

A low-angle photograph showing the lower legs and feet of three people walking on a paved surface. They are wearing jeans and white sneakers. Several colorful shopping bags (red, blue, pink, orange) are hanging from their hands. In the background, a bicycle is partially visible on the left, and a building with a railing is on the right.

ECOCHARTS

Juin 2025

BAROMÈTRE DE L'INFLATION



BNP PARIBAS

La banque d'un monde qui change

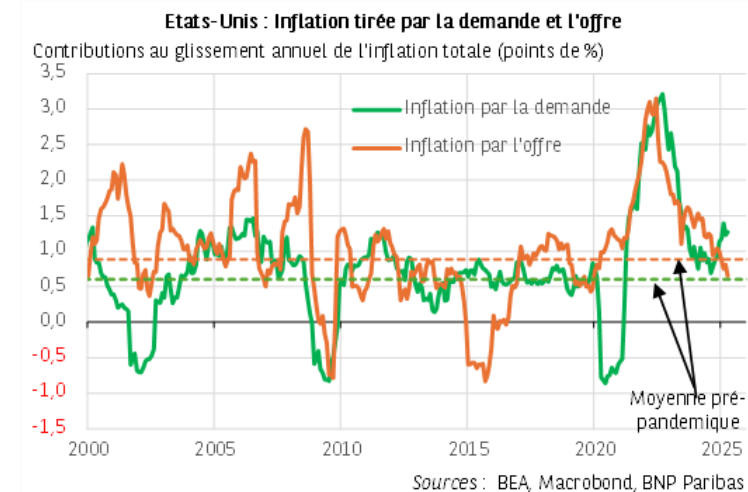
GRAPHIQUE DU MOIS : États-Unis : Une autre manière de détecter les probables effets inflationnistes des droits de douane

Notre graphique du mois reproduit une décomposition de l'inflation américaine (mesurée avec les données du BEA du déflateur de la consommation) entre les facteurs d'offre et de demande. Cette décomposition s'appuie sur la méthodologie développée par Adam Hale Shapiro (vice-président du département de recherche économique de la Réserve fédérale de San Francisco)¹. Les composantes de l'indice des prix sensibles à la demande (à l'offre) sont identifiées par la corrélation positive (négative) entre leurs variations et l'activité économique.

Les dernières données disponibles, datant d'avril, nous montrent que l'inflation tirée par l'offre (courbe orange) poursuit, clairement, sa tendance baissière, engagée depuis le pic du choc inflationniste au deuxième trimestre 2022, et qu'elle se situe en deçà de sa moyenne pré-pandémique. L'inflation tirée par la demande (courbe verte) est, en revanche, depuis décembre 2024, de nouveau dans une dynamique haussière et se situe au-dessus de sa moyenne pré-pandémique.

Un premier enseignement de ces évolutions est que, avant le choc tarifaire du président Trump, la poursuite du processus de désinflation et le retour à la cible reposaient sur l'inflation par la demande, qui devait reprendre le chemin de la baisse. Processus qui reposait donc aussi sur la Fed, qui peut justement agir sur la demande (la freiner, en l'occurrence, en mettant sur pause ses baisses de taux et en conservant ainsi une politique monétaire plutôt restrictive) et non sur l'offre.

Le second enseignement que nous pouvons tirer de ces données est que le choc tarifaire étant pour partie un choc d'offre, son impact inflationniste devrait se voir dans un redressement de l'inflation tirée par l'offre. En parallèle, les impacts négatifs du choc tarifaire sur la croissance devraient tirer vers le bas l'inflation par la demande. Quel effet dominera à l'horizon des prochains mois ? C'est toute la question. Nous anticipons que ce sera le premier, inflationniste. Mais les incertitudes autour de ce scénario restent nombreuses.



¹ Cf. pour une présentation des grandes lignes de cette approche, How Much Do Supply and Demand Drive Inflation? - San Francisco Fed, 21 juin 2022. Travail étendu par Lansing (2025) en utilisant cette décomposition dans une estimation de la courbe de Phillips, Is Demand or Supply More Important for Inflation? - San Francisco Fed, 23 juin 2025.

Hélène Baudchon Helene.baudchon@bnpparibas.com (achevé de rédiger le 26/06/2025)



BNP PARIBAS

La banque d'un monde qui change

POINTS CLÉS: Inflation en baisse en mai, sauf aux États-Unis

- En mai, les États-Unis se distinguent par une augmentation, même très légère, de leur inflation (depuis un niveau plus élevé) alors qu'elle a nettement ralenti en zone euro et légèrement baissé au Royaume-Uni et au Japon. Parmi les évolutions défavorables à surveiller, les prix des matières premières énergétiques (pétrole et gaz) sont repartis à la hausse depuis avril (page 24), tout comme le point mort d'inflation, ce qui pourrait soutenir l'inflation au cours des prochains mois. À l'inverse, deux dynamiques positives se dégagent : la croissance des salaires se modère et les pressions sur les prix (côté offre) ralentissent, à l'exception notable des États-Unis.
- Aux États-Unis, l'inflation mesurée par l'IPC est très légèrement remontée en mai (+2,34% à +2,37% a/a). S'il y a augmentation, contrastant avec la nette baisse de l'inflation en zone euro, elle est moins importante qu'anticipée et ne porte toujours pas de trace visible de la hausse des droits de douane. L'inflation sous-jacente est restée stable à 2,8% a/a pour le troisième mois consécutif (page 7). Les salaires continuent de se modérer (page 22) et les anticipations d'inflation des ménages, qui avaient atteint des niveaux exceptionnellement élevés en avril, se modèrent quelque peu en juin (page 16). Néanmoins, les composantes prix des enquêtes sur le climat des affaires signalent que les pressions côté offre augmentent de nouveau et retrouvent leur plus haut niveau depuis septembre 2023 (page 14). Enfin, le point mort d'inflation a légèrement augmenté depuis avril, témoignant peut-être d'un début d'inquiétude des marchés financiers quant à l'impact inflationniste des droits de douane.
- En zone euro, la désinflation se poursuit. En mai, elle (re)franchit même un cap important, en passant sous les 2% a/a (elle avait déjà franchi ce seuil en septembre 2024, à 1,7%). L'inflation harmonisée totale a reflué de 0,3 point de pourcentage par rapport à avril, à 1,9%, tandis que l'inflation sous-jacente a perdu 0,4 point, à 2,3%. Chypre affiche l'inflation la moins élevée (0,4%), suivie de la France (0,6%), tandis que la Croatie (4,3%), la Slovaquie (4,3%) et l'Estonie (4,6%) subissent la plus forte hausse des prix. En outre, l'indice des prix à la production a fortement ralenti en zone euro depuis février (+0,7% a/a ; -2,3 pts), tout comme la croissance des salaires négociés (+2,5% a/a ; -1,7pp depuis décembre). De plus, les prévisionnistes continuent d'anticiper une inflation de 2% aux horizons de 1 et 5 ans. Les perspectives restent donc favorables en zone euro.
- Au Royaume-Uni, le bilan est également globalement positif, même si la dynamique reste nettement moins favorable qu'en zone euro. Après être remontée à 3,5% a/a en avril, l'inflation a très légèrement reculé en mai (+3,4%). L'inflation sous-jacente décélère également, et revient au niveau de la mesure headline pour la première fois depuis octobre 2023. La croissance des salaires se modère nettement en avril (+4,8% a/a ; -0,7pp m/m), et les pressions sur les prix s'atténuent quelque peu (page 14). Les anticipations d'inflation à 1 an des ménages (3,3% a/a ; -0,2pp) et de City/Yougov (4,0% ; -0,2pp) diminuent par rapport au mois dernier. Toutefois, les anticipations de long terme des ménages restent élevées et continuent de surpasser les niveaux enregistrés durant la crise inflationniste (page 18).
- Au Japon, le bilan est contrasté. L'inflation totale continue certes de ralentir au deuxième trimestre (3,4% en mai ; -0,1pp m/m) en raison d'une nouvelle baisse des contributions des composantes volatiles (énergie, alimentation périssable). Et les perspectives pour les prochains mois pointent vers une stabilisation de l'inflation : l'indicateur des pressions sur les prix (côté offre) continue de diminuer (page 14), les anticipations d'inflation des ménages à 1 an ont très légèrement ralenti en avril (page 19) et l'indice des prix à la production freine fortement (+3,2% a/a en mai ; -1,1pp m/m) (page 12). Après s'être nettement modéré en début d'année, le salaire mensuel moyen hors primes a néanmoins augmenté en avril (+2,1% a/a ; +0,7pp) (page 22). En revanche, l'inflation sous-jacente (hors aliments périssable ; cible de la BoJ) et la core-core inflation (qui exclut l'énergie) ont toutes deux augmenté en mai (à, respectivement, 3,7% a/a (+0,2pp) et 3,3% a/a (+0,3pp)).

Lucie Barette lucie.barette@bnpparibas.com (achevé de rédiger le 26/06/2025)



BNP PARIBAS

La banque d'un monde qui change

ÉTUDES ÉCONOMIQUES ECOCHARTS | 27/06/2025 | 3

Dynamiques générales de l'inflation

Inflation et données d'enquêtes

Anticipations d'inflation (ménages, prévisionnistes, marchés)

Evolution inflation-salaires

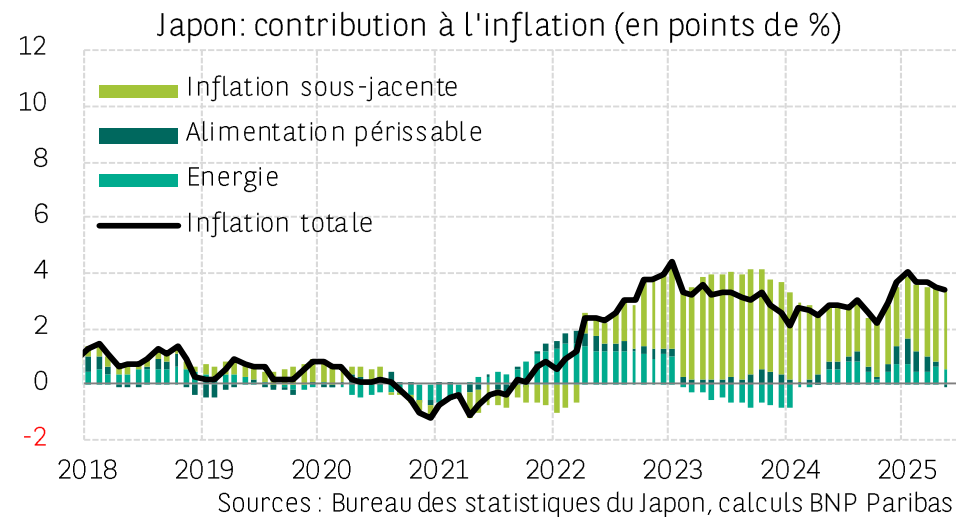
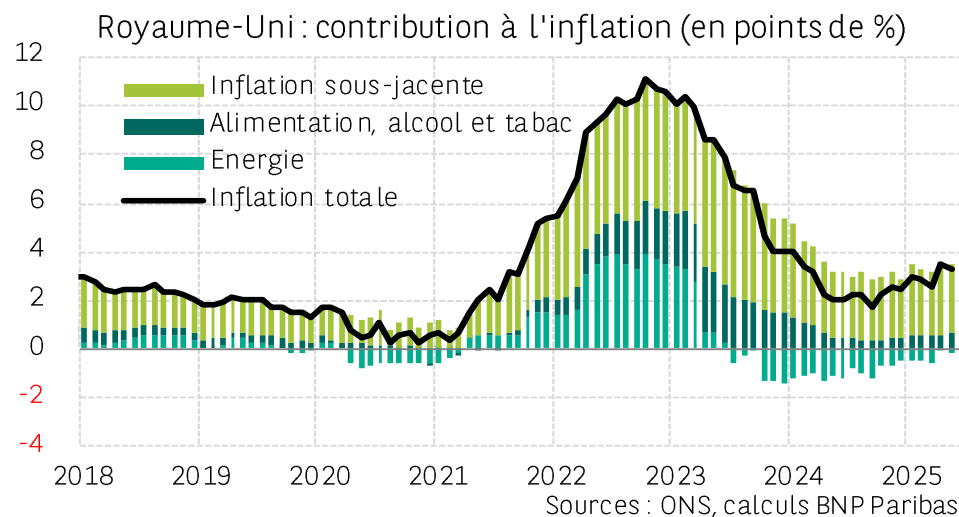
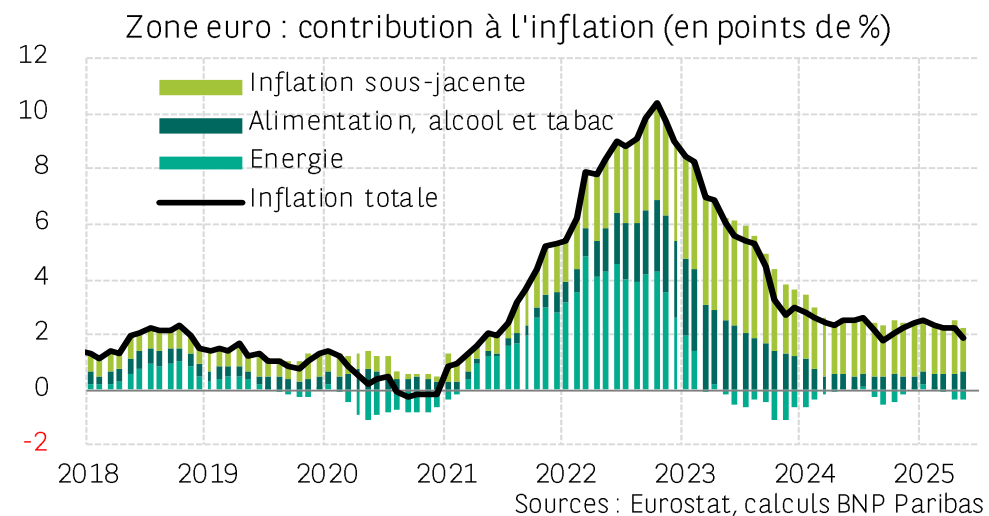
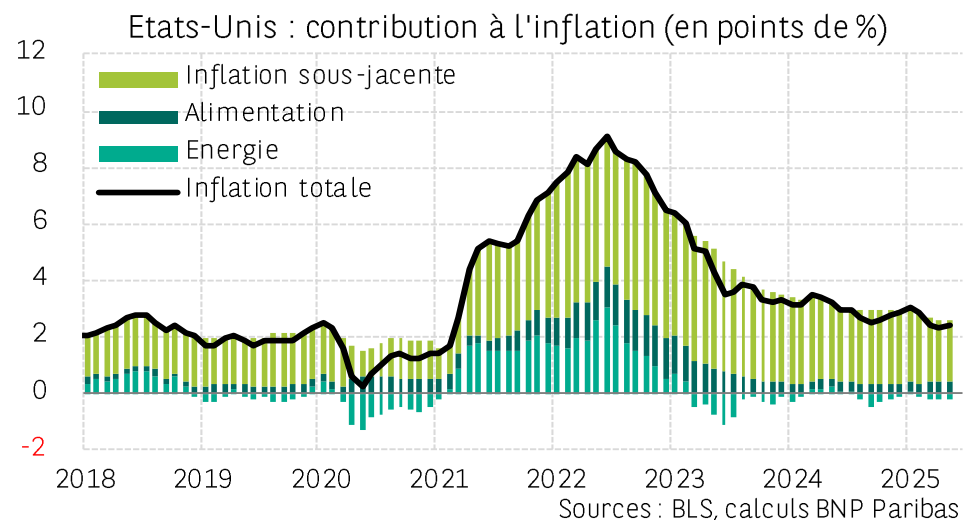
Matières premières



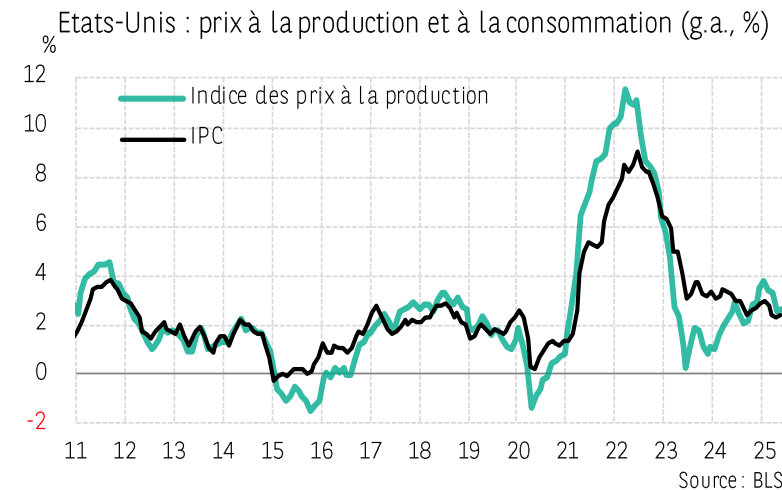
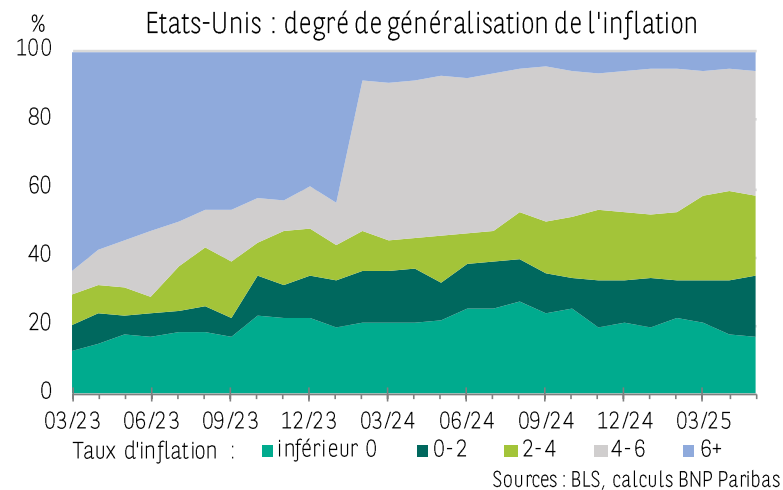
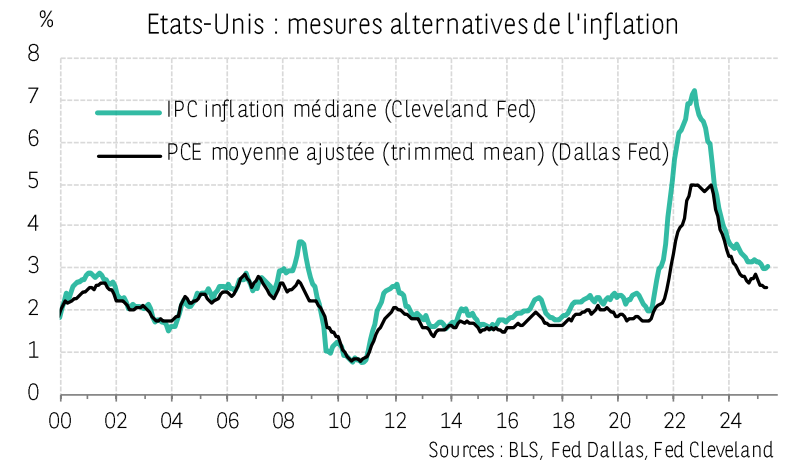
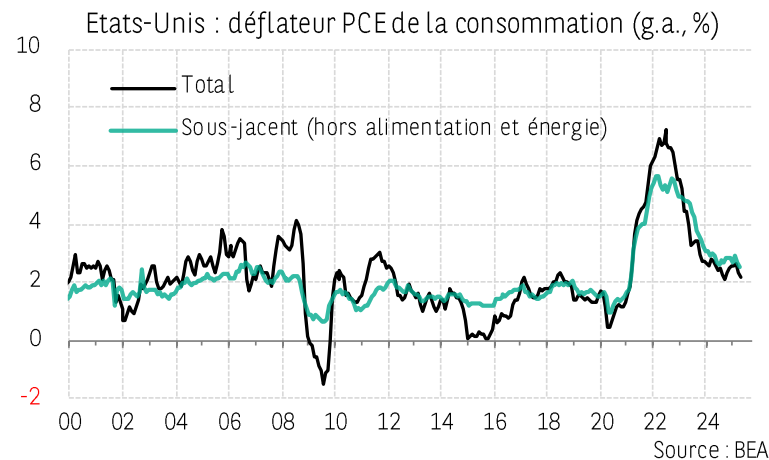
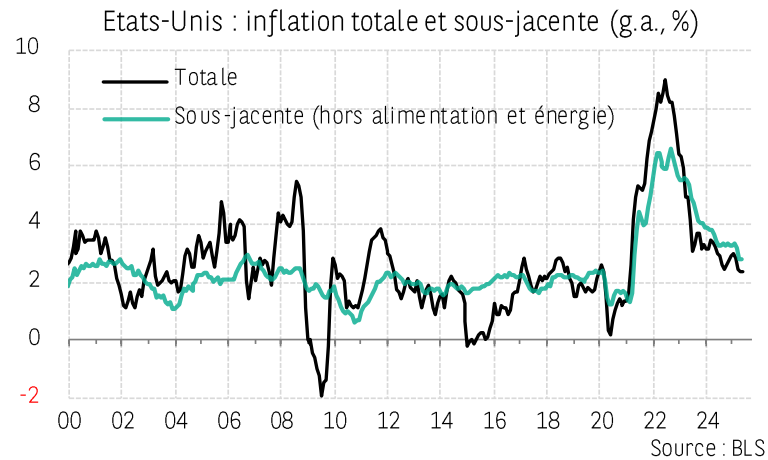
Dynamiques générales de l'inflation



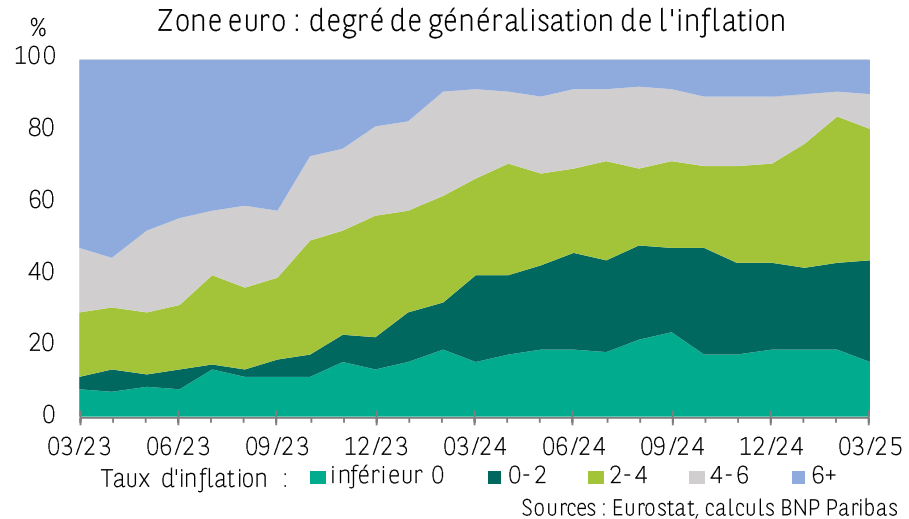
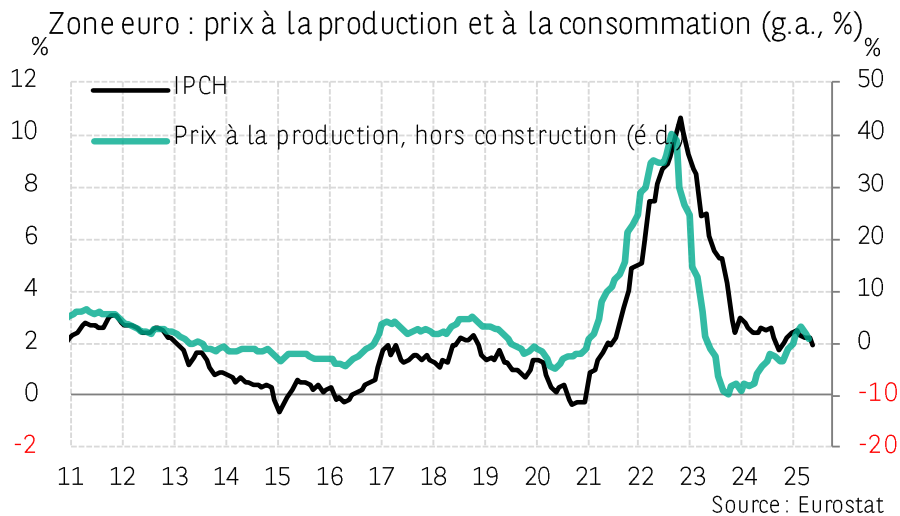
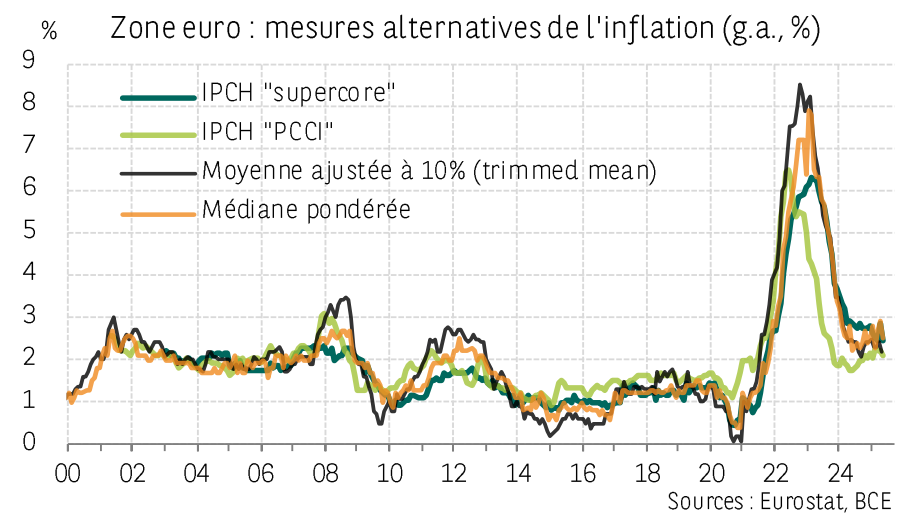
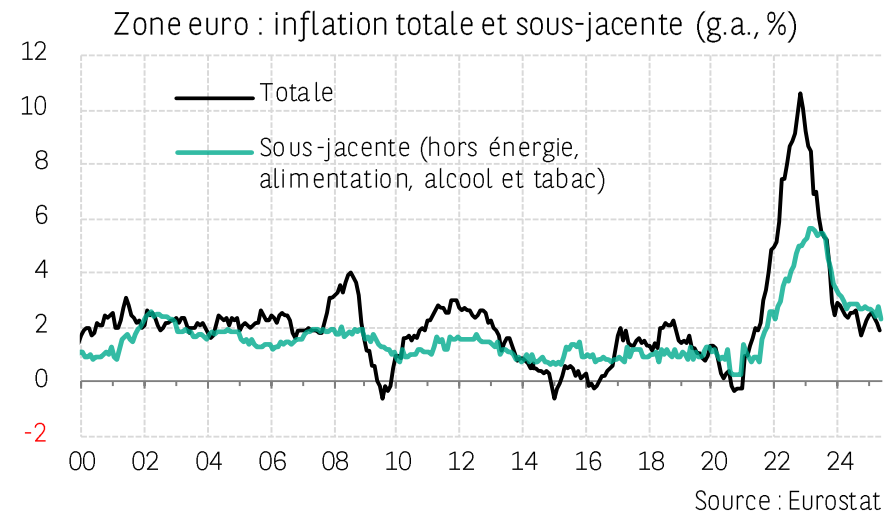
Dynamiques générales de l'inflation : décomposition de l'inflation



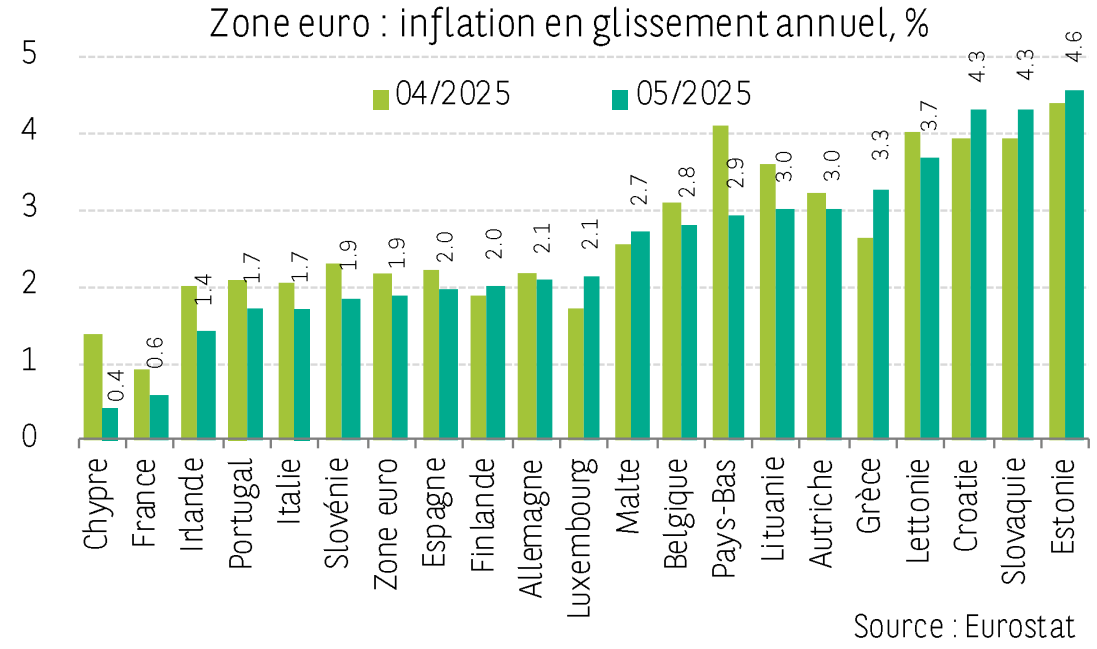
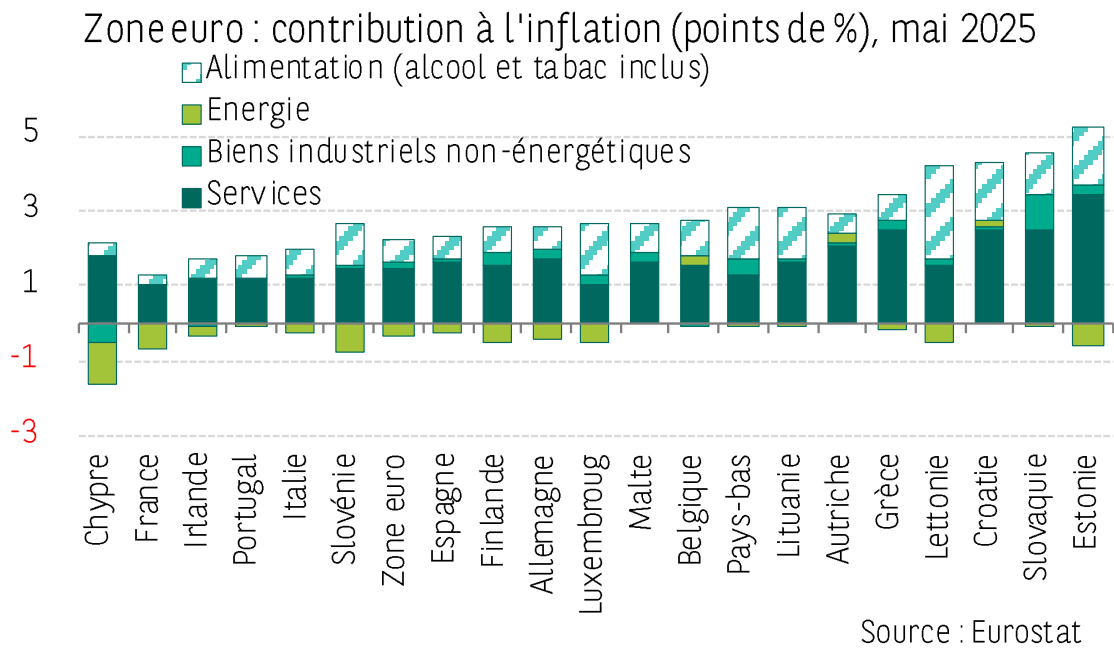
Dynamique de l'inflation aux États-Unis : différentes métriques et degré de généralisation



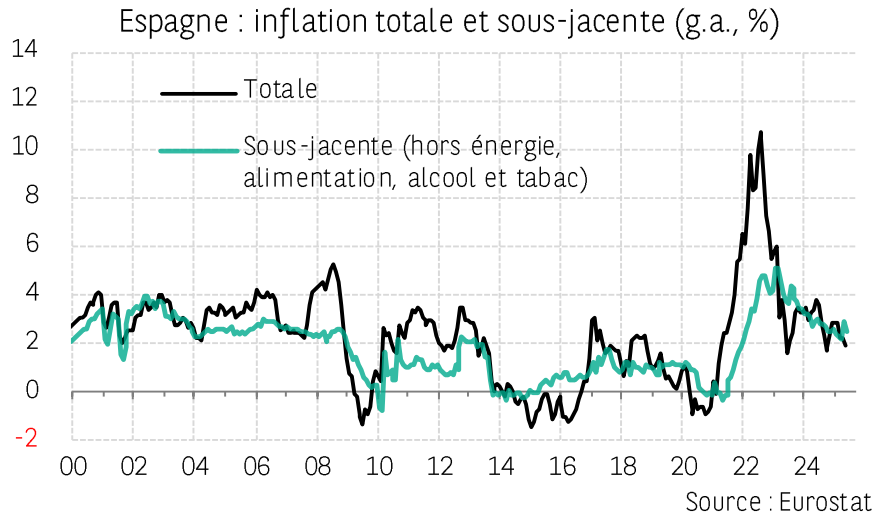
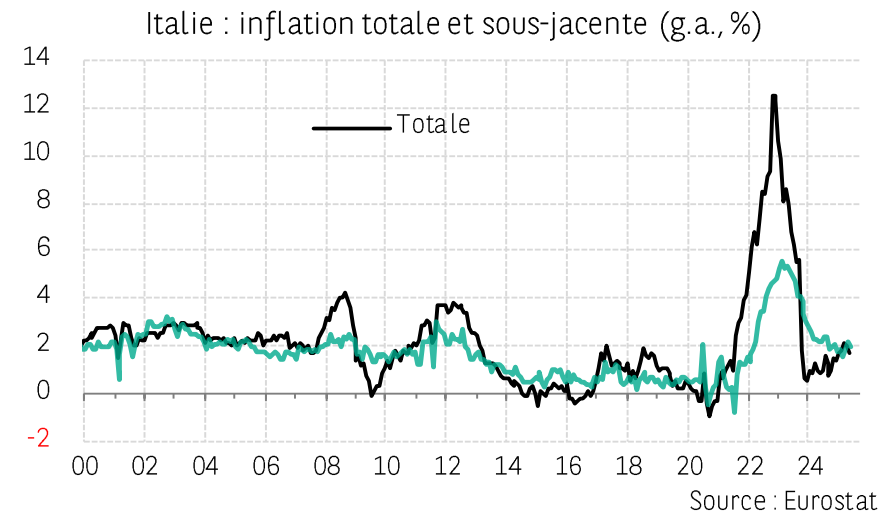
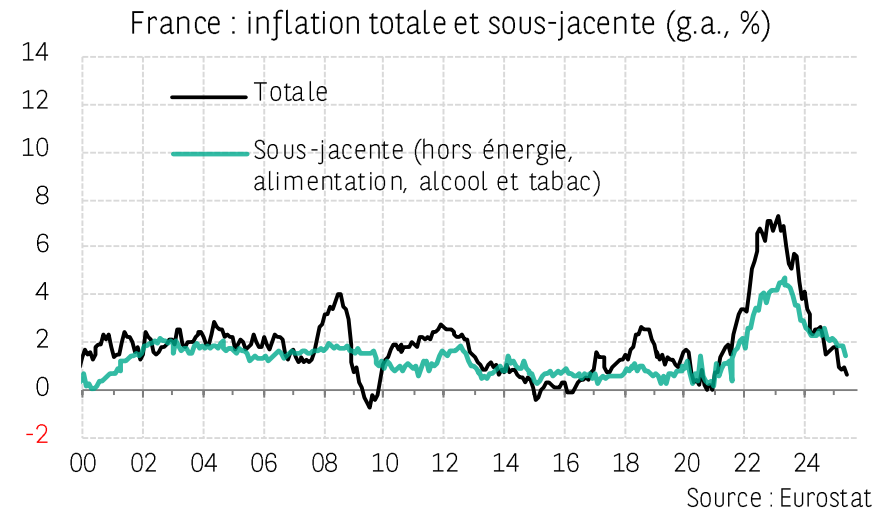
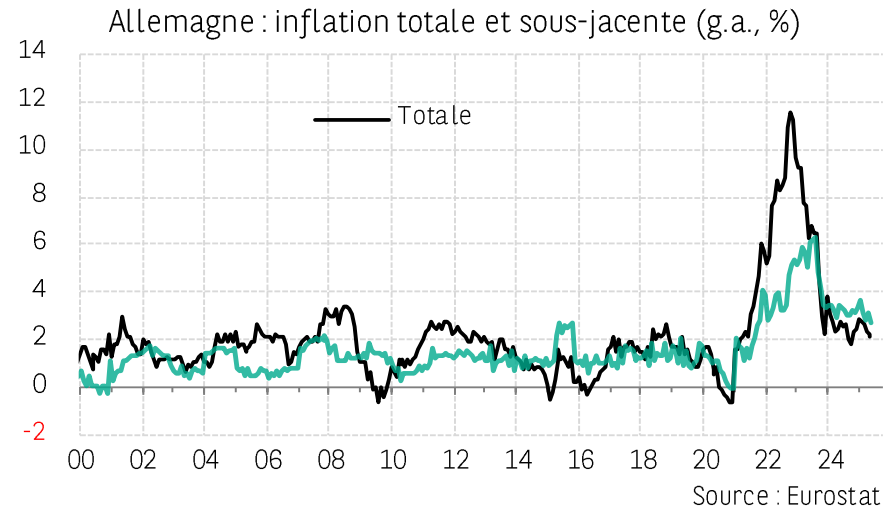
Dynamique de l'inflation en zone euro : différentes métriques et degré de généralisation



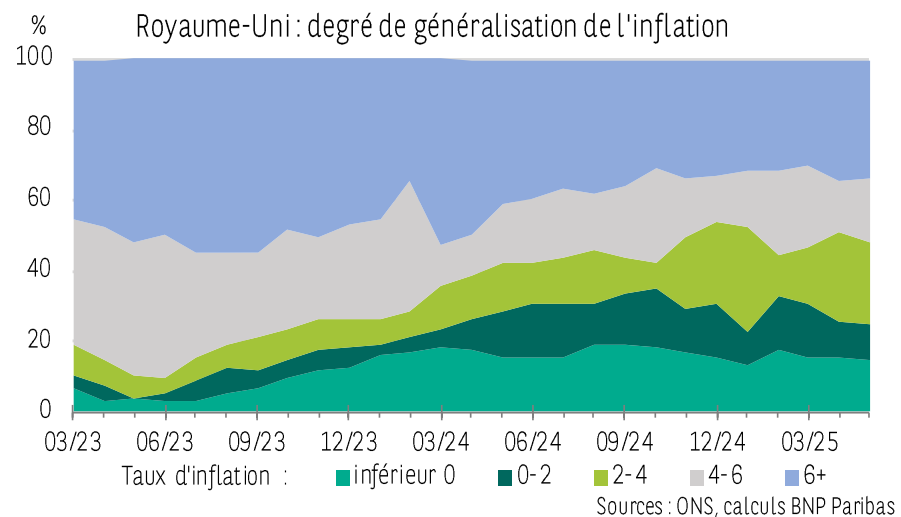
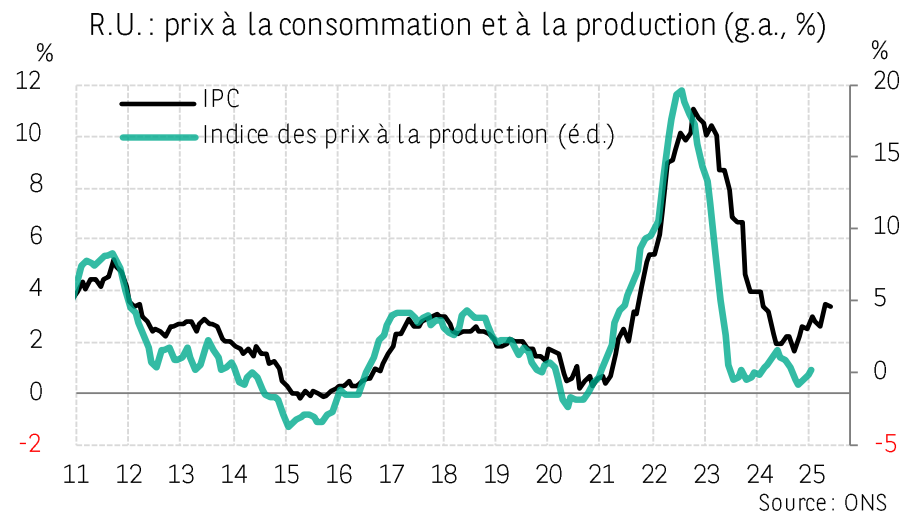
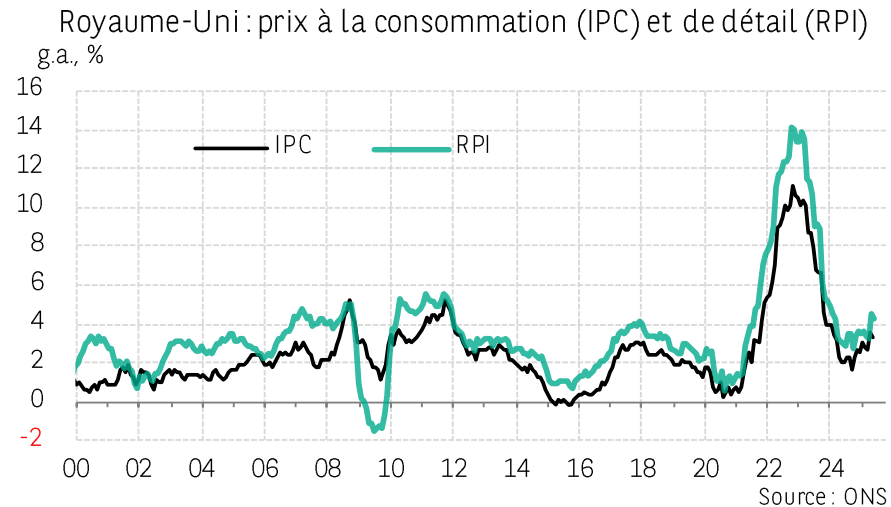
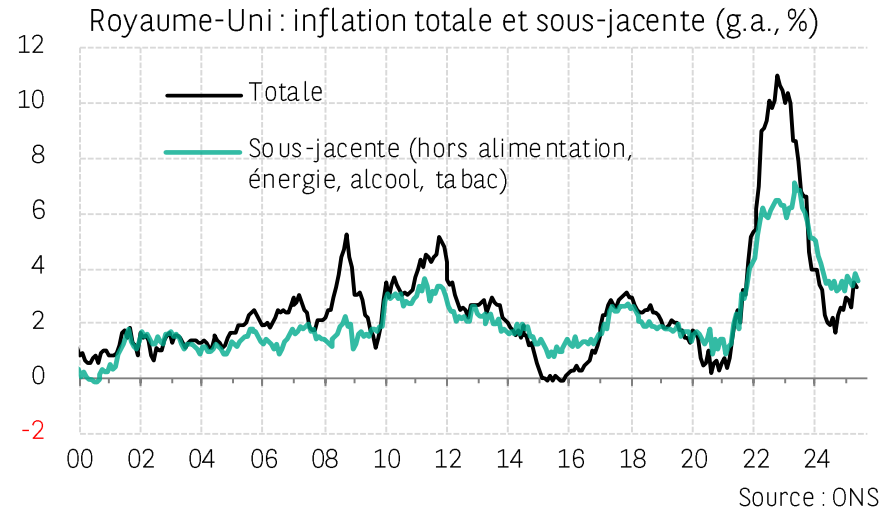
Dynamique de l'inflation en zone euro par pays (1)



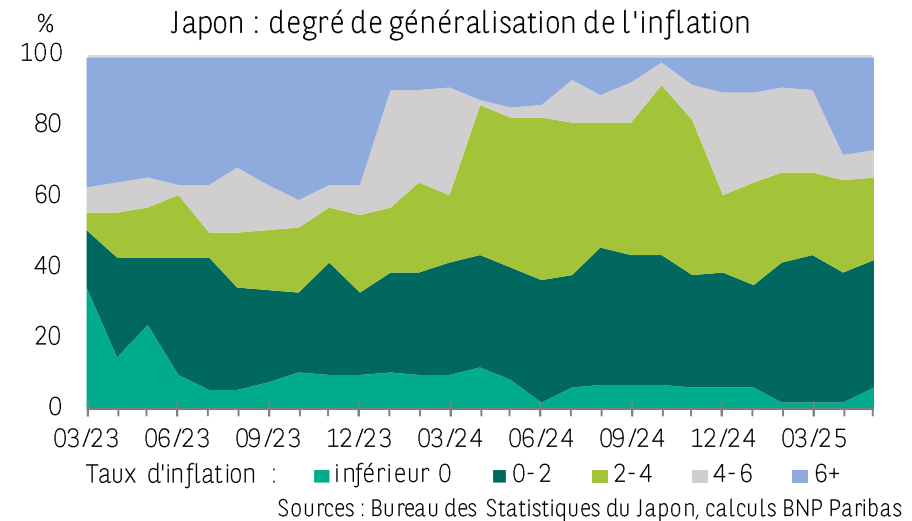
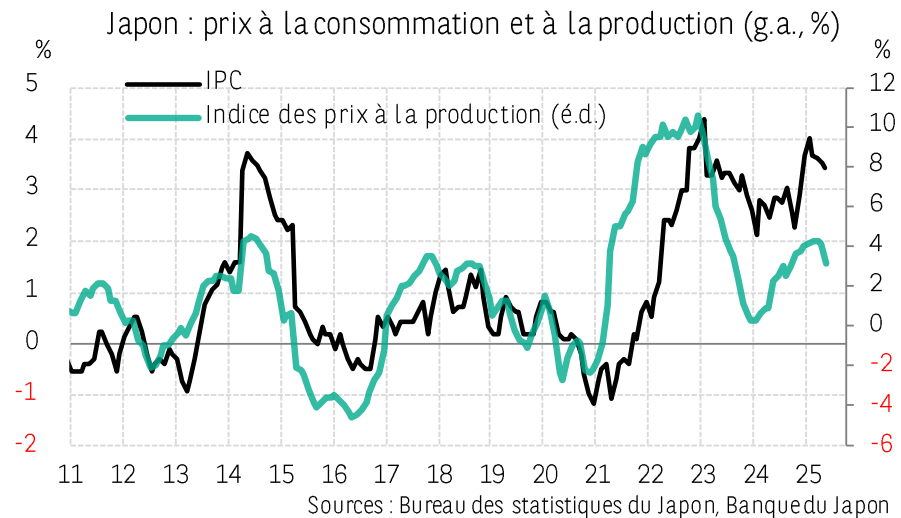
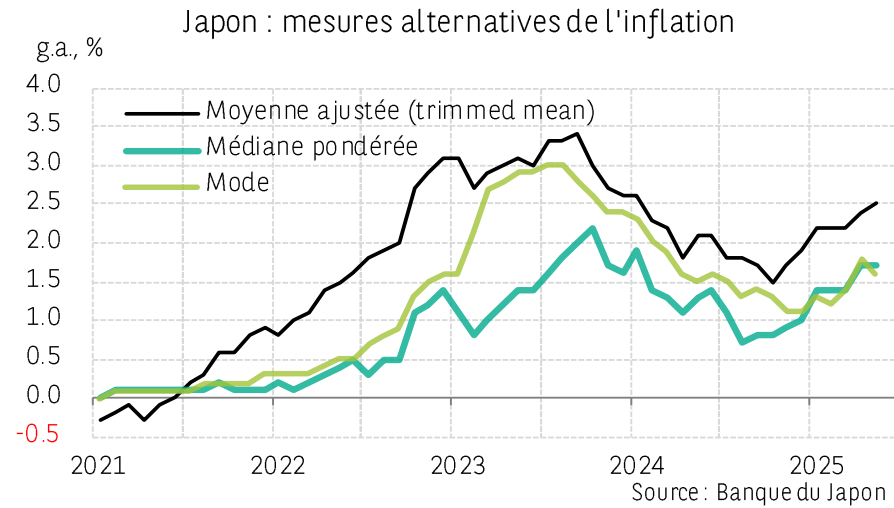
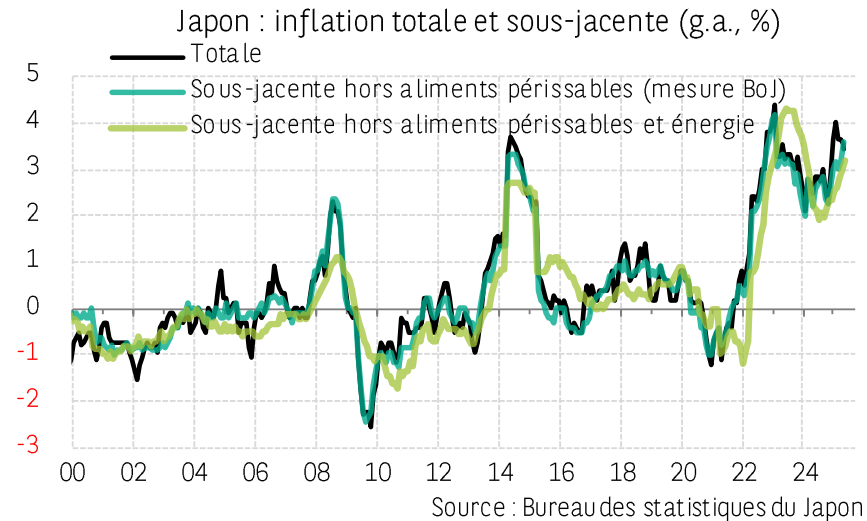
Dynamique de l'inflation en zone euro par pays (2)



Dynamique de l'inflation au Royaume-Uni : différentes métriques et degré de généralisation



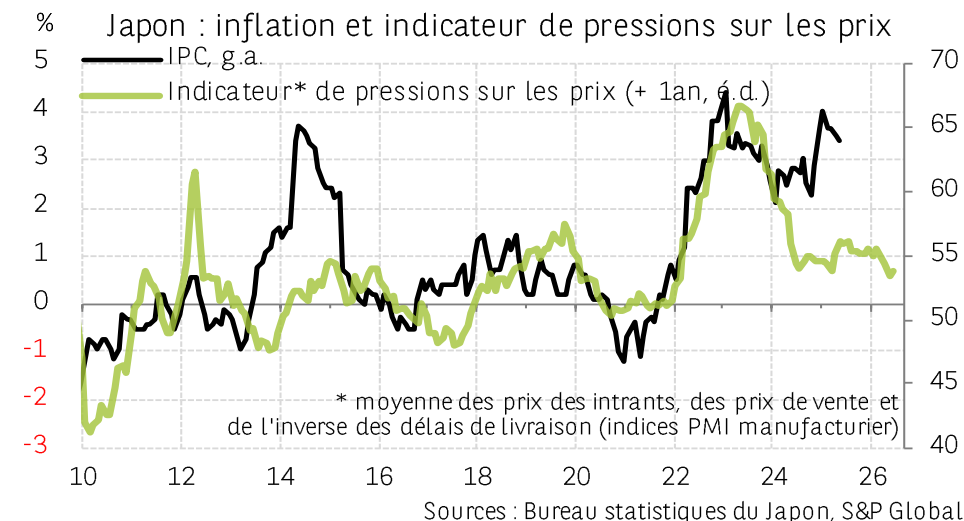
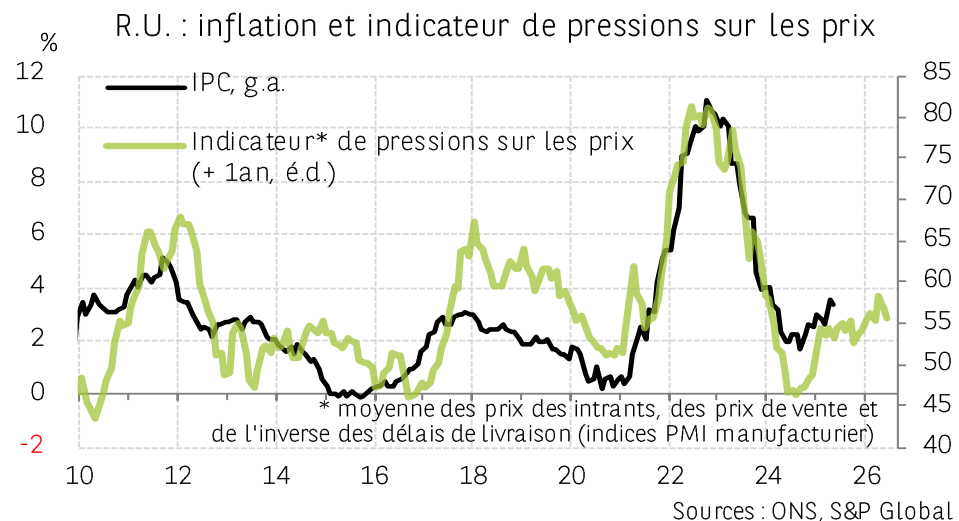
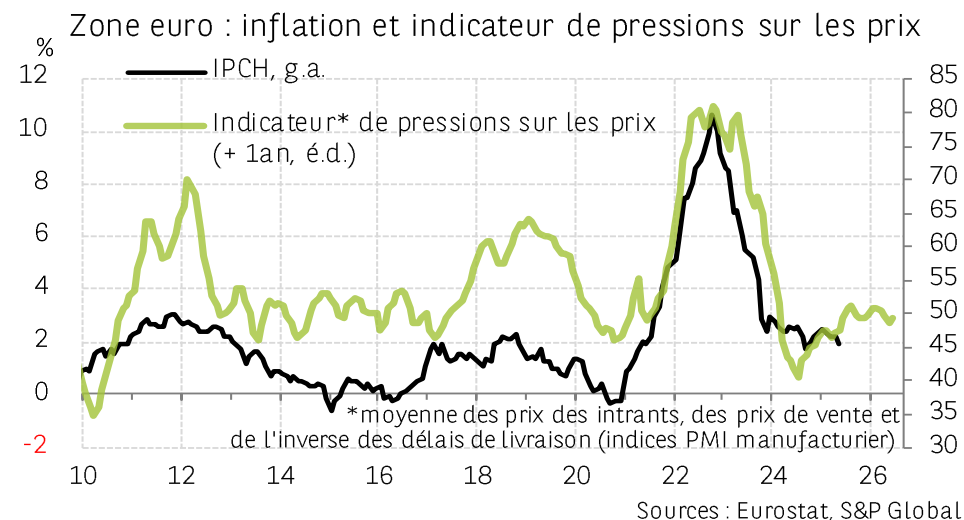
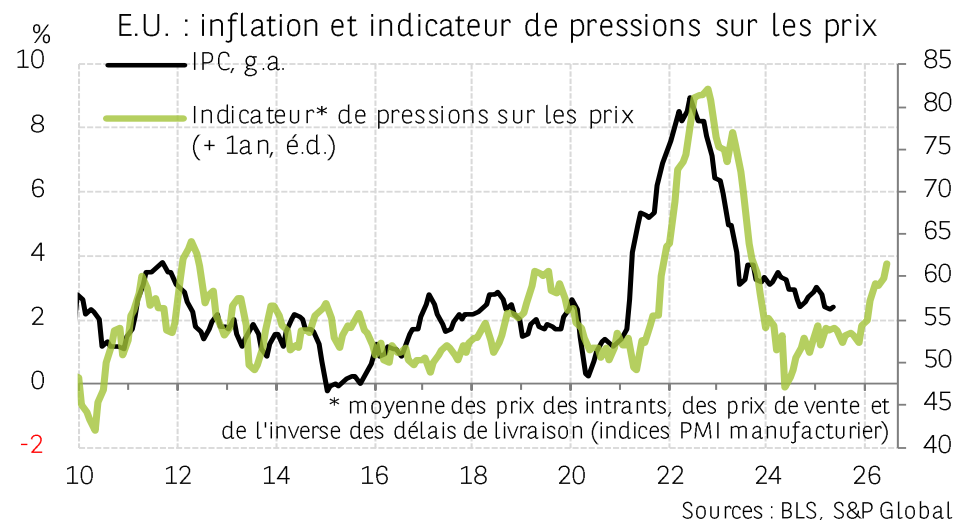
Dynamique de l'inflation au Japon : différentes métriques et degré de généralisation



Inflation et données d'enquêtes



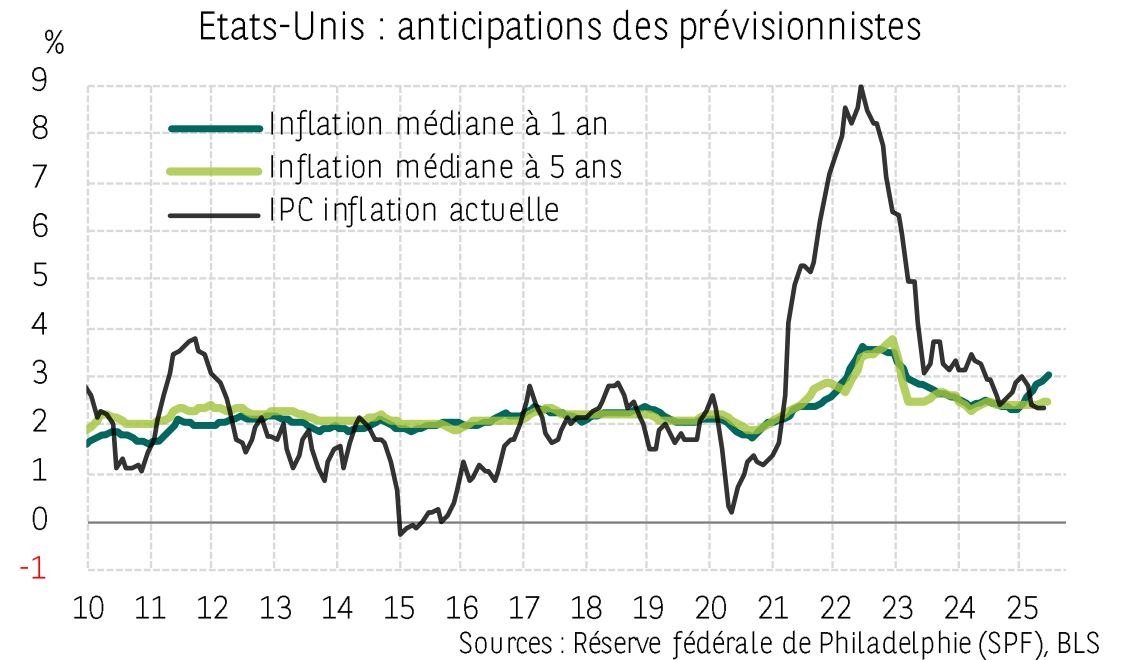
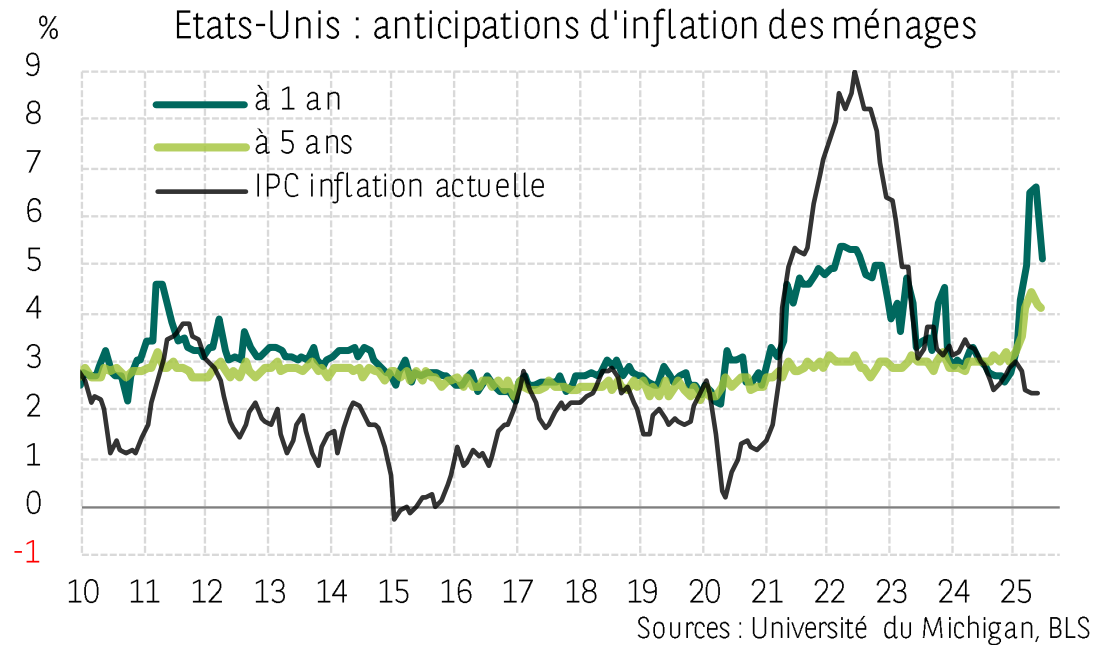
Enquêtes PMI : une indication des pressions inflationnistes



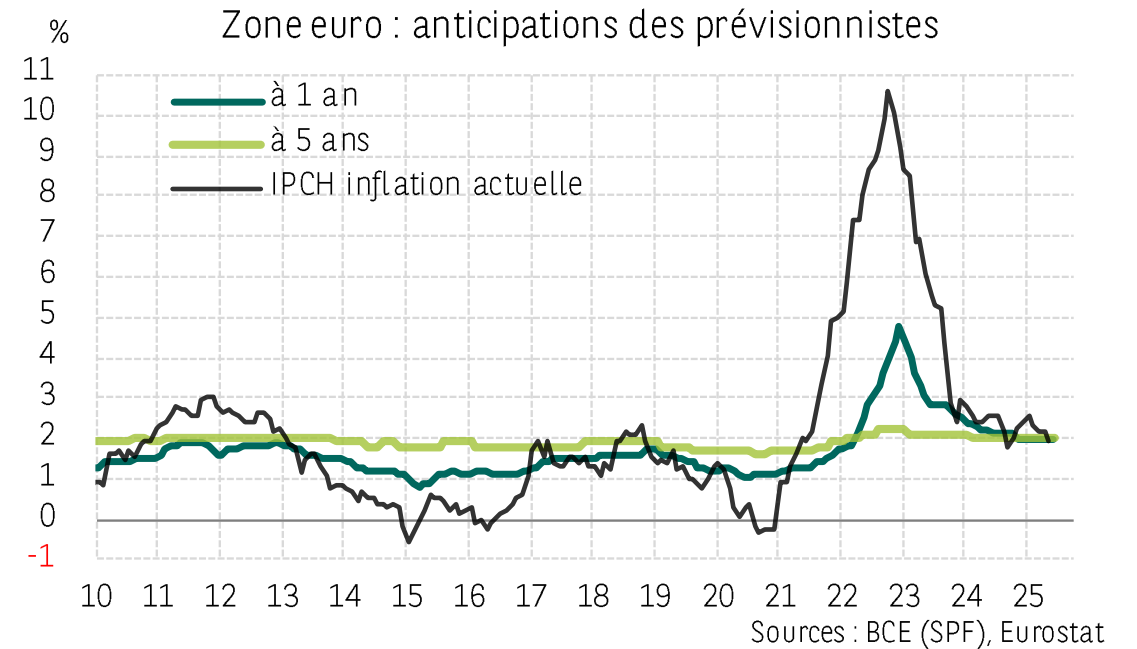
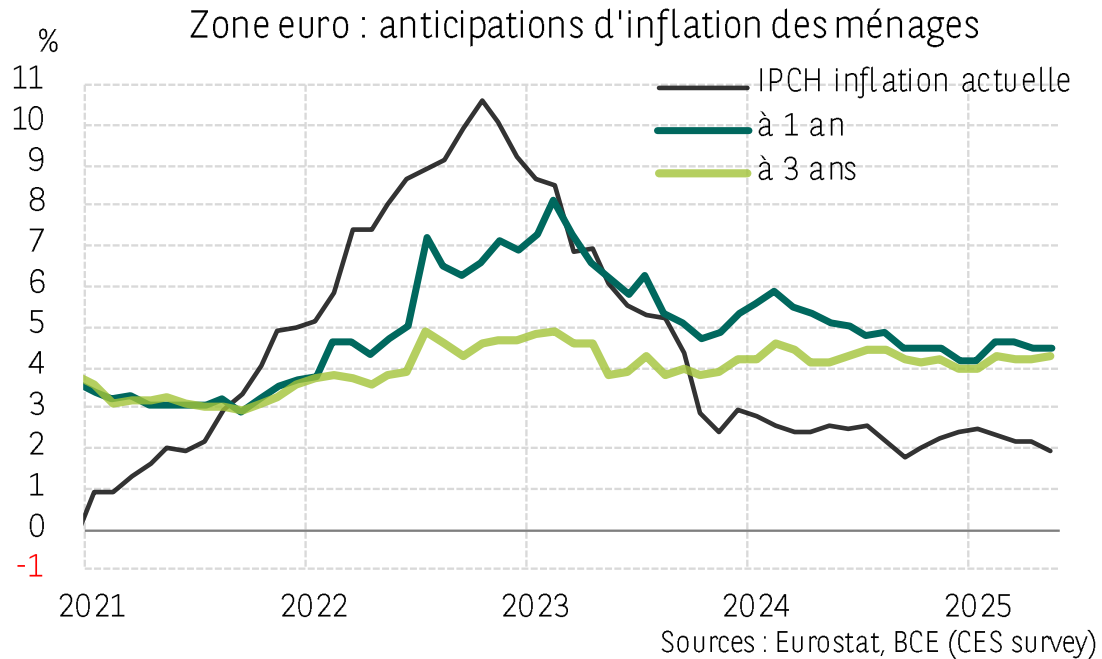
Anticipations d'inflation (ménages, prévisionnistes, marchés)



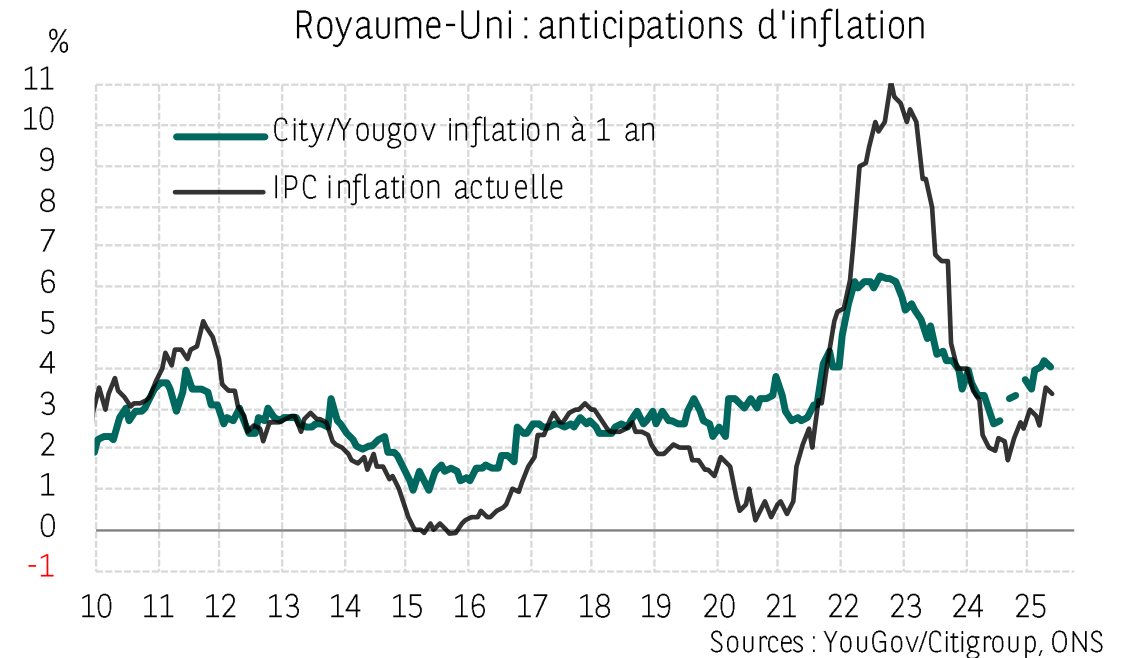
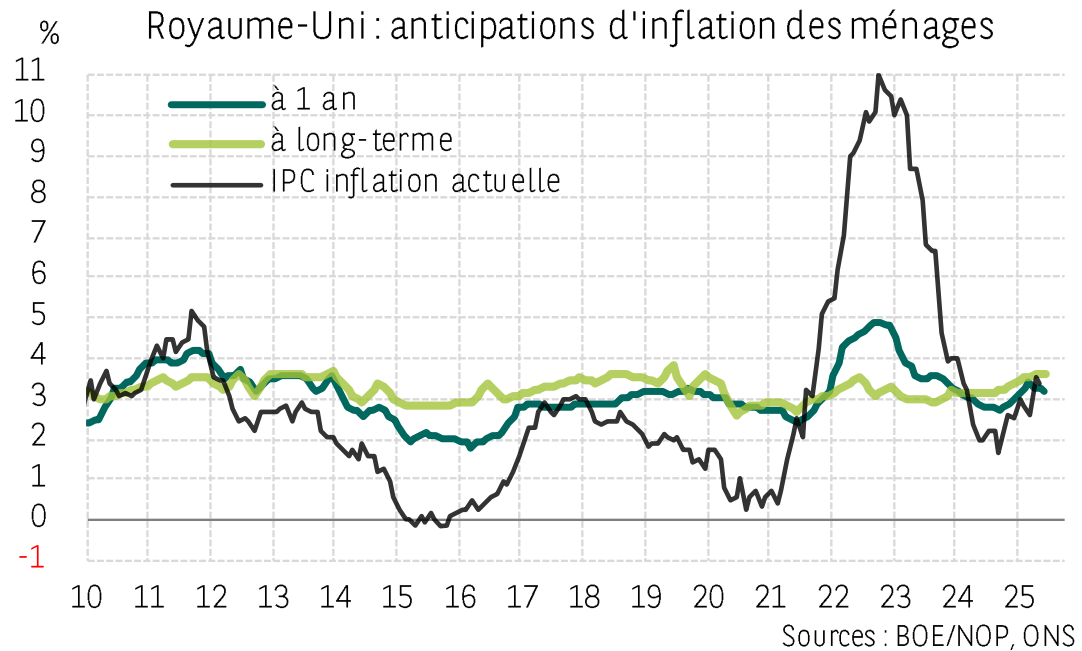
Anticipations d'inflation aux États-Unis



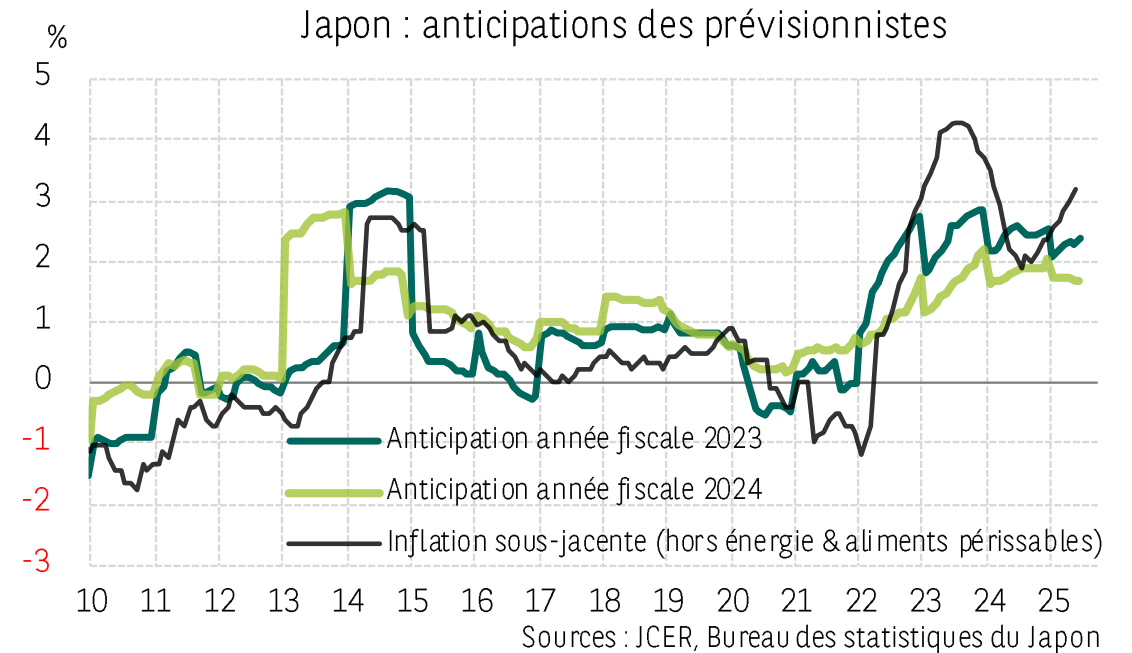
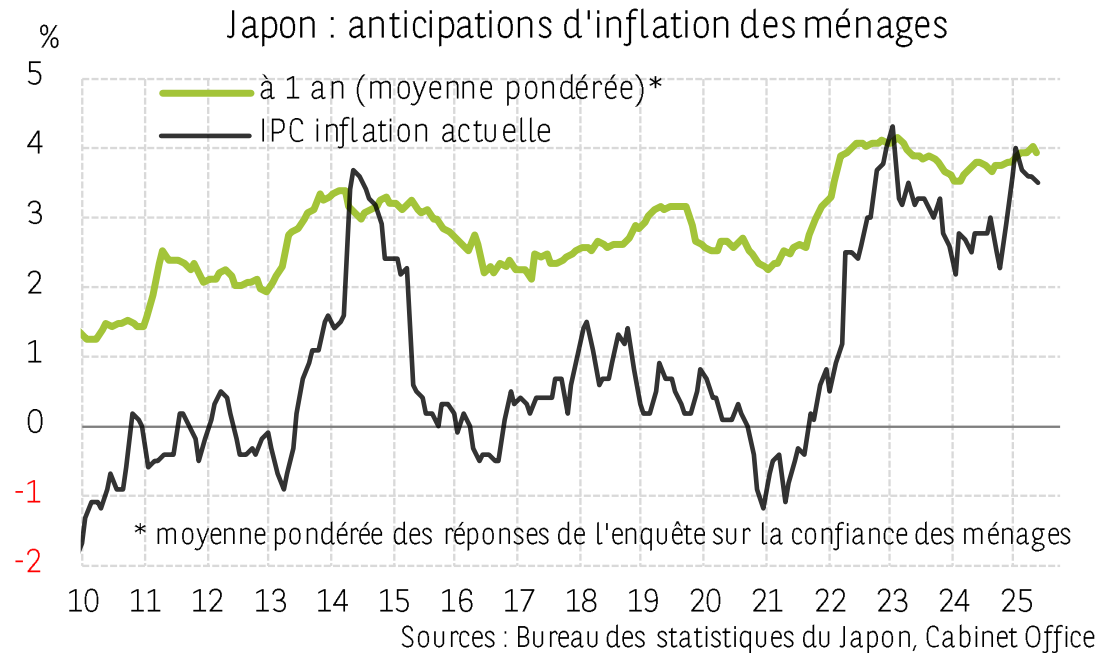
Anticipations d'inflation en zone euro



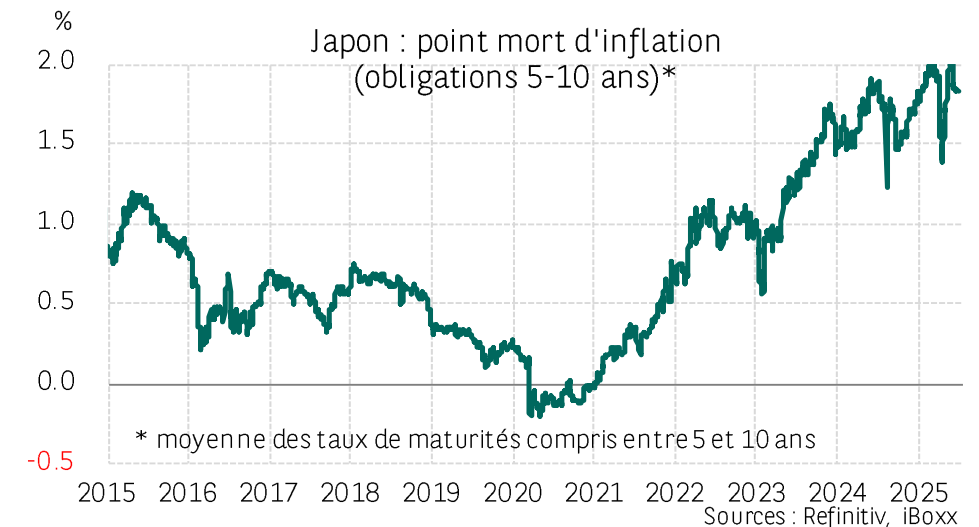
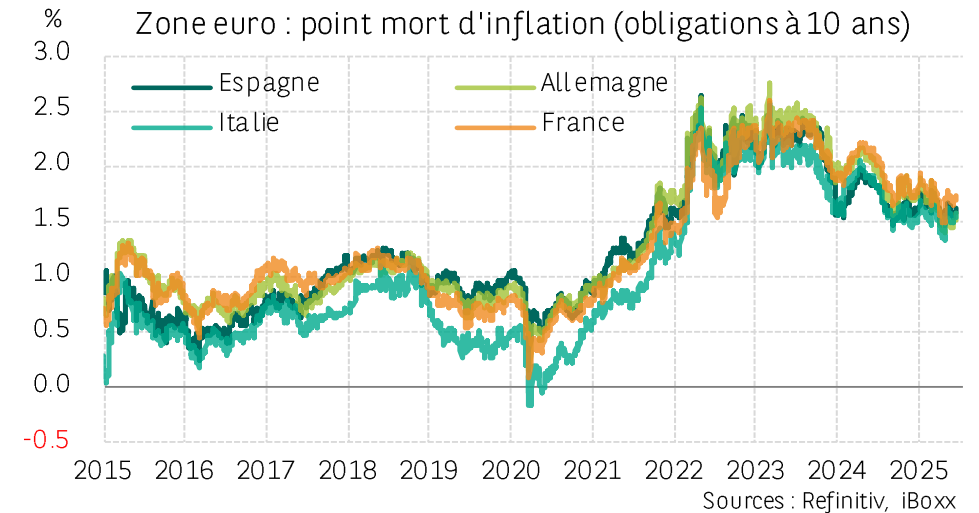
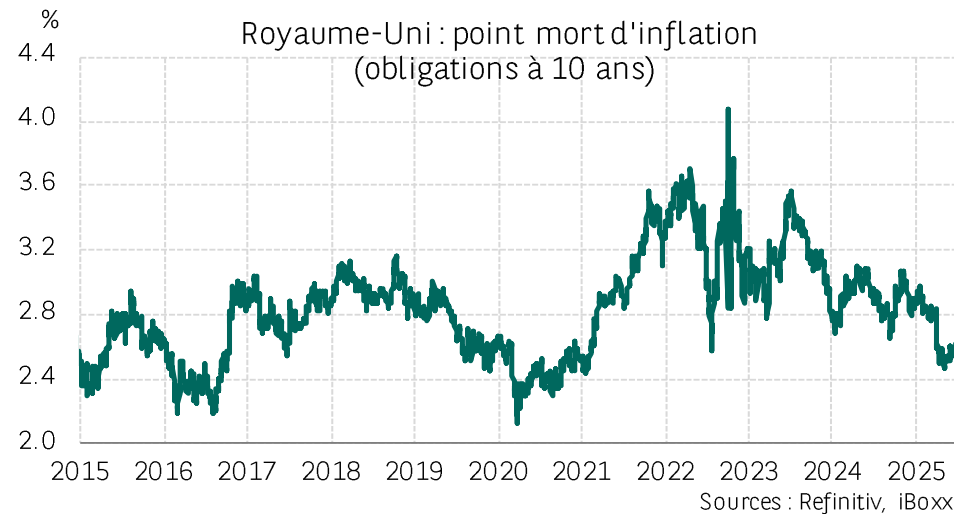
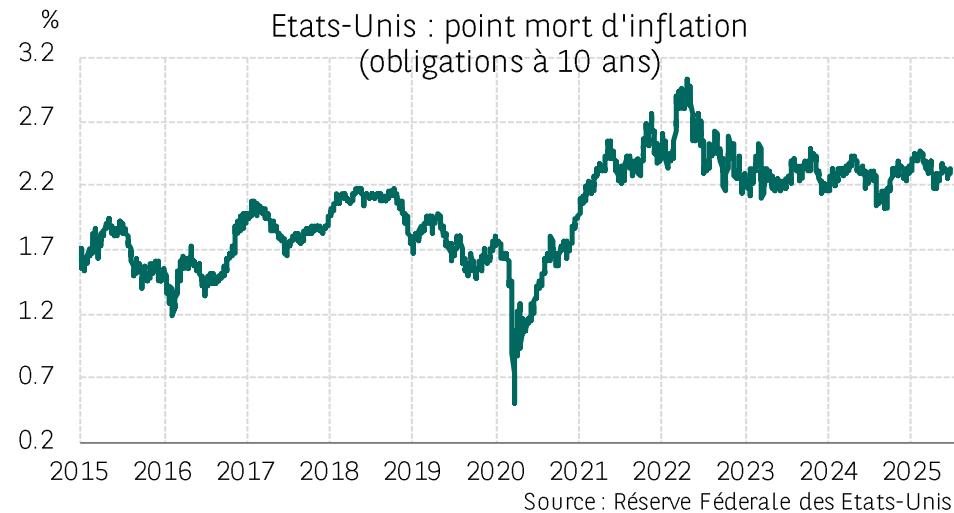
Anticipations d'inflation au Royaume-Uni



Anticipations d'inflation au Japon



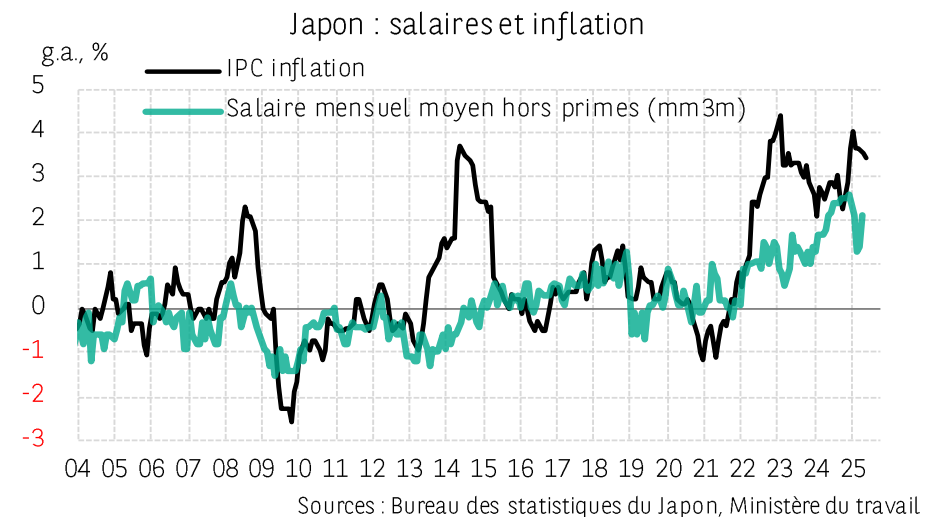
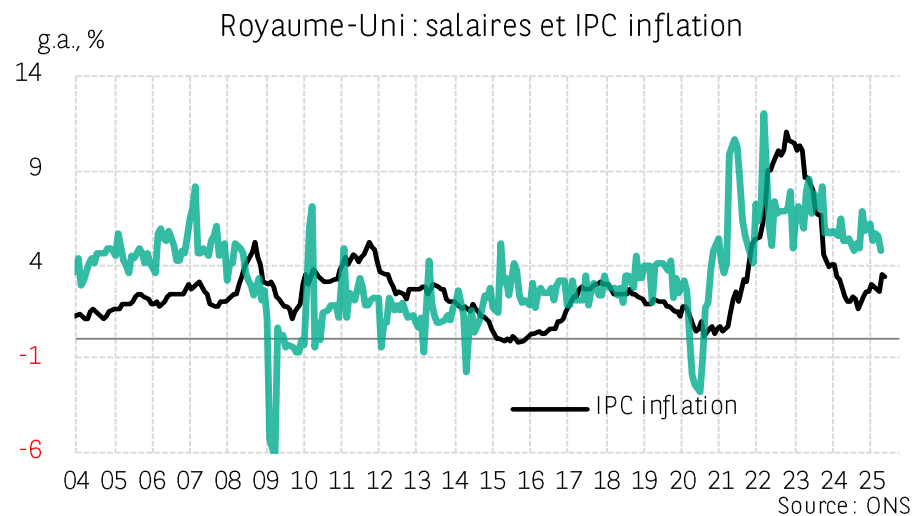
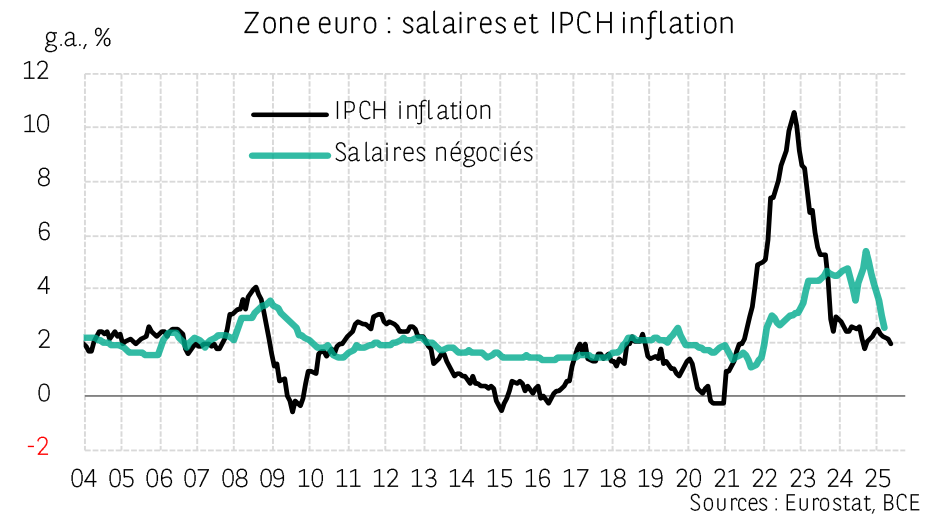
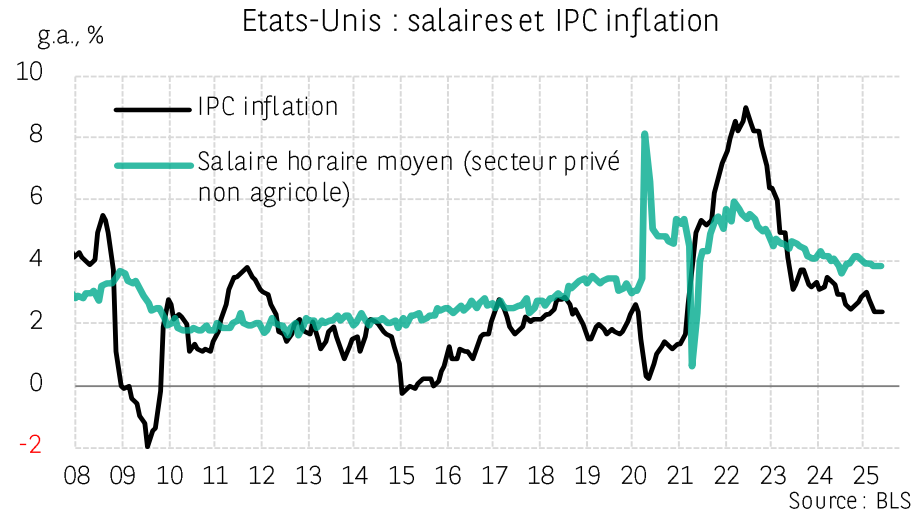
Anticipations des marchés : point mort d'inflation



Evolution inflation-salaires



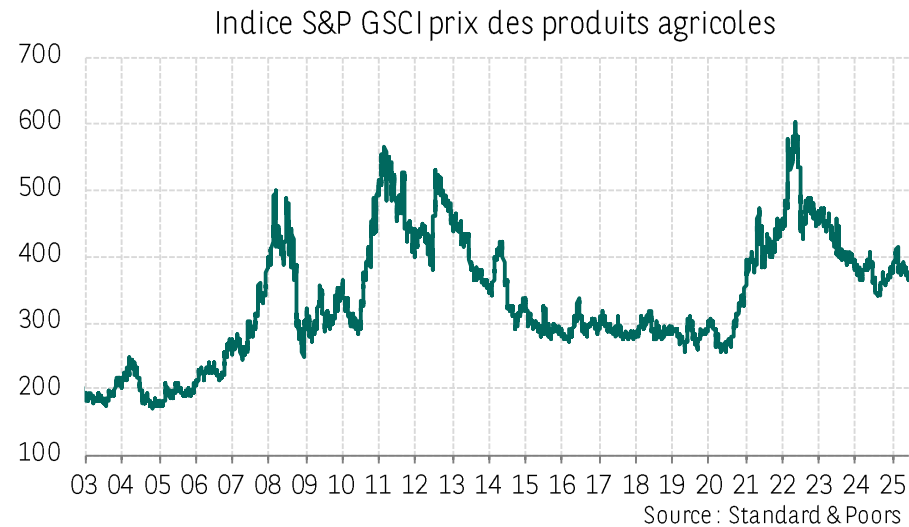
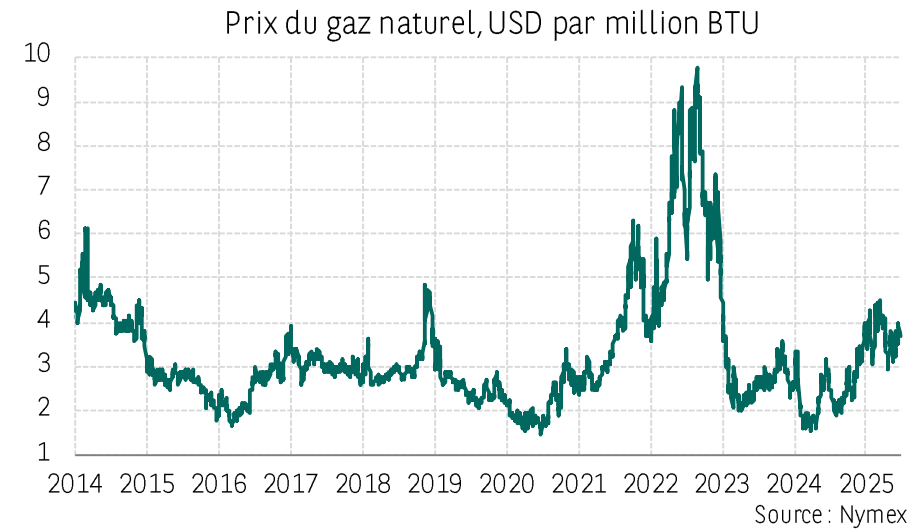
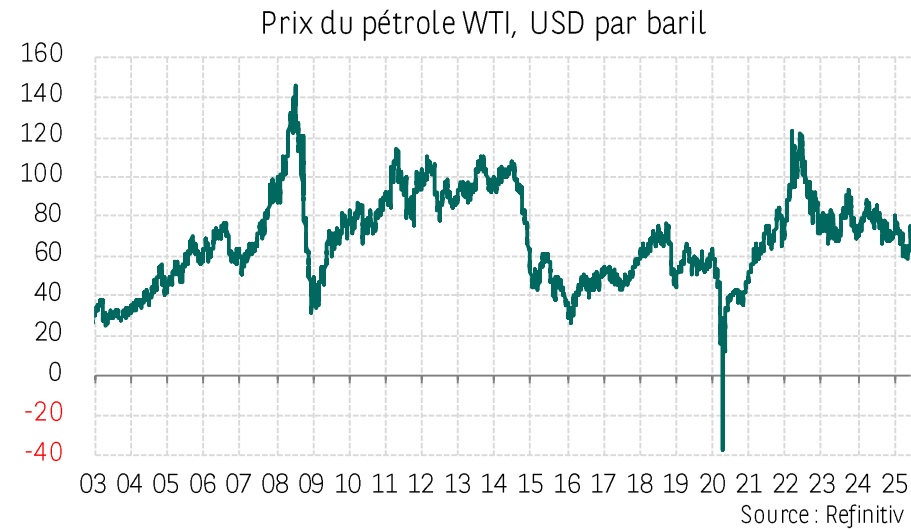
Evolution inflation-salaires



Matières premières



Matières premières



ÉTUDES ÉCONOMIQUES DE BNP PARIBAS

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

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.

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>.



BNP PARIBAS

La banque d'un monde qui change