

“ À LA FIN DE LA DÉCENNIE, LA FRANCE DEVRA A MINIMA PARVENIR À ÉQUILIBRER SON BUDGET PRIMAIRE, COMPTE TENU DE LA DYNAMIQUE DES TAUX D'INTÉRÊT ET DE LA CROISSANCE NOMINALE MOYENNE ATTENDUE DANS LES PROCHAINES ANNÉES (2,5%), SI ELLE VEUT STABILISER SA DETTE.

ÉTUDES **ECONOMIQUES**



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

SOMMAIRE

2

3

ÉDITORIAL

Budget français : le plus dur est devant nous

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



BUDGET FRANÇAIS: LE PLUS DUR EST DEVANT NOUS

Le déficit public de la France s'est dégradé en 2023 comme en 2024. La dynamique des dépenses a été maintenue, alors même que les recettes publiques avaient perdu la leur. Le budget 2025 devrait permettre un début de consolidation grâce à un rebond des recettes. Toutefois, le poids des dépenses dans le PIB devrait se révéler relativement stable. L'enjeu de la poursuite de la consolidation budgétaire en 2026 reste donc entier. Cet exercice sera contraint par la hausse attendue de la charge d'intérêt et des dépenses militaires.

Le prochain budget s'est d'ores et déjà invité dans le débat public français. L'adoption tardive du budget 2025 et le contexte politique difficile justifient le fait que ce sujet émerge tôt. D'autant plus que le gouvernement projette de nouveau de réduire le déficit public en 2026, alors que la baisse de la croissance en 2025 fragilise déjà la cible de déficit (5,4% du PIB) cette année.

UN COUP D'ŒIL DANS LE RÉTROVISEUR

Il est important que cibles budgétaires initiales et exécution finale coïncident en 2025, après deux années de net décalage (surcroît de déficit public de 0,4 point de PIB en 2023 et de 1,4 point en 2024 par rapport aux cibles initiales). L'augmentation du déficit en pourcentage du PIB a donc été constante entre 2022 (-4,7%, puis -5,4% en 2023) et 2024 (-5,8%). Les autres pays de la zone euro ont pourtant, pour l'essentiel, continué de consolider leurs finances publiques. La charge d'intérêt ne s'est que modérément accrue sur la période (2,1% du PIB en 2024, contre 2% en 2022) et n'est donc pas en cause. L'explication réside dans un décalage important entre recettes et dépenses publiques.

Les dépenses publiques ont globalement suivi la croissance nominale du PIB sur la période d'inflation. Le niveau de leur poids dans le PIB est demeuré élevé au-delà du niveau pré-Covid. Ainsi, le budget a totalement compensé l'inflation, là où une compensation partielle aurait permis de revenir au poids des dépenses publiques observé avant la pandémie. Les prestations sociales ont notamment fortement augmenté, plus vite que l'inflation contemporaine en 2024, tandis que les retraites ont compensé l'inflation observée (plus élevée) de 2023¹.

Ce faisant, la France a aussi maintenu son surcroît de dépenses publiques par rapport aux autres pays européens. Il procède principalement du poids de son système de sécurité sociale qui dépasse celui des autres pays européens. De plus, le poids des dépenses sociales dans le PIB s'est renforcé en 2024.

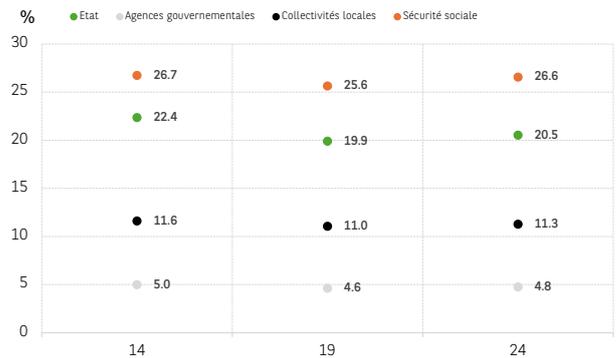
Il a ainsi retrouvé le plus haut (hors période de Covid) atteint en 2014, avant qu'une consolidation budgétaire, entre 2014 et 2019, permette de réduire un peu leur poids (graphique 1)².

Or, la base taxable à même de financer ces dépenses n'a pas connu la même dynamique. Les salaires ont progressé moins rapidement que l'inflation tout comme les cotisations sociales assises sur ces derniers. Le recul des prélèvements obligatoires (PO) en pourcentage du PIB concerne également d'autres postes mais pour des raisons différentes (graphiques 2). Les recettes de la TVA ont pâti de l'atonie de la consommation et les droits de mutation du repli des transactions immobilières. Les recettes au titre de l'impôt sur le revenu ont été pénalisées par l'indexation du barème des tranches d'imposition sur l'inflation. L'une des seules bonnes nouvelles a été la solidité des marges des entreprises en 2023-24. Les impôts payés par les entreprises se sont donc stabilisés

¹ Les prestations ont augmenté de 5,5% contre une croissance nominale du PIB de 3,5%, 2% d'inflation en 2024 après 4,9% en 2023 en moyenne annuelle.

² Sur le graphique, les dépenses publiques par administration sont non consolidées. Elles incorporent donc les transferts entre administrations, dont les principaux concernent ceux de l'Etat vers la sécurité sociale et les collectivités locales. L'écart entre dépenses publiques consolidées et non consolidées est stable entre 2019 et 2024, de l'ordre de 6 points de PIB (7 points de PIB en 2014).

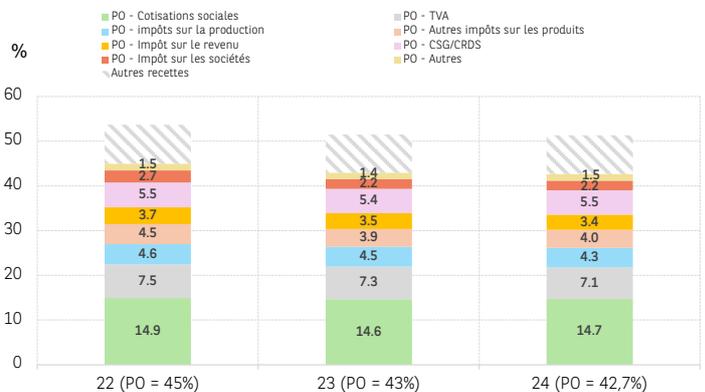
DÉPENSES PUBLIQUES PAR ADMINISTRATION EN % DU PIB EN 2014, 2019 ET 2024 (DONNÉES NON CONSOLIDÉES)



GRAPHIQUE 1

SOURCES : INSEE, BNP PARIBAS

PART DES PRÉLÈVEMENTS OBLIGATOIRES ET AUTRES RECETTES DANS LE PIB (PRÉLÈVEMENTS OBLIGATOIRES NON RETRAITÉS DES CRÉDITS D'IMPÔTS)



GRAPHIQUE 2

SOURCES : INSEE, BNP PARIBAS

en 2024, qu'il s'agisse de l'impôt sur les sociétés (IS) ou des impôts de production (après un retour à la normale des recettes au titre de l'IS en 2023, qui avaient été exceptionnellement élevées en 2022 en raison de l'effet des aides Covid sur le bénéfice imposable).

2025 : LA CONSOLIDATION DÉBUTE

2025 devrait marquer un premier tournant. Évacuons tout d'abord le seul train qui devrait continuer de ne pas arriver à l'heure du côté des recettes : la TVA. En effet, les hypothèses du gouvernement concernant la hausse de la consommation des ménages restent supérieures aux



nôtres (1,2% contre 0,7%). Elles seront d'autant plus difficiles à atteindre compte tenu de la stagnation de la consommation observée au 1^{er} trimestre. Pour le reste, la dynamique des recettes devrait engendrer un léger rebond du poids des PO dans le PIB :

- Les salaires progressent désormais plus rapidement que l'inflation : les cotisations sociales, la CSG et le CRDS devraient donc suivre.
- La résilience de la situation des entreprises en 2024 devrait permettre de soutenir les rentrées fiscales au titre de l'impôt sur les sociétés.
- En l'absence de nouveau geste en faveur des ménages (tel que l'indexation sur l'inflation des tranches d'imposition de l'impôt sur le revenu en 2023-24), le produit de l'impôt sur le revenu devrait croître à un rythme plus proche de la croissance du PIB.
- Les deux mesures annoncées comme exceptionnelles, la surtaxe d'impôt sur les sociétés et la contribution exceptionnelle sur les hauts revenus, devraient assurer un rebond du poids des recettes publiques dans le PIB.

À moyen terme, une consolidation budgétaire réussie — *i.e.* qui permette à terme de stabiliser la dette publique et ne pénalise pas trop la croissance — ne saurait trop reposer sur les recettes. Les prélèvements obligatoires sont en effet supérieurs à la moyenne européenne. C'est le cas pour les entreprises, principalement au travers des impôts de production. Malgré une baisse, leur niveau reste supérieur à ce qui est observé dans la plupart des autres pays européens (en dehors de la Suède). Une hausse des prélèvements augmenterait le décalage entre la fiscalité française et celle de ses principaux voisins, et dégraderait la compétitivité de la France.

D'avantage de marges de manœuvre apparaissent du côté des dépenses publiques, tout d'abord parce que leur poids dans le PIB est supérieur à celui d'avant Covid-19. Avec l'indexation intégrale des prestations sociales sur l'inflation en 2023-24, ces dernières ont pris un poids majeur dans la dynamique du revenu disponible des ménages. Ce poids pourrait diminuer désormais plus facilement puisque les salaires progressent depuis près d'un an plus vite que l'inflation, et qu'ils devraient continuer à le faire. Or, nos anticipations soulignent une relative stabilité du ratio de dépenses publiques sur PIB en 2025. C'est bien principalement le rebond des recettes qui permettrait un repli du déficit.

2026 : LE TRIANGLE D'INCOMPATIBILITÉ D'UNE CONSOLIDATION... QU'IL FAUDRA POURSUIVRE

En 2026, les marges de manœuvre budgétaires seront (encore plus) limitées en raison de l'augmentation de la charge d'intérêt et des dépenses militaires.

En 2026, la dette devrait changer plus sensiblement concernant la charge d'intérêt. En 2025, elle devrait encore rester contenue. En effet, l'impact du reflux de l'inflation sur les obligations indexées devrait compenser celui de la hausse des taux. Toutefois, le plein effet de cette dernière sur la charge d'intérêt se fera de plus en plus ressentir, en raison de la maturité moyenne de la dette publique (8 ans et demi). La situation devrait se détériorer à partir de 2026. Selon nos estimations, la charge de la dette devrait croître de près de 0,4 point de PIB en 2026, et de plus de 0,3 point de PIB par an en moyenne entre 2025 et 2029. Elle pèserait d'autant sur le déficit public. Sa contribution au déficit public passerait ainsi de 2,2 points de PIB en 2025 à 3,6 points en 2029 (*graphique 3*), dépassant alors son précédent record (3,1% du PIB en 1996). De plus, une hausse additionnelle de 50 pb des taux d'intérêt accroîtrait encore la charge d'intérêt, avec un effet cumulatif (0,1 point de PIB de plus au bout de 2 ans, 0,3 point au bout de 5 ans).

CHARGE D'INTÉRÊT EN % DU PIB



GRAPHIQUE 3

SOURCES : INSEE, BNP PARIBAS

S'agissant des dépenses militaires, le budget 2025 prévoit une hausse de près de EUR 4 mds par rapport à 2024 (un peu plus de 0,1 point de PIB). À partir de 2026, cet effort devrait encore s'accroître et le budget augmenter de près de 0,2 point de PIB par an. Cela permettrait aux dépenses militaires d'atteindre 3% du PIB en 2030 (soit 0,5 point de PIB de plus que ce que prévoit la loi de programmation militaire), hypothèse que nous retenons, étant donné la volonté d'accroître l'effort de réarmement. Néanmoins cet effort devrait être lissé dans le temps, compte tenu du niveau élevé du déficit public. En 2026, ce sera donc 0,6 point de PIB de dépenses supplémentaires avec ces deux coûts additionnels (le service de la dette et l'effort de réarmement).

Dans ce contexte, ramener le déficit public à 5% (notre hypothèse pour 2026), c'est-à-dire le réduire de 0,4 point de PIB par rapport à 2025, nécessiterait un effort de 1 point de PIB sur le déficit primaire (1,4 point pour le ramener à 4,6% du PIB, comme le projette pour le moment le gouvernement). Considérant une croissance du PIB affaiblie en 2025 (0,6%) et le retour à son rythme de 2023-24 en 2026 (1,1%), les marges de manœuvre devraient rester réduites côté augmentation des recettes. Ce sera donc vers une réduction du poids des dépenses dans le PIB (en dehors des deux postes décrits plus haut) qu'il faudra probablement s'orienter. En d'autres termes, une hausse des dépenses publiques certes, mais moins rapide que celle du PIB. En effet, les salaires progressent depuis 2024 plus vite que l'inflation. Le soutien des dépenses publiques est donc moins indispensable à la protection du pouvoir d'achat des ménages qu'en 2022-23.

Les choix budgétaires seront certainement difficiles à faire accepter, mais leur report ne ferait que compliquer davantage l'équation. En effet, même avec un scénario de consolidation budgétaire d'ici à 2029 (ce qui ramène, dans nos prévisions, le déficit public à 3,5% du PIB à cet horizon), la dette publique augmenterait de nouveau pour atteindre près de 120% du PIB (soit 7 points au-dessus du niveau de 2024). La consolidation budgétaire sera, alors, plus difficile : à la fin de la décennie, la France devra *a minima* parvenir à équilibrer son budget primaire (c'est-à-dire hors charge d'intérêt), compte tenu de la dynamique des taux d'intérêt et de la croissance nominale moyenne attendue dans les prochaines années (2,5%), si elle veut stabiliser sa dette³.

Stéphane Colliac

stephane.colliac@bnpparibas.com

³ Cf. notre analyse dans [Graphique de la semaine, Stabilisation des dettes publiques : des surplus budgétaires primaires seront nécessaires dans de nombreux pays, 24 avril 2025](#)



ÉCONOMIES AVANCÉES

[Retrouvez notre scénario et nos prévisions](#)

ÉTATS-UNIS

L'inflation headline pour avril plus faible qu'attendu, mais les anticipations d'inflation continuent d'augmenter. L'inflation (mesure IPC) a atteint 2,3% a/a (un plus bas depuis février 2021) en raison d'un fort recul des prix de l'énergie (-3,7% a/a), tandis que l'inflation sous-jacente est demeurée stable à 2,8% a/a. Les prix à la production ont reculé de 0,5% m/m en avril (la dernière baisse des prix datait d'octobre 2023). En mai, l'indice de sentiment du consommateur de l'Université du Michigan chute à nouveau (de 52 à 50,8 selon l'estimation préliminaire). Les anticipations d'inflation continuent d'augmenter (elles passent de 6,5% à 7,3% à un an et de 4,4% à 4,6% à 5 ans. Les ventes au détail ont faiblement progressé en avril (0,1% m/m) et la production industrielle est restée stable par rapport à mars. Une nouvelle étape a été franchie le 18 mai en faveur de l'adoption de la « *Big, Beautiful Bill* » promue par D. Trump, validée par la commission budgétaire de la Chambre des représentants grâce au soutien nouveau des Républicains les plus conservateurs sur la question fiscale. Ce vote doit permettre la présentation du budget à l'ensemble de la Chambre. En pleine discussion budgétaire, Moody's, jusqu'ici la dernière agence de notation à encore accorder aux États-Unis la notation souveraine maximale, l'a dégradée d'un cran avec une perspective qui passe de négative à stable.

ZONE EURO/UE

Les négociations en vue d'un accord commercial entre les États-Unis et l'UE restent compliquées. Certains dirigeants européens considèrent qu'un accord sur la base de celui signé entre les États-Unis et le Royaume-Uni serait insuffisant. Le ministre de l'Économie polonais, dont le pays assure la présidence tournante de l'UE, a répété que cette dernière ne doit pas « aller trop vite ». Devançant les nouveaux tarifs douaniers américains, le rebond de la production industrielle en zone euro s'est accentué en mars (+2,6% m/m). La hausse du PIB réel pour le T1 a été légèrement révisée à la baisse (+0,3% t/t, effet d'arrondi) et l'emploi progresse au même rythme. *À venir cette semaine : l'estimation finale d'inflation pour le mois d'avril, l'estimation flash de la confiance des ménages, ainsi que les flash PMI pour le mois de mai, les salaires négociés du T1. La BCE publiera également sa revue de stabilité financière*

Le sommet entre le Royaume-Uni et l'Union européenne a débouché sur de nouveaux accords bilatéraux. Le Royaume-Uni a étendu l'accès aux eaux britanniques aux pêcheurs européens jusqu'en 2038 et ouvert la porte à un retour du pays au sein du programme d'échange étudiants Erasmus+. En retour, le Royaume-Uni a obtenu un accord sur les normes alimentaires et agricoles lui permettant de supprimer la grande majorité des contrôles aux frontières avec l'UE. Un partenariat de défense et de sécurité a également été scellé, ainsi que des avancées sur la coopération énergétique et la convergence des mécanismes d'ajustement carbone aux frontières.

ALLEMAGNE

L'inflation rebondit dans les services. D'après les chiffres définitifs, l'inflation harmonisée s'établit à 2,2% a/a (contre 2,3% en mars). L'inflation dans les services a augmenté à 3,9% a/a (3,5% en mars), entraînant dans son sillage l'inflation sous-jacente à 2,9% a/a (2,6% en mars). *Le PMI flash et l'enquête IFO seront publiés le 22 mai. Les données détaillées du PIB pour le 1^{er} trimestre le seront le 24 mai.*

FRANCE

Bonne tenue du marché du travail et attractivité confirmées. Le taux de chômage est demeuré quasi stable au 1^{er} trimestre, à 7,4% (+0,1 point par rapport au T4), revenant ainsi à son niveau du T3 2024. Après un repli au T4, le taux d'activité progresse vers un nouveau plus haut historique, à 75,1% au T1. La progression du salaire mensuel a ralenti au 1^{er} trimestre, à +2% a/a contre +2,8% au T4 (l'inflation harmonisée a ralenti de 1,7% a/a au T4 à 1,2% au T1 en parallèle). La hausse du SMIC, en novembre au lieu du 1^{er} janvier habituellement, explique en partie ce ralentissement. Le dernier baromètre EY confirme la **première place de la France en Europe en termes de nombre de projets d'investissement direct étranger en 2024** pour la 6^e année consécutive. Ce nombre de projets est toutefois en diminution par rapport à 2023 (-14%). La Banque de France estime, dans son dernier point de conjoncture, que le PIB « progresserait légèrement » au T2. En avril, le nombre de **créations d'entreprises** a fortement rebondi. En mars, le **nombre de défaillances** cumulé sur un an est demeuré stable (légèrement inférieur à 66400) pour le 3^e mois consécutif. Le taux de progression annuelle diminue faiblement (+11,8% après +12,8% en février). La **reprise du marché immobilier** se confirme en mars : les nouveaux crédits à l'habitat aux ménages, hors renégociations, ont atteint un niveau inédit depuis mai 2023 (EUR 12,0 mds), soit +58% a/a. Le taux des prêts s'est établi, en moyenne, à 3,03%, en recul de 5 pb par rapport à février. Du côté des entreprises, le rythme de **progression de l'encours des crédits** à l'investissement s'est maintenu à 3,4%. Le repli de l'encours des crédits de trésorerie a été limité par la hausse des tirages expliqués par la situation de trésorerie de certaines entreprises et le niveau toujours élevé des stocks. Le coût des financements bancaires a continué de diminuer (-12 pb), au contraire du coût des financements de marché, en hausse sensible (+25 pb). L'Insee publiera le 22 mai son enquête de climat des affaires et le 23 mai son enquête ménages. Le PMI flash sera publié le 23 mai.

PORTUGAL

Pas de majorité. La coalition de centre droit du Premier ministre sortant Luís Montenegro a remporté les élections législatives du 18 mai, avec 89 sièges sur 230, mais sans majorité absolue. Elle devra s'allier avec d'autres partis pour adopter des lois et pourrait être freinée dans sa volonté de baisser les impôts. La coalition a obtenu 32,7% des suffrages, devançant le parti socialiste (23,4%) et le parti d'extrême droite Chega (22,6%).

ROYAUME-UNI

La croissance rebondit au T1, mais l'emploi salarié recule. Après deux trimestres atones, le PIB affiche une hausse de 0,7% t/t, porté par l'investissement privé (2,9% t/t) et le commerce extérieur. Les ventes au détail ont bondi en avril selon BRC : +6,8% a/a grâce à une météo ensoleillée qui aurait boosté la consommation. En revanche, le marché du travail s'affaiblit avec un taux de chômage à un plus haut depuis l'été 2021 (4,5% 3m/3m). L'emploi salarié recule en avril (-33 000). Sur trois mois, la baisse se chiffre à 106 500 emplois. Mais la croissance des salaires de base reste très soutenue, bien qu'en recul par rapport au mois précédent (+5,0% a/a). *À suivre la semaine prochaine : les données de l'inflation (avril), l'estimation flash PMI (mai), les ventes au détail (ONS) ainsi que l'indicateur Gfk de la confiance des ménages (mai).*



JAPON

Le PIB se contracte de 0,2% t/t au T1. Le commerce extérieur et la faiblesse des dépenses publiques ont tiré le PIB vers le bas. Néanmoins, l'investissement privé non-résidentiel croît plus fortement (+1,4% t/t). L'enquête Economy Watchers Survey pour avril montre un indice (42,6, au plus bas depuis février 2022) bien inférieur à sa moyenne de long terme (45), traduisant l'incertitude au sein des industriels japonais. *À venir cette semaine : les données de la balance commerciale du mois d'avril et l'inflation.*

ÉCONOMIES ÉMERGENTES

CHINE

Activité freinée par les droits de douane en avril. Après le rebond de mars, la croissance de la production industrielle a ralenti en avril (à +6,1% en g.a. contre +7,7% en mars), ce qui s'explique largement par l'affaiblissement des ventes et des commandes à l'exportation. Dans les services, la croissance a fléchi à +6,0% en g.a. en avril, après une accélération en mars (à +6,3%). Les ventes au détail ont progressé de +5,2% en g.a. en volume en avril, contre +6,0% en mars, signe que les ménages restent très prudents dans un contexte de déflation et de perspectives de ralentissement dans le secteur manufacturier. La contraction des ventes de logements s'est poursuivie (-2,9% en g.a. en avril). La croissance de l'investissement total a logiquement diminué (+4,0% en g.a. en valeur en cumul sur l'année, contre 4,2% en mars), contrainte par le ralentissement de l'investissement manufacturier et la baisse continue de l'investissement immobilier.

ARABIE SAOUDITE, ÉMIRATS ARABES UNIS, QATAR

Tournée de Trump dans le Golfe. Elle se concrétise par des engagements commerciaux et financiers massifs : USD 600 mds (Arabie Saoudite), USD243 mds (Qatar) et USD200 mds (Émirats Arabes Unis). Pour ces deux derniers, les accords signés s'inscrivent dans des promesses beaucoup plus vastes (USD 1200 mds du Qatar et USD 1400 mds des EAU). La matérialisation de l'ensemble de ces projets n'est pas assurée, en particulier de la part de l'Arabie Saoudite. De fournisseur net de capitaux au reste du monde, celle-ci est désormais un importateur net depuis l'an dernier. L'annonce surprise de la levée des sanctions américaines à l'encontre de la Syrie confirme que la diplomatie du « deal » peut permettre au pays du Golfe de faire converger l'administration Trump vers leur vision pour la région.

EUROPE CENTRALE

Dynamiques de croissance divergentes dans la région. Au T1, la Pologne s'est démarquée des autres pays de la région avec une croissance relativement solide de son PIB à 0,7% t/t (3,8% a/a). La Roumanie et la Slovaquie ont enregistré une croissance plus faible (0% t/t et 0,2% t/t respectivement). En Roumanie, les incertitudes politiques ont pesé sur la consommation et l'investissement (finalement, c'est le candidat pro-européen, Nicusor Dan, qui l'a emporté). Deux semaines plus tôt, la Hongrie avait, contre toute attente, vu sa croissance reculer de 0,2% t/t au T1.

ARGENTINE

Amélioration du rating souverain. Le 12 mai, Fitch a relevé le rating souverain de l'Argentine de CC à CCC+ à la fois sur la dette en devise et la dette en monnaie locale. Cette décision fait suite à la conclusion d'un nouvel accord avec le FMI accordant USD 20 mds de financements supplémentaires (dont le déboursement d'une tranche de USD 12 mds le 11 avril), la levée de la plupart des mesures de contrôle des changes et le ralentissement de l'inflation.

BRÉSIL

Le Brésil resserre ses liens stratégiques avec la Chine. Les deux pays ont renforcé leur partenariat économique et technologique par la signature de plus de 30 accords bilatéraux. Outre les engagements pris pour investir dans les secteurs minier, logistique et portuaire, les deux pays misent sur une coopération accrue autour de l'IA. Le rapprochement touche aussi les mécanismes de coordination monétaire (accord de swap de devises sur 5 ans entre les banques centrales des deux pays). Malgré les menaces protectionnistes américaines, le Brésil continue de miser fortement sur la Chine pour appuyer son développement et renforcer son intégration dans les chaînes de valeur mondiale.

MEXIQUE

Nouvelle baisse de taux pour soutenir la croissance. Sans surprise, la Banque centrale du Mexique a baissé son principal taux directeur de 50 pb (à 8,5%), pour la 3^e fois consécutive. Elle entend soutenir l'activité. Malgré la révision à la hausse de ses prévisions d'inflation (3,6% et 3,1% respectivement pour 2025 et 2026, contre 3,4% et 3,0% auparavant), le communiqué annonce de nouvelles baisses de taux à court terme. En mars, la production industrielle s'est contractée de près de 1% par rapport au mois précédent. Par ailleurs, de nouvelles annonces de l'administration Trump (réflexion sur la mise en place de nouveaux droits de douane sur le secteur aéronautique, proposition de taxes sur les transferts des travailleurs étrangers) ont fait vivement réagir le gouvernement mexicain. Le ministre de l'Économie, Marcelo Ebrard, a proposé d'avancer les négociations de l'USMCA d'un an (au S2 2025) dans le but de rassurer les investisseurs.

MATIÈRES PREMIÈRES

L'Agence Internationale de l'Énergie (AIE) revoit significativement à la hausse ses prévisions de croissance de la production mondiale de pétrole pour 2025 à 1600 kb/j (+400kb/j) étant donné l'accélération de hausse de la production des membres de l'OPEP+. Pour 2026, l'agence laisse quasiment inchangée sa prévision à 970kb/j. Les prévisions de croissance de la demande pour 2025 et 2026 sont pratiquement inchangées (respectivement +740kb/j et +760kb/j). La baisse récente des prix du pétrole devrait entraîner un ralentissement de la croissance de la production de pétrole de schiste aux États-Unis en 2025 et 2026. Dans son dernier bulletin mensuel, l'OPEP laisse, quant à elle, inchangées ses prévisions de croissance de la demande mondiale de pétrole pour 2025 (+1,3mb/j pour atteindre 105mb/j en moyenne) et 2026 (+1,3mb/j).



REVUE DES MARCHÉS

Marchés obligataires

	en %		en pb		
	16-mai-25	1 semaine	1 mois	Cumul annuel	1 an
Bund 2a	1.84	+6.6	+5.7	-21.8	-124.1
Bund 5a	2.11	+6.4	+9.7	-0.1	-41.0
Bund 10a	2.59	+3.6	+12.4	+22.5	+16.5
OAT 10a	3.26	+0.1	+16.5	+13.6	+34.6
BTP 10a	3.61	-1.5	+10.9	+18.9	-10.6
BONO 10a	3.21	+0.5	+11.1	+19.3	+0.3
Treasuries 2a	4.02	+11.7	+24.3	-23.3	-77.0
Treasuries 5a	4.07	+8.0	+16.2	-31.1	-34.4
Treasuries 10a	4.44	+6.9	+15.7	-13.5	+5.1
Gilt 2a	4.00	+9.8	+3.1	-14.4	-65.6
Treasuries 5a	4.15	+12.1	+5.3	-19.7	+21.3
Gilt 10a	4.64	8.0	+3.8	+7.0	+56.3

Taux de change - Matières premières

	en niveau		variation, %		
	16-mai-25	1 semaine	1 mois	Cumul annuel	1 an
EUR/USD	1.12	-1.0	-2.0	+7.7	+2.6
GBP/USD	1.33	-0.3	+0.1	+5.9	+4.7
USD/JPY	145.95	+0.6	+2.4	-7.1	-6.0
DXY	111.99	+7.9	+11.5	+10.5	+6.1
EUR/GBP	0.84	-0.7	-2.1	+1.7	-2.0
EUR/CHF	0.94	+0.2	+0.9	-0.2	-4.8
EUR/JPY	162.82	-0.4	+0.4	+0.0	-3.6
Pétrole (Brent, \$)	65.45	+2.3	-0.7	-12.4	-21.2
Or (once, \$)	3177	-4.9	-4.0	+21.0	+33.6

Indices actions

	en niveau		variation, %		
	16-mai-25	1 semaine	1 mois	Cumul annuel	1 an
Monde					
MSCI Monde (\$)	3863	+4.1	+11.4	+4.2	+11.4
Amérique du Nord					
S&P500	5958	+5.3	+12.9	+1.3	+12.5
Dow Jones	42655	+3.4	+7.5	+0.3	+7.0
Nasdaq composite	19211	+7.2	+17.8	-0.5	+15.0
Europe					
CAC 40	7887	+1.8	+7.6	+6.9	-3.7
DAX 30	23767	+1.1	+11.5	+19.4	+26.8
EuroStoxx50	5428	+2.2	+9.3	+10.9	+7.0
FTSE100	8685	+1.5	+4.9	+6.3	+2.9
Asie					
MSCI, loc.	1431	+0.8	+10.0	-0.1	+2.1
Nikkei	37754	+0.7	+11.3	-5.4	-3.0
Emergents					
MSCI Emergents (\$)	1172	+3.0	+10.7	+8.9	+6.7
Chine	74	+2.0	+10.0	+14.6	+16.9
Inde	1061	+4.8	+7.1	+3.1	+6.0
Brésil	1421	+1.2	+12.0	+20.7	-10.4

Performance par secteur

Eurostoxx600

Année 2025 au 16-5, €

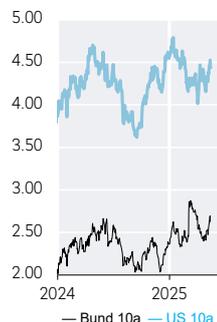
+22.0%	Banques
+18.0%	Assurances
+13.6%	Scs collectivités
+13.1%	Construction
+12.0%	Télécoms
+9.1%	Agroalimentaire
+8.0%	Industrie
+6.3%	Chimie
+5.7%	Eurostoxx600
+4.8%	Foncières
+3.5%	Scs financiers
+2.1%	Distribution
-0.7%	Pétrole & gaz
-0.9%	Technologie
-1.3%	Médias
-1.9%	Santé
-5.3%	Bs. de conso.
-9.3%	Matières premières
-10.5%	Voyages & loisirs

S&P500

Année 2025 au 16-5, \$

+14.4%	Télécoms
+11.8%	Services commerciaux et pro.
+9.7%	Biens d'équipement
+8.7%	Assurances
+8.4%	Alimentation, boissons et tabac
+8.2%	Scs collectivités
+7.9%	Distribution
+5.7%	Banque
+3.4%	Foncières
+3.3%	Matériaux
+2.5%	Services aux consommateurs
+1.3%	S&P500
+1.1%	Semiconducteurs
+0.4%	Médias
+0.3%	Santé
-0.6%	Énergie
-3.5%	Biens de consommation
-6.2%	Pharmaceutiques
-11.6%	Automobiles
-11.9%	Matériel et équipement technologiques

Bund 10a vs US Treas. 10a



Bund 10a vs OAT 10a



EUR/USD vs GBP/USD



EUROSTOXX 50 vs S&P500



Pétrole (Brent, \$)



Or (once, \$)



MSCI monde (\$)



MSCI Emergents (\$)



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



DERNIÈRES PUBLICATIONS DES ÉTUDES ÉCONOMIQUES

8

Zone euro : reprise générale des nouveaux crédits à l'habitat, mais en ordre dispersé	Graphique de la Semaine	15 mai 2025
Le Petit Atlas de l'économie française numéro de Mai 2025	Le Petit Atlas de l'Économie Française	14 mai 2025
Tariff Tracker - mise à jour du 12 mai 2025	Tariff Tracker	12 mai 2025
Les économies d'Europe centrale résistent au choc tarifaire	EcoWeek	12 mai 2025
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 2^e 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



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	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

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 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 : Sasirin Pamai

Pour vous abonner à nos publications :

ÉTUDES **ECONOMIQUES**



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change