

“ La zone euro connaît un vieillissement accéléré qui, a priori, n’incite guère à l’optimisme quant à ses perspectives de croissance. L’équation n’est toutefois pas que démographique. ”

ÉTUDES **ECONOMIQUES**



BNP PARIBAS

La banque
d’un monde
qui change

SOMMAIRE

2

3

ÉDITORIAL

Conserver son potentiel au moment de vieillir : le cas de la zone euro

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



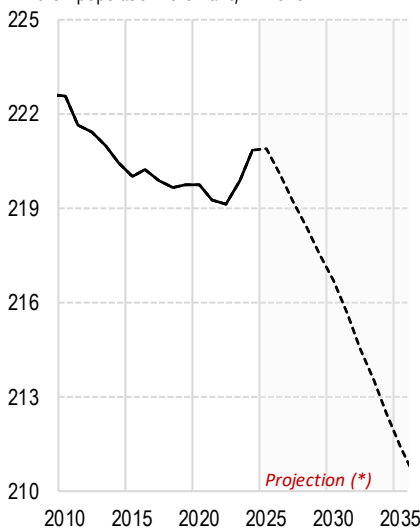
CONSERVER SON POTENTIEL AU MOMENT DE VIEILLIR : LE CAS DE LA ZONE EURO

La zone euro connaît un vieillissement accéléré qui, *a priori*, n'incite guère à l'optimisme quant à ses perspectives de croissance. Le déclin de sa population en âge de travailler peut toutefois être contré par des politiques migratoires adéquates (comme en Italie ou en Espagne), ainsi que par une remontée des taux d'activité. Au-delà, beaucoup dépendra du redressement de la productivité, qui a connu un coup d'arrêt marqué après l'épidémie de Covid 19.

GARDER LE RYTHME DE CROISSANCE EN ZONE EURO : LES TERMES DE L'ÉQUATION

1. BAISSÉ DE LA POPULATION EN ÂGE DE TRAVAILLER

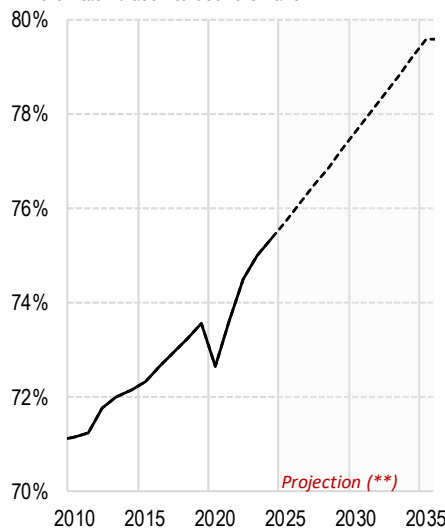
Z. Euro : population 15-64 ans, millions



(*) Scénario central Eurostat

2. HAUSSE DES TAUX D'ACTIVITÉ

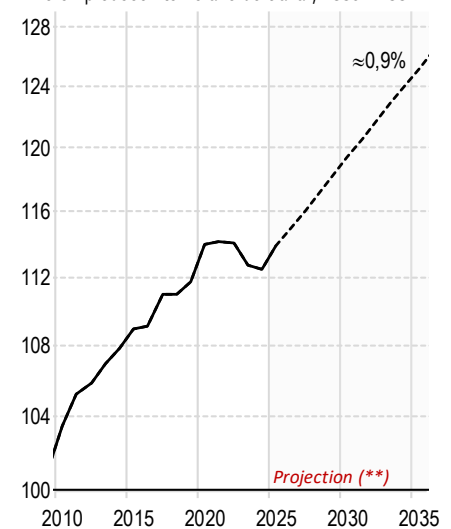
Z. Euro : taux d'activité des 15-64 ans



(**) Compatible avec le maintien d'un rythme annuel de croissance ≈1,3%

3. REDRESSEMENT DE LA PRODUCTIVITÉ

Z. Euro : productivité horaire du travail, 2005 = 100



SOURCE : EUROSTAT, BNP PARIBAS

Le vieillissement des populations est un phénomène qui concerne tous les pays, développés comme émergents, et qui est, avant tout, une bonne nouvelle. Il témoigne du fait que, avec les progrès de la médecine et l'amélioration des conditions matérielles et sanitaires (extension de la couverture vaccinale, des réseaux d'eau et d'électricité, etc.), l'espérance de vie augmente. Dans le monde, elle est passée de 46 ans à la naissance en 1950, à 73 ans en 2024 ; dans les sociétés occidentales, elle dépasse les 80 ans.

Si, toutefois, les populations vieillissent, c'est aussi parce que la natalité baisse. Dans le monde, le taux de fécondité (le nombre moyen d'enfants par femme) est en recul quasi ininterrompu depuis le début des années 1970. En zone euro, il est passé sous le seuil de renouvellement naturel des populations dès 1975, pour tomber à 1,3 en 2024, son plus bas niveau historique.

Conséquence, devenues « sénior », les générations nombreuses d'après-guerre ne sont pas remplacées. Selon Eurostat, les 65 ans et plus devraient compter pour plus du quart de la population de la zone euro en 2035 (ils seraient alors 95 millions) contre à peine 15% au début des années 1990¹.

1 Cf. Eurostat, base « EUROPOP », consultable ici : [Database - Population and demography - Eurostat](#). Les estimations présentées ici s'appuient sur les projections centrales de la version de 2023 de la base EUROPOP.

Même une fois prise en compte l'immigration, la population dite « en âge de travailler » (celle des 15-64 ans) verrait, elle, son déclin s'accroître (cf. infra).

Dans ces conditions, le risque, maintes fois souligné par le rapport « Draghi »², est que la zone euro peine à générer suffisamment de richesses (de PIB...) pour répondre aux défis qui l'attendent (transition écologique, réarmement, pérennisation des systèmes de santé ou de retraites, etc.).

Aujourd'hui, sa croissance dite « potentielle », soit le rythme maximum auquel son économie peut progresser sans générer de tensions inflationnistes, est évaluée à 1,3% par an. Mais demain ? La réponse à cette question passe classiquement par l'examen des deux moteurs qui font avancer l'économie, à savoir : d'une part, la quantité d'heures travaillées, et d'autre part, la productivité de chacune d'entre elles (le PIB n'étant jamais qu'une combinaison des deux).

TRAVAILLER PLUS ?

D'un point de vue macroéconomique, « travailler plus » n'implique pas nécessairement d'augmenter la durée individuelle du travail. En réalité, celle-ci a tendance à baisser partout où le progrès technique se

2 Cf. Draghi M. (2024), *The Future of European Competitiveness*, September.



diffuse et apporte des gains de productivité. En 2025 et sur l'ensemble de l'année, chaque employé de la zone euro travaille en moyenne 120 heures de moins qu'en 1995, tout en générant 15 000 euros de PIB de plus (à prix constants de 2025).

Si, pourtant, la production d'heures ouvrées augmente, c'est parce que de plus en plus de personnes y contribuent. En zone euro, le taux d'activité (soit, pour une classe d'âge donnée, la part de la population occupant ou recherchant un emploi) est sur une courbe ascendante. Chez les 15-64 ans, il a gagné près de 6 points en deux décennies, pour s'établir à près de 76% en 2025, un chiffre qui dépasse celui des États-Unis (73,7%). Il décolle aussi chez les 65 ans et plus, tout en restant inférieur à la moyenne de l'OCDE.

On peut y voir le résultat des mesures structurelles prises un peu partout en Europe, ayant consisté à assouplir les règles du marché du travail, pour notamment inciter à l'embauche des jeunes ; à repousser l'âge légal de la retraite et à renforcer la formation professionnelle, pour augmenter la participation des séniors ; ou encore à promouvoir le travail des femmes, selon l'objectif fixé par le Traité de Lisbonne.

Malgré le vieillissement et la raréfaction de sa population en âge de travailler, la zone euro n'a finalement pas eu à déplorer, jusqu'ici, de baisse du nombre d'actifs (cf. graphique 1). Pour l'avenir, la question se pose néanmoins, tant l'équation démographique se complique. Certains pays, comme l'Italie ou l'Espagne, optent déjà pour un recours accru à l'immigration³, qui reste un paramètre clé des projections d'activité à dix ou quinze ans (focalisées sur des populations déjà nées). Dans son scénario central à horizon 2035, Eurostat n'envisage pas de recul des entrées nettes de population étrangère en zone euro, maintenues aux alentours de 1 million par an (soit la moyenne des dix dernières années, hors afflux exceptionnel des réfugiés en provenance d'Ukraine). Sous cette hypothèse, la population active serait, malgré tout, amenée à baisser : *ceteris paribus*, nous estimons qu'elle perdrait entre 5 et 6 millions d'individus à horizon 2035. Maintenir une tendance positive exige donc la poursuite de la hausse des taux d'activité, ce qui ne se décrète pas mais dépend de décisions publiques, par nature rarement faciles à mettre en œuvre.

FEUILLE DE ROUTE EXIGEANTE

En supposant que l'effort d'intégration ou de maintien des populations sur le marché du travail se prolonge au même rythme, les taux d'activité des 15-64 ans et des 65 ans et plus atteindraient respectivement 80% et 10% à horizon 2035 (graphique 2). Si de tels niveaux peuvent paraître exigeants pour l'ensemble de la zone euro, ils sont en réalité déjà dépassés en Allemagne ; la France, quant à elle, se distingue par la faible proportion de ses séniors en activité (4,4% chez les 65 ans et plus).

La feuille de route comporte des particularités locales et n'est pas exempte de difficultés ; elle offre néanmoins une alternative à un futur autrement peu engageant. Aux conditions précitées, la population active « eurolandaise » ne serait plus vouée au déclin, mais continuerait d'augmenter, bien que de manière ralentie (+0,3% par an entre 2025 et 2035, contre +0,7% par an entre 2015 et 2025). Le recul du chômage structurel étant une tendance assez générale (en France, il aurait perdu 1,3 point depuis dix ans⁴), son prolongement est une hypothèse qui peut encore améliorer l'équation.

³ En Italie, un décret triennal sur les flux migratoires signé en 2025 autorise près de 500.000 nouvelles entrées d'ici à 2028, qui s'ajoutent aux 450.000 permis de travail déjà délivrés entre 2023 et 2025.

⁴ Cf. Banque de France (2026), *Les réformes du marché du travail et la baisse du chômage structurel en France : rétrospective 2015-2025*, Bulletin no 264, mai.

En visant un taux de chômage de 5% en zone euro à horizon 2035 (contre un peu plus de 6% aujourd'hui) la croissance de l'emploi dépasserait celle de la population active, pour s'établir à +0,4% par an. Une hypothèse conservatrice sur la durée individuelle du travail amène à retenir une progression du volume total d'heures ouvrées du même ordre (+0,4% par an). Maintenu positive, la tendance serait tout de même freinée par rapport à celle des dix dernières années (+1% par an sur 2015-25).

TRAVAILLER MIEUX ?

Pour rester sur un sentier de croissance à +1,3% par an, voire plus, la zone euro n'a finalement pas d'autre alternative qu'améliorer durablement la productivité horaire du travail, en panne depuis l'épidémie de Covid 19. Il faudrait viser +0,9% par an au minimum et au long cours, ce qui, là encore, ne se décrète pas, mais repose sur des choix politiques, que le rapport Draghi a beaucoup contribué à faire valoir. Dans la lignée des travaux de Philippe Aghion, prix Nobel d'économie 2025, c'est l'innovation et tout ce qui contribue à la faciliter qui doivent être promus : la loi européenne de simplification économique, visant à faciliter l'activité des entreprises et tout juste adoptée en France, s'inscrit clairement dans cette mouvance. L'initiative « une Europe, un marché », pour une meilleure intégration du marché des capitaux et un développement du capital-risque au niveau communautaire, aussi.

Comme un encouragement, et après des années de recul ou de stagnation, la productivité horaire se serait récemment redressée en zone euro (+1,4% en 2025 selon les estimations d'Eurostat). Reste l'incontournable question du moment, qui est de savoir quel impact pourrait avoir le déploiement à grande échelle de l'intelligence artificielle (IA).

Ici, plusieurs points de vue s'affrontent. Les plus pessimistes prédisent à terme la « fin du travail », soit le remplacement par la machine de tout ou partie des tâches humaines, avec pour conséquence inévitable une montée du chômage. Les plus optimistes notent que l'histoire est jalonnée d'épisodes de « destruction-créatrice », au cours desquelles les vagues d'innovation font, certes, disparaître des emplois, mais en nécessitent d'autres qui lui permettent d'avancer. Dans une note approfondie sur les effets de l'IA produite par BNP Paribas Global Markets, il est rappelé que la révolution Internet des décennies 1990 et 2000 n'a pas fait tendanciellement monter le chômage, en particulier aux États-Unis, d'où elle est partie⁵. Ce qui amène à des conclusions plutôt encourageantes : plutôt bien positionnée dans le déploiement de l'IA, également en passe d'investir beaucoup via l'Allemagne, la zone euro serait en mesure de pallier les effets négatifs de son vieillissement par des gains de productivité renforcés. Par rapport à un scénario central « *business as usual* » son PIB pourrait même gagner jusqu'à 0,2 point de pourcentage par an dans les dix ans.

Jean-Luc Proutat

jean-luc.proutat@bnpparibas.com

⁵ BNP PARIBAS Markets 360 (2026), *A hitchhiker's guide to the macro impact of AI, Deep Dive*, April 15.



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

[Retrouvez notre scénario et nos prévisions](#)

ÉCONOMIES AVANCÉES

ÉTATS-UNIS

La Fed, plus proche du resserrement que de l'assouplissement. Kevin Warsh a été officiellement intronisé président de la Fed par Donald Trump et nommé président du FOMC à l'unanimité de ses membres. Il devrait engager un « changement de régime », en matière de mesure de l'inflation, de communication (moindre) et de bilan de la Fed (réduction de sa taille). Les Minutes du FOMC des 28 - 29 avril confirment que la « vaste majorité » des membres du comité reconnaît que le retour de l'inflation à la cible est reporté, alors que le marché du travail et la croissance apparaissent bien orientés. Une « majorité » des participants indique qu'une politique de taux directeur plus dure « deviendrait appropriée » si l'inflation persistait au-dessus des 2%. Les Minutes indiquent que les membres en faveur d'un abandon du « biais baissier » (opinion à laquelle vient de se ranger le gouverneur Waller) allaient au-delà des deux dissensions exprimées lors du vote. La probabilité de marché d'au moins une hausse de taux avant fin 2026 est désormais de 80%. Les anticipations d'inflation à long-terme ont augmenté, à 3,9% (selon le Michigan). *À venir : Inflation PCE et PIB du T1 (jeudi).*

UNION EUROPÉENNE

Accords commerciaux. Le Parlement européen et le Conseil ont validé provisoirement l'accord commercial avec les États-Unis (sans exiger le respect préalable des engagements américains), prévoyant la suppression des droits de douane sur la majorité des importations américaines au sein de l'UE. La clause *sunset* de caducité de l'accord entrera en vigueur à fin 2029. L'accord pourra être suspendu si, à fin 2026, les États-Unis n'ont pas supprimé les surtaxes sur l'acier. Le Parlement européen se prononcera sur l'accord entre le 15 et le 18 juin. Par ailleurs, l'UE et le Mexique ont scellé un accord commercial et un partenariat stratégique global.

ZONE EURO

Stabilisation des enquêtes de confiance, progression du commerce intra-zone. La confiance des ménages s'est redressée à -19 en mai (-20,6 en avril). Le PMI composite se replie (-1,3 m/m à 47,5) en partie du fait d'effets exceptionnels (voir le commentaire sur la France), notamment dans l'industrie (-0,8 m/m à 51,4), alors que le PMI services perd 1,2 m/m à 46,4. La hausse du coût des intrants (+2,2 m/m à 70,5) ne se transmet pas davantage aux prix de vente (+0,1 m/m à 56,9). La hausse des salaires négociés a ralenti à 2,5% a/a au T1 (3% au T4). Les exportations (+2,2% m/m en mars) sont tirées par le commerce intra-européen. La Commission européenne (CE) a abaissé sa prévision de croissance à 0,9% en 2026 et 1,2% en 2027 (en ligne avec le scénario de base de la BCE). L'inflation atteindrait 3% en 2026 et 2,3% en 2027. *À venir : immatriculations automobiles (lundi) ; enquête de la CE (mardi).*

Allemagne : Du mieux sur les enquêtes de confiance, qui corrigent en partie en mai leur pessimisme d'avril : en matière de perspectives de revenu concernant la confiance des ménages (-29,8 ; +3,3 m/m) et d'anticipations concernant le climat des affaires Ifo (84,9 ; +0,7 m/m). Le PMI composite s'est stabilisé en mai (48,6 ; +0,2 m/m), en raison des services (47,2 ; +0,3 m/m) et malgré une dégradation dans l'industrie (49,9 ; -1,5 m/m). La hausse du prix des intrants s'accroît, mais celle des prix de vente se modère. La hausse des prix à la production (+1,7% a/a en avril) reste cantonnée à celle du pétrole raffiné. La croissance du T1 est confirmée à 0,3% t/t, portée par les exportations et la demande publique, alors que la consommation des ménages a stagné et que l'investissement a reculé. La Chine est devenue le premier investisseur étranger en Allemagne en 2025, dépassant les États-Unis. *À venir : inflation et chômage (vendredi).*

Italie : Forte progression des exportations en mars, de 7,4% a/a, principalement vers les pays de l'UE. *À venir : inflation et PIB du T1 (vendredi).*

France : Faiblesse des services, vigueur de l'industrie et du bâtiment. Le climat des affaires Insee s'est stabilisé à 94 en mai (97 en mars), tandis que le PMI composite s'est contracté à 43,5 en mai (-4,1 m/m). Les deux indicateurs s'accordent sur les services (92,6 ; -1,7 m/m versus 42,9 ; -3,6 m/m), pénalisés par l'hôtellerie et le commerce de détail. Ils divergent sur l'industrie : +2 m/m à 102 pour l'Insee (soutenu par l'aéronautique et les biens intermédiaires) ; -3,9 m/m à 48,9 pour le PMI (enquête menée plus tardivement et affectée par la baisse de 2 jours ouvrés en mai par rapport à mai 2025). Selon l'Insee, l'activité rebondit dans le bâtiment (97, +1 m/m), après une baisse de 1,5% t/t de la production au T1. La commercialisation de logements neufs a augmenté au T1 (dont +4% t/t pour les ménages). La France est restée la première destination des investissements étrangers en Europe en 2025 (IA, défense, énergie, logiciel, logistique) selon EY. Le nombre de projets diminue de 17%, mais le contenu en emploi se maintient. Le gouvernement va porter les aides au carburant à EUR 1,2 Md, soit 0,03% du PIB (prolongation des aides sectorielles, augmentation des aides aux ménages). *À venir : confiance des ménages (mercredi) ; PIB, inflation et emploi (vendredi).*

JAPON

Croissance dynamique au T1, inflation tempérée par les mesures gouvernementales. La croissance du PIB atteint +0,4% t/t (+0,2pp) au T1, portée par les exportations et la consommation des ménages. Le dynamisme des exportations s'est poursuivi en avril (+14,4% a/a). En mai, les PMI composite (51,1 ; -1,1 m/m), services (50,0 ; -1 m/m) et industrie (54,5 ; -0,6 m/m) se sont érodés. L'inflation sous-jacente (hors nourriture non-transformée) recule à +1,4% a/a en avril (-0,4pp). La composante énergie (-3,9% a/a, -1,8pp m/m) et l'inflation dans les services hors loyers imputés (+1,2% a/a ; -0,8pp m/m) sont modérées par des mesures budgétaires favorables. *À venir : production industrielle et confiance des ménages (vendredi).*

ROYAUME-UNI

Ralentissement de l'activité, de l'emploi et (temporairement) de l'inflation. Le PMI composite (48,5 en mai ; -4,1 m/m) est pénalisé par les services (47,9 ; -4,8 m/m). Le PMI manufacturier est stable à 53,7. Les pressions inflationnistes sur les prix des intrants et les prix de vente restent élevées. La confiance des ménages remonte à -23 en mai (+2 m/m) selon GfK. Le taux de chômage atteint 5% en mars (+0,1pp m/m), mais l'emploi salarié enregistre sa plus forte baisse en six ans en avril (-100 000). La croissance des salaires hors bonus atteint 3,4% sur trois mois (3,6% précédemment). L'inflation CPI diminue à 2,8% a/a en avril (vs 3,3% en mars) ; l'inflation sous-jacente est à 2,5% (vs 3,1%). La baisse du plafond réglementé des prix de l'énergie Ofgem a limité l'inflation énergétique. Les prix à la production augmentent de 4% a/a en avril (+3% en mars). Les marchés ont repoussé à septembre leur anticipation d'une première hausse de taux de la BoE (juillet selon notre prévision). Le Royaume-Uni a conclu un accord commercial avec les pays du Conseil de Coopération du Golfe.

ÉCONOMIES ÉMERGENTES

Devises émergentes après trois mois de guerre : Les marchés émergents n'ont pas connu de stress généralisé, et les devises ayant enregistré les dépréciations les plus fortes depuis le début du conflit restent les devises asiatiques (PHP : -5,8% contre USD entre le 27 février et le 25 mai ; IDR : -5,3% ; KRW : -4,8% ; THB : -4,5% ; INR : -4,4%), ainsi que la livre égyptienne (-8,4%) et la leu roumaine (-4,2% contre USD et -2,8% contre EUR).



Retrouvez notre scénario et nos prévisions

Ces pays inquiètent les investisseurs en raison de leur vulnérabilité au choc énergétique et/ou de l'aggravation des déséquilibres de leurs comptes publics et externes. Les banques centrales indienne et coréenne envisagent de nouvelles actions pour défendre leurs monnaies, et l'Indonésie vient de relever ses taux directeurs.

AFRIQUE/MOYEN-ORIENT

Afrique du Sud : Rebond de l'inflation en avril. Elle accélère à 4% en g.a., contre 3,1% en mars, portée par les composantes du transport (+4,9% en g.a.) et du carburant (+11%), dont les prix administrés ont été ajustés à partir d'avril pour suivre l'évolution des cours internationaux. L'inflation atteint la borne supérieure de la cible de la banque centrale (3% +/- 1%), ce qui pourrait la convaincre de remonter son taux directeur dès la semaine prochaine.

Égypte : La Banque centrale a laissé ses taux directeurs inchangés (20% pour le taux prêteur j/j) sur fond d'inflation persistante (+14,9% a/a en avril), de crise énergétique et de dépréciation de la livre.

Maroc : Sortie réussie sur les marchés des capitaux. Le gouvernement a levé EUR2,25 mds. L'émission a été structurée en 2 tranches sur des maturités de 8 et 12 ans. Les conditions favorables soulignent la solidité des fondamentaux macroéconomiques du Royaume.

Koweït et Qatar : Pressions inflationnistes contenues en avril malgré la hausse des prix alimentaires. L'inflation décélère même au Qatar, à 2,6% en g.a., après le rebond à 4,6% en mars. Elle atteint 2,6% en g.a. au Koweït (contre 2,1% en mars).

Accord commercial entre le CCG et le Royaume-Uni. L'impact économique à court terme pour les pays du Golfe sera limité, dans la mesure où l'essentiel des exportations est déjà exempté de droits de douanes (hydrocarbures). En revanche, cette décision revêt une dimension politique importante au moment où la région est confrontée à de multiples tensions (guerre en Iran, divergences entre l'Arabie Saoudite et les Émirats Arabes Unis).

AMÉRIQUE LATINE

Bolivie : Remaniement en vue. Après plusieurs semaines de fortes tensions, le président Rodrigo Paz, au pouvoir depuis novembre 2025, a annoncé qu'un remaniement gouvernemental devrait avoir lieu dans les prochains jours. La Banque Mondiale avait annoncé en février qu'elle apportait son soutien au programme de stabilisation économique du nouveau gouvernement (avec une réforme du secteur des hydrocarbures pour attirer les investissements étrangers). L'environnement économique est très dégradé, les pénuries de dollars et de carburants persistent, tandis que l'accélération de l'inflation (14,2% en g.a. en avril) alimente les tensions sociales autour des réformes engagées par le gouvernement. Dans ses prévisions d'avril, le FMI soulignait que la Bolivie était une des économies les plus fragiles de la région. Il prévoit une contraction du PIB de 3,3% et une inflation proche de 21% en moyenne en 2026.

Chili : Contraction du PIB au T1. L'économie s'est contractée plus fortement qu'attendu (-0,5% en g.a.). La baisse de l'investissement et de l'activité industrielle a plus que compensé la hausse des dépenses publiques et la vigueur de la consommation privée. Les inquiétudes de la banque centrale restent toutefois concentrées sur les risques inflationnistes liés au choc énergétique. L'inflation a atteint 4,0% en g.a. en avril et il est probable que le taux directeur reste de nouveau inchangé à 4,5% lors de la réunion du 16 juin.

ASIE

Indonésie : Relèvement des taux d'intérêt. En dépit de pressions inflationnistes modérées (+2,4% en g.a. en avril), les taux directeurs ont été augmentés de 50pb afin de soutenir la roupie, qui a atteint des niveaux historiquement bas face au dollar. D'autres mesures sont attendues. La dépréciation de la roupie s'explique moins par la facture énergétique

que par une combinaison de facteurs financiers et structurels. L'Indonésie est dépendante des investissements de portefeuille étrangers pour financer son déficit courant et ses besoins de financement publics. Les risques croissants de dérapage budgétaire (aggravés avec la politique de subventions énergétiques) et l'évolution de la gouvernance sous le gouvernement Prabowo sont deux sources d'inquiétude majeures. La récente décision du gouvernement de renforcer son contrôle sur les exportations de matières premières (nickel, charbon, huile de palme) est une nouvelle source d'inquiétude pour les investisseurs.

Vietnam : Balance commerciale dans le rouge. Les exportations de marchandises sont restées robustes en avril (+22,2% en g.a. en valeur, après 18,6% au T1 2026), tirées par les biens technologiques, mais les importations ont augmenté plus rapidement (+35,7% en avril, après +27,2% au T1) avec la hausse de la facture énergétique. La balance commerciale est devenue déficitaire (-USD7,5 mds sur les 4 premiers mois de 2026, contre +USD4,3 mds sur la même période en 2025). Le dong ne s'est déprécié que de 1,2% contre USD depuis le 27 février, soutenu par les interventions de la banque centrale et aidé par des perspectives d'exportations et d'IDE toujours solides. La balance courante du Vietnam devrait rester excédentaire cette année. Cependant, les réserves de change sont très limitées pour absorber la hausse de ses importations d'hydrocarbures, et le risque d'une accélération de la dépréciation du VND est élevé.

EUROPE ÉMERGENTE

Turquie : Nouvelles tensions financières. Le 21 mai, une cour d'appel d'Ankara a annulé les résultats du congrès de 2023 du Parti républicain du peuple (CHP). Cette décision annule l'élection d'Ozgur Ozel à la présidence du CHP et menace de bouleverser le principal parti d'opposition. Cette annonce a déclenché des ventes sur les marchés d'actions et obligataires de la part des investisseurs non-résidents. Les conséquences sur le taux de change et la prime de risque ont été pour l'instant limitées : la livre a perdu 0,8% contre dollar et la prime de CDS ne s'est pas élargie à 245 pb. Cependant, cette annonce renforce la fébrilité des marchés, qui sont particulièrement agités depuis la publication, la semaine précédente, du rapport sur l'inflation de la banque centrale dévoilant le relèvement de ses prévisions d'inflation.

MATIÈRES PREMIÈRES

Les États-Unis ont annoncé, le lundi 18 mai, une prolongation de 30 jours de la levée des sanctions sur le pétrole brut russe stocké en mer (après l'expiration de la précédente le 17 mai). Cette autorisation ne concerne que les barils de pétrole déjà chargés sur les navires au 17 avril, et n'implique pas l'ajout de barils additionnels. L'impact pour le marché devrait être limité. En parallèle, le Royaume-Uni a également assoupli des sanctions visant les importations de produits pétroliers (kérosène et diesel), provenant de pays tiers, raffinés à partir de pétrole brut russe. Ces sanctions avaient été mises en place en octobre 2025 et s'ajoutent à celles visant les achats directs de pétrole brut et raffiné importés de Russie, qui restent maintenues.

Les stocks commerciaux et les réserves stratégiques de pétrole des États-Unis restent fortement sollicités pour maintenir un niveau élevé d'exportations. La réduction des stocks stratégiques de pétrole brut (Strategic Petroleum Reserve) atteint un rythme historiquement élevé pour la 2e semaine consécutive, avec une baisse de 9,9 millions de barils entre la semaine du 8 mai et celle du 15 mai (sur un stock total de 374 millions).

Le cours du Brent est retombé sous les 100 USD/b le 26 mai au matin (99,3 USD/b), en baisse de 11,5% par rapport au lundi 18 mai.



REVUE DES MARCHÉS

Marchés obligataires

	en %		en pb		
	25-mai-26	1 semaine	1 mois	Cumul annuel	1 an
Bund 2a	2.48	-15.6	-4.3	+39.1	+72.6
Bund 5a	2.63	-20.0	-4.6	+16.8	+57.6
Bund 10a	2.92	-21.2	-5.5	+5.8	+34.4
OAT 10a	3.50	-23.1	-9.2	-0.1	+22.7
BTP 10a	3.65	-27.7	-13.3	+15.2	+3.9
BONO 10a	3.37	-21.9	-7.9	+12.4	+16.8
Treasuries 2a	4.10	+4.5	+32.3	+61.9	+9.3
Treasuries 5a	4.26	-0.4	+34.7	+53.3	+18.1
Treasuries 10a	4.56	-1.2	+25.0	+39.0	+3.2
Gilt 2a	4.34	-15.7	-1.9	+58.1	+35.5
Treasuries 5a	4.47	-15.4	+2.9	+62.6	+33.4
Gilt 10a	4.91	-3.9	-0.7	+47.6	+17.2

Taux de change - Matières premières

	en niveau		variation, %		
	25-mai-26	1 semaine	1 mois	Cumul annuel	1 an
EUR/USD	1.16	+0.0	-0.5	-0.9	+2.6
GBP/USD	1.35	+0.8	+0.0	+0.4	+0.0
USD/JPY	158.93	+0.1	-0.4	+1.4	+11.4
DXY	99.24	+0.0	+0.7	+0.9	-1.0
EUR/GBP	0.86	-0.8	-0.5	-1.2	+2.6
EUR/CHF	0.91	-0.4	-0.9	-2.0	-2.1
EUR/JPY	185.03	+0.1	-0.9	+0.5	+14.3
Pétrole (Brent, \$)	103.75	-7.4	-1.6	+70.5	+60.1
Or (once, \$)	4570	+0.7	-3.2	+5.7	+36.1

Indices actions

	en niveau		variation, %		
	25-mai-26	1 semaine	1 mois	Cumul annuel	1 an
Monde					
MSCI Monde (\$)	4819	+1.7	+4.0	+8.8	+26.7
Amérique du Nord					
S&P500	7473	+1.0	+4.3	+9.2	+28.8
Dow Jones	50580	+1.8	+2.7	+5.2	+21.6
Nasdaq composite	26344	+1.0	+6.1	+13.3	+40.6
Europe					
CAC 40	8258	+3.4	+1.2	+1.3	+6.8
DAX 30	25389	+4.4	+5.2	+3.7	+7.4
EuroStoxx50	6137	+4.9	+4.3	+6.0	+15.2
FTSE100	10466	+1.4	+0.8	+5.4	+20.1
Asie					
MSCI, loc.	1895	+2.8	+4.2	+12.2	+32.6
Nikkei 225	65158	+7.1	+9.1	+29.4	+75.3
Emergents					
MSCI Emergents (\$)	1711	+2.9	+6.3	+21.8	+46.2
Chine	76	-1.0	-3.3	-7.4	+2.9
Inde	945	+3.1	+0.2	-10.7	-10.7
Bésil	1886	+0.3	-7.8	+14.6	+34.9

Performance par secteur

Eurostoxx600

Année 2026 au 25-5, €

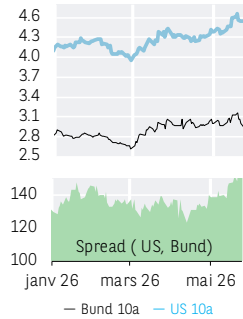
+33.2%	Pétrole & gaz
+27.3%	Télécoms
+26.2%	Matières premières
+20.3%	Technologie
+13.2%	Scs collectivités
+10.6%	Chimie
+8.1%	Industrie
+6.7%	Eurostoxx600
+5.9%	Banques
+4.0%	Agroalimentaire
+3.2%	Scs financiers
+0.5%	Construction
-1.0%	Assurances
-1.1%	Foncières
-1.6%	Santé
-4.2%	Voyages & loisirs
-5.1%	Médias
-6.0%	Distribution
-12.0%	Bs. de conso.

S&P500

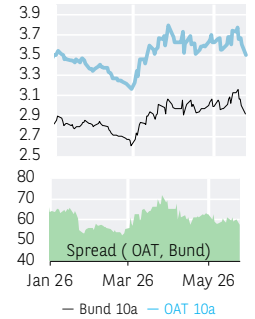
Année 2026 au 25-5, \$

+37.8%	Semiconducteurs
+31.5%	Énergie
+26.7%	Matériel et équipement technologiques
+14.6%	Biens d'équipement
+12.5%	Alimentation, boissons et tabac
+11.7%	Distribution
+9.9%	Matériaux
+9.5%	Médias
+9.3%	Biens de consommation
+9.2%	S&P500
+5.9%	Scs collectivités
+3.3%	Télécoms
-0.5%	Pharmaceutiques
-4.3%	Banque
-4.4%	Assurances
-4.5%	Automobiles
-7.1%	Services aux consommateurs
-8.1%	Santé
-12.5%	Services commerciaux et pro.
-30.2%	Foncières

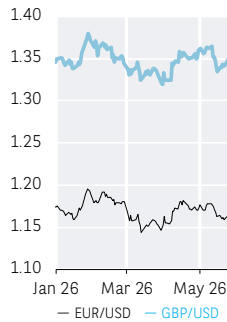
Bund 10a et US Treas. 10a



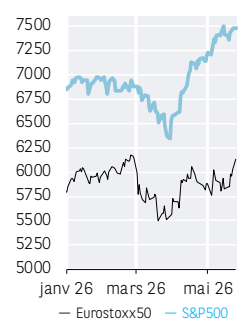
Bund 10a et OAT 10a



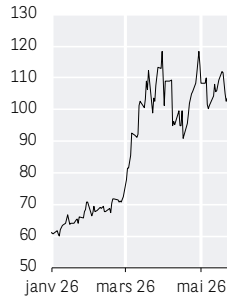
EUR/USD et GBP/USD



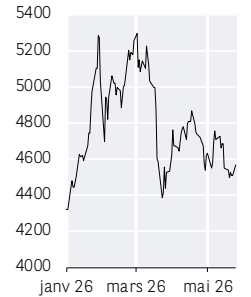
EUROSTOXX 50 et S&P500



Pétrole (Brent, \$)



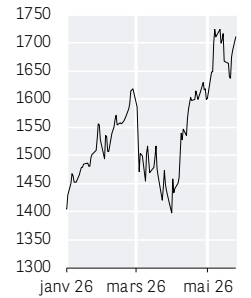
Or (once, \$)



MSCI monde (\$)



MSCI Emergents (\$)



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



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

DERNIÈRES PUBLICATIONS DES ÉTUDES ÉCONOMIQUES

8

Blocage d'Ormuz : le marché du pétrole bientôt à court de solutions	Graphique de la Semaine	20 mai 2026
Choc énergétique : tableau de bord 2026 vs 2022	EcoCharts	19 mai 2026
Face à la déferlante industrielle chinoise, l'Europe dispose d'atouts mais cherche une stratégie	EcoWeek	18 mai 2026
Impact du choc énergétique sur les finances publiques en Asie émergente	Graphique de la Semaine	13 mai 2026
15^e plan quinquennal en Chine : la puissance avant la réduction des déséquilibres	EcoWeek	11 mai 2026
Marché hypothécaire américain : l'allègement de la réglementation peut-il inciter les banques à sortir de l'ombre des non-banques et à prêter davantage ?	EcoTV	7 mai 2026
France : l'inflation commence à se diffuser mais épargne encore les biens et services de consommation	Graphique de la Semaine	6 mai 2026
Quatre banques centrales et autant de nuances de statu quo	EcoWeek	4 mai 2026
France : les éléments exceptionnels expliquent en majeure partie une croissance zéro au T1	EcoFlash	30 avril 2026
Quatre banques centrales en « pause active »	EcoFlash	30 avril 2026
Comment l'Europe peut-elle gagner sa souveraineté énergétique?	Podcast	30 avril 2026
Importations stratégiques italiennes : derrière une exposition similaire à celle de l'Europe, une plus grande vulnérabilité sur l'énergie	Graphique de la Semaine	29 avril 2026
Turquie : la compétitivité des exportations sous pression	EcoTV	28 avril 2026
Baromètre de l'inflation - Avril 2026	EcoCharts	28 avril 2026
Choc énergétique : les 4 clés de la bonne résilience de l'Europe centrale	EcoWeek	27 avril 2026
Guerre au Moyen-Orient : un impact modéré sur les économies avancées, à ce stade, mais soumis à de forts aléas	EcoInsight	24 avril 2026
Perspectives économiques 2026-2027 : les pays avancés face au risque de la stagflation	EcoPerspectives	24 avril 2026
Comment la remontée des taux depuis 2022 a-t-elle affecté les flux de placements financiers des ménages ?	Graphique de la Semaine	22 avril 2026
Croissance du PIB : Nowcasts et estimations pour le T1 2026	EcoCharts	21 avril 2026
Réunions de printemps du FMI : réalisme, résilience et refonte face aux multiples changements de régime	EcoWeek	20 avril 2026



RECHERCHE ÉCONOMIQUE GROUPE

Isabelle Mateos y Lago Cheffe économiste Groupe	+33 1 87 74 01 97	isabelle.mateosyago@bnpparibas.com
Hélène Baudchon Cheffe économiste adjointe, Resp. de la recherche macroéconomique	+33 1 58 16 03 63	helene.baudchon@bnpparibas.com
Stéphane Alby Maghreb, Moyen-Orient	+33 1 42 98 02 04	stephane.alby@bnpparibas.com
Lucie Barette Europe, Allemagne, Italie, Espagne	+33 1 87 74 02 08	lucie.barette@bnpparibas.com
Anis Bensaidani États-Unis, Japon	+33 1 87 74 01 51	anis.bensaidani@bnpparibas.com
Céline Choulet Économie bancaire	+33 1 43 16 95 54	celine.choulet@bnpparibas.com
Stéphane Colliac Responsable de l'équipe Économies Avancées – France	+33 1 42 98 26 77	stephane.colliac@bnpparibas.com
Guillaume Derrien Europe, Zone euro – Commerce international	+33 1 55 77 71 89	guillaume.a.derrien@bnpparibas.com
Pascal Devaux Moyen-Orient, Balkans occidentaux – Énergie	+33 1 43 16 95 51	pascal.devaux@bnpparibas.com
Hélène Drouot Amérique latine	+33 1 42 98 33 00	helene.drouot@bnpparibas.com
François Faure Responsable du Risque pays – Turquie – Argentine	+33 1 42 98 79 82	francois.faure@bnpparibas.com
Salim Hammad Responsable de l'équipe Data et analytique – Brésil	+33 1 42 98 74 26	salim.hammad@bnpparibas.com
Thomas Humblot Économie bancaire	+33 1 40 14 30 77	thomas.humblot@bnpparibas.com
Cynthia Kalasopatan Antoine Europe centrale, Ukraine	+33 1 53 31 59 32	cynthia.kalasopatanantoine@bnpparibas.com
Johanna Melka Asie	+33 1 58 16 05 84	johanna.melka@bnpparibas.com
Marianne Mueller Europe, Royaume-Uni, Portugal, Grèce	+33 1 40 14 48 11	marianne.mueller@bnpparibas.com
Christine Peltier Responsable de l'équipe Économies émergentes – Asie	+33 1 42 98 56 27	christine.peltier@bnpparibas.com
Lucas Plé Afrique subsaharienne, Colombie, Amérique centrale	+33 1 40 14 50 18	lucas.ple@bnpparibas.com
Jean-Luc Proutat Responsable des Projections économiques	+33 1 58 16 73 32	jean-luc.proutat@bnpparibas.com
Mickaëlle Fils Marie-Luce Contact media	+33 1 42 98 48 59	mickaelle.filsmarie-luce@bnpparibas.com



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

RECHERCHE ÉCONOMIQUE GROUPE

ECOINSIGHT

Analyse approfondie de sujets structurels ou d'actualité

ECOPERSPECTIVES

Analyses et prévisions des principales économies, développées et émergentes

ECOFASH

Un indicateur, un évènement économique majeur

ECOWEEK

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

ECOCHARTS

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

ECOATLAS

Les chiffres clés de l'économie française comparés à ceux des principaux pays européens

GRAPHIQUE DE LA SEMAINE

Un graphique hebdomadaire illustrant des points saillants de l'économie

ECOTV

Quel est l'évènement du mois ?

La réponse dans vos quatre minutes d'économie

EN ÉCO DANS LE TEXTE

Le podcast de l'actualité économique

POUR RECEVOIR NOS PUBLICATIONS

ABONNEZ-VOUS SUR LE SITE ONGLET ABONNEMENT
[voir le site des études économiques](#)

ET

SUIVEZ-NOUS SUR LINKEDIN
voir la [page linkedin](#) des études économiques

OU TWITTER

voir la [page twitter](#) des études économiques

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

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

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

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

Pour les avertissements par pays (Etats-Unis, Canada, Royaume-Uni, Allemagne, Belgique, Irlande, Italie, Pays-Bas, Portugal, Espagne, Suisse, Brésil, Turquie, Israël, Bahreïn, Afrique du Sud, Australie, Chine, Hong Kong, Inde, Indonésie, Japon, Malaisie, Singapour, Corée du Sud, Taiwan, Thaïlande, Vietnam) veuillez consulter le document suivant : https://economic-research.bnpparibas.com/LegalNotice/Markets_360_Country_Specific_Notices.pdf

© BNP Paribas (2025). Tous droits réservés.

pour vous abonner à nos publications :

ÉTUDES **ECONOMIQUES**



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 : Dilok Klaisataporn



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change