes, bien au contraire. Plus que jamais, elles doivent expliquer activement leurs choix dans un langage clair et accessible, afin de démontrer au public pourquoi résister à un soulagement immédiat de la douleur aujourd'hui permet d'éviter des dégâts économiques profonds et durables demain.

Parallèlement, les chefs d'entreprise, les investisseurs institutionnels, les chercheurs indépendants et les décideurs politiques avisés, libres de critiquer, devraient s'opposer explicitement à toute ingérence politique dans la conduite de la politique monétaire. L'indépendance de la banque centrale n'a jamais été une loi naturelle ; c'est un compromis institutionnel né d'une expérience douloureuse. Y renoncer sous l'effet des turbulences actuelles ne résoudrait ni les déséquilibres budgétaires structurels, ni la hausse des prix alimentaires, ni les tensions géopolitiques. Cela supprimerait seulement l'un des rares garde-fous qui a fait ses preuves contre la gestion macroéconomique à courte vue.

Isabelle Mateos y Lago

[1] Voir par exemple [Central Bank Independence and Macroeconomic Performance: Some comparative evidence](#), Alberto Alesina and Lawrence Summers, 1993.

[2] Cette mesure, baptisée « assouplissement quantitatif », a été adoptée par la plupart des banques centrales des économies avancées afin d'apporter un assouplissement monétaire supplémentaire après qu'elles eurent atteint le seuil au-delà duquel il leur était impossible d'abaisser davantage le taux directeur. Si une grande partie des actifs financiers achetés était constituée d'obligations d'État, ces achats étaient exclusivement motivés par les besoins de la politique monétaire, tels que déterminés de manière indépendante par ces banques centrales.

[3] Les principes de non-monetisation de la dette, de non-renflouement et d'indépendance de la banque centrale, énoncés aux articles 123, 125 et 130 du Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne.

[4] Voir Banque des règlements internationaux, [Rapport économique annuel 2026, chapitre II. Dette publique élevée et évolution des marchés financiers : défis pour les banques centrales](#)



[Retrouvez notre scénario et nos prévisions](#)

À titre exceptionnel, ces Actus font le bilan du mois d'août et ne portent pas sur la semaine dernière

ÉCONOMIES AVANCÉES

ZONE EURO

Les données d'enquête s'améliorent. Le PMI manufacturier a atteint 52,8 en août (+0,9 m/m), son plus haut niveau depuis mai 2022, porté par l'emploi et les nouvelles commandes (fortes hausses en France et en Allemagne). Le PMI services est stable et en bonne santé (51,7). Bien que la BCE ait relevé ses taux directeurs en juin (première fois depuis près de trois ans), les prêts aux ménages ont progressé de 3,1% a/a en juillet (vs 3% en juin) et les prêts aux sociétés non financières ont augmenté de 4,4% (+4% a/a en juin). La croissance est confirmée à 0,4% t/t au T2. L'emploi a de nouveau progressé (+0,1% t/t).

L'enquête de confiance (ESI) de la Commission européenne affiche une progression en août : +1,3 m/m à 98,4 ; 4e mois consécutif de hausse. La situation s'améliore dans l'industrie, les services et le commerce de détail. L'indice lié à l'emploi industriel est à son plus haut depuis trois ans.

L'inflation rebondit en juillet, tirée par l'énergie. L'IPC global a augmenté de 2,9% et l'IPC sous-jacent de 2,5% a/a, comme attendu. Les indices des prix des intrants et des prix à la production ont de nouveau baissé en août, mais restent supérieurs à leur niveau d'avant le conflit au Moyen-Orient. Les anticipations d'inflation des ménages se sont modérées à 2,9% à un an et restent ancrées à 2,4% à cinq ans. La croissance des salaires négociés a ralenti à 2,4% a/a au T2 et celle des coûts salariaux à 3%, leur plus bas niveau depuis fin 2021. Les prix à la production ont fortement ralenti (+4,6% a/a contre +5,9% en juin), suite à la baisse des prix de l'énergie.

Ces données maintiennent la BCE sur la voie d'une hausse des taux en septembre désormais anticipée par les marchés.

- Allemagne

La dynamique positive de la croissance s'est confirmée dans tous les secteurs. La croissance du PIB au T2 a été révisée à +0,3% t/t (vs +0,2% initiale), en raison des exportations. L'indice Ifo du climat des affaires d'août a atteint 88,8 (+2,1 m/m, plus haut niveau depuis plus d'un an), soutenu principalement par l'aéronautique, ainsi que les équipements électriques et électroniques (centres de données notamment). En août, le PMI composite reste en expansion (51, -0,3 m/m), et le PMI manufacturier atteint 56,7 (+2 m/m) son plus haut niveau depuis début 2022. L'indice du prix des intrants s'améliore légèrement (-0,2 m/m) et celui des prix à la production est stable. L'activité dans les services reste en phase de contraction (-1,3 m/m à 48,5), malgré deux points encourageants (hausse des nouvelles commandes et de l'emploi).

- France

Une croissance plus faible que prévu au T2 mais des données pour le T3 globalement positives. La croissance du PIB a été révisée à la baisse, de -0,1% à -0,2% au T1, et de 0,2% à 0% au T2 (révision à la baisse de la production agricole et à la hausse du déflateur des services). L'acquis de croissance à mi-année est ramené à 0,3% (contre 0,5%). Parallèlement, le pouvoir d'achat des ménages a diminué de 0,6% t/t au T2. Néanmoins, leur consommation de biens a augmenté de 0,5% m/m en juillet. Cela s'ajoute à un climat des affaires positif – l'enquête de la Banque de France du mois d'août a révélé la bonne dynamique dans l'industrie ; l'indice du climat des affaires de l'INSEE s'est amélioré à 98 en août (100 étant sa moyenne à long terme), porté par l'industrie manufacturière (103 ; +2 m/m) et l'indice des services est revenu à 100 pour la première fois depuis octobre 2024. Le signal issu du PMI flash de S&P était plus mitigé.

Au final, notre *Nowcast* suggère une reprise de la croissance au T3, à 0,3% t/t, bien que la sécheresse et les incendies pourraient amputer la croissance d'environ -0,1 pp.

L'inflation a augmenté comme prévu. L'inflation harmonisée atteint 2,7% a/a en août, contre 2,4% en juillet, tirée par les prix de l'énergie (pic précédent de 2,8% en mai). Les prix à la production sont passés de 2,8% a/a en juin à 3,4% en juillet.

ROYAUME-UNI

Une croissance solide et une inflation suffisamment modérée pour justifier le maintien, par la Banque d'Angleterre, des taux pour l'instant.

Le PIB a progressé de +0,4% t/t au T2, contre +0,6% au T1. La croissance a été soutenue par les services (+0,5%) et la construction (+0,3%). En août, le PMI composite flash a atteint son plus haut niveau en quatre mois, à 52,5. Le PMI des services est solide à 52,8 (plus haut niveau depuis six mois), et le PMI manufacturier a légèrement reculé à 51.

Après 2,6% en juin (plus bas niveau depuis 15 mois), l'inflation a atteint 2,9% a/a en juillet, en raison de la hausse de 13% du plafond des prix de l'énergie pour les ménages. L'inflation des services a ralenti à 3,4%, mais l'inflation sous-jacente est restée à 2,6%. Les prix des intrants ont baissé de 1,7% m/m (+4,9% a/a), tandis que les prix à la production ont augmenté de 0,2% m/m (+3,1% a/a). Les PMI d'août montrent un regain des pressions inflationnistes, les coûts des intrants ayant accéléré pour la première fois en quatre mois. La Banque d'Angleterre a maintenu son taux directeur à 3,75% (le 3 août) à la suite d'un vote serré (6 contre 3), trois membres (dont l'économiste en chef Huw Pill) ayant plaidé en faveur d'une hausse de 25 pb.

ÉTATS-UNIS

L'inflation persistante est la principale préoccupation tandis que l'activité résiste.

L'inflation globale mesurée par l'IPC a légèrement reculé à 3,4% a/a en juillet (3,3% en juin). L'indice PCE sous-jacent (privilégié par la Fed) est resté inchangé à 3,3% a/a, conformément aux prévisions. Le recul de l'IPC global provient des prix de l'énergie. L'inflation sur l'IPC sous-jacent a reculé à 2,5% a/a (-0,1 pp), plus bas niveau depuis février 2025, mais celle sur les services se maintient. L'augmentation des prix à la production s'atténue, à 4,7% a/a (-0,8 pp). En revanche, l'inflation sur les dépenses de consommation personnelles (PCE) a dépassé les prévisions avec +0,2% m/m (chiffre précédent et consensus : 0,1%). L'effet désinflationniste lié à l'énergie s'estompe (-1,5% m/m après -5,9% en juin). L'inflation PCE s'est donc maintenue à 3,7% a/a (consensus : 3,6%). L'inflation PCE sous-jacente a atteint 0,3% m/m (0,2% en juin).

L'activité a été inférieure aux attentes mais reste dynamique. La croissance du PIB a ralenti à 1,5% en rythme annualisé au T2 (contre 2,1% au T1), avec les contributions négatives du commerce extérieur net et des administrations publiques. Toutefois, la consommation et l'investissement des entreprises ont progressé en rythme annualisé de 4,4% (le rythme le plus rapide depuis le T1 2023). La production industrielle a augmenté de 0,2% m/m ; en deçà du consensus, du fait d'un recul sur les composants automobiles (-2,1% m/m). L'aéronautique et l'électronique sont restés de solides moteurs de croissance. Toutefois, les commandes de biens d'équipement hors défense et aéronautique, indicateur des intentions d'investissement privé, ont nettement ralenti à 0,2% m/m en juillet (précédent : 1,7%, consensus : 0,9%).



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

[Retrouvez notre scénario et nos prévisions](#)
Des chiffres de l'emploi décevants, mais un marché du travail résilient.

En juillet, 23 000 emplois non agricoles ont été détruits (consensus de 85 000 créations) – premier résultat négatif depuis février –, les chiffres des deux mois précédents ayant été revu à la baisse (-103 000 au total). Cette baisse est principalement due aux collectivités locales (-57 000 postes). Les créations d'emplois dans le secteur privé sont stables à 30 000. Le taux de chômage a reculé de 4,2% à 4,1% du fait d'une baisse du taux d'activité. La croissance du salaire horaire moyen est restée modérée (+0,1% m/m, soit +3,2% a/a (plus basse augmentation depuis 2021).

La crédibilité de la Fed a été remise en question puis rétablie, pour l'instant. La conférence de presse du FOMC de fin juillet avait nourri les interrogations quant au maintien de l'objectif d'inflation à 2%, entraînant des pressions à la hausse sur les taux longs et à la baisse sur le dollar. Les minutes ont révélé une volonté de relever les taux si l'inflation ne venait pas à baisser ; le discours à Jackson Hole du président de la Fed a confirmé ce sentiment. Ainsi, les anticipations d'une hausse des taux le 16 septembre prochain passent de 35% à 55%.

Mini-guerre commerciale avec le Canada. Après l'échec des négociations entre les États-Unis et le Canada, ce dernier s'apprête à appliquer dès le 8 septembre des droits de douane sur USD 20 mds d'importations en provenance des États-Unis pouvant atteindre 50%, en réponse à une mesure similaire annoncée par Washington. Pour l'instant, ces droits ne concernent que 5% des échanges commerciaux entre les deux pays, mais le président Trump a depuis menacé de taxer à 50% les voitures canadiennes. Par ailleurs, la Maison Blanche a avalisé des droits sur les drones et leurs composants, de 10-15% (Royaume-Uni, UE) à 100% (pour ceux « d'une certaine taille ou dotés de capacités particulièrement sensibles pour des raisons de sécurité nationale »). De plus, l'administration envisagerait d'imposer un droit de douane supplémentaire de 7,5% sur les marchandises en provenance de Chine en raison d'une « surcapacité de production » et a annoncé la mise en place d'une *AI Detective Border* pour lutter contre le "transbordement" (marchandises en provenance de Chine passant par d'autres pays pour éviter des droits de douane plus élevés).

À venir : emploi (vendredi), ISM manufacturier (mardi) et non manufacturier (jeudi), enquête JOLTS (mardi), Beige book (mercredi), balance commerciale (jeudi).

JAPON

La croissance du PIB a déçu mais elle résiste, tandis que le secteur manufacturier reste solide. Le PIB a progressé de 0,3% t/t au T2, moins qu'au T1 (0,4%) et très en deçà des prévisions (0,5%). L'investissement des entreprises s'est replié de 1,2% t/t (après -1% au T1) et la consommation a stagné. La baisse des importations a soutenu la croissance. Parallèlement, la production industrielle a augmenté de 1,9% m/m en juin (+0,1% en mai), la plus forte hausse mensuelle depuis janvier, tirée par les équipements de transport et l'électronique. Le PMI manufacturier a atteint 55,1 (+0,6 m/m) en août, avec un plus haut en neuf ans sur les nouvelles commandes (56 ; +1,6 m/m), surtout à l'export (56,2 ; +2,6 m/m).

ÉCONOMIES ÉMERGENTES

Les pays émergents continuent de résister au choc énergétique mondial. L'activité a notamment été soutenue par la forte hausse de la demande mondiale de biens liés à l'IA. L'accélération de l'inflation a été temporaire, puisqu'elle a ralenti en juin et juillet dans la plupart des pays. L'inflation IPC moyenne dans les marchés émergents a atteint 6,1% en g.a. en juillet contre 6,4% en juin. L'inflation des prix alimentaires a récemment accéléré

dans quelques pays (comme l'Inde, l'Égypte et la Turquie), tandis qu'elle est restée négative dans d'autres (comme la Chine, la Pologne et la Hongrie). Mais les risques à la hausse sont élevés en raison du phénomène El Niño et des récentes vagues de chaleur. Les marchés financiers émergents ont également bien résisté au cours de l'été. Depuis fin juin, seules la Turquie et la Pologne ont connu une hausse des rendements des obligations d'État à long terme plus importante que celle des bons du Trésor américain (UST) et des Bunds.

ASIE

Les banques centrales marquent une pause, à l'exception de celles des Philippines et de la Corée du Sud : les pressions inflationnistes sont restées modérées ou se sont atténuées en Indonésie, en Malaisie et en Thaïlande, ce qui a permis aux banques centrales de mener des politiques relativement accommodantes. Aux Philippines, l'inflation a dépassé l'objectif, ce qui a incité la BSP à relever encore son taux directeur (+25 pb, à 5%). En Corée du Sud, la croissance forte et une inflation supérieure à l'objectif ont conduit la banque centrale à relever ses taux pour le deuxième mois consécutif (+25 pb à 3%).

Chine : après le ralentissement observé en juillet (production industrielle : +4,5% en g.a. contre +5,3% en juin, activité des services : +4,3% en g.a. contre +4,7% en juin), la croissance est restée relativement faible en août. Les PMI officiels sont restés inférieurs à 50 dans le secteur manufacturier (49,8 en août contre 49,2 en juillet) comme dans les services (49,0 en juillet et en août). Du côté des composantes de la demande, la croissance des exportations est restée très forte (ce qui explique la légère hausse du PMI manufacturier), tandis que les ventes au détail ont à peine augmenté (+0,1% en g.a. en volume en juillet).

AMÉRIQUE LATINE

Des performances de croissance variables : l'économie brésilienne a perdu de son élan au début du T3. Celle du Mexique a rebondi au T2 (+2,1% en g.a.) mais semble s'être affaiblie au début du T3. La reprise en Argentine reste inégale, la plupart des secteurs, à l'exception des mines et de l'agriculture, rencontrant des difficultés. La Colombie a continué d'afficher une forte croissance (3,5% en g.a. au T2) grâce à une demande intérieure robuste, tandis que le Chili a enregistré un deuxième trimestre consécutif de contraction.

EUROPE ÉMERGENTE

Statu quo en matière de politique monétaire pendant l'été. La Hongrie fait exception avec la troisième baisse consécutive de son taux directeur.

MATIÈRES PREMIÈRES

Stabilité du prix du brut mais hausse des pressions sur les prix des produits pétroliers et du gaz européen. En août, le marché pétrolier est parvenu à un équilibre précaire qui a permis de contenir les prix. Les cours du Brent se sont établis en moyenne à 88 \$/b et les cours de la fin de mois sont restés inchangés en août par rapport à juillet (environ 89 \$/b). En revanche, **les marchés des produits raffinés sont de plus en plus tendus, notamment aux États-Unis** où le *crack spread* du diesel a dépassé les 100 \$/b (le 22 août) pour la première fois. Parallèlement, **les prix du gaz européen (TTF) ont atteint leur plus haut niveau depuis janvier 2023, à 67 €/MWh** (le 27 août, soit +15% en glissement mensuel et +74% par rapport au niveau d'avant-guerre), tandis que les stocks de gaz européens restent à des niveaux bas pour la saison. Les prix moyens de gros de l'électricité dans l'UE ont fortement augmenté en août.

**BNP PARIBAS**

La banque
d'un monde
qui change

REVUE DES MARCHÉS

8

Marchés obligataires

	en %	en pb				
	28-août-26	1 semaine	1 mois	Cumul annuel	1 an	
Bund 2a	2.89	+9.5	+14.7	+80.1	+96.8	
Bund 5a	2.99	+8.6	+16.2	+53.0	+79.7	
Bund 10a	3.24	+5.3	+16.1	+38.0	+58.8	
OAT 10a	3.99	+4.6	+18.4	+49.3	+50.4	
BTP 10a	4.06	+7.8	+19.6	+56.0	+50.9	
BONO 10a	3.69	+7.0	+17.6	+44.0	+45.5	
Treasury 2a	4.34	+16.7	+6.8	+86.0	+64.8	
Treasury 5a	4.48	+10.8	+11.9	+75.6	+80.2	
Treasury 10a	4.72	-1.2	+12.0	+55.6	+3.2	
Gilt 2a	4.43	+3.6	+8.3	+67.8	+48.0	
Treasury 5a	4.63	+3.0	+11.6	+77.8	+52.3	
Gilt 10a	5.15	-3.9	+12.2	+47.6	+17.2	

Taux de change - Matières premières

	en niveau	variation, %				
	28-août-26	1 semaine	1 mois	Cumul annuel	1 an	
EUR/USD	1.16	+0.3	+2.1	-1.1	-0.4	
GBP/USD	1.36	+0.2	+2.1	+0.9	+0.5	
USD/JPY	159.86	+0.4	-2.4	+2.0	+8.8	
DX	99.70	+0.1	-1.7	+1.4	-0.5	
EUR/GBP	0.86	+0.1	-0.1	-2.0	-0.9	
EUR/CHF	0.94	-0.0	+0.6	+0.8	+0.2	
EUR/JPY	185.78	+0.7	-0.4	+0.9	+8.3	
Pétrole (Brent, \$)	89.40	-1.6	+6.2	+46.9	+30.2	
Or (once, \$)	4561	+3.2	+13.1	+5.5	+33.7	

Indices actions

	en niveau	variation, %				
	28-août-26	1 semaine	1 mois	Cumul annuel	1 an	
Monde						
MSCI Monde (\$)	4986	-0.4	+3.9	+12.5	+18.7	
Amérique du Nord						
S&P500	7712	-0.4	+3.8	+12.7	+18.6	
Dow Jones	53560	+0.2	+1.5	+11.4	+17.4	
Nasdaq composite	26402	-0.9	+6.1	+13.6	+21.6	
Europe						
CAC 40	8401	-2.1	-0.7	+3.1	+8.2	
DAX 30	26570	+0.9	+4.3	+8.5	+10.5	
EuroStoxx50	6486	-0.7	+3.1	+12.0	+20.2	
FTSE100	10824	+1.0	-0.4	+9.0	+17.4	
Asie						
MSCI, loc.	1985	-1.0	+3.7	+17.5	+25.5	
Nikkei 225	66406	-4.1	+6.5	+31.9	+55.0	
Emergents						
MSCI Emergents (\$)	1722	+0.7	+8.8	+22.5	+36.5	
Chine	75	+0.2	+2.3	-9.0	-7.5	
Inde	955	-0.3	+1.7	-9.7	-5.8	
Brésil	1820	+3.7	-2.3	+10.5	+21.2	

Performance par secteur

Eurostoxx600

Année 2026 au 28-8, €

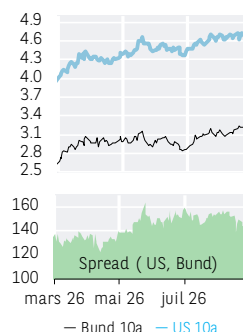
+30.8%	Pétrole & gaz
+30.6%	Matières premières
+23.1%	Technologie
+20.3%	Banques
+16.6%	Chimie
+13.9%	Industrie
+11.8%	Sces financiers
+11.7%	Télécoms
+10.6%	Eurostoxx600
+10.2%	Sces collectivités
+7.7%	Assurances
+2.8%	Distribution
+1.7%	Agroalimentaire
+0.2%	Foncières
-0.2%	Santé
-0.3%	Voyages & loisirs
-1.2%	Construction
-1.9%	Médias
-9.0%	Bs. de conso.

S&P500

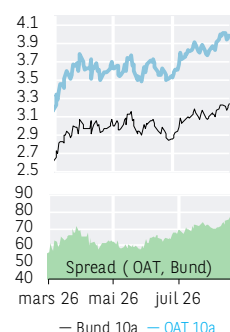
Sces collectivités

+38.5%	Énergie
+33.2%	Semiconducteurs
+30.1%	Matériel & équipement technologiques
+17.5%	Pharmaceutiques
+16.5%	Matériaux
+15.7%	Biens d'équipement
+14.9%	Alimentation, boissons et tabac
+12.7%	S&P500
+9.4%	Banque
+9.1%	Biens de consommation
+6.4%	Assurances
+6.0%	Télécoms
+3.1%	Distribution
+2.5%	Services aux consommateurs
+0.9%	Médias
-0.4%	Sces collectivités
-0.6%	Services commerciaux et pro.
-1.2%	Santé
-20.0%	Automobiles
-23.5%	Foncières

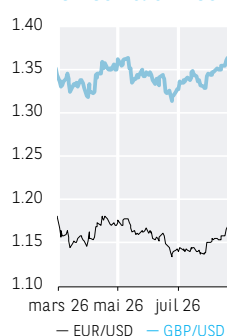
Bund 10a et US Treas. 10a



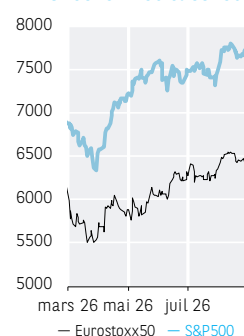
Bund 10a et OAT 10a



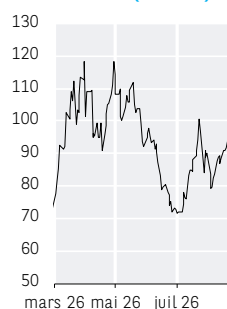
EUR/USD et GBP/USD



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

Choc énergétique : tableau de bord 2026 vs 2022	EcoCharts Choc énergétique	31 juillet 2026
Baromètre de l'inflation - Juillet 2026	EcoCharts Baromètre de l'inflation	31 juillet 2026
Derniers mois pour bénéficier de la FRR : quels pays d'Europe centrale attendent le plus de fonds, et pour quel impact sur la croissance ?	EcoTV	30 juillet 2026
Quand la croissance européenne rejoint la croissance américaine	EcoFlash	30 juillet 2026
La crise énergétique accélère-t-elle la transition bas-carbone? Réponse nuancée pour les économies avancées — Deuxième partie*	EcoWeek	27 juillet 2026
Les économies émergentes ont jusqu'à maintenant bien résisté au choc énergétique	EcoPerspectives Cahier de graphiques	24 juillet 2026
Croissance au T2 dans les pays avancés : résiliente malgré tout	EcoFlash	23 juillet 2026
Entreprises en France : les pics de créations viennent nuancer ceux de défaillances	Graphique de la Semaine	22 juillet 2026
La crise énergétique accélère-t-elle la transition bas-carbone ? Dans les économies émergentes, oui — Première partie*	EcoWeek	20 juillet 2026
Économies émergentes : pourquoi le choc énergétique ne fait pas dérailler la croissance portée par le boom de l'IA ?	EcoPerspectives Économies émergentes	20 juillet 2026
Souveraineté européenne des paiements : où en est-on ?	En Eco dans le texte Podcast	16 juillet 2026
Le conflit au Moyen-Orient : un choc de croissance massif pour le Golfe	Graphique de la Semaine	15 juillet 2026
Économies avancées, économies émergentes : la distinction a-t-elle encore un sens, et pour quels pays ?	EcoWeek	13 juillet 2026
Choc énergétique : tableau de bord 2026 vs 2022 - Numéro spécial zone euro (données de juin 2026)	EcoChart Tableau de bord Choc énergétique	10 juillet 2026
Quand le commerce intra-UE trouve un nouvel équilibre	Graphique de la Semaine	9 juillet 2026
Après moins de croissance et plus d'inflation au premier semestre 2026, plus de croissance et moins d'inflation au second ?	EcoTV	9 juillet 2026
Et si la BCE n'allait pas plus loin dans le relèvement de ses taux ?	EcoWeek	6 juillet 2026
La faiblesse de la productivité en Italie : l'IA peut-elle être une solution ?	Graphique de la Semaine	1 ^{er} juillet 2026
Banque du Japon : La difficile normalisation	EcoTV	30 juin 2026
Productivité européenne : un déclin relatif et des perspectives d'amélioration	EcoWeek	29 juin 2026


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, Allemagne, Italie, Espagne	+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 – 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, Royaume-Uni, Portugal, Grèce	+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	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 événement économique majeur

ECOWEEK

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

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

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 (2026). Tous droits réservés.

pour vous abonner à nos publications :

ÉTUDES ÉCONOMIQUES



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 : jdB



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change