

“ LA CROISSANCE DU PIB EST LOCALE MAIS LES RENDEMENTS OBLIGATAIRES SONT EN GRANDE PARTIE DÉTERMINÉS AU NIVEAU MONDIAL : EN QUOI EST-CE IMPORTANT ? ”

ÉTUDES **E**CONOMIQUES



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

RÉSUMÉ ET SOMMAIRE

2

LA CROISSANCE DU PIB EST LOCALE MAIS LES RENDEMENTS OBLIGATAIRES SONT EN GRANDE PARTIE DÉTERMINÉS AU NIVEAU MONDIAL : EN QUOI EST-CE IMPORTANT ?

William De Vijlder

Depuis une quarantaine d'années, les rendements des obligations d'État des économies avancées sont fortement corrélés. Très souvent, les variations de ceux des bons du Trésor américain vont de pair avec des variations significatives des taux longs dans les autres pays, à l'exception du Japon. Cette synchronisation mondiale des rendements obligataires est plus marquée que pour la croissance réelle ou l'inflation.

Cela a son importance à bien des égards :

- Premièrement, des rendements réels plus élevés peuvent refléter une amélioration des perspectives de croissance; mais ils pourraient aussi être dus à des facteurs étrangers et freiner la croissance.
- Deuxièmement, ces rendements jouent un rôle dans le calibrage de la politique monétaire.
- Troisièmement, ils influencent l'écart entre les coûts d'emprunt et la croissance des revenus qui serviront à rembourser la dette.
- Quatrièmement, les gouvernements doivent avoir conscience qu'un manque de discipline budgétaire peut engendrer des externalités négatives, en augmentant les rendements obligataires à l'étranger. C'est particulièrement important pour les États-Unis, compte tenu de leur rôle central dans le système financier mondial, mais aussi pour la gouvernance budgétaire de l'Union européenne.

Enfin, compte tenu des besoins de financement énormes destinés à la transition énergétique, l'IA, les biens publics, etc., dont l'impact sur les taux longs mondiaux reste à voir, chaque émetteur de dette devrait envisager la possibilité d'être confronté à des taux d'intérêt plus élevés, notamment en soumettant son bilan à des tests de résilience. En témoigne le sursaut des rendements obligataires de la zone euro à la suite de l'annonce, par l'Allemagne, de la création d'un vaste fonds d'investissements infrastructurels, d'une hausse des dépenses en matière de défense et de son intention d'assouplir le frein à l'endettement.

3

FORTE CORRÉLATION DES RENDEMENTS DES OBLIGATIONS D'ÉTAT DES ÉCONOMIES AVANCÉES

3

LA CORRÉLATION BILATÉRALE DES RENDEMENTS DES OBLIGATIONS D'ÉTAT DÉPASSE CELLE DE LA CROISSANCE RÉELLE OU DE L'INFLATION

4

QUAND IL PLEUT AUX ÉTATS-UNIS...

5

POURQUOI EST-CE IMPORTANT ?

6

ENCADRÉ : L'ALLEMAGNE PROJETTE D'AUGMENTER MASSIVEMENT SES DÉPENSES POUR LES INFRASTRUCTURES ET LA DÉFENSE : LES RENDEMENTS OBLIGATAIRES AUGMENTENT EN FLÈCHE



LA CROISSANCE DU PIB EST LOCALE MAIS LES RENDEMENTS OBLIGATAIRES SONT EN GRANDE PARTIE DÉTERMINÉS AU NIVEAU MONDIAL : EN QUOI EST-CE IMPORTANT ?

3

Les rendements des obligations d'État des économies avancées sont fortement corrélés, bien plus qu'avec la croissance du PIB réel. Les gouvernements doivent avoir conscience qu'un manque de discipline budgétaire peut engendrer des externalités négatives, en augmentant les rendements obligataires à l'étranger. Compte tenu des besoins de financement énormes dans les secteurs public et privé, chaque émetteur de dette devrait envisager la possibilité d'être confronté à des taux d'intérêt plus élevés et devrait soumettre son bilan à des tests de résilience.

Forte corrélation des rendements des obligations d'État des économies avancées

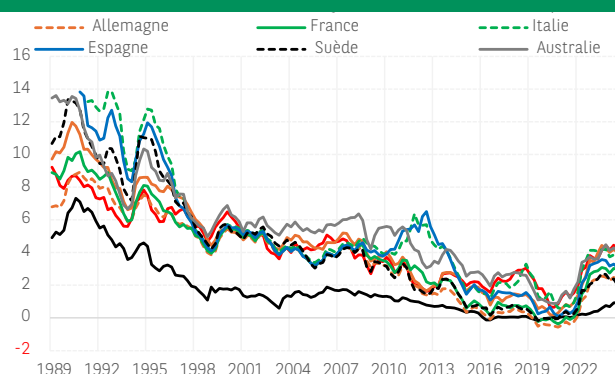
Depuis une quarantaine d'années, les rendements des obligations d'État des économies avancées sont fortement corrélés, sauf pour le Japon dans une certaine mesure (*graphique 1*). Ce sujet a fait l'objet d'analyses poussées dans la littérature académique, qui avance plusieurs explications : l'adoption généralisée du ciblage de l'inflation par les banques centrales, les succès remportés dans la réduction de l'inflation et l'ancrage des attentes en la matière, la baisse des taux d'intérêt réels et celle du taux neutre, la mondialisation des investissements financiers dans un monde de libre circulation des capitaux, le rôle des chocs communs, etc.. En d'autres termes, les rendements des obligations souveraines des économies avancées sont fortement corrélés en raison de la similitude des objectifs de politique monétaire, de l'alignement des fondamentaux macroéconomiques et de l'intégration du système financier¹.

La corrélation bilatérale des rendements des obligations d'État dépasse celle de la croissance réelle ou de l'inflation

Les rendements obligataires nominaux sont influencés par une multitude de facteurs. La croissance économique et la dynamique des prix jouent un rôle central, directement ou indirectement. Par conséquent, la synchronisation des rendements obligataires soulève une question : existe-t-il de telles corrélations au niveau de la croissance réelle du PIB et de l'inflation ? Le *graphique 2* illustre la corrélation bilatérale moyenne de ces variables entre dix économies avancées. La plupart du temps, le degré de corrélation des rendements obligataires dépasse largement celui de la croissance réelle du PIB. Jusqu'à récemment, cette corrélation des rendements obligataires était aussi plus marquée que celle des taux d'inflation. Par ailleurs, la corrélation était structurellement faible avant la crise financière mondiale de 2008-2009 (« grande crise financière »), mais elle a augmenté par la suite - avec des fluctuations significatives. Le fait que 3 des 10 pays étudiés sont membres de la zone euro peut fausser les mesures de la corrélation des rendements obligataires à la hausse en période de « calme », lorsque les *spreads* sont stables ou se resserrent, et à la baisse en période de stress, lorsque les *spreads* s'élargissent considérablement (comme cela a été le cas pendant la crise de la dette souveraine de la zone euro).

¹ « La théorie économique suggère au moins deux raisons pour lesquelles les facteurs intégrés aux courbes de rendement des obligations d'État peuvent être corrélés entre les pays. Premièrement, il y aura une telle corrélation si les fondamentaux macroéconomiques sous-jacents à ces facteurs (par exemple : la croissance de la productivité, les déséquilibres entre l'épargne et l'investissement et les prévisions d'inflation à plus long terme) sont communs entre les pays. Deuxièmement [...], cette corrélation sera présente si les pays sont étroitement intégrés au niveau financier, même si les fondamentaux en soi varient d'un pays à l'autre. » Source : « Sovereign Markets, Global Factors », remarques de Richard H. Clarida, vice-président du Conseil des gouverneurs de la Réserve fédérale, lors de la 25^e Conférence annuelle sur les marchés financiers, « Fostering a Resilient Economy and Financial System: The Role of Central Banks », financée par le Center for Financial Innovation and Stability, Réserve fédérale d'Atlanta, le 17 mai 2021.

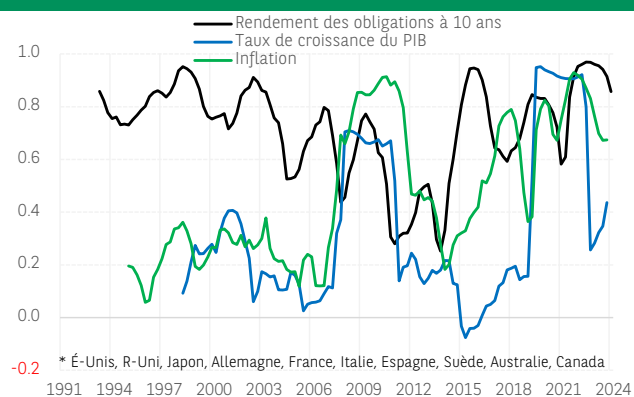
RENDEMENT DES OBLIGATIONS D'ÉTAT À 10 ANS



GRAPHIQUE 1

SOURCES : LSEG, BNP PARIBAS

CORRÉLATION BILATÉRALE MOYENNE* (FENÊTRE GLISSANTE DE 12 TRIMESTRES)



GRAPHIQUE 2

SOURCES : LSEG, BNP PARIBAS

C'est pourquoi le *graphique 3* indique les corrélations moyennes pour un plus petit échantillon de pays, l'Allemagne étant le seul représentant la zone euro. L'on peut constater un impact notable sur la corrélation moyenne des rendements obligataires, qui apparaît maintenant plus élevée pendant la crise de la dette de la zone euro.



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

Quand il pleut aux États-Unis...

Compte tenu du rôle central joué par les États-Unis dans le système financier mondial, la corrélation entre un pays donné et ces derniers est particulièrement intéressante. Le *graphique 4* prend les obligations d'État allemandes pour référence des obligations souveraines de la zone euro, en raison de leur sécurité et de leur liquidité. La plupart du temps, la corrélation a été très élevée entre les rendements obligataires américains et allemands. Après la grande crise financière, les taux d'inflation des deux pays ont été davantage corrélés, comme le montrent les moyennes des périodes pré-crise et post-crise. Quant à la corrélation des taux de croissance, elle n'a pas vraiment changé. De plus, si nous comparons la corrélation moyenne des rendements obligataires avant et après la grande crise financière, nous constatons qu'elle a légèrement augmenté. Autrement dit, après la crise, la corrélation moyenne de l'inflation et celle des rendements obligataires étaient équivalentes.

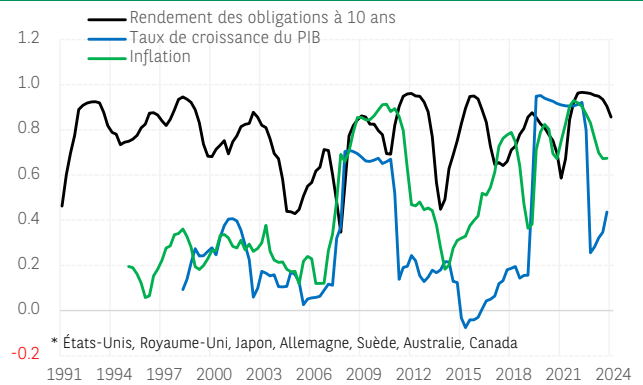
Le *graphique 5* reflète le degré de corrélation entre les taux de croissance et les taux d'inflation respectifs aux États-Unis et dans la zone euro. Une nouvelle fois, les rendements obligataires de la zone euro sont représentés par les Bunds allemands. En ce qui concerne la croissance du PIB, deux mesures de corrélation ont été calculées : la première est basée sur les données de croissance en base trimestrielle, l'autre sur les données de croissance trimestrielles en glissement annuel. Cette dernière mesure facilite la comparaison avec l'inflation, qui est également calculée en glissement annuel. L'objectif est d'évaluer si l'autocorrélation, propre à un chiffre de croissance en glissement annuel, affecte la corrélation entre les données américaines et celles de la zone euro. Comme le montre le graphique, la corrélation est en effet plus élevée – tout en restant nettement inférieure aux degrés de corrélation entre l'inflation et les rendements obligataires.

Passons maintenant aux marchés obligataires : le *graphique 6* montre l'évolution trimestrielle des rendements obligataires à l'étranger pour chaque variation de rendement des bons du Trésor à 10 ans au cours du même trimestre. Sauf pour le Japon, les variations de rendement des bons du Trésor américain vont de pair avec des variations significatives du rendement des obligations souveraines à l'étranger (bêta généralement supérieur à 0,5). Cela signifie que pour chaque hausse de 50 points de base des rendements américains au cours d'un trimestre donné, les rendements obligataires étrangers ont, eux aussi, augmenté d'au moins 25 points de base.

Pour l'Allemagne, le bêta fluctue principalement dans une fourchette comprise entre 0,6 et 0,8 (*graphique 7*). À l'évidence, l'évolution des rendements américains n'explique qu'en partie celle des rendements allemands – bien qu'il s'agisse d'une partie importante (régression R^2 sur l'ensemble de l'échantillon : 0,57). De plus, pour 81 % des observations, les rendements américains et allemands ont évolué dans le même sens (même signe). Le calcul du bêta permet de progresser dans l'analyse de la corrélation. Cela ne veut pas dire pour autant que la variation des rendements allemands est due à l'évolution des rendements américains. Des études sur la covariation des rendements des bons du Trésor et des Bunds montrent qu'en réaction à l'actualité, la causalité est bidirectionnelle : en effet, si les annonces du Comité de politique monétaire (FOMC) de la Fed ont un impact sur les rendements des bons du Trésor et sur ceux des Bunds, il en va de même pour les annonces de politique de la BCE, qui affectent à la fois les rendements des Bunds et ceux des bons du Trésor.²

² Source : Curcuro, Stephanie E., Michiel De Pooter et George Eckerd, « Measuring monetary policy spillovers between U.S. and German bond yields », International Finance Discussion Papers 1226, Conseil des gouverneurs de la Réserve fédérale, avril 2018.

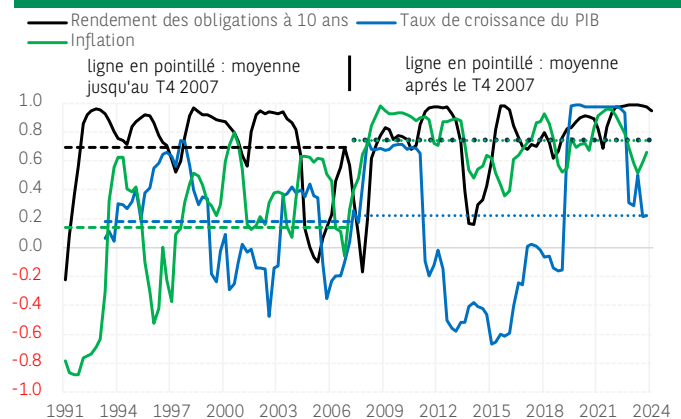
CORRÉLATION BILATÉRALE MOYENNE*



GRAPHIQUE 3

SOURCES : LSEG, BNP PARIBAS

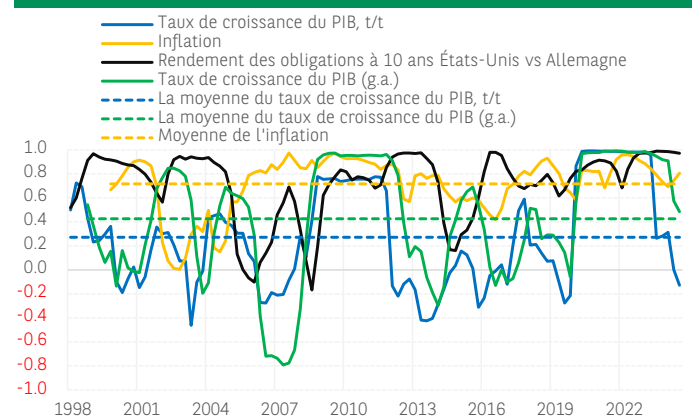
CORRÉLATION GLISSANTE SUR 12 TRIMESTRES ENTRE LES ÉTATS-UNIS ET L'ALLEMAGNE



GRAPHIQUE 4

SOURCES : LSEG, BNP PARIBAS

CORRÉLATION GLISSANTE SUR 12 TRIMESTRES ENTRE LES ÉTATS-UNIS ET LA ZONE EURO



GRAPHIQUE 5

SOURCES : LSEG, BNP PARIBAS



Un facteur important du parallélisme entre les rendements obligataires américains et allemands à long terme est la « *covariation élevée entre les primes, en particulier à l'extrémité longue de la courbe de rendement, tant en termes de niveaux que d'évolutions dans les deux séries* ».³ L'analyse du lien de causalité montre que « *seule partie de la dynamique commune peut être attribuée à l'effet moteur d'une région sur l'autre.* » Cela indique qu'il existe un facteur commun mondial qui influence la prime de terme dans les deux régions.

Pourquoi est-ce important ?

Puisqu'entre les États-Unis et la zone euro, la corrélation de la croissance réelle est bien inférieure à la corrélation des rendements de leurs obligations souveraines respectives, il est tentant de conclure que la croissance est « locale », tandis que les rendements obligataires relèvent d'un marché mondial. Bien entendu, la réalité est plus nuancée. Pour ce qui est de la croissance, les chocs à l'étranger ont des effets d'entraînement. Par ailleurs, dans les pays fortement axés sur l'exportation, les développements cycliques à l'étranger jouent un rôle important dans la croissance du PIB.⁴ Quant aux rendements obligataires locaux, ils dépendent aussi de facteurs nationaux, tels que la politique monétaire (taux directeurs, évolution du bilan de la banque centrale) et les besoins d'emprunt du secteur public. Ce dernier point a récemment été illustré par le sursaut des rendements obligataires de la zone euro, depuis que l'Allemagne projette de créer un vaste fonds d'investissements infrastructurels, d'augmenter ses dépenses en matière de défense et d'assouplir sa règle du frein à l'endettement (*voir encadré*). Néanmoins, des recherches menées par le FMI indiquent qu'en moyenne, le cycle conjoncturel mondial n'affecte la volatilité de la production d'un pays qu'à concurrence de 20 %⁵. Or, comme indiqué ci-dessus, le R² d'une régression qui explique l'évolution trimestrielle des rendements allemands à l'aune de l'évolution des rendements américains est de 0,57.

En quoi est-il important que la croissance résulte principalement de la demande intérieure, tandis que les rendements obligataires découlent dans une grande mesure de facteurs mondiaux ?

Premièrement, il convient d'en tenir compte pour interpréter les rendements obligataires et leurs fluctuations. En effet, une hausse des rendements réels pourrait refléter une amélioration des perspectives de croissance, mais elle pourrait également être due à des facteurs étrangers et finir par freiner la croissance.

Deuxièmement, cela a un impact sur le mécanisme de transmission monétaire, comme l'a démontré Richard Clarida lorsqu'il était vice-président du Conseil des gouverneurs de la Réserve fédérale : « *L'intégration internationale des marchés des obligations souveraines a des conséquences importantes [...] sur la manière dont les banques centrales calibrent le mécanisme de transmission de la politique et leurs orientations de politique vis-à-vis de l'économie réelle, par le biais des rendements des obligations à long terme pertinents pour l'épargne, l'investissement et la valorisation des actifs.* »⁶

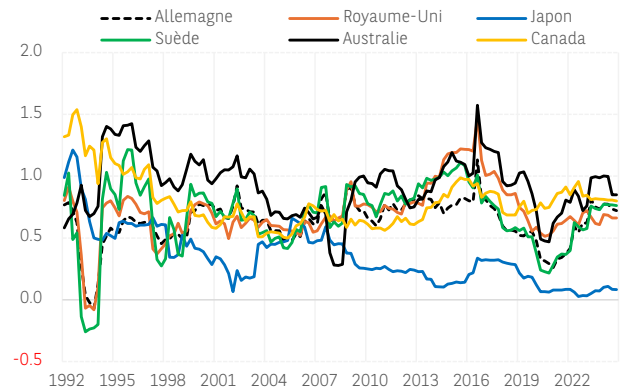
3 Source : Nikolay Iskrev, « Term premia dynamics in the US and Euro Area: who is leading whom? », Banco de Portugal, janvier 2018.

4 Entre 2000 et 2023, la croissance annuelle moyenne du PIB réel dans la zone euro a été de 1,3 %, dont 1,1 point de pourcentage dû à la demande intérieure et 0,2 ppt au solde de la balance commerciale (exportations : 1,5 ppt, importations : 1,3 ppt). Toutefois, ces chiffres sont biaisés, car les importations sont soustraites des exportations, or le contenu importé devrait être soustrait séparément de chaque composante de la demande finale. Pour une analyse de ce problème, voir Henk Kranendonk et Johan Verbruggen, « Decomposition of PIB growth in European countries - Different methods tell different stories », CPB Document No 158, janvier 2008.

5 Source : Eric Monnet et Damien Puy, « Has Globalization Really Increased Business Cycle Synchronization? », document de travail 16/54 du FMI, mars 2016. Les auteurs analysent 21 pays d'Amérique du Nord, d'Europe, d'Asie et d'Amérique latine, et n'ont trouvé aucune différence de covariation entre l'ère Bretton Woods (1950-1971) et la période de la mondialisation (1984-2006).

6 Source : Richard H. Clarida (2021).

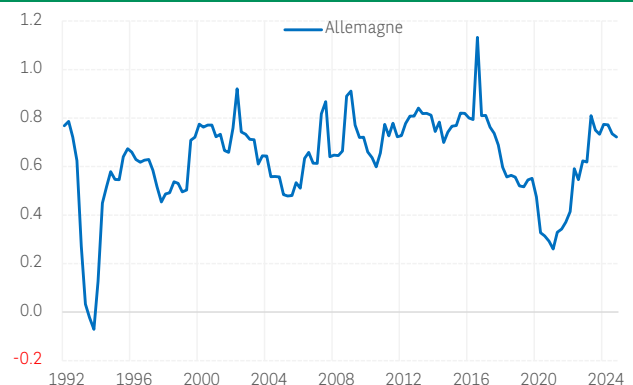
BÊTA GLISSANT DE LA VARIATION TRIMESTRIELLE DU RENDEMENT DES OBLIGATIONS D'ÉTAT SUR UNE FENÊTRE DE 12 TRIMESTRES



GRAPHIQUE 6

SOURCES : LSEG, BNP PARIBAS

BÊTA GLISSANT DE LA VARIATION TRIMESTRIELLE DU RENDEMENT DES OBLIGATIONS D'ÉTAT SUR UNE FENÊTRE DE 12 TRIMESTRES



GRAPHIQUE 7

SOURCES : LSEG, BNP PARIBAS

Troisièmement, cela a une influence sur l'écart entre les coûts d'emprunt et la croissance des revenus qui serviront à rembourser la dette. En finances publiques, cet écart est appelé « *r-g* », à savoir le coût moyen de l'encours de la dette publique (taux d'intérêt) et le taux de croissance à long terme attendu du PIB nominal (lequel est important pour l'évolution des revenus fiscaux). Une approche similaire peut être appliquée aux ménages et aux entreprises, en mettant en rapport les coûts d'emprunt et la croissance des revenus ou des flux de trésorerie. Les gouvernements doivent avoir conscience qu'un manque de discipline budgétaire peut engendrer des externalités négatives, en augmentant les rendements obligataires à l'étranger.



C'est particulièrement important pour les États-Unis, compte tenu de leur rôle central dans le système financier mondial et des projections, pour le moins préoccupantes, de l'évolution de la dette publique américaine.⁷ Cela souligne également la nécessité d'une rigueur budgétaire au niveau européen. Enfin, c'est important au regard des énormes besoins de financement destinés à la transition énergétique et la révolution technologique (IA), ainsi que la hausse des dépenses publiques (éducation, soins de santé, défense, etc.), dont l'impact sur le niveau mondial des taux longs reste à confirmer. Dans ce contexte, chaque émetteur de dette devrait envisager la possibilité d'être confronté à des taux d'intérêt plus élevés, notamment en soumettant son bilan à des tests de résilience.

William De Vijlder

Conseiller économique auprès de la Direction générale

Achevé de rédiger le 7 mars 2025

⁷ Le Bureau du budget du Congrès américain prévoit que d'ici 2035, la dette fédérale atteindra 118 % du PIB, contre 97,8 % en 2024. D'ici 2055, il projette un ratio d'endettement de 154 %. Source : CBO, Projections budgétaires, janvier 2025.

L'ALLEMAGNE PROJETTE D'AUGMENTER MASSIVEMENT SES DÉPENSES POUR LES INFRASTRUCTURES ET LA DÉFENSE : LES RENDEMENTS OBLIGATAIRES AUGMENTENT EN FLÈCHE

Le mardi 4 mars 2025, la Bundesbank a présenté une proposition de réforme du frein à l'endettement du gouvernement central. Elle doit permettre de financer les investissements urgents et nécessaires pour renforcer les infrastructures et la défense du pays¹. À cette annonce, le marché obligataire a à peine frémi (voir graphique). Après tout, cela dépendra de ce que décidera le prochain gouvernement. Le même jour, lors d'une conférence de presse à Berlin en présence des dirigeants de la CSU et du SPD, Friedrich Merz (CDU), le probable prochain chancelier allemand, a annoncé que les trois partis, qui négocient actuellement pour former un nouveau gouvernement, avaient convenu que les dépenses militaires qui dépasseraient 1% du PIB seraient exemptées du frein à l'endettement. Compte tenu de l'augmentation des menaces, le principe du « whatever it takes » s'appliquerait à la défense. En outre, un fonds de 500 milliards d'euros serait mobilisable pour investir dans les infrastructures.² Enfin, la coalition proposerait aussi un plan de réforme du frein à l'endettement.

À l'ouverture des marchés le lendemain matin, la perspective d'une augmentation significative des emprunts d'État en Allemagne a déclenché une hausse importante des rendements des Bunds. D'autres marchés obligataires de la zone euro ont suivi la même dynamique. À la clôture des bourses le mercredi 5 mars, le rendement du Bund à 10 ans avait augmenté de 30 pb, la plus forte hausse depuis la chute du mur de Berlin.³

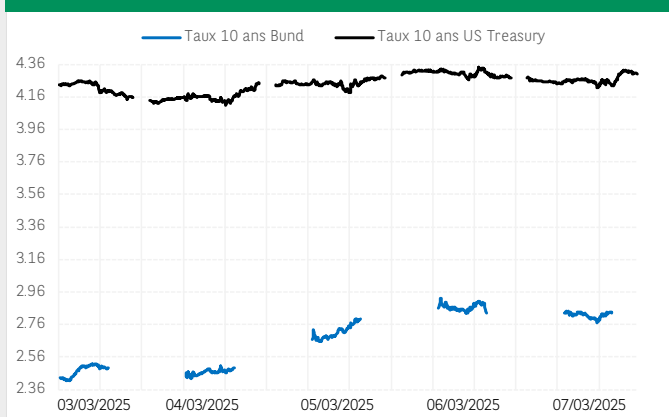
Il est intéressant de noter que, par contraste avec l'agitation sur les marchés obligataires de la zone euro, l'évolution des rendements des bons du Trésor américain est restée modérée. Sans surprise, l'euro s'est fortement apprécié vis-à-vis du dollar. L'actualité allemande pourrait être vue comme l'exemple-type d'un choc « local » plutôt que mondial. Selon une autre interprétation, une augmentation des dépenses militaires en Europe permettrait aux États-Unis de réduire sa contribution, ce qui aurait un effet positif sur les finances publiques outre-Atlantique. Enfin, les attentes divergentes concernant les perspectives de croissance (notamment l'amélioration en Europe grâce à la perspective d'une augmentation des dépenses publiques et l'affaiblissement aux États-Unis en raison de l'incertitude élevée qui affecte les ménages et les entreprises) jouent également un rôle important.

¹ Source : « [Bundesbank proposes debt brake reform for sound public finances and increased investment](#) » | Deutsche Bundesbank, 4 mars 2025.

² Source : « [Union und SPD einigen sich auf Milliardenkredite für Verteidigung und Infrastruktur](#) », Der Spiegel, 4 mars 2025, « [Germany's Friedrich Merz strikes 'game-changing' deal to boost defence spending](#) », FT, 4 mars 2025.

³ Source : « [German Bonds Slump Again as Debt Selloff Spreads Around World](#) », Bloomberg, 6 mars 2025.

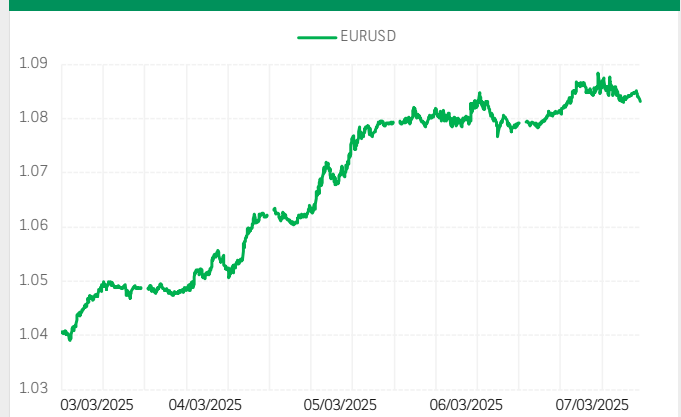
MARCHÉ DES OBLIGATIONS



GRAPHIQUE 8

SOURCES : BLOOMBERG, BNP PARIBAS

EURO CONTRE DOLLAR



GRAPHIQUE 9

SOURCES : BLOOMBERG, BNP PARIBAS



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 Économie avancées – France	+33 1 42 98 26 77	stephane.colliac@bnpparibas.com
Guillaume Derrien Europe, Zone euro, Royaume-Uni – Commerce international	+33 1 55 77 71 89	guillaume.a.derrien@bnpparibas.com
Pascal Devaux Moyen-Orient, Balkans occidentaux – Énergie	+33 1 43 16 95 51	pascal.devaux@bnpparibas.com
Hélène Drouot Amérique latine	+33 1 42 98 33 00	helene.drouot@bnpparibas.com
François Faure Responsable du Risque pays – Türkiye	+33 1 42 98 79 82	francois.faure@bnpparibas.com
Salim Hammad Responsable de l'équipe Data 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, Russie, Kazakhstan	+33 1 53 31 59 32	cynthia.kalasopatanantoine@bnpparibas.com
Johanna Melka Asie	+33 1 58 16 05 84	johanna.melka@bnpparibas.com
Marianne Mueller Europe, Allemagne, Pays-Bas	+33 1 40 14 48 11	marianne.mueller@bnpparibas.com
Christine Peltier Responsable de l'équipe Économie émergentes – Asie	+33 1 42 98 56 27	christine.peltier@bnpparibas.com
Lucas Plé Afrique subsaharienne, Colombie, Amérique centrale	+33 1 40 14 50 18	lucas.ple@bnpparibas.com
Jean-Luc Proutat Responsable des Projections économiques	+33 1 58 16 73 32	jean-luc.proutat@bnpparibas.com
Laurent Quignon Responsable de l'équipe Économie bancaire	+33 1 42 98 56 54	laurent.quignon@bnpparibas.com
Tarik Rharrab Data scientist	+33 1 43 16 95 56	tarik.rharrab@bnpparibas.com
Mickaëlle Fils Marie-Luce Contact media	+33 1 42 98 48 59	mickaëlle.filsmarie-luce@bnpparibas.com



RECHERCHE ÉCONOMIQUE GROUPE

ECOINSIGHT

Analyse approfondie de sujets structurels ou d'actualité

ECOPERSPECTIVES

Analyses et prévisions des principales économies, développées et émergentes

ECOFFLASH

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

ECOWEEK

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

ECOPULSE

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

ECOCHARTS

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

ECOTV

Quel est l'évènement du mois ?
La réponse dans vos quatre minutes d'économie

EN ÉCO DANS LE TEXTE

Le podcast de l'actualité économique

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



POUR RECEVOIR NOS PUBLICATIONS

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

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

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

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

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

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

© BNP Paribas (2025). Tous droits réservés.

Pour vous abonner à nos publications :

ÉTUDES **ECONOMIQUES**



Bulletin publié par les Etudes Economiques – 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 :



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change