ECOWEEK

numéro 25.19
12 mai 2025

> CES DERNIÈRES ANNÉES, LES ÉCONOMIES D'EUROPE CENTRALE ONT DÉJOUÉ LES PRONOSTICS PESSIMISTES. CES PAYS DEVRAIENT FAIRE PREUVE DE RÉSILIENCE ENCORE CETTE ANNÉE ET RÉSISTER AU CHOC TARIFAIRE, MÊME SI LES RISQUES SONT ORIENTÉS À LA BAISSE. 2025 POURRAIT CONSTITUER UN TOURNANT AVEC, POUR LA RÉGION, L'OPPORTUNITÉ DE DÉVELOPPER LE NEARSHORING ET DE MONTER EN GAMME.

ÉTUDES ECONOMIQUES

BNP PARIBAS

La banque d'un monde qui change

SOMMAIRE

3
ÉDITORIAL
Les économies d'Europe centrale résistent au choc tarifaire

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

ÉDITORIAL

LES ÉCONOMIES D'EUROPE CENTRALE RÉSISTENT AU CHOC TARIFAIRE

Ces dernières années, les économies d'Europe centrale ont déjoué les pronostics pessimistes sur leur capacité à résister aux chocs. Ainsi, en 2020, le PIB de la région s'est moins contracté que celui des pays avancés de l'Union européenne. En 2022, au début de la guerre en Ukraine, la région était considérée comme la plus exposée d'Europe, en raison de sa forte dépendance énergétique à l'égard de la Russie. Mais la récession attendue n'a pas eu lieu grâce à de généreuses mesures de relance budgétaire. L'Europe centrale est maintenant confrontée au choc que constitue la hausse des tarifs douaniers américains. La situation sera-t-elle différente cette fois-ci compte tenu de l'importante exposition indirecte de la région (*via* l'Allemagne) aux droits de douane américains ? De plus, la plupart des pays de la région font l'objet d'une procédure pour déficit excessif et disposent d'une capacité limitée à augmenter leurs dépenses. Les économies d'Europe centrale devraient faire preuve de résilience cette année. 2025 pourrait même constituer un tournant avec, pour la région, l'opportunité de développer le *nearshoring* et de monter en gamme dans les chaines de valeurs. En outre, ces pays devraient bénéficier, à moyen terme, du vaste plan allemand d'investissement.

LES DROITS DE DOUANE SOUS TRUMP 2.0

Les économies d'Europe centrale (EC)[1] affichent un déficit commercial bilatéral faible vis-à-vis des États-Unis. Elles n'ont pas été épargnées, pour autant, par les hausses de tarifs douaniers annoncées le 2 avril dernier (« jour de la libération ») par Donald Trump. Depuis, les annonces fluctuent. Globalement, un taux de droit de douane supplémentaire de 10% s'ajoute aux droits existants pour les exportations à destination des États-Unis[2]. Le secteur automobile, quant à lui, est soumis à des tarifs douaniers de 25% ; le même taux tarifaire est imposé aux pièces automobiles depuis le 3 mai. Récemment, des exemptions sur l'acier et l'aluminium ont été accordées aux constructeurs automobiles, ainsi que des baisses de tarifs douaniers sur les pièces détachées pour une période de trois ans. Enfin, le taux tarifaire réciproque initial de 20%, annoncé le 2 avril, a été suspendu pendant 90 jours, mais Donald Trump pourrait de revenir sur cette décision à court terme.

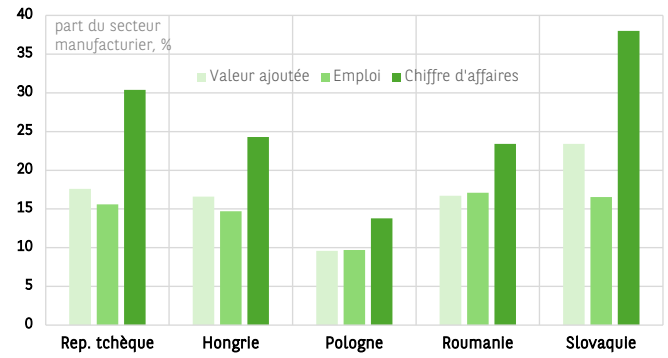
DE MEILLEURES PERSPECTIVES DE CROISSANCE EN 2025 MALGRÉ LES VENTS CONTRAIRES TARIFAIRES

Dans les dernières prévisions de printemps du FMI, les projections de croissance du PIB des économies d'Europe centrale en 2025 ont été revues nettement à la baisse, comme pour beaucoup d'autres pays. Les révisions pour la Hongrie et de la Roumanie (-1,5pp pour la Hongrie en 2025 et -1,7pp pour la Roumanie par rapport aux prévisions WEO 2024 d'octobre), notamment, sont dues aux vents contraires tarifaires et aux effets d'entraînement d'une croissance plus faible du PIB en 2024. Toutefois, l'Europe centrale sort du lot. En effet, de meilleures perspectives de croissance sont attendues pour la région en 2025 par rapport à 2024, ce qui contraste fortement avec les autres pays émergents et les économies avancées.

L'amélioration des perspectives de croissance en 2025 peut surprendre à première vue. En effet, les pays d'Europe centrale sont des économies très ouvertes, et donc particulièrement exposées aux chocs commerciaux mondiaux. La Slovaquie, la République tchèque et la Hongrie sont ceux dont la part des exportations dans le PIB était la plus élevée en 2024 (82,2 %, 76,2 %, 52% respectivement), suivies de la Pologne et la Roumanie (33,4 % et 21,5 %). En outre, le poids important du secteur automobile dans l'économie ajoute aux défis de la région (*graphique 1*). Sur le plan politique, la marge de manœuvre des autorités est désormais plus réduite qu'en 2020 et 2022. Tous ces pays, à l'exception de la République tchèque, font l'objet d'une procédure de déficit excessif de l'Union européenne depuis l'été dernier.

1 Dans notre note, les économies d'Europe centrale font référence à la République tchèque, à la Slovaquie, à la Hongrie, à la Pologne et à la Roumanie.
2 Les droits de douane imposés par les États-Unis, sur une base pondérée en fonction des échanges, sont compris entre 1,43 % pour la Hongrie et 2,4 % pour la Slovaquie.

EUROPE CENTRALE : PART DES POSTES « VÉHICULES À MOTEUR » ET « ÉQUIPEMENTS DE TRANSPORT » DANS LE SECTEUR MANUFACTURIER



GRAPHIQUE 1 SOURCES : EUROSTAT, BNP PARIBAS

L'IMPACT DIRECT DES TARIFS DOUANIERS AMÉRICAINS EST FAIBLE POUR LA PLUPART DES PAYS

Les récents chocs tarifaires semblent gérables pour les économies d'Europe centrale. Tout d'abord, l'effet direct est limité car les exportations à destination des États-Unis représentent une part très faible des exportations totales (République tchèque : 2,7 %, Roumanie : 3,0 %, Pologne : 3,7% et Slovaquie : 4,2 %) et du PIB (*graphique 2*) de ces pays. Afin d'évaluer l'impact direct des droits de douane sur le PIB en 2025, nous prenons en compte des taux tarifaires différenciés (25% sur les exportations d'automobiles vers les États-Unis et 10% sur le reste des exportations). D'après nos estimations, l'impact sera faible sauf pour la Slovaquie. Il convient, ensuite, de prendre en compte l'effet indirect de l'offensive tarifaire américaine via l'économie allemande. En effet, les liens commerciaux de l'Europe centrale avec ce partenaire sont très étroits (les exportations vers l'Allemagne s'élèvent à 30,8% du total). Si les exportations totales des économies d'Europe centrale vers l'Allemagne diminuaient de 1% en 2025[3], nos estimations indiquent toujours un impact négatif modéré dans l'ensemble.

SOUTIEN DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE

Les incertitudes tarifaires ont également un impact sur la demande intérieure car elles pèsent sur l'investissement, plusieurs projets étant pro-

3 Une baisse de 1% des exportations a été prise en compte dans les calculs. Les pays d'Europe centrale ont généralement enregistré une croissance de leurs exportations vers l'Allemagne ces dernières années.

bablement suspendus. Dans le même temps, la croissance des salaires reste forte et constituera un soutien essentiel à la consommation.

La politique monétaire pourrait également apporter son soutien, l'inflation s'étant atténuée plus rapidement que prévu récemment. La dépréciation des monnaies des pays d'Europe centrale, largement anticipée pour l'Europe centrale, ne s'est pas produite jusqu'à présent, ce qui offre une certaine flexibilité à la banque centrale de ces pays. En raison de la faiblesse actuelle du dollar[4], les monnaies d'Europe centrale sont celles qui se sont le plus appréciées face au dollar en avril (CZK : + 4,99% en avril, RON : + 4,95%, HUF : + 4,31%, PLN : + 2,67%), parmi les devises émergentes. En revanche, elles se sont légèrement dépréciées par rapport à l'euro. Les effets désinflationnistes des tarifs douaniers pourraient jouer plus tard dans l'année. Cela donnerait aux autorités monétaires une marge de manœuvre encore plus grande pour abaisser les taux directeurs malgré la persistance des pressions salariales en Europe centrale.

DES MARGES DE MANŒUVRE BUDGÉTAIRES LIMITÉES

En ce qui concerne la politique budgétaire, les autorités disposent actuellement d'une marge de manœuvre plus réduite qu'en 2020 et 2022. En 2024, le déficit budgétaire était élevé dans la région — de -4,9% du PIB pour la Hongrie à -9,3% pour la Roumanie — bien au-delà de l'objectif de -3%, sauf en République tchèque (-2,2% du PIB). Une procédure pour déficit excessif a ainsi été ouverte en 2024 à l'encontre de tous les pays d'Europe centrale, à l'exception de la République tchèque. En cause : le non-respect des règles budgétaires, après la suppression de la clause de sauvegarde en décembre 2023. Les pays concernés sont tenus d'ajuster leurs comptes publics dans un délai de quatre ans (sept ans pour la Roumanie), ce qui limite la capacité des gouvernements à augmenter significativement les dépenses à court terme. Toutefois, l'ajustement sera graduel à court terme à en juger par le budget pour 2025. Les projections de déficit budgétaire pour 2025 ne laissent ainsi entrevoir qu'une légère réduction du déficit public.

Récemment, la Commission européenne a proposé aux pays membres de l'UE d'activer, s'ils le souhaitaient, la clause de sauvegarde relative aux dépenses de défense (sous réserve de son approbation). La Pologne, la Hongrie, la République tchèque et la Slovaquie ont déposé une demande en ce sens. Si elle était activée, cette clause leur apporterait un certain soulagement et augmenterait leur marge de manœuvre.

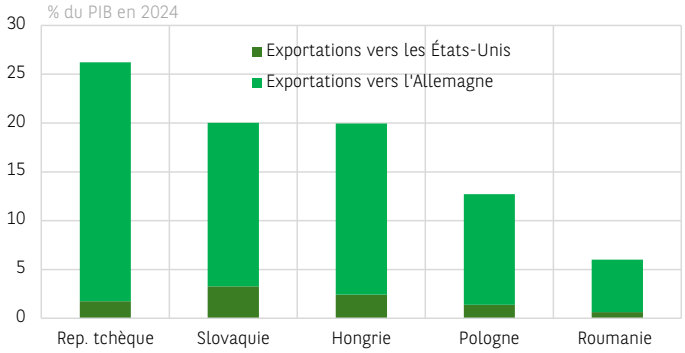
DES FACTEURS DE SOUTIEN À MOYEN TERME

• Des opportunités de délocalisation et de montée dans la chaîne de valeur

La hausse du protectionnisme aux États-Unis pourrait inciter les pays à délocaliser davantage d'activités en Europe centrale, tant dans le secteur manufacturier que dans les services nécessitant un fort niveau de qualification. Cela constitue, pour les économies d'Europe centrale, une opportunité de monter dans la chaîne de valeur[5] et d'accélérer leur convergence vers les pays développés. La tendance au *nearshoring* s'est déjà accélérée depuis 2018 en Europe centrale. Les économies européennes développées souhaitent de plus en plus réorganiser les chaînes de production afin de se rapprocher de leurs fournisseurs, dans un contexte de hausse du protectionnisme entre la Chine et les États-Unis. Les chocs d'approvisionnement majeurs auxquels elles ont été confrontées, lors de la crise du Covid-19, ont également pesé dans la balance.

L'Europe centrale dispose de nombreux atouts pour attirer les investissements, notamment son appartenance à l'Union européenne (UE) et sa proximité géographique avec les pays membres avancés. En outre, ces économies disposent d'une base manufacturière solide — même si la part

EUROPE CENTRALE : EXPOSITION DU COMMERCE EXTÉRIEUR AUX TAXES DOUANIÈRES AMÉRICAINES



GRAPHIQUE 2 SOURCES : FMI, DOTS, BNP PARIBAS

de cette dernière dans la valeur ajoutée totale a légèrement diminué en République tchèque et en Hongrie en 2023 par rapport à 2000. Elle a quelque peu augmenté en Pologne et en Slovaquie. Les salaires restent compétitifs par rapport aux économies avancées de l'UE, même s'ils ont augmenté rapidement ces dernières années. En outre, la forte proportion de travailleurs qualifiés est également un atout. La part de l'emploi total dans les secteurs de moyenne/haute technologie et les services à haute intensité de connaissances est proche de la moyenne de l'UE, sauf en Roumanie.

Les investissements directs étrangers dans la région ont été important ces dernières années. Le stock d'IDE entrants dans cinq économies d'Europe centrale a ainsi atteint USD 857 milliards en 2023 (46% du PIB) et a été multiplié par 1,6 entre 2010 et 2023. L'Europe centrale restera à l'avenir une destination attrayante pour les investissements étrangers à court et à moyen terme.

• Renforcement des liens économiques avec la Chine et mesures de soutien massif de l'Allemagne

Les tensions commerciales croissantes entre les États-Unis et la Chine pourraient favoriser les flux d'investissement chinois en Europe centrale. Jusqu'à présent, la Hongrie a été le principal bénéficiaire des flux en provenance d'Asie, principalement de Chine[6]. Ces investissements sont concentrés dans le secteur automobile, conformément à la stratégie hongroise visant à devenir à moyen terme un acteur clé de l'industrie des batteries. La Pologne a également bénéficié de ces flux, mais dans une moindre mesure.

Les économies des pays d'Europe centrale et orientale bénéficieront à moyen terme du vaste plan d'investissement dans les infrastructures et la défense de l'Allemagne. Les exportations de matériaux de construction, de machines et d'équipements électriques à destination de ce partenaire devraient ainsi augmenter. Enfin, il convient de rappeler que les pays d'Europe centrale sont des bénéficiaires nets des fonds européens, qui sont cruciaux pour leurs économies. Ces fonds leur permettent de lancer des réformes dans divers secteurs, de développer l'innovation et de progresser dans les chaînes de valeur. L'Union européenne a ainsi versé aux pays de la région un total de EUR 382 milliards entre 2004 et 2023 (22,4% du PIB de la région).

Cynthia Kalasopatan Antoine
cynthia.kalasopatanantoine@bnpparibas.com

4 La question de la chute du dollar : Qu'est-ce qui est différent cette fois-ci ? Isabelle Mateos y Lago
5 Graphique de la semaine : Europe centrale : montée en gamme dans la chaîne de valeur
6 Hongrie - Investissement : une stratégie pour relancer la croissance - novembre 2024

MONDE/ACCORDS COMMERCIAUX

Retrouvez notre scénario et nos prévisions

Accord États-Unis/Royaume-Uni : le Royaume-Uni a obtenu une exemption des droits de douane sur l'aluminium et l'acier à condition de respecter les exigences des États-Unis en matière de sécurité économique dans leur chaîne d'approvisionnement. Un quota de 100 000 voitures (soit la grande majorité des véhicules exportés) bénéficiera d'un abaissement des droits de douane à 10%, contre 25% précédemment annoncé. De son côté, le Royaume-Uni devrait augmenter ses achats aéronautiques. D'autres négociations concernant principalement les services digitaux, l'industrie du cinéma et l'industrie pharmaceutique devraient suivre.

Accord Royaume-Uni/Inde : cet accord prévoit l'abaissement des droits de douanes sur certaines exportations britanniques, dont les spiritueux et l'automobile, et autorise les entreprises britanniques à participer aux marchés publics. Il ne porte pas sur le marché indien des services. L'Inde bénéficiera d'une réduction des tarifs douaniers sur la majeure partie des biens qu'elle exporte.

Baisse des droits de douane entre les États-Unis et la Chine : les États-Unis suspendent pour 90 jours les droits de douane supplémentaires imposés à la Chine depuis le 2 avril, et les remplacent par une taxe de 10%. Les droits de douane de 20%, imposés par l'administration Trump avant le 2 avril, restent en vigueur. De son côté, la Chine réduit les droits de douane supplémentaires sur ses importations de biens états-uniens à 10% pour les 90 prochains jours. Elle met également fin à l'interdiction des ventes de minerais critiques aux États-Unis. Les négociations bilatérales doivent se poursuivre au cours des trois prochains mois.

ÉCONOMIES AVANCÉES

ÉTATS-UNIS

La Fed de nouveau sur pause. La réunion du FOMC (6 -7 mai) a abouti au troisième maintien consécutif de la cible de taux des *Fed Funds* à +4,25% - +4,50%. Si le Comité prend acte de la contraction du PIB au T1, les prévisions d'une hausse de l'inflation importée et le risque d'un désancrage des anticipations associées justifient la stabilité du taux directeur, alors que la solidité du marché de l'emploi réduit la nécessité d'une baisse. J. Powell a répété que la politique monétaire était bien positionnée et que le Comité attendrait que l'incertitude se dissipe avant tout mouvement de taux. **Résilience des services :** en avril, l'ISM *Non-Manufacturing* se redresse à 51,6 (+0,6pp) et déjoue les attentes (consensus : 50,2). L'amélioration des nouvelles commandes et la moindre contraction de l'emploi compensent la perte de vitesse de la croissance de l'activité (53,7, -2,2pp). L'indice des prix payés atteint toutefois un plus haut depuis janvier 2023. *Cette semaine sera marquée par les chiffres de l'inflation CPI (mardi), le NFIB (mardi), la production industrielle et les ventes au détail (jeudi) et l'enquête de sentiment du consommateur de l'Université du Michigan du mois de mai (vendredi).*

ZONE EURO/UE

Des évolutions positives du côté des prix et de la consommation des ménages. Le volume des ventes au détail a augmenté de 1,5% a/a en mars. Entre février et mars, les prix à la production industrielle ont décéléré de (3% à 1,9% a/a), grâce au ralentissement des prix de l'énergie. Le PMI composite se replie à 50,4 en avril (50,9 en mars), sous le poids du PMI des services (50,1 ; -0,9 point m/m). Le PMI manufacturier reste en zone de contraction mais retrouve son plus haut niveau depuis 32 mois (49,0 ; +0,4 point m/m). **La Commission européenne a rendu publique la liste des EUR 95 mds de produits américains taxés en cas d'échec des négociations commerciales** dont la chimie/plastiques, les machines et équipements, l'aéronautique ou l'automobile.

ALLEMAGNE

Des indicateurs mitigés. L'indice PMI de la construction atteint son plus haut niveau depuis plus de deux ans (45,1, +4,8 m/m). Les nouvelles commandes à l'industrie n'augmentent pas (leur moyenne mobile sur 6 mois recule de 0,3 point à 86,1). La production industrielle progresse à peine depuis son plus bas (hors Covid) depuis 2010, atteint en mars (91,5), avec un gain de 0,4 point à 91,9. À la suite d'une investiture difficile au Bundestag mardi 6 mai, Friedrich Merz a entamé des déplacements à l'étranger, mettant ostensiblement l'accent sur la coopération européenne.

FRANCE

Rebond de l'industrie, consommation en berne, emploi résilient. La production manufacturière a poursuivi son rebond en mars (+0,6% m/m), soutenue notamment par une production aéronautique (+3,8% m/m) qui retrouve un niveau plus observé depuis décembre 2023. Les immatriculations automobiles ont poursuivi leur recul en avril 2025 : leur cumul sur 12 mois a diminué de 8% a/a. L'emploi salarié privé a augmenté de 9 000 postes au 1er trimestre, selon l'Insee, après des destructions nettes de 68 000 postes au 4e trimestre. Les destructions se poursuivent dans la construction, mais l'emploi se stabilise dans l'industrie et dans les services. *L'enquête de conjoncture de la Banque de France sera publiée le 13 mai.*

ESPAGNE

L'activité du secteur privé décélère légèrement. Le PMI composite a diminué à 52,5 (-1,5 point m/m) en avril. Cela s'explique autant par le PMI manufacturier (48,1 ; -1,4 point m/m) que par celui des services (53,4 ; -1,3 point m/m) en raison de très forts ralentissements des composantes « anticipations de nouvelles affaires » (-3,9 points m/m) et « nouvelles commandes à l'exportation » (-2,8 points m/m).

ITALIE

Nette amélioration de l'activité industrielle. Le PMI composite a rebondi en avril (52,1 ; +1,6 point m/m) en raison du redressement du PMI manufacturier (49,3 ; + 2,7 points m/m). La production industrielle a progressé de +0,5% au T1 t/t. Côté services, la situation s'améliore également (PMI à 52,9 ; +0,9 point), portée par une hausse des nouvelles commandes. Néanmoins, les nouvelles commandes à l'exportation restent en territoire négatif et se dégradent en avril (-0,3 point m/m). Les ventes au détail ont reculé de 0,6% au T1 t/t et atteignent leur plus bas niveau depuis le T1 2021.

ROYAUME-UNI

Nouvelle baisse prudente de taux : la Banque d'Angleterre a abaissé son taux directeur de 25 points de base à 4,25%, en raison d'une inflation plus contenue que dans le scénario précédent de la BoE. Elle devrait rejoindre sa cible au T1 2027. Sa prévision de croissance pour 2025 a été réhaussée à 1% (0,75% auparavant), et celle de 2026 a été abaissée à 1,25% (1,5% auparavant). L'indice PMI des services a été rehaussé par rapport à l'estimation flash (49 contre 48,5), tandis que l'indice composite reste en zone de contraction à 48,5. Le prix des logements (Halifax) a augmenté en avril (+0,3% m/m et

3,2% a/a). *À suivre cette semaine : la croissance du PIB du T1, la balance commerciale, ainsi que les chiffres de la production industrielle.*

SUISSE

L'inflation totale chute à 0% a/a, son plus bas niveau depuis plus de 4 ans : l'appréciation du franc suisse fait baisser le coût des biens importés, notamment ceux de l'énergie et des carburants. L'indice sous-jacent ralentit plus que prévu et tombe à 0,6% a/a. Nous anticipons que la BNS abaissera son taux directeur de 0,25% à 0% lors de sa réunion de juin.

JAPON

Vers une croissance nulle au T1. La première estimation du PIB du Japon pour le 1er trimestre 2025 sera publiée vendredi 16 mai. Nous anticipons une stagnation du PIB.

ÉCONOMIES ÉMERGENTES

CHINE

Déflation. En avril 2025, l'indice des prix à la consommation (IPC) a légèrement diminué (-0,1% en g.a.) pour le troisième mois consécutif, et la baisse des prix à la production s'est poursuivie (-2,7%). L'inflation sous-jacente est restée stable (+0,5%). Le prix du carburant est la sous-composante de l'IPC ayant affiché la plus forte baisse (-10,2%).

Assouplissement monétaire. Sans surprise, les autorités monétaires viennent d'annoncer une série de mesures visant à stimuler le crédit. Le coefficient de réserves obligatoires est réduit de 50 pb, à 9% pour les grandes banques et 6% pour les institutions moyennes, et celui des sociétés de crédit automobile et de crédit-bail est ramené de 5% à 0%. Les principaux taux de politique monétaire seront légèrement abaissés au cours des prochains jours (taux *reverse repo* à 7 jours : -10 pp à 1,4%). Certaines facilités de refinancement des banques auprès de la PBOC seront renforcées pour encourager le financement d'activités déjà ciblées (entreprises agricoles, PME, innovation technologique) ou nouvellement ciblées (consommation de services, soins aux personnes âgées). Le dispositif de soutien aux marchés actions sera renforcé et les grandes institutions publiques (dont le fonds d'investissement Central Huijin) doivent continuer de jouer un rôle de stabilisateur sur les marchés financiers.

Les exportations résistent. En avril 2025, les exportations totales de marchandises ont augmenté de +8% en g.a. en dollars courants (après +5,2% en g.a. au T1 2025). Les exportations vers les États-Unis ont chuté moins qu'attendu (-21% après +3,8% au T1) ; cette baisse a été compensée par la hausse des exportations vers le reste du monde (UE : +8% en avril après +3,2% au T1 ; ASEAN : +20,8% après +7,8% au T1 ; Amérique latine : +17,3% après +9,2% au T1). Ces chiffres montrent la rapidité avec laquelle les exportateurs chinois peuvent réorienter leurs flux de marchandises.

TAÏWAN

Appréciation soudaine du dollar taïwanais. Le TWD s'est apprécié rapidement contre le dollar US depuis le *Liberation Day* de l'administration Trump, après plusieurs mois de légère dépréciation. Le taux TWD contre USD s'est renforcé de près de 10% depuis le 2 avril, avec plus de la moitié des gains enregistrés au cours de la première semaine de mai. L'appréciation s'explique, notamment, par les ventes et le rapatriement d'actifs en USD par les résidents, alimentés par les rumeurs concernant un accord entre Taïwan et les États-Unis (le taux de change ferait partie des négociations). Les devises asiatiques, notamment le won coréen, le dollar singapourien, la roupie indonésienne et le baht thaïlandais, se sont légèrement appréciées à la suite du TWD.

POLOGNE - RÉPUBLIQUE TCHÈQUE

Baisse du taux directeur conformément aux attentes. Le 7 mai dernier, la Banque centrale de Pologne a baissé son taux directeur de 50 pb à 5,25% pour la première fois depuis octobre 2023. Le reflux plus marqué de l'inflation depuis janvier 2025, la progression plus lente des salaires ainsi que la résilience du zloty expliquent la décision des autorités monétaires. L'assouplissement monétaire va probablement se poursuivre à court terme. En République tchèque, le taux directeur a été réduit de 25 pb à 3,50% après une baisse similaire en février. La bonne surprise est venue de l'inflation (1,8% en g.a. en avril) désormais en dessous de la cible de 2% de la Banque centrale. À court terme, la marge de manœuvre se maintient ; toutefois, la hausse des prix immobiliers va probablement inciter à une certaine prudence.

BRÉSIL

Hausse des taux d'intérêt. Face à la résilience de l'activité économique et la remontée de l'inflation depuis le début de l'année – y compris de sa composante sous-jacente – la Banque centrale brésilienne (BCB) a de nouveau relevé son taux directeur (SELIC) à sa réunion de mai. Avec un taux nominal porté à 14,75%, la BCB renoue avec des niveaux qui n'avaient plus été observés depuis 2006. En termes réels (SELIC ajusté de l'inflation anticipée à un an), le taux directeur du Brésil grimpe à la deuxième place mondiale après la Turquie. Alors même que le cycle de resserrement monétaire semble proche de son terme (15% anticipé par les marchés fin 2025), la BCB a réaffirmé sa volonté de maintenir une politique durablement restrictive pour ramener l'inflation à sa cible (écart de deux points actuellement).

MATIÈRES PREMIÈRES

L'EIA (*US Energy Information Administration*) abaisse à nouveau ses prévisions de prix (référence Brent) pour 2025 à 66 USD/baril (-2 USD/b), et 2026 à 59 USD/b (-2 USD/b). Les prévisions de croissance de la demande mondiale de pétrole sont légèrement revues à la hausse, de 0,1mb/j à +1 mb/j pour 2025, et à la baisse, de 0,2 mb/j à +0,9 mb/j, pour 2026. Les prévisions de croissance de la production sont stables pour 2025 (+1,3 mb/j) et légèrement rehaussées pour 2026, de 0,1 mb/j à 1,3 mb/j. À noter que ces prévisions, publiées le 6 mai, ne tiennent pas compte de l'annonce de la hausse de production OPEP+ de 0,411 mb/j en juin prochain. **Décisions européennes concernant le marché du gaz.** La Commission européenne a proposé un plan d'action dans le cadre du programme *RePower* EU afin de mettre fin aux importations d'énergie en provenance de Russie d'ici 2027. Cette proposition concerne le gaz (environ 13% des importations européennes totales de gaz au T1 2025), le pétrole (détection plus efficace de la flotte fantôme russe) et l'uranium (la dépendance européenne dépend du degré d'enrichissement : de 23% pour l'uranium brut à 38% pour l'uranium enrichi). Par ailleurs, l'UE a officiellement abaissé le niveau des stocks européens de gaz requis au 1er novembre, de 90% à 83%.

REVUE DES MARCHÉS

Marchés obligataires

	en %	en pb			
	09-mai-25	1 semaine	1 mois	Cumul annuel	1 an
Bund 2a	1.78	+2.0	+1.9	-28.4	-132.2
Bund 5a	2.05	+1.9	+0.2	-6.5	-51.2
Bund 10a	2.55	+3.2	+0.9	+18.9	+7.5
OAT 10a	3.26	+2.9	+7.4	+13.5	+28.0
BTP 10a	3.63	-0.7	-6.3	+20.4	-17.6
BONO 10a	3.21	+2.7	-3.5	+18.8	-7.8
Treasuries 2a	3.90	+5.6	+2.9	-35.0	-90.4
Treasuries 5a	3.99	+7.7	-1.8	-39.1	-49.1
Treasuries 10a	4.37	+6.2	+6.5	-20.4	-9.7
Gilt 2a	3.91	+3.9	-9.6	-24.2	-77.6
Treasuries 5a	4.03	+4.2	-19.8	-31.8	+6.9
Gilt 10a	4.56	6.3	-23.1	-1.0	+42.2

Taux de change - Matières premières

	en niveau	variation, %			
	09-mai-25	1 semaine	1 mois	Cumul annuel	1 an
EUR/USD	1.13	-0.9	+2.1	+8.8	+4.6
GBP/USD	1.33	-0.1	+4.3	+6.2	+6.3
USD/JPY	145.01	+0.7	+0.2	-7.7	-6.8
DXY	111.99	+7.9	+11.5	+10.5	+6.1
EUR/GBP	0.85	-0.8	-2.1	+2.4	-1.7
EUR/CHF	0.93	-0.2	+0.7	-0.5	-4.4
EUR/JPY	163.41	-0.2	+2.3	+0.4	-2.5
Pétrole (Brent, $)	63.96	+4.2	-2.9	-14.4	-23.6
Or (once, $)	3341	+2.4	+8.6	+27.3	+43.0

Indices actions

	en niveau	variation, %			
	09-mai-25	1 semaine	1 mois	Cumul annuel	1 an
Monde					
MSCI Monde ($)	3712	-0.3	+7.1	+0.1	+8.8
Amérique du Nord					
S&P500	5660	-0.5	+3.7	-3.8	+8.6
Dow Jones	41249	-0.2	+1.6	-3.0	+4.7
Nasdaq composite	17929	-0.3	+4.7	-7.2	+9.7
Europe					
CAC 40	7744	-0.3	+12.8	+4.9	-5.4
DAX 30	23499	+1.8	+19.5	+18.0	+25.8
EuroStoxx50	5310	+0.5	+14.9	+8.5	+5.1
FTSE100	8555	-0.5	+11.4	+4.7	+2.1
Asie					
MSCI, loc.	1420	+1.2	+15.7	-0.9	+3.1
Nikkei	37503	+1.8	+18.3	-6.0	-1.5
Emergents					
MSCI Emergents ($)	1138	+0.5	+14.6	+5.7	+7.0
Chine	72	+0.5	+10.7	+12.3	+19.6
Inde	1012	-2.5	+8.4	-1.6	+3.9
Brésil	1404	+1.4	+13.6	+19.3	-11.6

Performance par secteur

Eurostoxx600

Année 2025 au 9-5, €

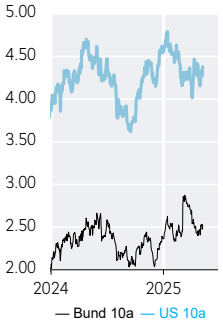
+25.0%	Banques
+19.0%	Assurances
+13.7%	Construction
+12.8%	Sces collectivités
+11.9%	Télécoms
+9.2%	Industrie
+9.2%	Agroalimentaire
+6.1%	Chimie
+6.0%	**Eurostoxx600**
+4.4%	Foncières
+4.3%	Sces financiers
+2.4%	Distribution
+1.6%	Pétrole & gaz
+0.1%	Technologie
+0.0%	Médias
-5.2%	Santé
-5.5%	Bs. de conso.
-8.7%	Voyages & loisirs
-8.8%	Matières premières

S&P500

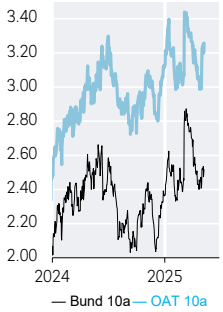
Année 2025 au 9-5, $

+14.3%	Télécoms
+9.4%	Services commerciaux et pro.
+7.5%	Alimentation, boissons et tabac
+6.9%	Assurances
+6.3%	Distribution
+5.8%	Sces collectivités
+3.8%	Biens d'équipement
+2.0%	Santé
+0.8%	Matériaux
-0.2%	Foncières
-0.3%	Banque
-2.8%	Services aux consommateurs
-3.7%	Énergie
-3.8%	**S&P500**
-6.5%	Médias
-8.0%	Pharmaceutiques
-8.9%	Biens de consommation
-10.7%	Semiconducteurs
-17.6%	Matériel et équipement technologiques
-23.8%	Automobiles

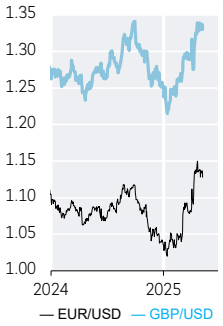
Bund 10a vs US Treas. 10a



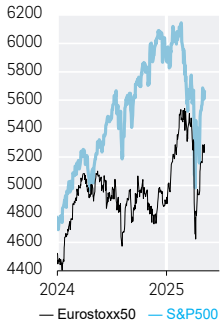
Bund 10a vs OAT 10a



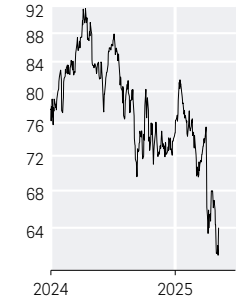
EUR/USD vs GBP/USD



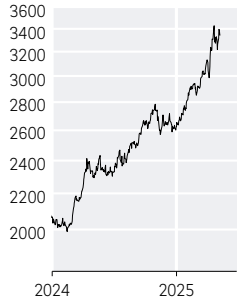
EUROSTOXX 50 vs S&P500



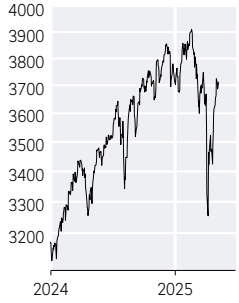
Pétrole (Brent, $)



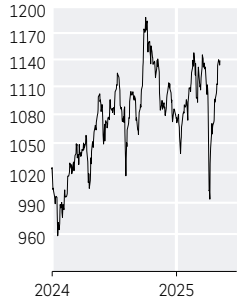
Or (once, $)



MSCI monde ($)



MSCI Emergents ($)



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

DERNIÈRES PUBLICATIONS DES ÉTUDES ÉCONOMIQUES

Fin de l'USAID et guerre commerciale : un double choc pour les pays en développement	Graphique de la Semaine	7 mai 2025
EcoPulse | Mai 2025	EcoPulse	6 mai 2025
Déclin du dollar : qu'est-ce qui est différent cette fois-ci ?	EcoWeek	5 mai 2025
Amérique latine : quelle vulnérabilité au-delà des droits de douane ?	Graphique de la Semaine	30 avril 2025
Réunions de printemps du FMI et de la Banque mondiale : une situation grave mais des décideurs économiques déterminés et, pour l'instant, des économies résilientes	EcoWeek	28 avril 2025
Baromètre de l'inflation - avril 2025 Sans surprise, les anticipations d'inflation repartent à la hausse	EcoCharts	28 avril 2025
Stabilisation des dettes publiques : des surplus budgétaires primaires seront nécessaires dans de nombreux pays	Graphique de la Semaine	24 avril 2025
Zone euro : moins de déficit, un peu plus de marges de manœuvre	EcoFlash	24 avril 2025
Détérioration des perspectives de croissance sous l'effet du choc tarifaire américain : une mise à jour	EcoWeek	22 avril 2025
EcoPerspectives - Économies avancées | 2e trimestre 2025	EcoPerspectives	18 avril 2025
Propagation de la remontée des rendements des Bunds sur les marchés obligataires de la zone euro	Graphique de la Semaine	16 avril 2025
Sur le marché du pétrole, jusqu'où va la convergence d'intérêts entre l'OPEP+ et Trump ?	EcoWeek	15 avril 2025
Tariff Tracker - première édition | 11 avril 2025	Tariff Tracker	11 avril 2025
UE : Réarmement, transitions énergétique et numérique, la mesure de l'effort	Graphique de la Semaine	10 avril 2025
Les tarifs douaniers « réciproques » sont néfastes pour la croissance mondiale et plus encore pour celle des États-Unis	EcoWeek	7 avril 2025
Quels pays de l'ASEAN sont les plus vulnérables à la hausse des droits de douane américains ?	EcoInsight	3 avril 2025
La Chine devrait continuer de manier son taux de change avec prudence	Graphique de la Semaine	2 avril 2025
Le Petit Atlas de l'économie française - Mars 2025	Le Petit Atlas de l'économie française	1er avril 2025
Grands chantiers européens : l'équation financière se complique	EcoWeek	31 mars 2025
Escalade tarifaire entre les États-Unis et l'UE : des écarts sectoriels globalement peu marqués.	EcoTV	28 mars 2025
Statu quo monétaire de la Fed : pour combien de temps encore ?	EcoTV	27 mars 2025

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 – 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 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

RECHERCHE ÉCONOMIQUE GROUPE

ECOINSIGHT
Analyse approfondie de sujets structurels ou d'actualité

ECOPERSPECTIVES
Analyses et prévisions des principales économies, développées et émergentes

ECOFLASH
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

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 : Juan Alejandro Bernal

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, Bahrein, Afrique du Sud, Australie, Chine, Hong Kong, Inde, Indonésie, Japon, Malaisie, Singapour, Corée du Sud, Taïwan, 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 **ECO**NOMIQUES

BNP PARIBAS

La banque d'un monde qui change