

[Retrouvez notre scénario et nos prévisions](#)

ÉCONOMIES AVANCÉES

ÉTATS-UNIS

La Réserve fédérale en équilibre (voir notre EcoFlash du 20 mars 2025 : [Fed, une drôle de stabilité](#)). La cible de taux de la Fed reste à +4,25% - +4,50%, mais avec une révision en baisse marquée des prévisions médianes sur la croissance (-0,4pp à +1,7 a/a au T4 2025) et une autre en hausse sur l'inflation PCE (+0,2pp à +2,5%). Pour autant, les projections médianes de baisses de taux restent inchangées (deux en 2025). J. Powell a indiqué qu'un impact « transitoire » des hausses de tarifs douaniers constituait le scénario central. La Fed a également surpris en annonçant un ralentissement du resserrement quantitatif de son bilan (voir notre Ecolnsight du 19 mars 2025 : [QT2 : la Fed cherche le bon tempo](#)). En février, les ventes au détail augmentent moins qu'attendu (+0,2% m/m) et le mois de janvier – déjà négatif – est révisé à la baisse (pire mois depuis 2021). La production manufacturière surprend positivement (+0,9% m/m, EST : +0,3%). Les mises en chantier et les ventes de logements existants se redressent après les résultats difficiles de janvier.

UNION EUROPÉENNE

Développements encourageants. L'inflation en zone euro est passée de 2,5% à 2,3% en février, à la faveur d'un ralentissement de la hausse des prix de l'électricité (+0,2% a/a) et des services (+3,68%, plus bas depuis juin 2022). Le PMI composite progresse en mars (+0,2 point à 50,4) grâce au secteur manufacturier (+0,9 point à 48,7), et notamment les nouvelles commandes (+1,5 point à 49,2). L'indice dans les services recule (-0,2 point à 50,4) mais se maintient en zone d'expansion. Autre signe encourageant, l'indice sur les prix des intrants reflue nettement dans les services (58,3) tandis qu'il remonte marginalement dans le secteur manufacturier (52,3). La Commission européenne a publié son Livre blanc sur la défense européenne (qui intègre le plan « ReArm Europe »), sa stratégie de l'Union de l'Épargne et des Investissements, ainsi qu'un plan d'action pour soutenir les industries sidérurgique et métallurgique. Le Conseil européen les a tous adoptés. Une partie des mesures de rétorsion commerciale envers les États-Unis, censées entrer en vigueur le 1^{er} avril, ont été repoussées à « mi-avril ».

Selon la BCE, le ratio agrégé des fonds propres CET1 des plus grandes banques de la zone euro s'établissait à 15,9% au T4 2024, niveau nettement supérieur aux exigences réglementaires, stable par rapport au T4 2023. L'augmentation de l'encours des fonds propres CET1, de EUR 1392 mds à EUR 1461 mds entre le T4 2023 et 2024 (+5,0%), a été largement portée par celle du résultat net (+9,1%). Le coût du risque enregistre une hausse sensible sur un an (+12,8%), tandis que le ratio des prêts non performants reste stable à 2,3%.

ALLEMAGNE

Adoption des plans d'investissement hors budget (voir notre EcoFlash du 12 mars 2025 : [Allemagne : « quoi qu'il en coûte » ?](#)). Le Bundestag et le Bundesrat ont adopté le texte de loi relatif à la création d'un fonds hors budget. Ce fonds doit financer des investissements en infrastructures, ainsi que la possibilité de faire croître les dépenses de défense de façon illimitée. Le PMI composite s'est amélioré, passant de 50,4 en février à 50,9 en mars. Le PMI manufacturier augmente de 46,5 à 48,3, un plus haut en 31 mois. Le PMI services se replie de 51,1 à 50,2. *L'indice Ifo de climat des affaires sera publié le 25 mars et l'indice GfK de confiance des ménages le 28 mars.*

FRANCE

Amélioration graduelle. L'Insee a abaissé sa prévision de croissance pour le T1 de 0,2% à 0,1% t/t et maintenu celle pour le T2 à 0,2% t/t. Cependant, le climat des affaires de l'Insee s'améliore à 97 en mars (il rebondit de 1 point par mois sur les 3 derniers mois, et retrouve son niveau d'octobre). Le climat de l'emploi rebondit de 93 à 96 entre février et mars, mais reste inférieur à sa moyenne des 6 mois précédents (98). Le gouvernement a annoncé le gel de près de EUR 9 mds de dépenses publiques afin d'atteindre son objectif de 5,4% du PIB de déficit public en 2025. *Le déficit public pour 2024 sera publié par l'Insee le 27 mars.* La ministre du Budget s'attend à ce qu'il soit un peu inférieur aux attentes (6% du PIB). Le PMI composite a rebondi de 45,1 en février, atteignant 47 en mars (il se rapproche de son niveau de janvier : 47,6). Le PMI manufacturier connaît un plus haut en 26 mois, à 48,9. Le PMI services a rebondi de 45,3 à 46,6, mais enregistre en février-mars les deux chiffres les plus faibles sur les 12 derniers mois. *Les chiffres de la confiance des ménages et l'inflation seront publiés respectivement les 26 et 28 mars.*

ITALIE

Légère éclaircie sur le chiffre de production industrielle. L'IPI est nettement moins dégradé en ce début d'année (-0,6% a/a en janvier, contre -6,9% en décembre). La production manufacturière enregistre une moindre contraction, principalement due au retour à la croissance de la production de « machines et équipements » (+1,7% a/a ; variation annuelle positive pour la première fois depuis novembre 2023).

JAPON

Taux directeur stable et inflation en baisse. La Banque du Japon a maintenu *l'uncollateralized overnight target rate* à +0,5%. Le communiqué mentionne pour la première fois l'incertitude liée aux politiques commerciales américaines. Une baisse des prix de l'énergie (-3,6% m/m) est permise par la réintroduction d'un subventionnement gouvernemental. L'inflation sous-jacente (hors nourriture non transformée) passe de +3,2% en janvier à +3,0% a/a en février.

ROYAUME-UNI

La Banque d'Angleterre maintient son taux directeur à 4,5% (8 votes contre 1) et mentionne des risques plus équilibrés sur l'inflation. La dégradation des enquêtes d'emploi ne se matérialise pas encore concrètement : le nombre de salariés a progressé de 0,1 % en février (chiffres préliminaires), en hausse pour le second mois consécutif. Les révisions sur les douze mois précédents s'élèvent à 0,2 %. Le taux de chômage est stable à 4,4% en janvier (3m/3m), tandis que la progression des salaires de base reste très soutenue (6,2% a/a). La confiance des ménages (indice GfK) est stable depuis six mois, en légère hausse néanmoins en mars (+1,0 point à -19). *Le budget de printemps sera présenté le mercredi 26 mars, le même jour que l'inflation pour le mois de février.*



SUISSE

Nouvelle (et dernière ?) baisse de taux. La BNS a abaissé son taux directeur de 25 pb (à 0,25%) du fait des pressions désinflationnistes persistantes (inflation harmonisée à 0,1% a/a en février). Le taux devrait rester inchangé au cours des prochains mois compte tenu de l'incertitude entourant le scénario macroéconomique mondial.

ÉCONOMIES ÉMERGENTES

CHINE

Marché immobilier toujours en panne. La croissance a ralenti au cours des deux premiers mois de 2025 mais moins qu'attendu (**voir notre EcoPulse du 18 mars 2025 : Chine : Un début d'année rassurant mais terne**). Dans le secteur industriel, la croissance a fléchi après une accélération marquée en décembre, mais se maintient à +5,9% en g.a. (contre 5,6% au T4 2024). Dans les services, la croissance a marqué le pas (+5,6% en g.a. en janvier-février, contre +6,3% au T4). D'un côté, les ventes au détail se sont légèrement renforcées ; de l'autre, les signes d'amélioration, apparus dans le secteur immobilier pendant l'automne, n'ont pas persisté en début d'année. Les transactions immobilières sont reparties à la baisse (-5% en g.a. après une stabilisation au T4 2024) et l'activité de chantiers s'est fortement contractée en janvier-février (démarrages et chantiers en cours).

MAROC

La Banque centrale surprend en abaissant son taux directeur de 25 pb à 2,25%. L'inflation réaccélère depuis 2 mois. La hausse de l'indice des prix à la consommation a atteint 2,6% en g.a en février, contre un point bas de 0,7% en décembre 2024. La progression des prix alimentaires explique l'essentiel de cette dynamique. Hors alimentation, la pression est contenue (+0,4% en g.a) et l'inflation sous-jacente est stable à 2,4%. Surtout, les anticipations sont bien ancrées. L'inflation devrait rester limitée à 2% cette année. En abaissant son taux directeur pour la deuxième fois consécutive, la Banque centrale souhaite appuyer la reprise économique en cours. La croissance est attendue à 3,9% par l'institution contre 3,2% en 2024.

POLOGNE

Signaux mixtes dans l'industrie. L'activité est déprimée depuis plusieurs mois. Les chiffres de février (-0,2% m/m et -2% en g.a.) ne changent pas la donne. Comparativement au mois précédent, l'activité dans les segments « produits alimentaires », « produits chimiques » et « industrie énergétique » s'est contractée. En revanche, l'indice PMI manufacturier s'est amélioré sur la même période, porté par les nouvelles commandes, la production et l'emploi ; il a même franchi le seuil de 50 pour la première fois depuis avril 2022. Un tournant pour la production industrielle est donc possible à très court terme.

Inflation révisée à la baisse à la suite d'un changement de poids pour certaines catégories de biens dans le panier IPC. En janvier, l'inflation globale était de 4,9% en g.a. après la révision statistique (contre 5,3% auparavant). Elle est restée stable en février. L'inflation hors biens alimentaires et énergie s'est établie à 3,6% en g.a. en février après 3,7% en janvier. Ces derniers chiffres sont désormais proches de la fourchette haute de la cible d'inflation. Pour autant, la politique monétaire devrait rester prudente même si la Banque centrale a révisé ses prévisions d'inflation à la baisse en 2025.

TURQUIE

Mini crise financière. L'arrestation du maire d'Istanbul Ekrem Imamoglu, le 14 mars dernier, et les manifestations qui ont suivi jusqu'à la fin de semaine ont déclenché de nouvelles tensions financières. La livre turque s'est dépréciée de 3% par rapport à un panier euro/dollar, le CDS spread 5 ans s'est tendu de 60 points de base (à 324 pb) et la Bourse d'Istanbul a perdu 25%. La Banque centrale a relevé son taux directeur de 200 pb, le portant à 46% et elle aurait vendu près de USD 24 mds pour soutenir la livre. Enfin, le rendement des obligations souveraines à 10 ans a augmenté de 300 pb à 29%.

Ce choc intervient au moment où l'économie ralentit fortement. Les conséquences de la dépréciation du change et de la hausse du coût d'emprunt domestique pour le Trésor ne sont pas d'ampleur à interrompre, toutes choses égales par ailleurs, l'amélioration des ratios de finances publiques (charge d'intérêts et dette rapportée au PIB) de ces dernières années. En revanche, les conséquences peuvent être potentiellement sensibles via l'effet des tensions financières sur la croissance. *Nous publierons un EcoFlash sur ces sujets cette semaine.*

