

“ L’année 2026 sera marquée par un test historique pour la Fed et son indépendance, avec le remplacement de son président Jerome Powell. Mais le risque d’un changement brutal dans l’exercice de la politique monétaire américaine ne doit pour autant pas être exagéré. ”

ÉTUDES **ECONOMIQUES**



BNP PARIBAS

La banque
d’un monde
qui change

SOMMAIRE

2

3

ÉDITORIAL

Fed : L'héritage de Powell devrait lui survivre

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



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

FED : L'HÉRITAGE DE POWELL DEVRAIT LUI SURVIVRE

Le contexte entourant la réunion du FOMC des 9 et 10 décembre (scénario BNP Paribas : -25pb), la dernière de 2025, constitue un prologue aux défis auxquels la Réserve fédérale (Fed) fera face en 2026. Non seulement les perspectives liées à son mandat dual appellent des réponses divergentes, mais l'incertitude règne, alimentée par les divisions entre membres du FOMC qui contrastent avec l'inclination de l'institution pour le consensus. Dans le même temps, l'année à venir sera marquée par un test historique, pour la conduite de la politique monétaire américaine et son indépendance, avec le remplacement du président Jerome Powell. Le risque d'un changement brutal dans l'exercice de la politique monétaire américaine ne doit pour autant pas être exagéré. Les décisions de la Fed devraient rester guidées par les fondamentaux économiques.

L'HÉRITAGE DE J. POWELL : UNE FED DÉPENDANTE AUX DONNÉES JUSQU'AU BOUT

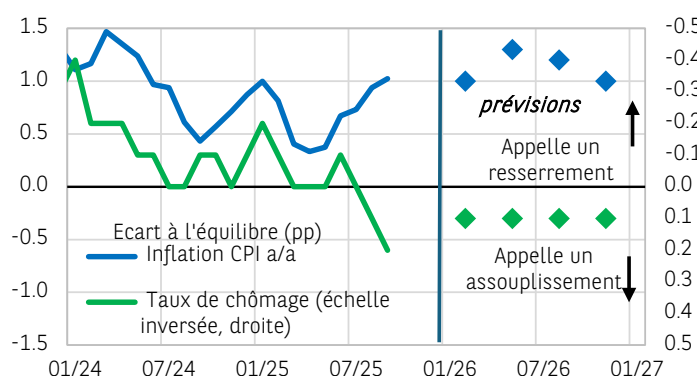
Le mandat de J. Powell à la tête de la Fed prendra fin en mai 2026. Sa gouvernance, entamée en 2018, s'est articulée autour de la préservation du caractère non partisan de la banque centrale, d'une approche *data dependent*, économiquement fondée et doublée de réactivité dans la conduite de ses missions, et de la recherche du consensus. La réunion du FOMC des 9 et 10 décembre devrait s'inscrire dans cette lignée, et marquer la poursuite du rééquilibrage de la politique monétaire, dont le signal fut donné par J. Powell à Jackson Hole en raison de l'accroissement des risques baissiers sur l'emploi devenus plus évidents durant l'été. Les perspectives sur ce front n'ayant pas matériellement évolué depuis, une nouvelle baisse (-25 pb), dans le but de rapprocher la politique monétaire de la neutralité, est attendue lors de la réunion à venir, dans la continuité de celles de septembre et octobre 2025, portant ainsi la cible des *Fed Funds* à 3,5% - 3,75%.

L'année écoulée a vu une réallocation des risques autour du mandat dual de la Fed, de nature à justifier l'assouplissement monétaire, alors que le plein effet des politiques commerciale et d'immigration sur l'emploi et l'inflation ne s'est probablement pas encore manifesté. La diminution des créations d'emplois est nette (*nonfarm payrolls* à +59k en moyenne semestrielle en septembre 2025, contre +133k un an plus tôt) et doublée d'une révision baissière massive sur le total des emplois salariés entre avril 2024 et mars 2025 (-911k dans l'estimation préliminaire). Dans le même temps, l'inflation est en hausse depuis avril 2025 (+0,7pp à +3,0% a/a en septembre), mais l'impact des droits de douane apparaît plus mesuré qu'initialement craint. Il est de plus contrebalancé par l'effet désinflationniste d'un marché du travail moins tendu. Ainsi, la démarche d'abaisser la cible des *Fed Funds* repose sur des arguments macroéconomiques solides, même si elle apparaît opportune, aussi, par rapport à l'existence de pressions politiques. La fonction de réaction de la Fed est cependant manifestement déséquilibrée en faveur de l'emploi, avec des baisses de taux préventives ou de « gestion des risques », alors que le marché du travail ne s'est pas nécessairement éloigné du plein-emploi et que les pressions inflationnistes demeurent (graphique 1).

Dans ces conditions, nous anticipons une dernière baisse (-25 pb) à la fin du T1 2026, réduisant la cible de taux à 3,25% - 3,50%. Au-delà, le maintien d'un certain dynamisme de la croissance (autour de son rythme potentiel) devrait limiter la probabilité d'un décrochage additionnel de l'emploi et, de ce fait, la nécessité d'une poursuite de l'assouplissement. J. Powell quitterait alors son poste de président de la Fed, en mai 2026, en laissant la politique monétaire bien positionnée, du point de vue du FOMC, pour atteindre la cible d'inflation « sans créer de risques indus pour l'objectif d'emploi maximal » (J. Williams, Fed de New York)¹.

¹ John C. Williams, *Navigating Unpredictable Terrain* (discours), Federal Reserve Bank of New York, 21 novembre 2025

RÉSERVE FÉDÉRALE : SITUATION DIVERGENTE POUR LE MANDAT DUAL



Note de lecture : Les courbes et points indiquent l'écart (effectif ou prévisionnel) de l'inflation à sa cible et du taux de chômage à l'estimation du plein-emploi. Un résultat dans la partie supérieure du graphique (inflation > cible, taux de chômage < plein-emploi) suggère une situation appelant à une politique restrictive, et inversement.

GRAPHIQUE 1

SOURCES : BLS, BNP PARIBAS

En effet, le taux terminal se situerait alors légèrement au-dessus de l'estimation du FOMC de son niveau de long terme (+3,0% dans le dernier *Summary of Economic Projections*). Cela correspond à un biais modérément restrictif face à la persistance de l'inflation qui préserverait une marge de manœuvre pour réagir, rapidement si nécessaire, à une détérioration plus durable du marché du travail. Toutefois, notre estimation du taux neutre (+3,75% en termes nominaux, milieu de notre fourchette comprise entre 3,25% et 4,25%) en fait une posture accommodante.

DES DIVISIONS À LA RÉSONNANCE NOUVELLE

Un élément perturbant, à plus forte raison quand le caractère ambivalent et lacunaire des données économiques en perturbe la lecture, a trait au désaccord croissant parmi les membres du FOMC. Diverses manifestations sont apparues : éclatement de la distribution des projections de taux dans le *Summary of Economic Projections* (SEP), dissensions de gouverneurs sur les décisions, votes dans des directions opposées (à la fois pour un *hold* et pour une plus grande baisse en novembre), désaccords exprimés dans les prises de position publiques. La prochaine réunion, qui inclura la décision de taux et le SEP, devrait s'inscrire dans cette lignée. De plus, les divisions pourraient se prolonger et s'amplifier en cas de pressions internes, par exemple de la part du nouveau président de la Fed, pour baisser davantage les taux au-delà du T1 2026. Tout cela se ferait au détriment de l'inclination pour le consensus que J. Powell a très nettement renforcée.



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

ÉDITORIAL

4

L'évolution de la probabilité d'une baisse de taux pour la réunion à venir (marché des *Fed Futures*, graphique 2) témoigne de la moindre prédictibilité de la politique monétaire dans le contexte actuel. Celle-ci a été amplifiée par les divisions, l'orientation *dovish* des gouverneurs ayant répondu à celle, *hawkish*, des présidents des Fed régionales. Cela peut, à terme, altérer la crédibilité de l'institution et générer des réactions de marché plus abruptes après des décisions moins bien préparées.

ET APRÈS : UN LOYALISTE À LA TÊTE DE LA FED ÉLOIGNERA-T-IL LA POLITIQUE MONÉTAIRE DES DÉCISIONS FONDÉES SUR LES DONNÉES ?

Le nom du successeur de J. Powell devrait être connu en début d'année prochaine. Le président D. Trump a fait savoir que son choix était arrêté. La personne désignée devra, au préalable, être confirmée par le Sénat et nommée au *Board* en février. K. Hassett, actuel président du *National Economic Council* (NEC), semble avoir une longueur d'avance : le site spécialisé Polymarket en fait le très net favori, avec une probabilité de 78%. Depuis son retour à la Maison-Blanche, l'expression publique et les actions de D. Trump traduisent sa volonté d'aligner la politique monétaire sur l'agenda de son administration, avec la nomination d'une personnalité « loyaliste » à sa tête. Mais celle-ci ne pourra pas ignorer le risque de réactions négatives des marchés, notamment obligataires, et devra donc être bien accueillie par ceux-ci, ce qui pointe vers un choix conventionnel.

Le président des États-Unis ne fait pas mystère de sa volonté de voir baisser significativement la cible de taux de la Fed. L'objectif sous-jacent est d'aboutir à une réduction de la charge d'intérêts des agents économiques endettés, au premier rang desquels le gouvernement fédéral. Les entreprises qui investissent dans l'IA grâce à un recours massif à l'endettement sont aussi concernées. Il est également question de soutenir l'immobilier résidentiel par un effet de ricochet sur les taux *mortgage*. Enfin, un affaiblissement de l'USD, permis par des taux plus bas, soutiendrait la compétitivité des entreprises américaines.

La mise en place de baisses de taux au service de cet agenda, sans que les conditions économiques autour du mandat dual ne le justifient, pourrait être soutenue par un président du FOMC politiquement biaisé et jouant de son influence. Néanmoins, les décisions de taux résultent d'un vote au sein du comité, et il est peu probable que le nouveau *Chair* parvienne à construire les majorités nécessaires à cette entreprise. Cela constitue un garde-fou à une prise de contrôle politicienne et indique la poursuite d'une politique monétaire dépendante aux données. Un autre garde-fou tient à la structure de la Fed et au calendrier. Notons toutefois que des risques existent à ce propos. Certes, *a priori*, aucun autre poste de gouverneur ne se libérera avant septembre 2027 (P. Jefferson). Néanmoins, la décision de J. Powell concernant son éventuel maintien au *Board*, après l'expiration de son mandat de président (son mandat de gouverneur s'étend jusqu'en 2028), reste en suspens. La Fed attend, par ailleurs, la décision de la Cour suprême (SCOTUS) dans l'affaire Trump v. Cook, laquelle sera lourde de conséquences².

Au-delà de son indépendance, l'impact de la politique monétaire repose sur sa crédibilité. La réalité des données peut être diversement interprétée, mais les décisions ne peuvent pas les écarter complètement. Ni la Fed, ni l'administration n'a intérêt à voir les anticipations d'inflation croître, tandis qu'une perte relative de confiance des marchés pourrait se refléter encore davantage sur des maturités longues – qui subissent

² Une décision favorable à l'administration consacrerait un pouvoir discrétionnaire extensif du président des États-Unis sur la composition du *Board* de la Fed. Symétriquement, l'annulation du renvoi de la gouverneure par la SCOTUS serait un signal positif pour l'indépendance opérationnelle de la banque centrale.

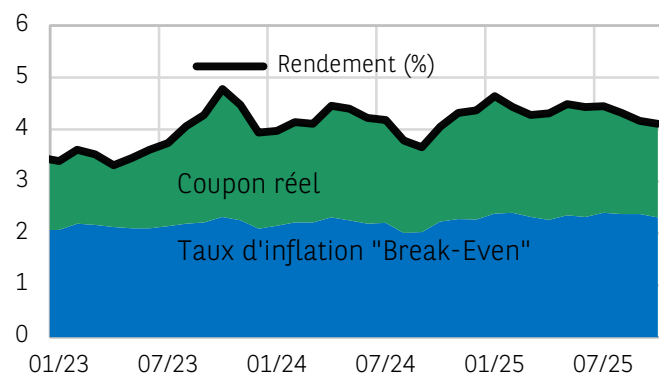
RÉUNION DE DÉCEMBRE DU FOMC : PROBABILITÉ IMPLICITE D'UNE BAISSE D'AU MOINS 25 POINTS DE BASE



GRAPHIQUE 2

SOURCES : BLOOMBERG, BNP PARIBAS

RENDEMENT NOMINAL À 10 ANS (COUPON NOMINAL) ET DÉCOMPOSITION



GRAPHIQUE 3

SOURCES : U.S. TREASURY, BNP PARIBAS

déjà la marque d'un certain scepticisme sur la dynamique de la dette publique – ainsi que sur les valorisations boursières. À titre d'exemple, le taux souverain à 10 ans, qui constitue la référence et dont la baisse est souhaitée par le secrétaire au Trésor, S. Bessent, se subdivise en deux composantes : un *break-even rate* (qui a trait aux anticipations d'inflation) et un taux réel (graphique 3). Si la Fed était plus tolérante en matière d'inflation, l'effet pourrait être doublement contre-productif : le *breakeven* augmenterait, tandis que les baisses de taux ne se transmettraient pas nécessairement aux taux longs.

En définitive, une inclination légèrement *dovish* concernant les fondamentaux apparaît tolérable, voire relativement bien accueillie du fait de son potentiel haussier sur la croissance économique et la valorisation des actifs. Un éloignement explicite vis-à-vis de l'objectif-prix serait, en revanche, à la fois insoutenable, contre-productif par rapport aux buts poursuivis et généralement contraire aux intentions des membres actuels du FOMC. La Fed va probablement devoir continuer à vivre avec les coups de boutoir, qui sont pour elle l'occasion de renforcer sa résilience et sa prépondérance.

Anis Bensaidani



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

[Retrouvez notre scénario et nos prévisions](#)

ÉCONOMIES AVANCÉES

ÉTATS-UNIS

Des signaux toujours contradictoires entre l'activité et l'emploi.

En novembre, l'emploi privé recule selon l'enquête ADP à -31k (3^e mois de contraction sur quatre), le moins bon résultat depuis mars 2023. La composante « Emploi » de l'enquête ISM y fait écho (-2,0 points à 44 pour le manufacturier, +0,3 point à 48,9 i.e. zone de contraction pour les services). Toutefois, elle est positive en termes d'activité, de production manufacturière (51,4, +3,2 pp) et dans les services (54,5, +0,2 point). Au niveau agrégé, les indices évoluent modérément (-0,5 pp à 48,2 pour le manufacturier, +0,2pp à 52,6 pour le non-manufacturier).

Moins de craintes concernant les prix. L'ISM suggère, dans le même temps, un ralentissement de la hausse des prix payés. L'inflation PCE de septembre s'inscrit dans la lignée de l'inflation CPI, avec +0,1 pp sur le *headline* et -0,1 pp sur le sous-jacent (+2,8% a/a pour les deux), en parallèle d'un indice des prix à l'importation stable (hors droits de douane). En décembre, l'indice du sentiment du consommateur de l'Université du Michigan efface une large partie des pertes liées au « *shutdown* » de novembre (+2,3 points à 53,3, vs. 53,6 en octobre), avec un recul des anticipations d'inflation à 1 an (-0,4 pp à 4,1%) et 5-10 ans (-0,2 pp à 3,4%) qui atteignent un plus bas depuis février 2025.

À venir : réunion du FOMC incluant le *Summary of Economic Projections* (mercredi), optimisme des petites entreprises NFIB de novembre et enquête JOLTS emplois vacants de septembre (mardi).

UE/ZONE EURO

Union européenne : Deux avancées structurelles

- **Adoption du plan RESourceEU visant à réduire la dépendance de l'UE aux matériaux critiques.** EUR 3 mds seront déployés pour des projets d'investissement en 2026, un centre d'achat conjoint de matériaux critiques et des capacités communes de stockage seront mis en place afin d'améliorer les capacités européennes de recyclage.

- **Union de l'épargne et des investissements (UEI) : la Commission européenne a présenté le 4 décembre un paquet de mesures** visant à renforcer l'intégration des marchés financiers de l'UE. L'ambition est de permettre aux principaux acteurs de marché d'opérer de manière plus fluide entre les États membres. La Commission propose notamment de confier à l'Autorité européenne des marchés financiers (ESMA) la supervision directe des infrastructures de marché importantes et de tous les prestataires de services en actifs numériques. Ce paquet de mesures doit être approuvé par le Parlement et le Conseil européens.

Zone euro : Croissance révisée à la hausse et légère remontée de l'inflation.

La croissance du T3 a été réhaussée (+0,1 pp à 0,3% t/t) grâce à une révision en Italie (+0,1% t/t désormais) et en Autriche (+0,4% t/t). La demande intérieure s'est montrée solide (investissement (contribution de 0,2 pp), consommation publique (+0,1 pp) et privée (+0,1pp), stocks (+0,1 pp)), tandis que le solde extérieur a pesé (-0,2pp). Les ventes au détail ont été stables en octobre, tout comme le taux de chômage (à 6,4% et 14,8 % pour les moins de 25 ans). Le PMI composite de novembre a été révisé à la hausse (+0,3 point) à 52,8, son meilleur niveau en deux ans et demi. Le PMI construction a rebondi (+1,4 point à 45,4), soutenu par l'indice des nouvelles commandes (+2,3 points à 46,1, plus haut depuis février 2022). L'inflation harmonisée est légèrement remontée en novembre (+0,1 pp à 2,1 % a/a), en raison d'une hausse

dans les services (+0,1 pp à 3,5 %) et d'une baisse des prix de l'énergie moins prononcée (+0,4 pp à -0,5 %). Néanmoins, les prix à la production (hors construction) baissent davantage (-0,3 pp à -0,5 % a/a).

- **Allemagne : La reprise se confirme.** En octobre, les commandes industrielles progressent de +1,5 % m/m, portées par le marché intérieur (+9,9 %), tandis que l'export recule (-4,0 %). La moyenne mobile sur six mois reste stable mais confirme l'état relatif des forces : la dynamique intérieure se redresse, à l'inverse des commandes externes. Le PMI services de novembre est révisé à la hausse de 0,4 point à 53,1 (entraînant dans son sillage le PMI composite, à 52,4), mais recule par rapport à octobre (54,6). Le PMI construction rebondit sur un mois (+2,4 points à 45,2). À venir : *production industrielle d'octobre (lundi)*, *balance commerciale d'octobre (mardi)*.

- **Espagne : Activité toujours bien orientée.** Le PMI composite ralentit légèrement en novembre mais reste élevé (-0,9 point m/m à 55,1). Dans les services et l'industrie manufacturière, l'activité continue de croître, bien qu'à un rythme plus lent que le mois dernier. Toutefois, les entreprises restent optimistes quant à leur activité future.

- **France : Amélioration du climat des affaires et des exportations de biens.** Le PMI composite est en expansion (50,4) pour la première fois depuis 15 mois en novembre, en raison d'une révision à la hausse du PMI services de 50,8 à 51,4 (+3,4 points m/m, plus haut en 15 mois), tiré en novembre par la production et les nouvelles commandes. Le PMI manufacturier est confirmé à 47,8 (-1 point m/m), pénalisé par la production et les nouvelles commandes domestiques, mais soutenu par les nouvelles commandes à l'export. La production manufacturière s'est stabilisée à un bon niveau en octobre (+1,5% a/a), toujours portée par l'aéronautique, mais pénalisée par l'automobile. Les exportations de biens ont continué de progresser en octobre (EUR +3 mds a/a, notamment dans l'aéronautique). Le déficit sur les biens se replie de EUR 70 à 63 mds en cumul sur 10 mois d'après les douanes. Il se stabilise selon les données de la Banque de France (méthodologie différente), alors que l'excédent sur les services s'accroît de EUR 46,5 à 48 mds. Les immatriculations automobiles se sont stabilisées en novembre, après un gain moyen de 2,1% a/a lors des trois mois précédents. Du côté du budget, l'Assemblée nationale a adopté le volet recettes du budget de la sécurité sociale, ouvrant la voie à un vote sur l'ensemble du texte le 9 décembre, avant l'examen du budget de l'État.

- **Italie : L'activité du secteur privé à son plus haut depuis deux ans et demi.** Le PMI composite atteint 53,8 (+0,7 point m/m), soutenu par les services et l'activité dans le secteur manufacturier. Les entreprises restent optimistes quant à leur activité future malgré la faiblesse de la demande internationale. Les ventes au détail accélèrent (+1,3% a/a; +0,8 pp m/m). À venir : *production industrielle d'octobre (mercredi)*.

ROYAUME-UNI

L'activité se détériore nettement dans la construction. L'indice PMI plonge à 39,4 en novembre (-4,7 points m/m), avec la plus forte baisse des nouvelles commandes depuis mai 2020. Le ralentissement du marché immobilier se confirme également, les prix n'augmentant que de 0,7 % a/a (indice Halifax). Selon le *Decision Maker Panel*, les anticipations d'inflation à un an des entreprises sont stables à 3,4 % en novembre. Ces dernières prévoient une légère baisse de l'emploi (-0,2 % sur un an). Les ventes automobiles reculent de 1,6% a/a en novembre.



[Retrouvez notre scénario et nos prévisions](#)

Un accord commercial avec les États-Unis entérine l'exemption de droits de douane sur les produits pharmaceutiques britanniques, en contrepartie d'une hausse de 25 % du prix des nouveaux médicaments américains au Royaume-Uni. *À venir : ventes au détail de novembre (mardi), PIB, production industrielle et balance commerciale d'octobre (vendredi).*

La Banque d'Angleterre a réduit ce qu'elle estime être le niveau adéquat de fonds propres Tier 1 des banques britanniques, le ramenant de 14% à 13% des actifs pondérés (équivalant à un ratio CET1 de 11 %). Cette baisse, la première depuis 2015, intervient alors que les sept plus grandes banques ont réussi leurs derniers stress tests. Elle souhaiterait, par ailleurs, inciter les banques britanniques à réduire leurs sous-jacents de fonds propres (capitaux en excès des exigences réglementaires) afin d'accroître leur soutien à l'économie.

JAPON

Confiance des ménages et taux obligataires en hausse. Selon le *Cabinet Office*, la confiance des ménages atteint, en novembre, un plus haut en 2025 (37,5, +1,7 point), une amélioration généralisée à l'intégralité des quatre sous-composantes. À la suite de l'annonce d'une prochaine hausse de taux de la BoJ, le taux à 10 ans a gagné 14 pb sur la semaine, ce qui le porte à 1,94% pour une hausse totale de 85 pb depuis le début de l'année.

ÉCONOMIES ÉMERGENTES

AFRIQUE/MOYEN-ORIENT

Afrique subsaharienne : Vers une croissance robuste au T3. En glissement annuel (g.a.), la croissance au T3 a accéléré en Afrique du Sud (+2%) et en Angola (+1,8%). Elle a été résiliente au Nigéria (+4%). En Afrique du Sud, l'investissement est reparti à la hausse après deux trimestres de contraction mais demeure inférieur à son niveau du T4 2024. L'activité du secteur pétrolier a fortement ralenti à 5,8% en g.a. (contre 20,4% au T2) au Nigéria et s'est contractée en Angola pour le 4e trimestre consécutif (-7,8% au T3).

Arabie Saoudite : Budget 2026, entre ambition et prudence. Après avoir dérapé à plus de 5% du PIB cette année, le déficit budgétaire est prévu à 3,3% en 2026. Si les recettes sont attendues en hausse de 5% grâce à la bonne dynamique de l'économie, l'essentiel de la consolidation résultera d'une rationalisation des dépenses (-1,7%), en particulier de l'investissement public (-5,8%). Ce poste reste néanmoins conséquent (USD 43 mds), malgré un contexte pétrolier défavorable.

AMÉRIQUE LATINE

Amérique latine : Les indices PMI publiés début décembre signalent une dégradation des conditions dans le secteur manufacturier au Chili, en Colombie et, surtout, au Mexique (de 49,5 à 47,3). Sauf en Colombie, les PMI restent en zone de contraction.

Brésil : Poursuite du ralentissement de la croissance. La croissance du PIB réel a continué de ralentir au T3 (à +1,8% en g.a. et +0,1% t/t). Le dynamisme des exportations (+3,3% t/t après +1% t/t au T2) et le rebond de l'investissement privé (+0,9% t/t après -1,5% t/t au T2) n'ont pas compensé le freinage marqué de la consommation des ménages (+0,1% t/t après +0,6% t/t). Le marché de l'emploi montre des signes de ralentissement, le revenu des ménages (en termes réels) ne progresse plus et les taux d'intérêt élevés pèsent sur la demande interne. Le PMI manufacturier de novembre ne s'est que légèrement amélioré (de 48,2 à 48,8). La Banque centrale pourrait entamer son cycle d'assouplissement au T1 2026.

ASIE

Chine : Les exportations de marchandises ont rebondi en novembre après leur recul en octobre. Elles retrouvent leur rythme de croissance moyen des neuf premiers mois de 2025 (soit +5,9% en g.a. en USD courants en novembre, après -1,1% en octobre). Les importations ont augmenté de +1,9% en g.a. et l'excédent commercial mensuel a de nouveau dépassé USD110 mds. La contraction des exportations vers les États-Unis s'est poursuivie (-28,6% en g.a.), la réduction des droits de douane américains sur les biens chinois depuis fin octobre n'ayant pas eu d'effet immédiat sur les échanges bilatéraux. Les exportations de la Chine vers le Japon (+4,3% en g.a.), l'Amérique latine (+14,9%) et l'Union européenne (+14,8%) ont rebondi après la dégradation du mois d'octobre. La croissance des exportations vers l'ASEAN est restée solide (+8,2% dont Vietnam : +25,8%) ; elle ralentit toutefois progressivement depuis septembre.

Inde : La roupie a atteint un point bas face au dollar. Elle a dépassé le seuil symbolique de INR 90 pour 1 USD et a enregistré la plus mauvaise performance parmi les devises asiatiques depuis début 2025 (-5,2%), malgré des interventions massives de la Banque centrale. Sous tension depuis plusieurs mois en raison des droits de douane américains, les pressions baissières se sont aggravées avec la visite du président Poutine en Inde, qui pourrait compliquer les négociations commerciales en cours avec les États-Unis. La nouvelle baisse des taux directeurs (-25 pb en décembre, portant l'assouplissement à 125 pb depuis le début de l'année, soit l'une des baisses les plus importantes avec celle de l'Indonésie), favorisée par la décélération de l'inflation (+0,3% en g.a. en octobre), devrait atténuer les pressions baissières sur la roupie.

EUROPE ÉMERGENTE

Europe centrale : Amélioration de la croissance du PIB à 2,6% en g.a. au T3, après 2,3% en g.a. au T2. La publication des comptes nationaux pour le 3e trimestre montre que la consommation a été le principal contributeur à la croissance, sauf en Roumanie. L'investissement s'est amélioré dans l'ensemble des pays sauf en Hongrie. La Pologne et la Roumanie se démarquent avec un vif rebond de l'investissement. En Pologne, la Banque centrale a baissé son taux directeur de 25 pb à 4,00% conformément aux attentes.

Turquie : Ralentissement de l'inflation. En novembre, l'indice d'ensemble des prix à la consommation a progressé de 0,9% sur un mois et l'indice sous-jacent de 1,2%, contre respectivement 2,6% et 2,4% en octobre. Sur un an, le taux d'inflation s'établit à 31,1% pour l'indice d'ensemble et de 31,6% pour l'indice sous-jacent. L'inflation s'est alignée sur le rythme de dépréciation du change. Ces évolutions pourraient inciter les autorités monétaires à poursuivre l'assouplissement malgré la vigueur de la consommation des ménages.

MATIÈRES PREMIÈRES

Terres rares : La Chine assouplit son régime de licences d'exportation. L'octroi de « licences générales » valables un an (au lieu de licences nécessaires à chaque livraison) devrait permettre une accélération des exportations chinoises de terres rares et des aimants associés, notamment à destination du secteur automobile.

Cuivre : Les cours sont en forte hausse sur l'ensemble des marchés (record historique à Londres) sur fond d'accélération des exportations vers les États-Unis (en anticipation de nouveaux droits de douane), de ruptures de production de certaines mines et d'annonce d'une réduction en 2026 de la production des raffineurs chinois en situation de surcapacité.



REVUE DES MARCHÉS

7

Marchés obligataires

	en %	en pb				
	05-déc.-25	1 semaine	1 mois	Cumul annuel	1 an	
Bund 2a	2.07	+6.6	+10.7	+0.5	+3.0	
Bund 5a	2.35	+10.3	+12.8	+23.6	+38.8	
Bund 10a	2.77	+11.1	+13.2	+40.1	+66.0	
OAT 10a	3.47	+11.9	+7.9	+34.5	+65.2	
BTP 10a	3.47	+6.4	+6.1	+5.1	+38.2	
BONO 10a	3.21	+9.9	+8.4	+19.2	+48.6	
Treasuries 2a	3.59	+6.4	-6.2	-66.0	-59.5	
Treasuries 5a	3.71	+11.2	-5.3	-67.3	-38.2	
Treasuries 10a	4.12	+11.8	-3.6	-45.5	-6.2	
Gilt 2a	3.78	+3.2	-3.4	-37.0	-32.2	
Treasuries 5a	3.84	+4.9	+2.1	-50.4	-30.6	
Gilt 10a	4.55	4.0	+1.2	-2.5	+26.6	

Taux de change - Matières premières

	en niveau	variation, %				
	05-déc.-25	1 semaine	1 mois	Cumul annuel	1 an	
EUR/USD	1.16	+0.4	+1.5	+12.5	+10.2	
GBP/USD	1.33	+0.7	+2.3	+6.5	+4.6	
USD/JPY	155.27	-0.5	+0.6	-1.2	+3.3	
DXY	111.99	+7.9	+11.5	+10.5	+6.1	
EUR/GBP	0.87	-0.3	-0.8	+5.6	+5.3	
EUR/CHF	0.94	+0.5	+0.6	-0.2	+0.7	
EUR/JPY	180.86	-0.1	+2.1	+11.1	+13.9	
Pétrole (Brent, \$)	63.78	+0.9	+0.3	-14.7	-11.6	
Or (once, \$)	4205	+0.1	+5.7	+60.2	+59.2	

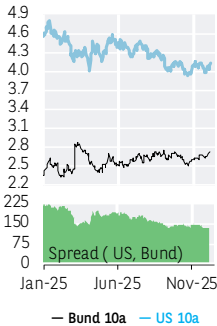
Indices actions

	en niveau	variation, %				
	05-déc.-25	1 semaine	1 mois	Cumul annuel	1 an	
Monde						
MSCI Monde (\$)	4419	+0.5	+1.4	+19.2	+14.8	
Amérique du Nord						
S&P500	6870	+0.3	+1.1	+16.8	+13.1	
Dow Jones	47955	+0.5	+1.4	+12.7	+7.1	
Nasdaq composite	23578	+0.9	+0.3	+22.1	+19.7	
Europe						
CAC 40	8115	-0.1	+0.5	+9.9	+10.7	
DAX 30	24028	+0.8	-0.1	+20.7	+18.0	
EuroStoxx50	5724	+1.0	+1.0	+16.9	+15.6	
FTSE100	9667	-0.6	-1.1	+18.3	+15.8	
Asie						
MSCI, loc.	1673	-0.0	+1.2	+16.8	+16.9	
Nikkei	50492	+0.5	+0.6	+26.6	+28.2	
Emergents						
MSCI Emergents (\$)	1385	+1.4	+0.2	+28.7	+25.7	
Chine	85	+1.1	-1.0	+31.3	+33.6	
Inde	1052	-0.7	+0.1	+2.3	-2.5	
Brésil	1672	-2.0	+2.6	+42.1	+26.8	

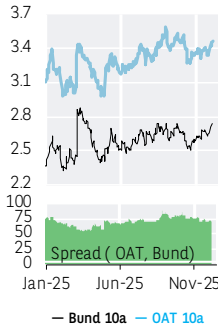
Performance par secteur

Eurostoxx600		S&P500	
Année 2025 au 5-12, €		Année 2025 au 5-12, \$	
+55.8%	Banques	+47.4%	Semiconducteurs
+25.6%	Sces collectivités	+38.0%	Médias
+21.6%	Pétrole & gaz	+26.3%	Banque
+20.0%	Construction	+23.1%	Biens d'équipement
+19.9%	Matières premières	+17.2%	Pharmaceutiques
+18.9%	Industrie	+16.8%	S&P500
+17.8%	Assurances	+16.2%	Matériel et équipement technologiques
+14.0%	Eurostoxx600	+15.2%	Automobiles
+9.1%	Télécoms	+13.6%	Sces collectivités
+8.3%	Distribution	+10.5%	Distribution
+4.7%	Technologie	+10.3%	Foncières
+4.5%	Agroalimentaire	+6.3%	Énergie
+3.3%	Santé	+4.7%	Matériaux
+2.8%	Sces financiers	+4.6%	Biens de consommation
-1.0%	Foncières	+4.5%	Télécoms
-1.1%	Bs. de conso.	+3.4%	Alimentation, boissons et tabac
-1.3%	Voyages & loisirs	+2.9%	Santé
-6.9%	Chimie	+1.6%	Services aux consommateurs
-16.2%	Médias	-1.3%	Assurances
		-5.7%	Services commerciaux et pro.

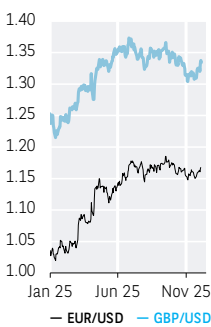
Bund 10a et US Treas. 10a



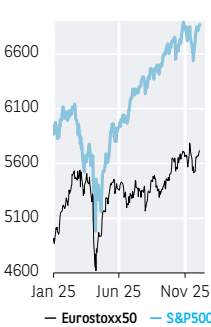
Bund 10a et OAT 10a



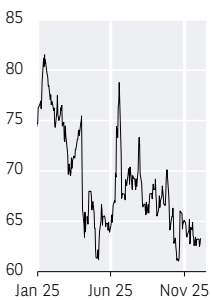
EUR/USD et GBP/USD



EUROSTOXX 50 et S&P500



Pétrole (Brent, \$)



Or (once, \$)



MSCI monde (\$)



MSCI Emergents (\$)



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

DERNIÈRES PUBLICATIONS DES ÉTUDES ÉCONOMIQUES

8

Économies Émergentes — Croissance solide, marges de manœuvre contraintes	Podcast En Eco dans le texte	4 décembre 2025
France : La solvabilité immobilière des ménages s'améliore dans les zones les plus tendues	Graphique de la Semaine	4 décembre 2025
Consommation des ménages : Vers un rebond en zone euro et une modération aux États-Unis ?	EcoInsight	3 décembre 2025
La boucle est bouclée	EcoWeek	1 ^{er} décembre 2025
Zoom sur les signes de bonne santé de l'économie française	EcoTV	27 novembre 2025
Inde : les créations d'emplois sont concentrées dans les secteurs à faible productivité et pèsent sur la croissance	Graphique de la Semaine	26 novembre 2025
Économies émergentes : La croissance résistera-t-elle aussi bien en 2026 ?	EcoWeek	24 novembre 2025
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



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.mateosylago@bnpparibas.com
Hélène Baudchon Cheffe économiste adjointe, Resp. de la recherche macroéconomique	+33 1 58 16 03 63	helene.baudchon@bnpparibas.com
Stéphane Alby Maghreb, Moyen-Orient	+33 1 42 98 02 04	stephane.alby@bnpparibas.com
Lucie Barette Europe, Europe du Sud	+33 1 87 74 02 08	lucie.barette@bnpparibas.com
Anis Bensaidani États-Unis, Japon	+33 1 87 74 01 51	anis.bensaidani@bnpparibas.com
Céline Choulet Économie bancaire	+33 1 43 16 95 54	celine.choulet@bnpparibas.com
Stéphane Colliac Responsable de l'équipe Économies avancées – France	+33 1 42 98 26 77	stephane.colliac@bnpparibas.com
Guillaume Derrien Europe, Zone euro, Royaume-Uni – Commerce international	+33 1 55 77 71 89	guillaume.a.derrien@bnpparibas.com
Pascal Devaux Moyen-Orient, Balkans occidentaux – Énergie	+33 1 43 16 95 51	pascal.devaux@bnpparibas.com
Hélène Drouot Amérique latine	+33 1 42 98 33 00	helene.drouot@bnpparibas.com
François Faure Responsable du Risque pays – 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 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 de 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](#)



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 : Shutterstock 2494196731

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