



## Baromètre mensuel de la conjoncture

Zone euro Allemagne France Italie Espagne  
Royaume-Uni États-Unis Japon Chine

## Nowcast

Zone euro France États-Unis



**BNP PARIBAS**

La banque  
d'un monde  
qui change

Nos *nowcasts* pour le T2 témoignent d'une croissance modérée en zone euro (+0,2% t/t) et en France (+0,1% t/t). Le *GDPNow* de la Fed d'Atlanta suggère une reprise de la croissance (+0,3% t/t), après la légère contraction du T1.

D'après nos prévisions, au Japon, en France et en Allemagne, la croissance serait au mieux identique au T2 par rapport au T1. Elle se réduirait en Espagne, en Italie et, surtout, au Royaume-Uni. La Chine subirait un poids croissant de la guerre commerciale sur sa croissance.

## Climat des affaires : en ordre dispersé

Le mois d'avril est marqué par des situations diverses en zone euro (détérioration notable en Italie, résilience en Allemagne, France dans un entre-deux mitigé). La détérioration domine à des degrés divers au Royaume-Uni, en Chine et aux États-Unis.

## Confiance des ménages : morose

Sur les données d'avril, le négatif domine en zone euro, malgré un rebond observé en Allemagne. La stabilité de l'enquête de l'Insee en France illustre cette morosité. La détérioration est nette en Italie, au Royaume-Uni, aux États-Unis et au Japon. La consommation reste dynamique en Chine.

## Marché du travail : le positif domine

Les créations d'emplois se poursuivent aux États-Unis et le taux de chômage est stable à un très bas niveau en zone euro. Un retournement apparaît au Royaume-Uni (destructions d'emplois). Au Japon, la contraction des salaires réels se poursuit.

## Inflation : inflation observée en baisse, anticipations en hausse

Aux mois de mars et d'avril, la désinflation se renforce en zone euro (notamment en France et en Allemagne), aux États-Unis et au Royaume-Uni. Dans ces trois zones, les anticipations d'inflation rebondissent toutefois, surtout aux États-Unis. L'inflation reste relativement élevée au Japon et une déflation modérée se poursuit en Chine.

## Politiques monétaires : entre assouplissements et statu quo

La BCE devrait réduire son taux directeur de 25 pb en juin et juillet (après l'avoir fait en avril), et la BoE de 25 pb par trimestre en 2025. La Chine assouplirait également son taux directeur de 10 pb par trimestre du T2 au T4. Aux États-Unis et au Japon, le taux directeur resterait inchangé en 2025.

Achevé de rédiger le 02 mai 2025

Indicateurs T2 2025				
	Climat des affaires	Ménages	Marché du travail	Inflation
Zone euro				
Allemagne				
France				
Italie				
Espagne				
Royaume-Uni				
Etats-Unis				
Japon				
Chine				

Source : BNP Paribas

## SOMMAIRE

### Zone euro :

Peu d'impact du Liberation Day à ce stade

### Allemagne :

Légère amélioration de la conjoncture, malgré les tarifs douaniers

### France :

Une amélioration ténue

### Italie :

Nette détérioration au mois d'avril

### Espagne :

La situation reste favorable

### Royaume-Uni :

Indicateurs en berne

### États-Unis :

Contraction du PIB

### Japon :

Interruption des hausses de taux

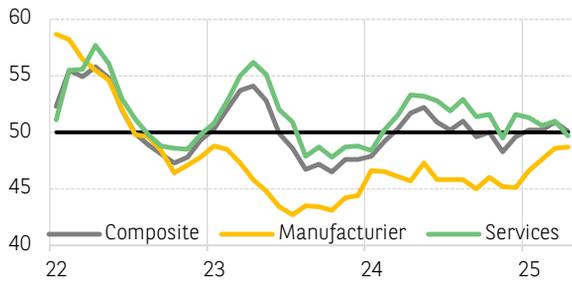
### Chine :

Les effets des droits de douane sont déjà visibles



# Zone euro : peu d'impact du *Liberation Day* à ce stade

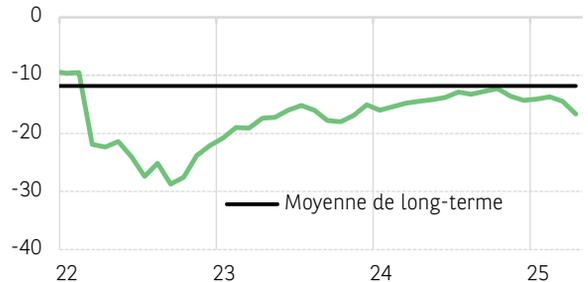
## Climat des affaires : PMI



Sources : S&P Global PMI, BNP Paribas.

**Le climat des affaires résiste.** Le PMI composite recule (50,1) mais se maintient en zone d'expansion. L'indice manufacturier reste en territoire négatif mais progresse pour le quatrième mois d'affilée. Les anticipations d'activité dans les services décrochent nettement (53,1, plus bas niveau en cinq ans).

## Confiance des ménages



Sources : Commission européenne, BNP Paribas.

**Confiance des ménages en berne.** Elle a atteint en avril son plus bas niveau depuis novembre 2023. L'ensemble des sous-composantes se sont dégradées. Les anticipations d'inflation à un an remontent de manière contenue (2,9%, source BCE). La consommation reste fragile : les ventes au détail ont progressé de 0,3% m/m en février, après trois mois de stagnation. Les nouvelles immatriculations de véhicules sont en recul (-0,9% a/a en mars).

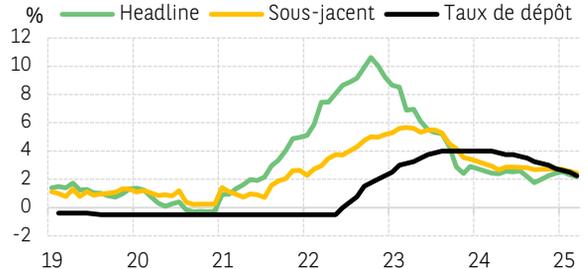
## Marché du travail : taux de chômage



Sources : Eurostat, BNP Paribas.

**Bonne tenue du marché du travail.** Le taux de chômage a atteint un niveau historiquement bas à 6,1% en février, un résultat porté par la baisse en Italie et en Espagne. Bien qu'en territoire négatif, l'indice PMI emploi ne décroche pas (49,9). Les indices Indeed font état d'un ralentissement des salaires au T1 (+2,7% y/y), confirmé par le *wage tracker* de la BCE dont l'indice avancé retombe à 1,6% fin 2025.

## Inflation a/a et taux directeur



Sources : Eurostat, BCE, BNP Paribas.

**La dynamique inflationniste reste favorable.** L'inflation s'est toutefois maintenue à 2,2% en avril, et, dans les services, elle a rebondi à 3,9% a/a. La tendance resterait à la désinflation par la suite, notamment en raison de l'appréciation, de l'euro et du ralentissement des salaires. Cela devrait permettre à la BCE de poursuivre ses baisses de taux (juin et juillet selon nos prévisions).

## Croissance du PIB t/t : observée, acquis et prévisions

OBSERVÉ				ACQUIS	OBSERVÉ*	NOWCAST	PRÉVISION T/T			PRÉVISIONS ANNUELLES		
T1 2024	T2 2024	T3 2024	T4 2024	T4 2024	T1 2025	T2 2025	T2 2025	T3 2025	2024 (observé)	2025	2026	
0,3	0,2	0,4	0,2	0,4	0,4	0,2	0,2	0,2	0,8	1,1	1,2	

Voir la méthodologie Nowcast. Contact : Tarik Rharrah.

\* Estimation préliminaire du T1 2025

Sources : Refinitiv, BNP Paribas

**Un surcroît de croissance au T1, sans lendemain ?** La croissance au T1 2025 est ressortie plus haute qu'anticipé (+0,4% t/t contre 0,3% t/t), portée par l'Espagne et l'Irlande, le PIB de cette dernière étant très volatil d'un trimestre à l'autre. Le *nowcast* pour le T2 se situe actuellement à 0,2% q/q, au même niveau que notre prévision. Si la croissance devrait être plus basse au cours des prochains trimestres - freinée par les tensions commerciales - elle enregistrerait néanmoins un léger mieux sur l'ensemble de l'année 2025 par rapport à 2024.

Guillaume Derrien (achevé de rédiger le 2 mai 2025)

3

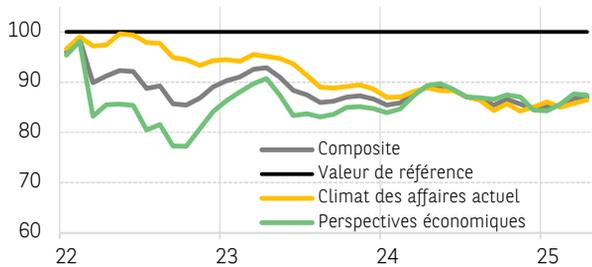


BNP PARIBAS

La banque d'un monde qui change

# Allemagne : légère amélioration de la conjoncture, malgré les tarifs douaniers

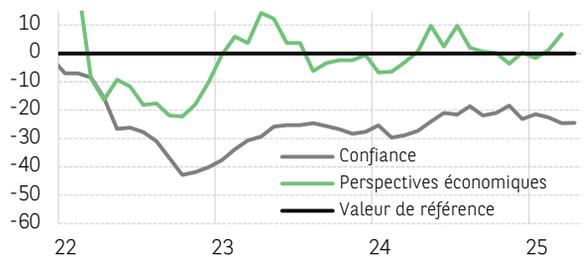
## Climat des affaires IFO



Sources : IFO, BNP Paribas.

**Le climat des affaires demeure fragile.** L'indice IFO progresse depuis le début de l'année 2025, y compris en avril (86,9, +0,2pp sur le mois, moyenne historique de 95,7). Les perspectives économiques se sont toutefois assombries sous l'effet des tensions commerciales entraînées par le virage protectionniste des États-Unis. Ces tensions gagnent désormais le secteur des services (PMI flash en repli à 48,8 en avril). L'industrie montre quant à elle des signes de stabilisation, mais la situation reste fragile.

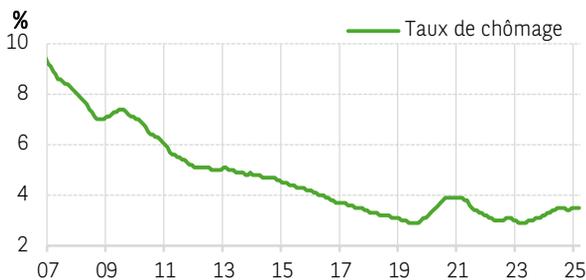
## Confiance des ménages



Sources : GfK, BNP Paribas.

**Rebond du moral des ménages.** L'indice de confiance GfK est remonté à -20,6 en avril (meilleur niveau depuis novembre dernier, moyenne historique de +1,1). Les anticipations en matière de revenus et de situation économique progressent (notamment soutenues par le programme du nouveau gouvernement qui prévoit une baisse d'impôts sur les revenus pour la majorité des ménages, ainsi qu'une hausse du salaire minimum), de même que les intentions d'achat. La propension à épargner diminue, bien qu'elle reste élevée.

## Marché du travail : taux de chômage



Sources : Destatis, BNP Paribas.

**Le marché du travail reste globalement résilient,** avec un taux de chômage à 3,5 % en mars dernier. L'indice IAB de l'emploi a légèrement progressé, passant de 98,3 en mars à 98,6 en avril. Après des destructions d'emplois aux 2<sup>e</sup> et 3<sup>e</sup> trimestres 2024 (67000 en cumul), la situation s'est stabilisée depuis. Les disparités sectorielles entre l'industrie, à la peine, et les services, en expansion, persistent néanmoins.

## Inflation



Sources : Destatis, BNP Paribas.

**L'inflation reflue et croise la moyenne de la zone euro.** L'inflation, mesurée par l'indice des prix harmonisé, a atteint 2,1% a/a en avril (estimation préliminaire), contre 2,8 % en janvier 2025, et passe ainsi en-deçà de la moyenne observée dans l'ensemble de la zone euro (2,2% en avril). La modération des prix des biens et des produits alimentaires, et le repli des prix de l'énergie contribuent à cette dynamique, tandis que l'inflation dans les services augmente. Selon nos prévisions, l'inflation devrait se stabiliser par la suite et ressortir à 2,3 % en moyenne en 2025.

## Croissance du PIB t/t : observée, acquis et prévisions

OBSERVÉ				ACQUIS	OBSERVÉ*	PRÉVISION T/T			PRÉVISIONS ANNUELLES		
T1 2024	T2 2024	T3 2024	T4 2024	T4 2024	T1 2025	T2 2025	T3 2025	2024 (observé)	2025	2026	
0,2	-0,3	0,1	-0,2	-0,2	0,2	0,2	0,2	-0,2	0,4	1,0	

\* Estimation préliminaire du T1 2025

Sources : Refinitiv, BNP Paribas

**Retour à une croissance positive.** La croissance du 1<sup>er</sup> trimestre 2025 a atteint + 0,2 % t/t (en ligne avec nos prévisions), après -0,2% au 4<sup>e</sup> trimestre 2024. Nous tablons sur une dynamique similaire au 2<sup>e</sup> trimestre, dans un contexte certes marqué par les incertitudes persistantes autour des droits de douane américains – prorogés pour l'instant au taux plancher de 10% jusqu'au 8 juillet – mais bénéficiant aussi de l'installation progressive du nouveau gouvernement.

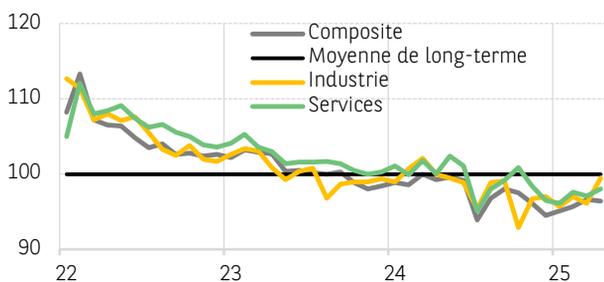
Marianne Mueller (achevé de rédiger le 2 mai 2025)



BNP PARIBAS

La banque d'un monde qui change

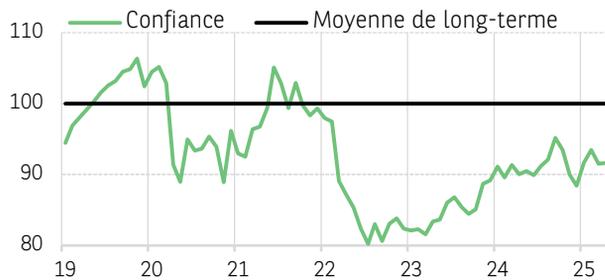
## Climat des affaires Insee



Sources : Insee, BNP Paribas.

**Climat des affaires mitigé.** Une légère dégradation est perceptible en avril (de 97 à 96), en raison d'une baisse des ventes dans le commerce de détail et d'une détérioration de l'activité dans le bâtiment vers un nouveau plus bas. L'indice de l'industrie manufacturière a bénéficié d'un rebond de la production, notamment dans l'aéronautique. Malgré un léger mieux, l'indice dans les services reste en deçà de sa moyenne de long terme.

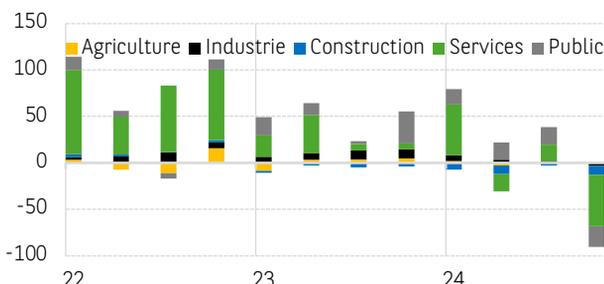
## Confiance des ménages



Sources : Insee, BNP Paribas.

**Morosité du côté des ménages.** La confiance des ménages continue de marquer le pas (stable en avril à 92). Son rebond s'est interrompu depuis le 2<sup>nd</sup> semestre 2024. Si les ménages remarquent mieux la désinflation, les craintes relatives au chômage, ainsi que celles concernant le niveau de vie futur, demeurent relativement importantes et empêchent un rebond plus franc.

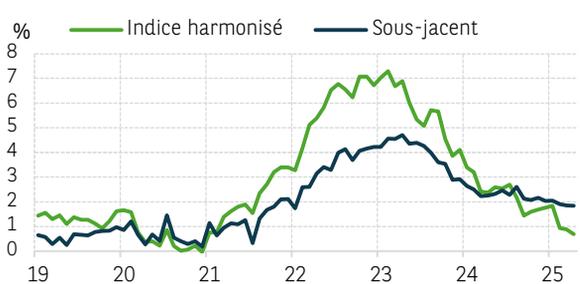
## Marché du travail : créations d'emploi (en milliers)



Sources : Insee, BNP Paribas.

**Dégradation modérée du marché du travail.** Après des destructions d'emplois et une nette augmentation du nombre d'inscrits à France Travail (+4% t/t) au T4, le climat de l'emploi a atteint un point bas à 93 en février. Les données sont moins dégradées depuis : rebond du climat de l'emploi à 97 en avril et hausse modérée du nombre d'inscrits à France Travail au T1 (+0,8% t/t à périmètre constant, hors inclusion dans les statistiques des bénéficiaires du RSA).

## Inflation (a/a)



Sources : Insee, BNP Paribas.

**Désinflation de plus en plus franche.** L'inflation harmonisée est tombée à 0,8% a/a en avril 2025, tirée vers le bas par la baisse des prix de l'électricité et du carburant. L'inflation sous-jacente reste supérieure à son niveau d'avant-Covid (mais inférieure à 2%), en raison des services dont la désinflation est plus progressive mais se poursuit.

## Croissance du PIB t/t: observée, acquis et prévisions

OBSERVÉ				ACQUIS	OBSERVÉ*	NOWCAST	PRÉVISION T/T			PRÉVISIONS ANNUELLES		
T1 2024	T2 2024	T3 2024	T4 2024	T4 2024	T1 2025	T2 2025	T2 2025	T3 2025	2024 (observé)	2025	2026	
0,1	0,3	0,4	-0,1	0,3	0,1	0,1	0,2	0,2	1,1	0,6	1,1	

[Voir la méthodologie Nowcast](#) - Contact : [Tarik Rharrab](#)

\* Estimation préliminaire du T1 2025

Sources : Refinitiv, BNP Paribas

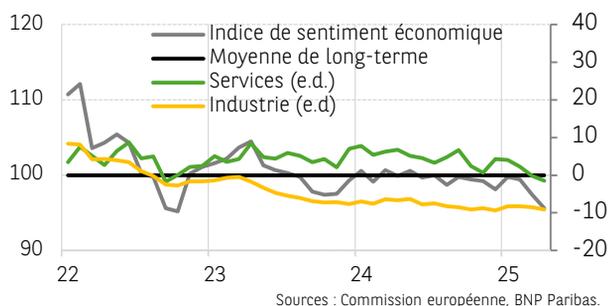
**Risque que la croissance n'augmente pas au 2<sup>e</sup> trimestre.** La croissance a atteint 0,1% t/t au T1 2025, après -0,1% au T4 2024 (+0,1% hors effet JO), un rythme plus modéré qu'auparavant (0,2% t/t en moyenne, hors effet JO entre le T1 et le T3 2024). La consommation publique, affectée au T1 par la mise en œuvre tardive du budget, devrait davantage soutenir la croissance au T2. Notre prévision le traduit (+0,2% t/t), mais notre *nowcast* pour le T2 (+0,1% t/t) souligne l'existence d'un risque à la baisse.

Stéphane Colliac (achevé de rédiger le 2 mai 2025)



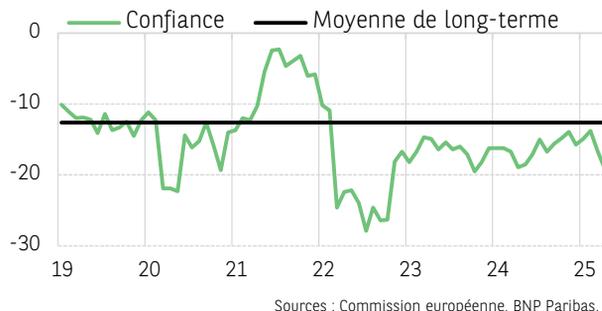
# Italie : nette détérioration au mois d'avril

## Climat des affaires : enquête de sentiment économique



**Nette dégradation du climat des affaires en avril.** La confiance dans le secteur des services est au plus bas depuis octobre 2022, et fait plonger l'indice de sentiment économique. Côté industrie, la confiance continue de se dégrader (-0,6pt m/m), également en raison d'une détérioration des carnets de commande.

## Confiance des ménages



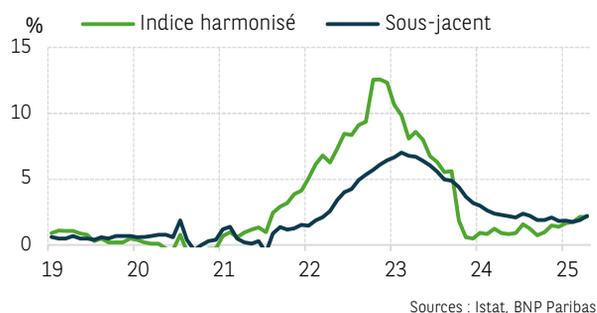
**La confiance des ménages retombe en avril, à son niveau d'octobre 2023.** Les anticipations concernant la situation économique globale sur l'année à venir (-7,3pts m/m) et les intentions d'effectuer des achats importants se détériorent (-2,2pts m/m). Les anticipations d'inflation retrouvent leur plus haut niveau depuis octobre 2022.

## Marché du travail : taux de chômage



**Le marché du travail résiste.** Le taux de chômage a légèrement augmenté en mars (6,0% ; +0,1pp sur un mois) mais reste proche de son plus bas historique (5,8% en avril 2007). Le taux d'emploi atteint de nouveaux records (63,0% ; +0,0pp). La croissance des salaires se poursuit (+3,9% a/a en février) à un rythme supérieur à l'inflation.

## Inflation (a/a)



**L'inflation a augmenté.** L'inflation harmonisée atteint 2,1% a/a en avril (+0,0pp m/m), après avoir accéléré au T1. L'inflation sous-jacente repart à la hausse (2,2% ; +0,3pp m/m) en raison de l'accélération des prix des services (+3,4% ; +0,6pp m/m). Les prix de l'énergie ont commencé à ralentir (-0,2% ; -2,9 pp m/m), laissant entendre que l'inflation totale devrait diminuer au cours des prochains mois.

## Croissance du PIB t/t : observée, acquis et prévisions

OBSERVÉ		ACQUIS	OBSERVÉ*	PRÉVISION T/T	PRÉVISIONS ANNUELLES			
T1 2024	T2 2024	T4 2024	T1 2025	T2 2025	T3 2025	2024 (observé)	2025	2026
0,2	0,2	0,2	0,3	0,2	0,3	0,5	0,8	1,3

\* Estimation préliminaire du T1 2025

Sources : Refinitiv, BNP Paribas

**Croissance : surprise à la hausse au T1, ralentissement attendu au T2.** La croissance a été supérieure à nos attentes au T1 (+0,3%t/t), toutefois la détérioration des enquêtes de conjoncture en avril suggère un ralentissement au T2 (+0,2% t/t). *In fine*, cela devrait permettre à la croissance annuelle d'atteindre 0,8% en 2025 (après 0,5% en 2024).

Lucie Barette (achevé de rédiger le 2 mai 2025)

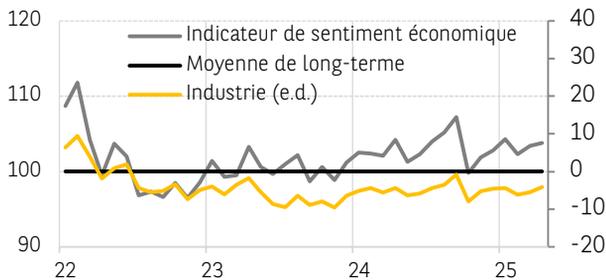


**BNP PARIBAS**

La banque d'un monde qui change

# Espagne : la situation reste favorable

## Climat des affaires : enquête de sentiment économique



Sources : Commission européenne, BNP Paribas.

**Le climat des affaires reste dynamique.** L'indice de sentiment économique de la Commission européenne est en hausse depuis trois mois (103,8 ; +0,4 point m/m) porté par une amélioration dans l'industrie (-4,2 ; +1,3 pt). Les indices d'anticipations de production pour les prochains mois et de stocks de produits finis s'améliorent.

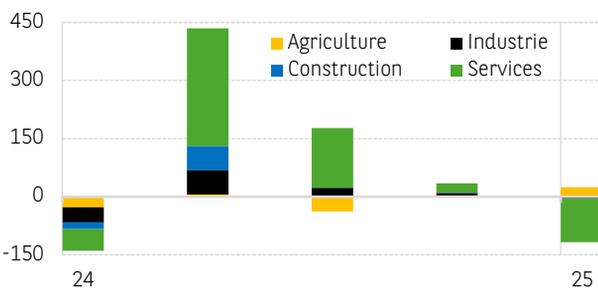
## Ménages : ventes au détail (t/t, en volume)



Sources : INE, BNP Paribas.

**Consommation des ménages : moins dynamique, mais toujours un moteur de la croissance.** La consommation des ménages a augmenté de +0,4% t/t au T1 contre +0,8% au T4. Les immatriculations de nouveaux véhicules stagnent (+0,0% 3m/3m), laissant suggérer que les ménages décalent leurs achats importants.

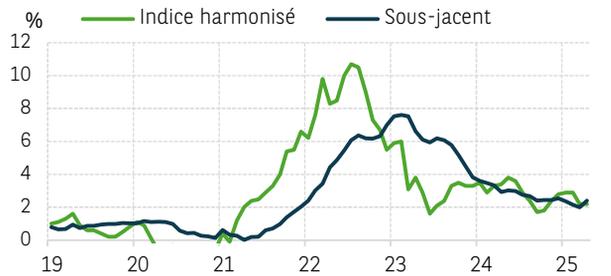
## Marché du travail : créations d'emploi (en milliers)



Sources : INE, BNP Paribas.

**Le taux de chômage remonte légèrement** (11,4% au T1 ; +0,8pp t/t). Comme chaque année, en raison de la diminution de la demande saisonnière dans les services, le nombre de travailleurs occupés baisse (-92 500 t/t à 21,8 millions). Dans le même temps, la part de travailleurs étrangers parmi les personnes en emploi continue de grimper (15,5%) et les salaires négociés de progresser (+3,3% a/a en mars).

## Inflation (a/a)



Sources : INE, BNP Paribas.

**L'inflation se rapproche des 2%.** L'inflation harmonisée (IPCH) se maintient à 2,2% a/a en avril. L'inflation sous-jacente rebondit (2,4% ; +0,4pp m/m) et repasse au-dessus de l'IPCH pour la première fois depuis six mois. Les perspectives restent favorables, l'évolution mensuelle de l'indice des prix à la production étant revenue en territoire négatif (-3,9%) pour la première fois depuis septembre 2024.

## Croissance du PIB t/t : observée, acquis et prévisions

OBSERVÉ		ACQUIS	OBSERVÉ*	PRÉVISION T/T	PRÉVISIONS ANNUELLES					
T1 2024	T2 2024	T3 2024	T4 2024	T4 2024	T1 2025	T2 2025	T3 2025	2024 (observé)	2025	2026
1,0	0,8	0,7	0,7	1,1	0,6	0,5	0,5	3,2	2,5	2,2

\* Estimation préliminaire du T1 2025

Sources : Refinitiv, BNP Paribas

Après s'être légèrement modérée au T1 2025 (+0,6% t/t contre +0,7% t/t au T4 2024), la croissance espagnole ralentira davantage au T2 et au T3 (+0,5% t/t) mais restera toujours nettement supérieure à celle de la zone euro. Elle repartira à la hausse au T4 (0,6% t/t). En moyenne annuelle, elle devrait atteindre 2,5% en 2025 (contre 1,1% en zone euro).

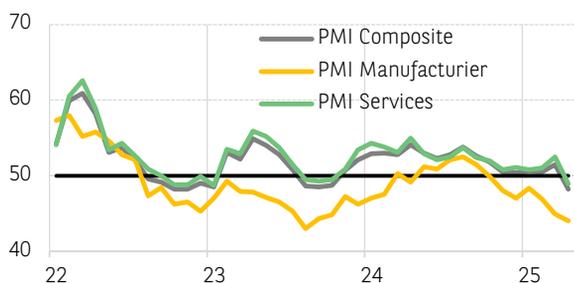
Lucie Barette (achevé de rédiger le 02 mai 2025)



BNP PARIBAS

La banque d'un monde qui change

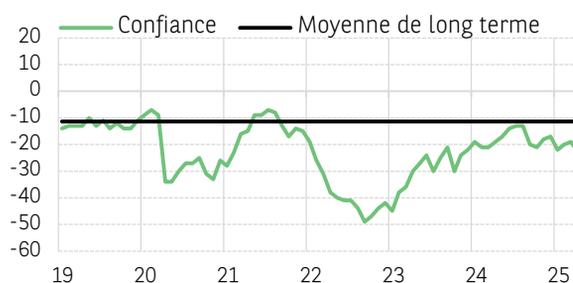
## Climat des affaires PMI



Sources : S&P Global PMI, BNP Paribas.

**Climat des affaires en détérioration** : le PMI services (48,9) rejoint celui de l'industrie (45,4) en zone de contraction en avril, tout comme le PMI composite (48,2). L'indice des nouvelles commandes à l'exportation dans le secteur manufacturier (non pris en compte dans le calcul du PMI manufacturier) plonge et se rapproche des points bas atteints durant la Covid-19.

## Confiance des ménages

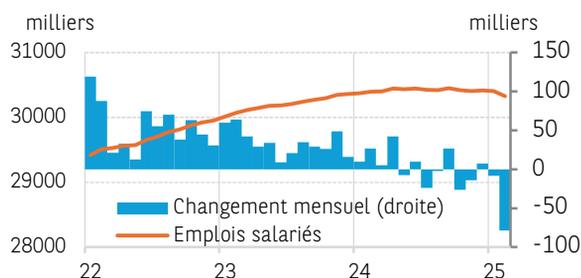


Sources : GfK, BNP Paribas.

## Ménages : une hausse de la consommation sans lendemain?

Les ventes au détail ont progressé de manière soutenue au premier trimestre 2025 (+1,7% t/t), tandis que les nouvelles immatriculations automobiles ont rebondi de 12,3% en g.a. en mars. Toutefois, l'indice GfK a reculé de 4 points en avril (-23, nettement en deçà de sa moyenne de long terme).

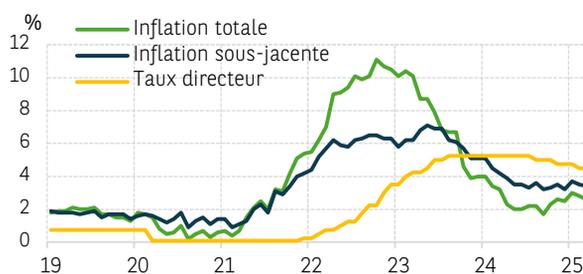
## Marché du travail : l'emploi



Sources : ONS BNP Paribas.

**Marché du travail : début de retournement à la baisse.** Le nombre d'emplois salariés a diminué de 78 000 et retombe à 30,3 millions en mars (chiffres préliminaires). Le taux de chômage est stable à 4,4% en février (3m/3m), tandis que le nombre de poste vacants atteint son plus bas niveau post-Covid. Les salaires (bonus inclus) continuent de croître à un rythme soutenu (+5,6% a/a).

## Inflation et taux directeur



Sources : ONS BNP Paribas.

**L'inflation recule, les anticipations d'inflation remontent.** L'inflation headline enregistre un recul à 2,6% a/a en mars. En cause, un ralentissement dans les services et une désinflation plus importante de l'énergie. L'inflation sous-jacente reste plus élevée, à 3,4% a/a. Face aux droits de douane, les anticipations d'inflation des ménages à un an sont remontées à 4% et les anticipations de long-terme ont bondi à 4,2% (YouGov/Citi).

## Croissance du PIB t/t : observée, acquis et prévisions

OBSERVÉ				ACQUIS	PRÉVISION T/T			PRÉVISIONS ANNUELLES		
T1 2024	T2 2024	T3 2024	T4 2024	T4 2024	T1 2025	T2 2025	T3 2025	2024 (estimation)	2025	2026
0,9	0,5	0,0	0,1	0,2	0,5	0,3	0,1	1,1	1,0	0,8

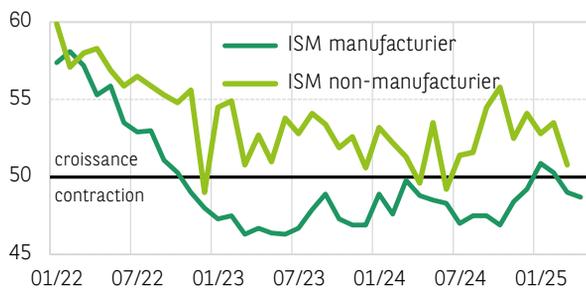
Sources : Refinitiv, BNP Paribas

**Croissance éphémère au T1 ?** Notre prévision de croissance pour le premier trimestre 2025 a été rehaussée à 0,5%. Le T2 et le T3 ont été revus à la baisse en raison du choc tarifaire et de la remontée des anticipations d'inflation (de 0,4% à 0,3% pour le T2 et 0,4% à 0,1% pour le T3). En conséquence, nos prévisions confirment une croissance modérée de l'activité à 1,0% en 2025, suivie d'un ralentissement en 2026.

Guillaume Derrien (achevé de rédiger le 2 mai 2025)



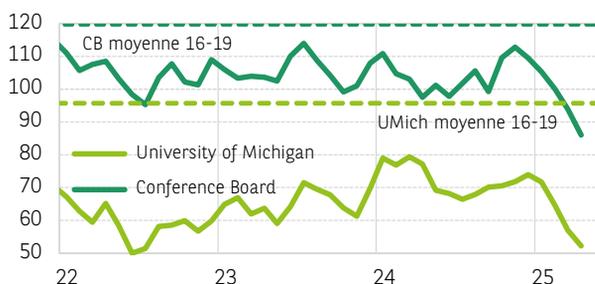
## Climat des affaires ISM



Sources : ISM, BNP Paribas.

**Un climat des affaires mal orienté.** L'ISM *Manufacturing* recule depuis 4 mois (de -0,2pp à 48,6 en avril). La production, les embauches et les nouvelles commandes se situent en zone de contraction. L'indice des prix-payés (69,8) est à un plus haut depuis 2022. En parallèle, l'ISM *Non-Manufacturing* est resté positif mais ralentit (50,8 en mars contre 54,1 en décembre 2024).

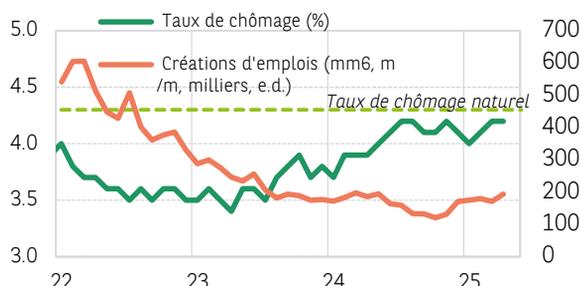
## Confiance des ménages



Sources : Macrobond, BNP Paribas.

**Des ménages de plus en plus pessimistes.** Les mesures principales du sentiment des ménages subissent une détérioration importante et ininterrompue depuis la fin de l'année 2024. Les attentes, à un plus bas depuis 2011 selon le *Conference Board* (54,4), sont dégradées. Les anticipations d'inflation atteignent des plus hauts sur plusieurs décennies à 1 an (+6,5%) et 5-10 ans (+4,4%) en avril selon l'Université du Michigan.

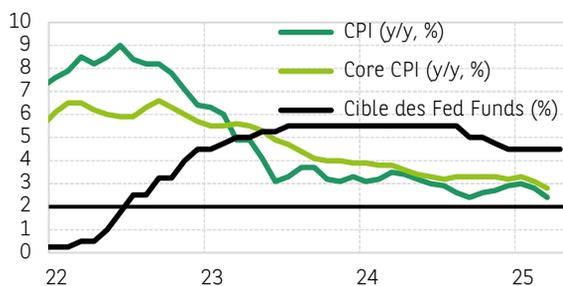
## Marché du travail : créations d'emploi et taux de chômage



Sources : BLS, BNP Paribas.

**Marché du travail : mieux qu'à l'équilibre.** En avril, la croissance des emplois salariés s'élève à un solide +177k (-7k). La variation en moyenne mobile sur 6 mois témoigne de la robustesse du marché de l'emploi, après le fort rééquilibrage de 2022 - 2023. Le taux de chômage, à 4,2%, reste en deçà de l'estimation de son niveau naturel (4,3%).

## Inflation et politique monétaire



Sources : BLS, Federal Reserve, BNP Paribas.

**Du mieux (temporaire) sur l'inflation.** L'inflation, mesurée par l'IPC, se replie en mars, à +2,4% a/a (-0,4pp), en lien avec l'énergie et l'hôtellerie. L'inflation sous-jacente, à +2,8% a/a (-0,3pp), atteint un plus bas depuis mars 2021. Toutefois, la Fed ne devrait pas poursuivre son assouplissement monétaire du fait du risque d'accélération de l'inflation et de la vigueur préservée de l'emploi.

## Croissance du PIB t/t : observée, acquis et prévisions

OBSERVÉ				ACQUIS	OBSERVÉ*	GDP NOW	PRÉVISION T/T			PRÉVISIONS ANNUELLES		
T1 2024	T2 2024	T3 2024	T4 2024	T4 2024	T1 2025	T2 2025	T2 2025	T3 2025	2024 (observé)	2025	2026	
0,4	0,7	0,8	0,6	1,0	-0,1	0,3	0,2	0,1	2,8	1,3	1,2	

\* Estimation préliminaire du T1 2025

Sources : BEA, Fed d'Atlanta, BNP Paribas

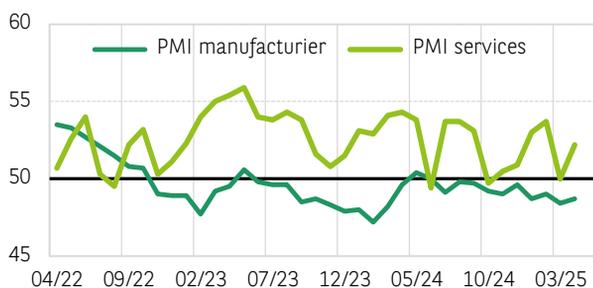
**Contraction du PIB au T1 2025** (-0,1% t/t, contre +0,6% au T4 2024), la première depuis trois ans. Les importations de biens (+10,9% t/t, un plus haut depuis 1972 hors réouverture post-Covid), la baisse de la dépense publique (-0,4% t/t) et le ralentissement de la consommation des ménages (+0,4% t/t, contre +1% au T4) expliquent ce résultat. La forte augmentation des stocks (contribution de 0,8pp au T1) devrait peser sur la croissance au T2 (le *GDPnow* suggère +0,3% t/t).

Anis Bensaidani (achevé de rédiger le 2 mai 2025)



# Japon : interruption des hausses de taux

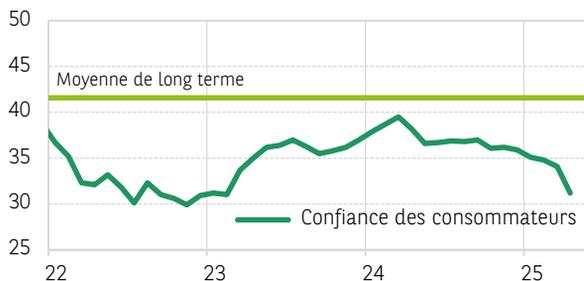
## Climat des affaires : PMI



Sources : S&P Global, BNP Paribas.

**Les services tirent le climat des affaires vers le haut.** La croissance de l'activité reprend en avril selon le PMI composite (51,1, +2,2pp), soutenue par le PMI services (52,2, +2,2pp). En revanche, le PMI manufacturier reste en zone de contraction (48,5, +0,1pp), pénalisé par la plus importante détérioration des nouvelles commandes depuis février 2024.

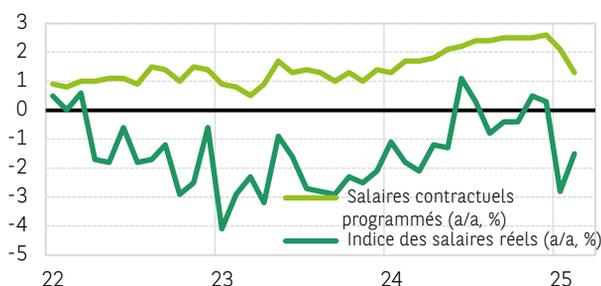
## Confiance des ménages



Sources : Cabinet Office, BNP Paribas.

**La confiance des consommateurs durablement faible.** La confiance des consommateurs poursuit son recul en avril (31,2, plus bas depuis février 2023). Le sentiment vis-à-vis des standards de vie constitue le premier facteur de baisse, suivi par les préoccupations liées à l'emploi.

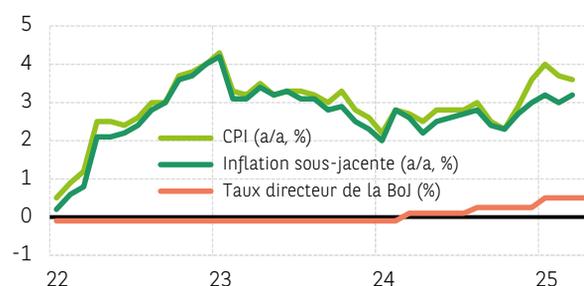
## Marché du travail : croissance des salaires



Sources : Cabinet Office, BNP Paribas.

**Reflux de la progression des salaires.** La croissance des salaires nominaux (contractuels programmés) ralentit, à +1,3% a/a en février 2025 – un plus bas depuis un an. En conséquence et en raison d'un regain d'inflation, l'indice des salaires réels (-1,5% a/a) demeure négatif. Dans le même temps, le taux de chômage se réduit à 2,4%.

## Inflation et politique monétaire



Sources : Macrobond, BNP Paribas.

**Pause des hausses de taux malgré l'inflation.** L'inflation sous-jacente repart à la hausse en mars (+3,2% a/a, +0,2pp) sous l'effet de la hausse du prix du riz (+80,9% a/a). L'inflation totale, à +3,6% a/a (-0,1pp), reste sensiblement au-dessus de la cible. La Banque du Japon a décidé, en mai, le maintien du taux directeur à +0,5%. Les risques baissiers sur l'activité liés aux tarifs douaniers plaident pour interrompre le cycle, déjà très précautionneux, de hausses de taux.

## Croissance du PIB t/t : observée, acquis et prévisions

OBSERVÉ				ACQUIS	PRÉVISION T/T			PRÉVISIONS ANNUELLES		
T1 2024	T2 2024	T3 2024	T4 2024	T4 2024	T1 2025	T2 2025	T3 2025	2024 (estimation)	2025	2026
-0,5	0,8	0,4	0,6	0,8	0,0	0,0	-0,2	0,1	0,7	0,2

Sources : Cabinet Office, BNP Paribas

**Panne de croissance.** D'après nos prévisions, la croissance japonaise aurait été nulle au T1 2025 (après +0,6% t/t au T4 2024). Concernant 2025, les perspectives de croissance sont dégradées. Les facteurs externes, liés aux perturbations sur le commerce international, s'ajoutent aux problèmes internes, dont l'inflation, qui pèsent sur la demande.

Anis Bensaidani (achevé de rédiger le 2 mai 2025)

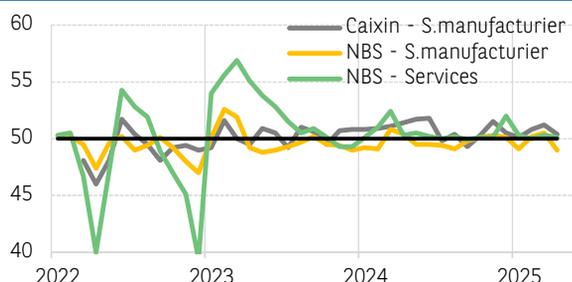


BNP PARIBAS

La banque d'un monde qui change

# Chine : les effets des droits de douane sont déjà visibles

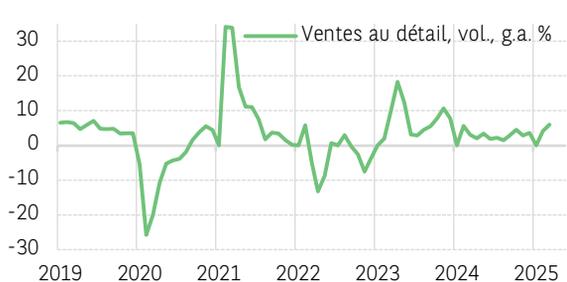
## Climat des affaires – Indices PMI



Sources : NBS, BNP Paribas.

**Dégradation généralisée.** L'indice officiel des directeurs d'achats (PMI) du secteur manufacturier est tombé à 49 en avril (contre 50,5 en mars) et le PMI de Caixin à 50,4 (51,2 en mars). La baisse est généralisée à toutes les sous-composantes et annonce un important ralentissement de l'activité après le rebond du mois de mars. Il s'agit là des conséquences immédiates des nouveaux droits de douane de 145% imposés par les États-Unis sur leurs importations de produits chinois.

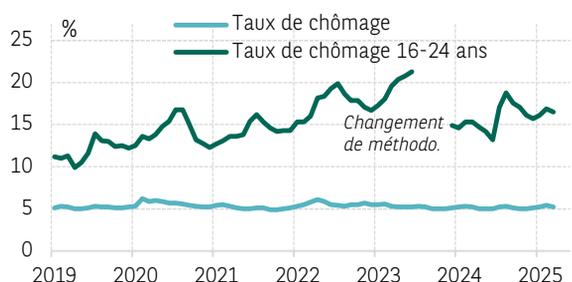
## Ménages – Ventes au détail



Sources : NBS, BNP Paribas.

**Consommation privée tirée par les subventions publiques.** En mars, les ventes au détail ont affiché leur plus forte hausse depuis fin 2023 (+5,9% en g.a. en valeur, après +4% en janvier-février), encouragées par les programmes de remplacement de biens de consommation subventionnés par le gouvernement. Ces programmes seront maintenus dans les prochains mois. Ils devraient être complétés par d'autres mesures de soutien à la demande intérieure, les autorités étant déterminées à compenser les effets de l'affaiblissement des exportations.

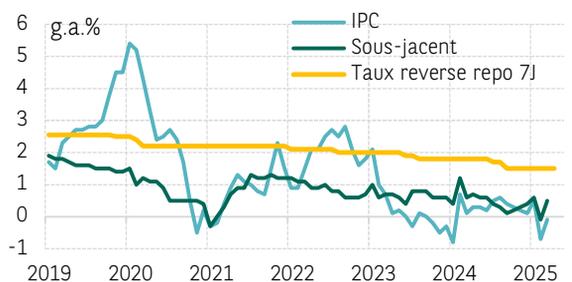
## Marché du travail – Taux de chômage



Sources : NBS, BNP Paribas.

**Répét temporaire sur le marché du travail.** Le taux de chômage est redescendu légèrement en mars après une hausse en janvier-février, et s'est établi à 5,2% (contre 5,1% fin 2024). Toutefois, les difficultés des entreprises exportatrices pourraient dégrader les conditions du marché du travail dès le printemps.

## Inflation et politique monétaire



Sources : NBS, BNP Paribas.

**Déflation et assouplissement monétaire.** Au T1 2025, l'indice IPC a légèrement diminué (-0,1% en g.a.) et la baisse des prix à la production s'est poursuivie. L'inflation sous-jacente a atteint +0,3% en g.a. En 2025, la persistance de capacités de production excédentaires entretiendra les pressions déflationnistes. La banque centrale devrait abaisser ses taux directeurs progressivement.

## Croissance du PIB t/t : observée, acquis et prévisions

OBSERVÉ				ACQUIS	OBSERVÉ*	PRÉVISION T/T		PRÉVISIONS ANNUELLES		
T1 2024	T2 2024	T3 2024	T4 2024	T4 2024	T1 2025	T2 2025	T3 2025	2024 (observé)	2025	2026
1,3	1,0	1,4	1,6	0,3	1,2	0,9	1,2	5,0	4,5	4,3

\* Estimation préliminaire du T1 2025

Sources : Refinitiv, BNP Paribas

**Risques à la baisse importants sur la croissance.** La croissance du PIB réel s'est établie à +1,2% en rythme trimestriel au T1 2025, en léger recul par rapport au T4 2024. Elle est restée stable à +5,4% en g.a. Cette performance meilleure qu'attendu s'explique par le rebond de l'activité en mars, dans le secteur industriel (+7,7% en g.a. en mars contre +5,9% en janvier-février) et les services (+6,3% en g.a. contre +5,6% en janvier-février). Le choc des droits de douane infligé par les États-Unis à la Chine et au reste du monde va provoquer un important ralentissement de l'activité du secteur manufacturier dès le mois d'avril (notre prévision de croissance pour le T2, qui s'élève à +0,9% t/t, devrait être révisée à la baisse). Les effets négatifs sur la croissance en 2025 seront partiellement compensés par l'assouplissement des politiques monétaire et budgétaire chinoises.

Christine Peltier (achevé de rédiger le 30 avril 2025)



BNP PARIBAS

La banque d'un monde qui change

# Economic Research - Contacts

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



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 desquels il a été élaboré.

BNP Paribas est en France constituée en société anonyme. Son siège est situé au 16 boulevard des Italiens 75009 Paris.

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.

Pour certains pays de l'Espace Economique Européen :

Le présent document a été approuvé en vue de sa publication au Royaume-Uni par BNP Paribas Succursale de Londres. BNP Paribas Succursale de Londres est autorisée et supervisée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et autorisée et soumise à une réglementation limitée par la Financial Services Authority. Nous pouvons fournir sur demande les détails de l'autorisation et de la réglementation par la Financial Services Authority.

Le présent document a été approuvé pour publication en France par BNP Paribas SA, constituée en France en société anonyme et autorisée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel (ACP) et réglementée par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF). Le siège social de BNP Paribas est situé au 16, boulevard des Italiens, 75009, Paris, France.

Le présent document est distribué en Allemagne par BNP Paribas Succursale de Londres ou par BNP Paribas Niederlassung Francfort sur le Main, une succursale de BNP Paribas S.A. dont le siège est situé à Paris, France. BNP Paribas SA Niederlassung Francfort sur le Main, Europa Allee 12, 60327 Francfort, est autorisée et supervisée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et est autorisée et soumise à une réglementation limitée par le Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin).

Etats-Unis : le présent document est distribué par BNP Paribas Securities Corp., ou par une succursale ou une filiale de BNP Paribas ne bénéficiant pas du statut de broker-dealer au sens de la réglementation américaine. BNP Paribas Securities Corp., filiale de BNP Paribas, est un broker-dealer enregistré auprès de la Securities and Exchange Commission et est membre de la Financial Industry Regulatory Authority et d'autres bourses principales. BNP Paribas Securities Corp. n'accepte la responsabilité du contenu d'un document préparé par une entité non américaine du groupe BNP Paribas que lorsqu'il a été distribué à des investisseurs américains par BNP Paribas Securities Corp.

Japon : le présent document est distribué au Japon par BNP Paribas Securities (Japan) Limited, ou par une succursale ou une entité du groupe BNP Paribas qui n'est pas enregistrée comme une maison de titres au Japon, à certaines institutions financières définies par l'article 17-3 alinéa 1 du décret d'application de la Loi japonaise sur les instruments et marchés financiers. BNP Paribas Securities (Japan) Limited, est une maison de titres enregistrée conformément à la Loi japonaise sur les instruments et marchés financiers et est membre de la Japan Securities Dealers Association ainsi que de la Financial Futures Association du Japon. BNP Paribas Securities (Japan) Limited, Succursale de Tokyo, n'accepte la responsabilité du contenu du document préparé par une entité non japonaise membre du groupe BNP Paribas que lorsqu'il fait l'objet d'une distribution par BNP Paribas Securities (Japan) Limited à des entreprises basées au Japon. Certains des titres étrangers mentionnés dans le présent document ne sont pas divulgués au sens de la Loi japonaise sur les instruments et marchés financiers.

Hong-Kong : le présent document est distribué à Hong Kong par BNP Paribas Hong Kong Branch, filiale de BNP Paribas dont le siège social est situé à Paris, France. BNP Paribas Hong Kong Branch exerce sous licence bancaire octroyée en vertu de la Banking Ordinance et est réglementée par l'Autorité Monétaire de Hong Kong. BNP Paribas Hong Kong Branch est aussi une institution agréée réglementée par la Securities and Futures Commission pour l'exercice des activités réglementées de types 1, 4 et 6 [Regulated Activity Types 1, 4 et 6] en vertu de la Securities and Futures Ordinance.

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

© BNP Paribas (2015). Tous droits réservés.

