

[Retrouvez notre scénario et nos prévisions](#)

ÉCONOMIES AVANCÉES

États-Unis

Une économie solide malgré des créations d'emploi inférieures aux attentes. Les créations nettes d'emplois ont nettement ralenti en janvier 2025 (+143k contre plus de 300k en décembre, vs. consensus à +175k). Cependant, les révisions à la hausse sur novembre et décembre (+100k en cumulé) font plus que compenser. La situation demeure positive sur d'autres terrains : forte accélération mensuelle des salaires (+0,5% m/m, +0,2pp), baisse du taux de chômage (-0,1pp à 4,0%), retour de l'ISM Manufacturing en zone d'expansion en janvier (50,9, +1,7pp), pour la première fois depuis 2022. Séparément, l'enquête de l'Université du Michigan pour février détonne par un bond de +1 pp des anticipations d'inflation à 1 an, à +4,3%, et enregistre un nouveau recul du sentiment du consommateur.

Zone euro

Le wage tracker de la BCE pointe vers un ralentissement important des salaires en 2025. L'indice, calculé à partir des accords salariaux déjà négociés, retombe à 1,3% a/a fin 2025, contre 4,9% en janvier 2024. Les prix à la production (hors construction) sont sortis de la déflation en décembre (0,0% a/a). Les ventes au détail affichent une baisse de 0,2% m/m en décembre. Elles enregistrent toutefois une hausse modérée de +0,9% en moyenne annuelle 2024, avec des reculs m/m en Allemagne (-1,6%), France (-0,2%) et aux Pays-Bas (-0,2%) et des hausses en Italie, Espagne (+0,3% m/m chacun), et Belgique (+1,3% m/m).

Allemagne Fin d'année 2024 difficile, mais du mieux en 2025 ? La production industrielle s'est contractée de 2,4% m/m en décembre, tombant à un plus bas depuis début 2010 (hors Covid). Plus positivement, les nouvelles commandes à l'industrie voient leur moyenne mobile sur 6 mois en hausse de près de 4% entre août et décembre 2024. L'union CDU/CSU enregistre une érosion dans les sondages au bénéfice de l'AFD et des petits partis. Si son score probable (près de 30%) lui permettrait de diriger une future coalition, un accord à trois partis (avec le SPD et les Verts) pourrait être nécessaire.

France Des bonnes nouvelles pourraient chasser les mauvaises ? L'estimation finale du PMI composite pour janvier a été abaissée à 47,6 (contre 48,3 selon l'estimation flash), stable par rapport à décembre (47,5). L'emploi salarié privé s'est contracté de 50 000 postes au T4 selon l'Insee, probablement un contrecoup aux J.O. (après 27 000 créations de postes au T3). Le budget 2025 a finalement été adopté par le Parlement. Il vise 5,4% du PIB de déficit public, contre 6,1% en 2024). L'effort porte principalement sur les prélèvements obligatoires (43,5% du PIB en 2025 contre 42,8% en 2024), dont EUR 12 mds concerneraient les entreprises. Côté dépenses, l'effort est concentré sur le budget de l'État (-8,8 mds), principalement ponctionné sur le soutien à l'emploi, à la transition écologique et à l'investissement. L'écart entre l'OAT et le Bund 10 ans est redescendu à près de 70 pb (contre 80 pb tout début février) tandis que le taux des OAT à 10 ans est retombé à 3,1%, proche de son niveau pré-dissolution.

Royaume-Uni La BoE réduit ses taux de 25 pb à 4,5% et baisse de moitié ses projections de croissance. Le MPC prévoit désormais une contraction du PIB de 0,1% t/t au T4 2024, suivie de +0,1% au T1 2025 et +0,75% pour l'ensemble de 2025. Deux membres du MPC (Swati Dhingra et, créant la surprise au vu de son positionnement habituellement *hawkish*, Catherine Mann) ont voté pour une baisse de 50 pb. Malgré un léger mieux dans l'industrie, les enquêtes de conjoncture continuent d'envoyer des signaux inquiétants. La hausse du PMI manufacturier (+1,3 point à 48,3) a tiré le composite PMI vers le haut (+0,2 point à 50,6), mais les indices d'emploi et de prix de vente dans les services évoluent très défavorablement (plus bas niveau depuis janvier 2021 pour le premier, plus haut depuis décembre 2023 pour le second).

ÉCONOMIES ÉMERGENTES

Bonne résistance des indices PMI en janvier. Sur un échantillon de 15 pays émergents, l'indice de diffusion de janvier était en baisse par rapport à la moyenne du T4 2024 dans moins de la moitié des pays (38%). Cependant, ce ratio est plus élevé (47%) en ce qui concerne les carnets de commandes à l'exportation. En termes de niveau, la divergence constatée entre les pays d'Asie (indices PMI encore majoritairement >50) et ceux d'Europe centrale (indices PMI majoritairement <50) s'accroît.

Chine Réponse mesurée à la hausse de 10% des droits de douane américains. Les autorités chinoises ont annoncé, comme mesures de représailles, une enquête anti-trust contre Google, de nouveaux contrôles sur les exportations de cinq métaux rares, des droits de douane sur les importations de certains biens nord-américains (tels que charbon et LNG), et l'introduction de nouveaux noms sur la liste d'entités « non fiables » de Pékin. La Banque centrale n'a en revanche pas laissé le taux de change CNY/USD se déprécier à la réouverture des marchés après le Nouvel An chinois.

Inde Budget sous contrainte mais début d'assouplissement monétaire. Dans son budget pour l'année 2025/2026, le gouvernement a l'ambition de réduire son déficit de 0,4pp à 4,4% du PIB proche de son niveau pré-pandémie. Sont à noter la hausse des dépenses d'intérêt, déjà très élevées, qui atteindraient 3,6% du PIB (soit 36,5% des recettes) et la stabilisation des dépenses d'investissement à 3,1% du PIB. Ces points reflètent le manque de marge de manœuvre pour soutenir la croissance et pallier les importantes insuffisances d'infrastructure. De son côté, la Bank of India (RBI) a abaissé de 25pb son taux directeur pour la première fois depuis près de cinq ans. Cette décision, justifiée par une baisse de l'inflation et de la croissance, pourrait accentuer les pressions baissières sur la roupie.

MATIÈRES PREMIÈRES

À la réunion du 3 février, OPEP+ a laissé sa production inchangée. Si les conditions de marché sont réunies, les membres du cartel pourraient décider de rehausser graduellement leur production (+0,12 mb/j par mois) lors de leur réunion du 5 avril prochain.

