



ECOCHARTS

Avril 2025

BAROMÈTRE DE L'INFLATION



BNP PARIBAS

La banque d'un monde qui change

GRAPHIQUE DU MOIS : États-Unis : l'inflation qui pourrait venir de Chine

Aux États-Unis, le surcroît d'inflation dû à la hausse des droits de douane américains, en particulier à l'encontre des importations chinoises (au niveau prohibitif de 145%, au moment où nous écrivons ces lignes), est un risque clairement identifié dont on attend encore la matérialisation. Alors que l'inflation n'a pas encore totalement disparu, il est certain que le choc tarifaire la poussera à la hausse. Trois facteurs vont jouer : i/ des prix à l'importation plus élevés, ii/ une moindre pression concurrentielle sur les producteurs nationaux, iii/ de probables problèmes d'approvisionnement entraînant un déséquilibre entre l'offre et la demande. L'incertitude porte sur l'ampleur de sa remontée. Celle-ci pourrait toutefois être en partie absorbée par les effets de change et les comportements de marge, et tempérée par le ralentissement de la demande.

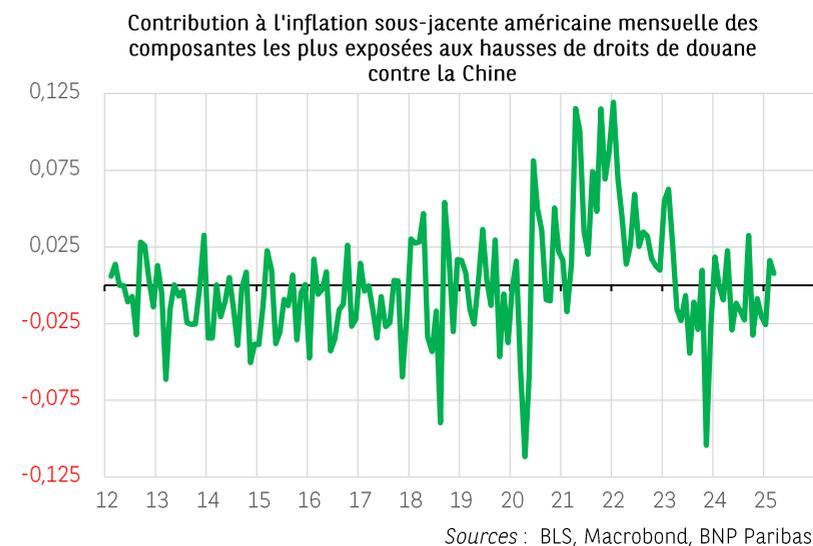
D'après nos prévisions, l'inflation américaine commencerait à visiblement remonter de façon visible à partir du T3 2025, dépassant légèrement 3% a/a, et atteindrait un pic à 4% au T2 2026. En moyenne annuelle, l'inflation s'élèverait à 3,1% en 2025 et 3,7% en 2026. Cette hausse ne procéderait pas d'une mécanique inflationniste auto-entretenu comme entre 2021 et 2023. De ce point de vue, elle devrait revêtir un caractère transitoire, à condition qu'une désescalade dans la guerre commerciale ait bien lieu, que la Fed ne baisse pas ses taux de manière prématurée et/ou que l'indépendance de cette dernière ne soit pas remise en cause. Le tout permettrait aux anticipations d'inflation des ménages de redescendre des sommets actuels et leur éviterait de devenir auto-réalisatrices. Pour l'heure, les signes avant-coureurs se limitent à la forte remontée des anticipations d'inflation des ménages et au net redressement des prix des intrants dans les enquêtes sur le climat des affaires. Les chiffres d'inflation eux-mêmes ne portent pas encore de trace significative des hausses de droits de douane déjà effectives, notamment vis-à-vis de la Chine.

Afin de détecter et de surveiller au plus près ces traces, nous avons identifié les composantes de l'indice des prix à la consommation (IPC) américain correspondant au mieux aux 16 produits les plus importés de Chine¹. Ces composantes représentent un peu plus de 10% de l'IPC sous-jacent. Notre graphique du mois montre leur contribution à l'inflation sous-jacente mensuelle depuis 2012 (date à partir de laquelle l'ensemble des données sont disponibles), ce qui permet d'avoir un peu de recul historique. La volatilité est assez importante : si cela n'a rien d'anormal, compte tenu de la fréquence mensuelle des données, cela rend difficile de distinguer le signal du bruit. La contribution moyenne comme médiane² est nulle sur toute la période. Le choc inflationniste de 2021-2022 est toutefois bien visible. On peut imaginer que le choc tarifaire sur les importations chinoises le sera aussi dans les prochains mois.

Pour le moment, les signes sont ténus : la contribution est redevenue légèrement positive en février et mars 2025, après avoir été plus souvent en territoire négatif que positif depuis avril 2023. Compte tenu de l'incertitude qui règne quant au niveau, à la portée et à la durée des droits de douane, les entreprises prennent probablement encore le temps d'évaluer la meilleure conduite à suivre en termes d'adaptation de leurs prix. Nous pensons plus probable qu'elles finiront par répercuter la majeure partie des droits de douane sur les consommateurs plutôt que de les absorber dans leurs marges. Toutefois, ce processus pourrait être échelonné et prendre un certain temps, les dirigeants attendant davantage de certitudes pour agir.

¹ Il s'agit globalement de produits électriques, électroniques, informatiques, textiles, d'habillement, de jouets, d'équipements domestiques, de pièces et accessoires automobiles, d'articles manufacturés divers.

² À trois chiffres après la virgule, la médiane est négative (-0,003) et la moyenne positive (0,001).



POINTS CLÉS: Sans surprise, les anticipations d'inflation repartent à la hausse

- L'inflation a ralenti des deux côtés de l'Atlantique en mars, principalement en raison de la baisse des prix de l'énergie. Celle-ci a été favorisée par le recul des prix du gaz et du pétrole au premier trimestre 2025. Aux États-Unis, la situation reste néanmoins préoccupante avec des anticipations d'inflation des ménages à leur plus haut niveau depuis plus de 30 ans (enquête de l'Université du Michigan) ; elles augmentent également au Royaume-Uni sur fond de progression toujours robuste des salaires. La situation est nettement plus confortable en zone euro où les anticipations d'inflation restent modérées et les salaires décélèrent, ce qui conforte l'objectif des 2%. Au Japon, la situation reste sous contrôle.
- Aux États-Unis, les anticipations d'inflation des ménages à un an (*page 16*) atteignent 6,7% a/a en avril (un plus haut depuis 1981), tandis que celles de long terme approchent des 4,5% (un plus haut depuis 1991). Les pressions sur les prix (côté offre) restent élevées, retrouvant leur plus haut niveau depuis octobre 2023 (*page 14*). Cependant, les marchés financiers ne manifestent pas, pour l'heure, les mêmes inquiétudes que les ménages le point mort d'inflation ralentissant depuis janvier (*page 20*). L'inflation mesurée par l'IPC a freiné en mars à 2,4% (contre 2,8% en février), principalement en raison de la déflation énergétique et de la hausse moins importante des loyers et du prix des assurances automobiles (*page 6*). En revanche, le déflateur de la consommation reste stable à 2,5% en février. Les prix à la production ont aussi ralenti (+2,8% en mars ; -0,4 point sur un mois).
- En zone euro, l'inflation a également baissé au cours du premier trimestre, passant de 2,5% en janvier à 2,2% en mars. La France affiche l'inflation la moins élevée (0,9%), suivie du Luxembourg (1,5%), tandis que la Croatie et l'Estonie subissent la hausse des prix la plus forte (4,5%). La croissance des salaires négociés en zone euro a ralenti en décembre 2024 (+4,1% a/a ; -0,5pp) et l'évolution du wage tracker de la BCE conforte la décélération attendue en 2025 (prévision actuelle à +1,6% a/a au T4 2025). L'indice des prix à la production a, en revanche, fortement augmenté en février (+3,0% a/a). Il dépasse désormais l'inflation, une première depuis fin 2022 (*page 8*).
- Bien que l'inflation recule au Royaume-Uni (2,6% en mars contre 3,0% en janvier), les perspectives y sont moins favorables qu'en zone euro. L'inflation sous-jacente décélère (3,4% contre 3,7% en janvier), mais reste supérieure à la mesure globale. Malgré la dégradation toujours importante du marché du travail, la croissance des salaires ne se modère pas (*page 22*), limitant ainsi la désinflation. C'est également ce qu'indiquent les anticipations d'inflation des ménages, qui sont en hausse depuis le T4 2024 (*page 18*). Les anticipations à long terme surpassent d'ailleurs les niveaux enregistrés durant la crise inflationniste.
- Après avoir augmenté en fin d'année 2024, au Japon l'inflation a ralenti au premier trimestre (passant de 4,0% en janvier à 3,6% en mars), en raison de la baisse des contributions des composantes volatiles (énergie, alimentation périssable). Les perspectives pour les prochains mois pointent vers une stabilisation de l'inflation : l'indicateur des pressions sur les prix (côté offre) reste stable (*page 14*), les anticipations d'inflation des ménages à 1 an n'augmentent que très légèrement (*page 19*), le salaire mensuel moyen hors prime s'est nettement modéré (*page 22*), et l'indice des prix à la production se stabilise aux alentours de 4% depuis le début de l'année (*page 12*).

Lucie Barette lucie.barette@bnpparibas.com



BNP PARIBAS

La banque d'un monde qui change

Dynamiques générales de l'inflation

Inflation et données d'enquêtes

Anticipations d'inflation (ménages, prévisionnistes, marchés)

Evolution inflation-salaires

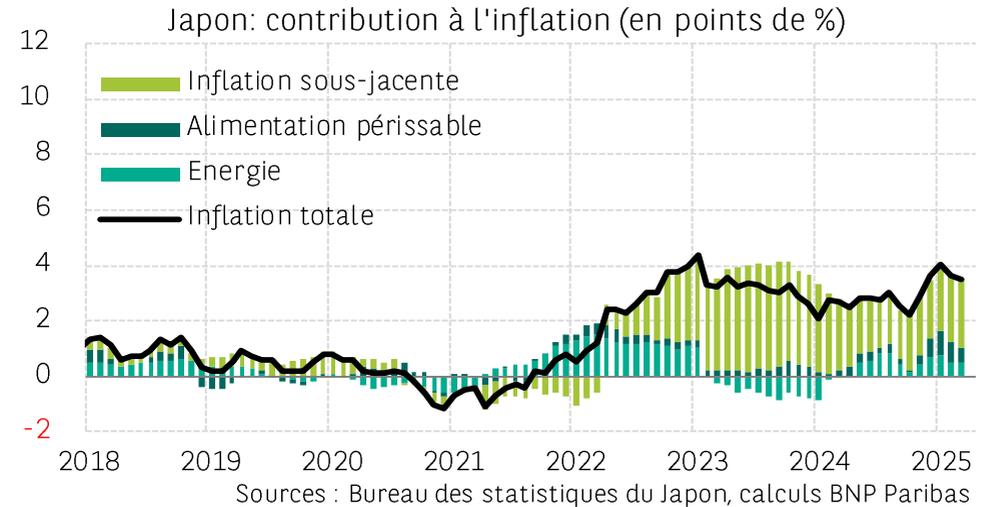
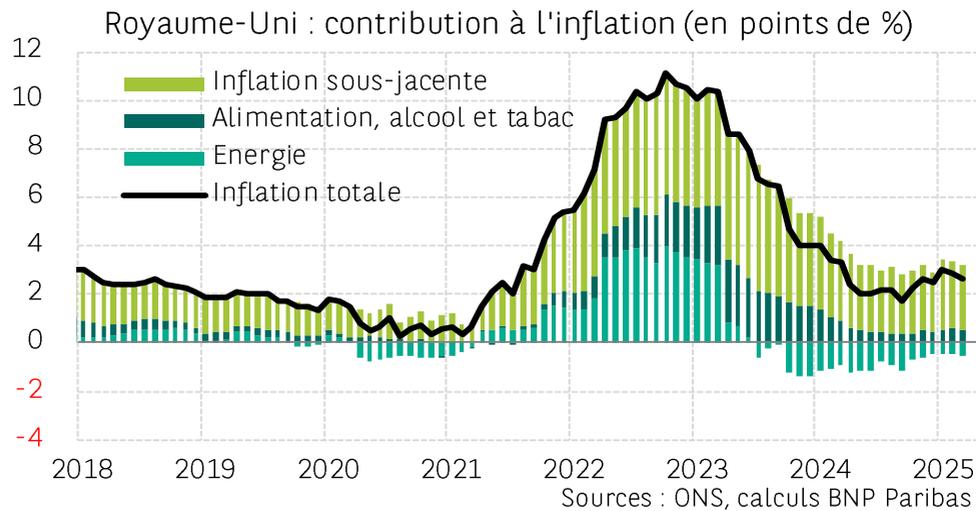
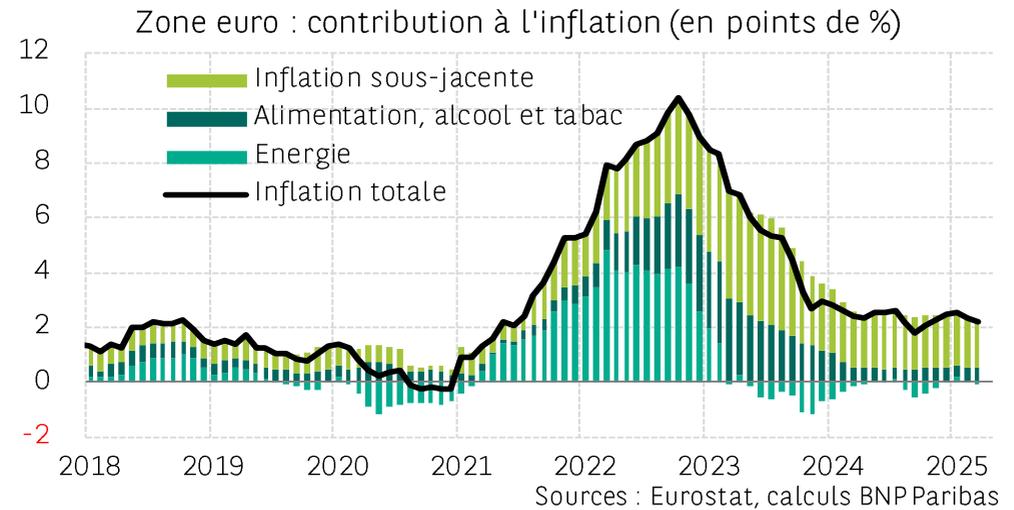
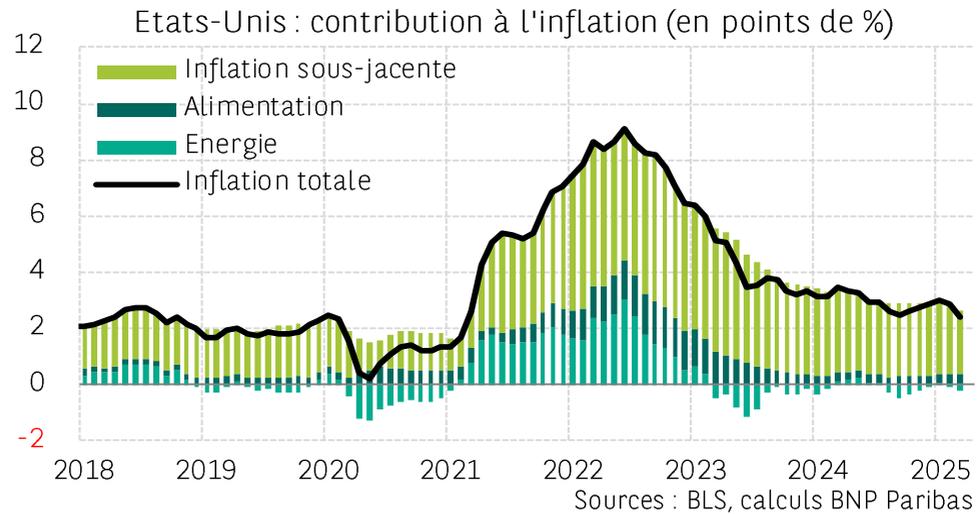
Matières premières



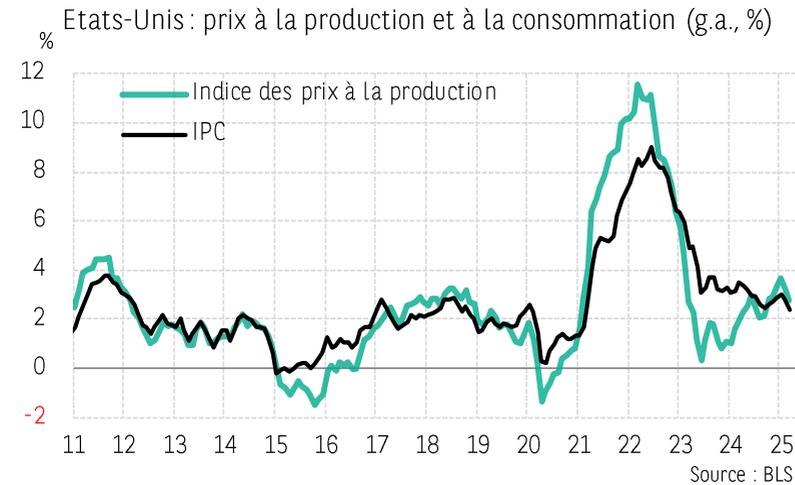
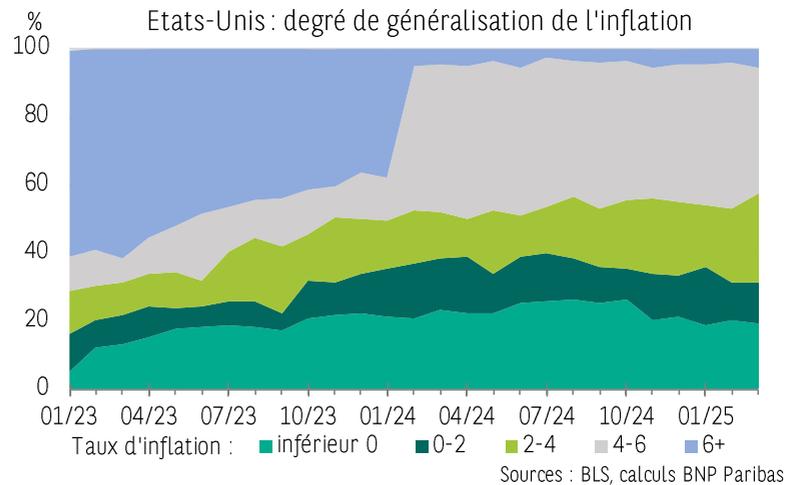
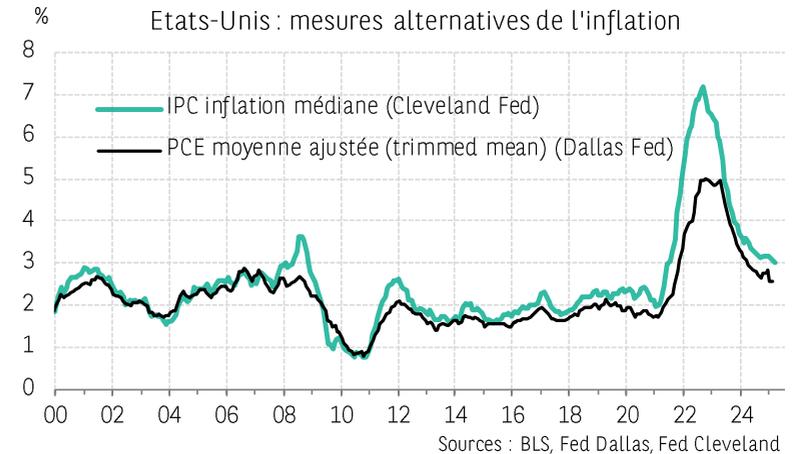
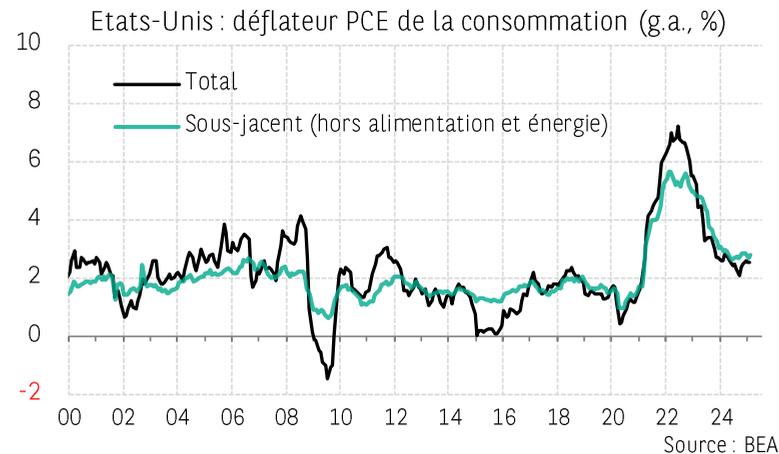
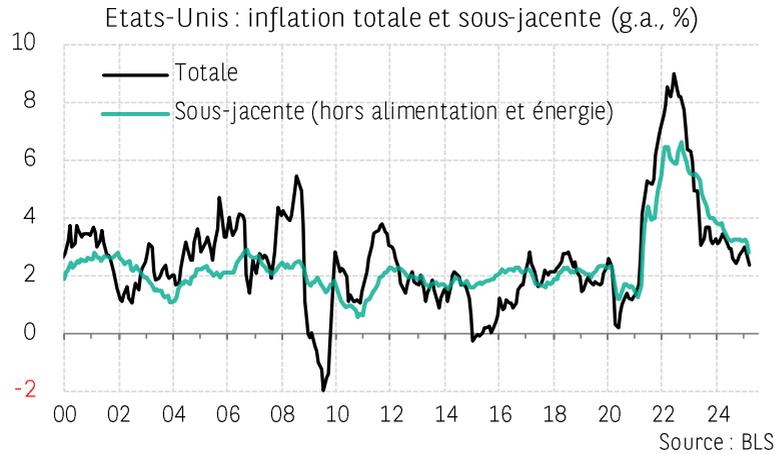
Dynamiques générales de l'inflation



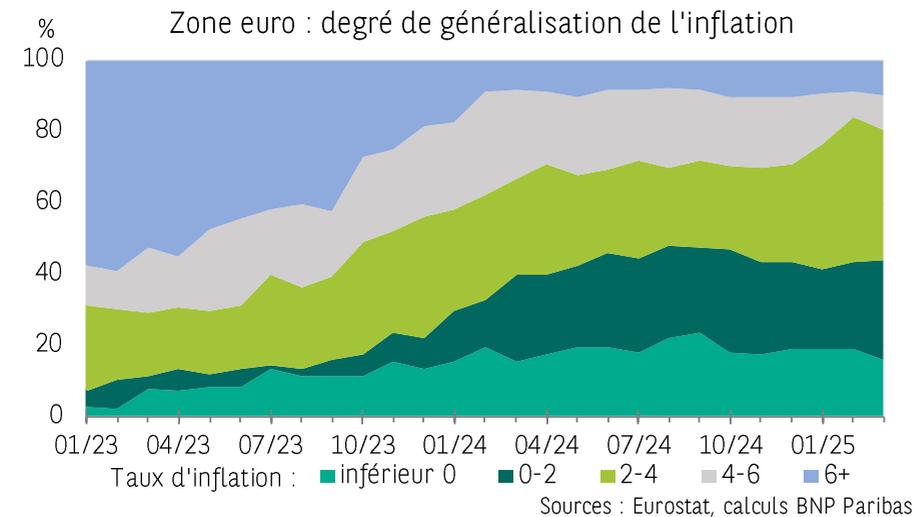
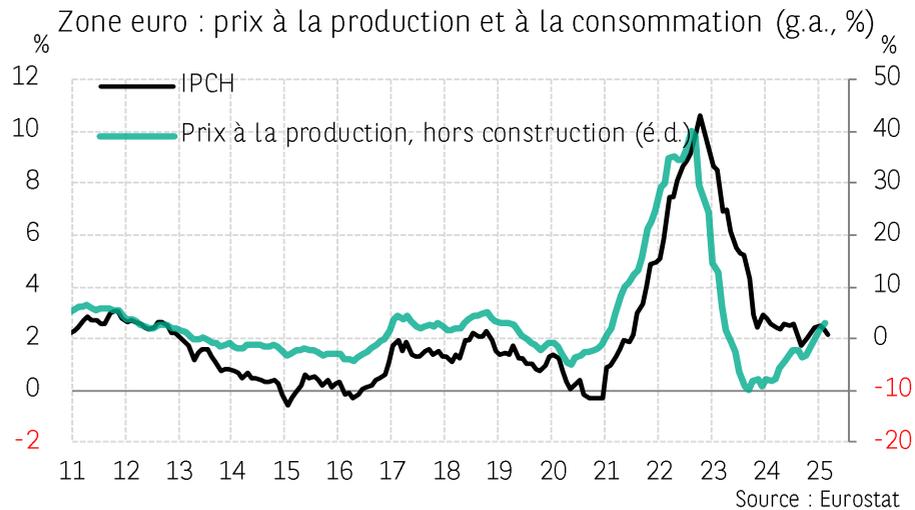
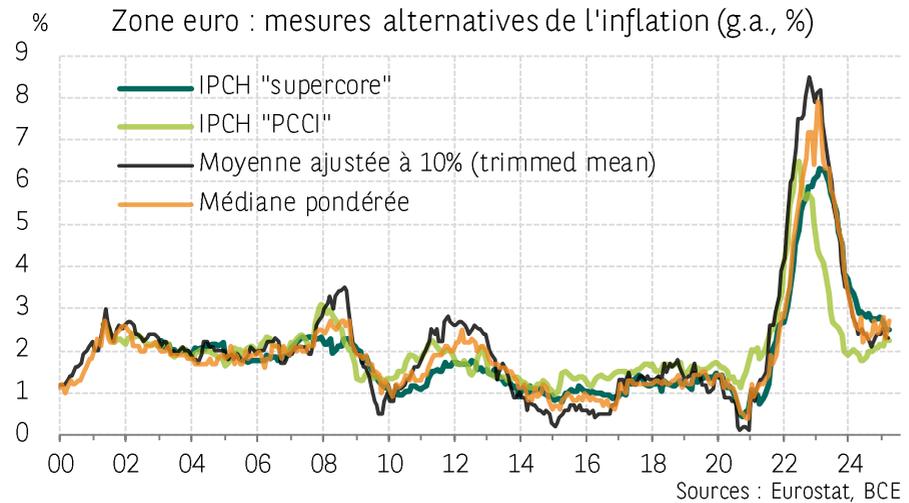
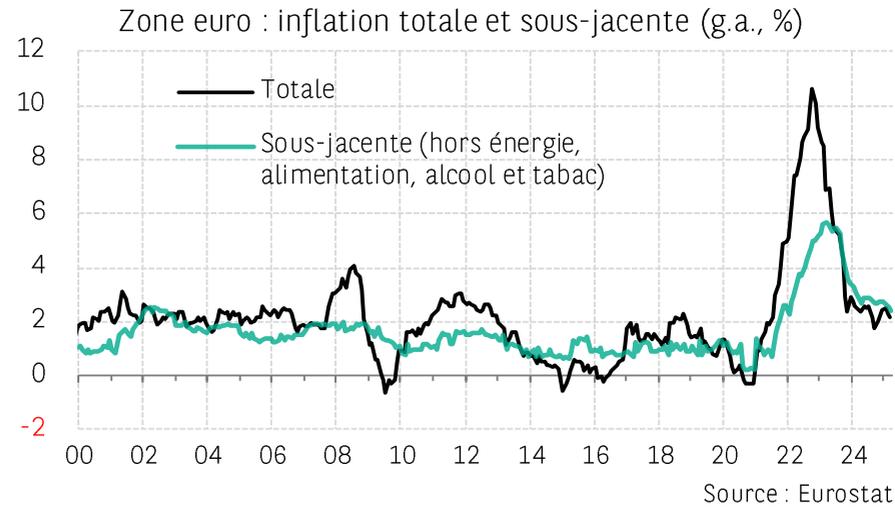
Dynamiques générales de l'inflation : décomposition de l'inflation



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

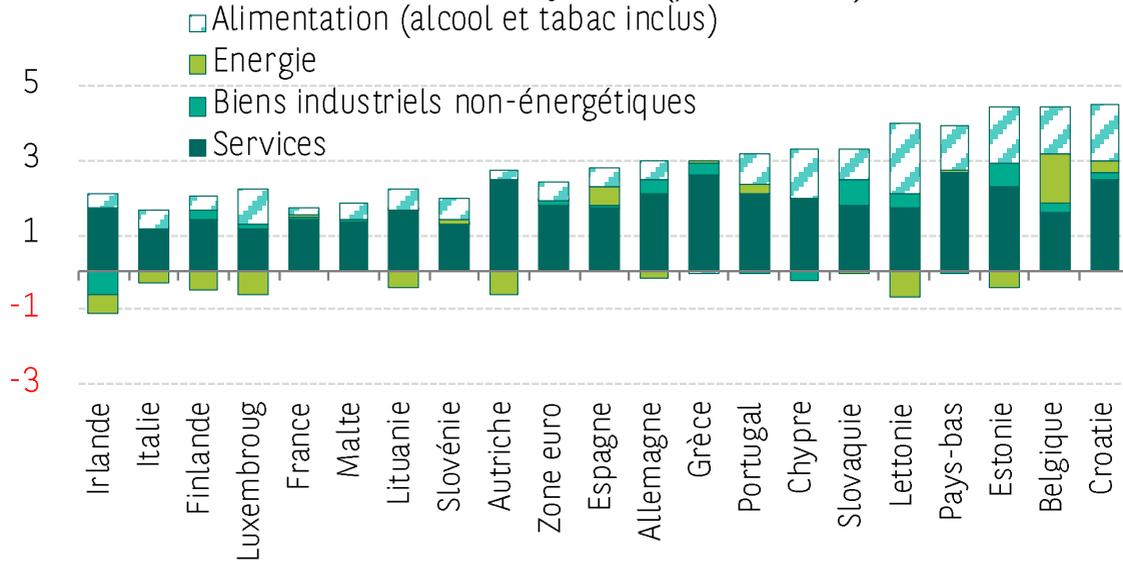


Dynamique de l'inflation en zone euro : différentes métriques et degré de généralisation



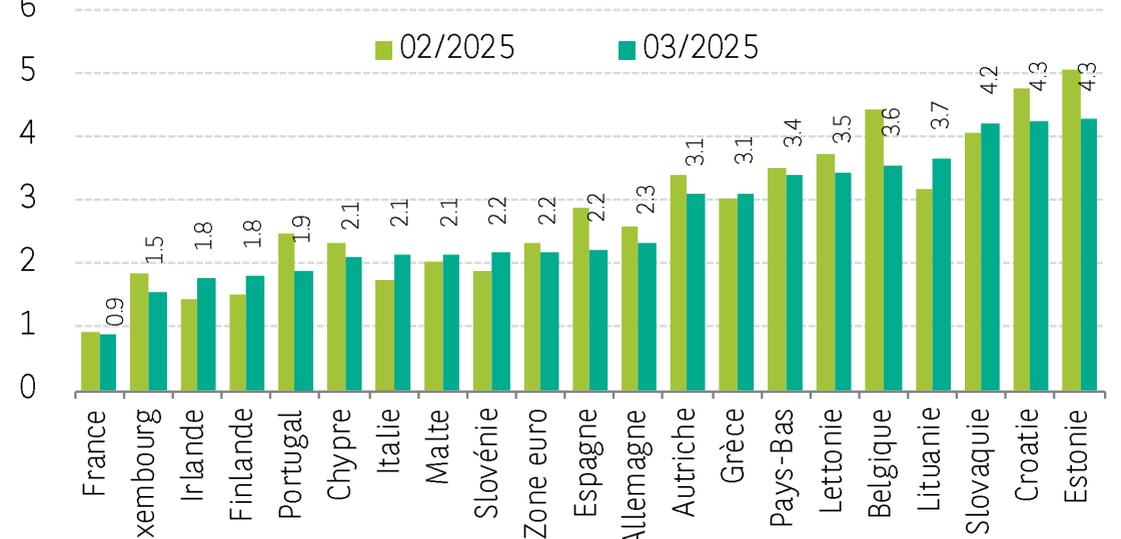
Dynamique de l'inflation en zone euro par pays (1)

Zone euro : contribution à l'inflation (points de %), mars 2025



Source : Eurostat

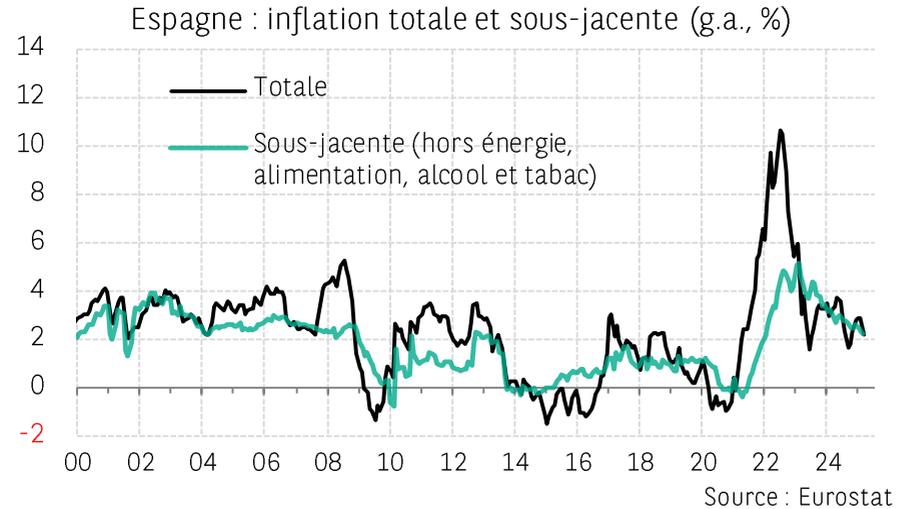
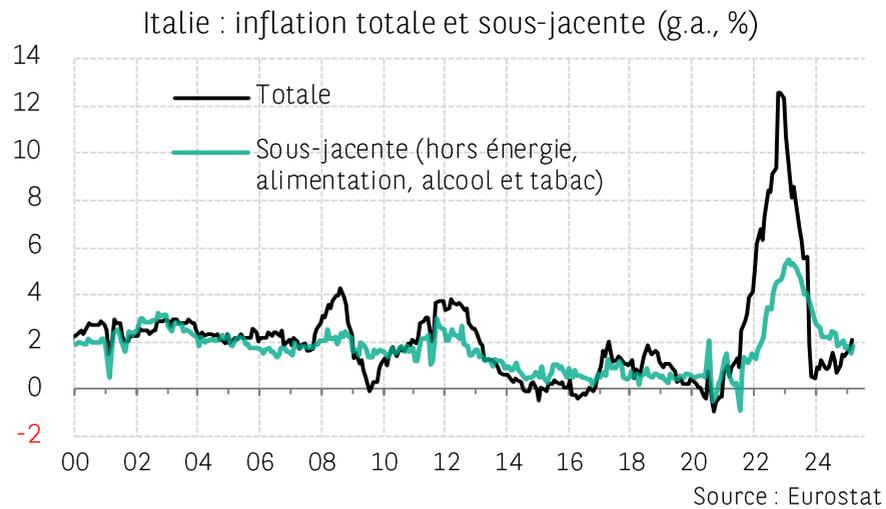
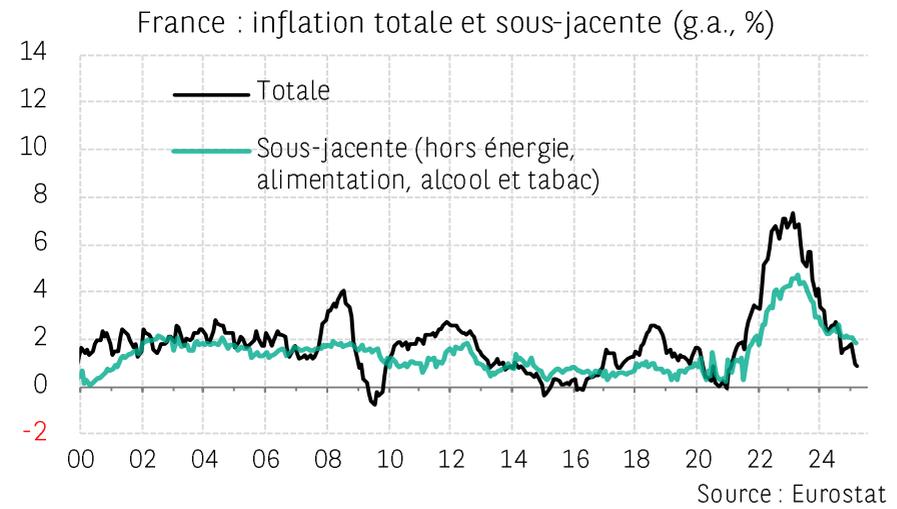
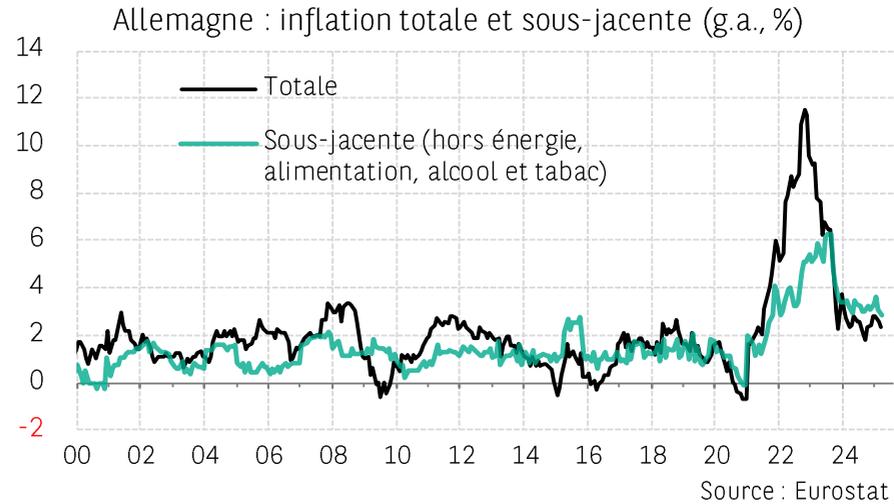
Zone euro : inflation en glissement annuel, %



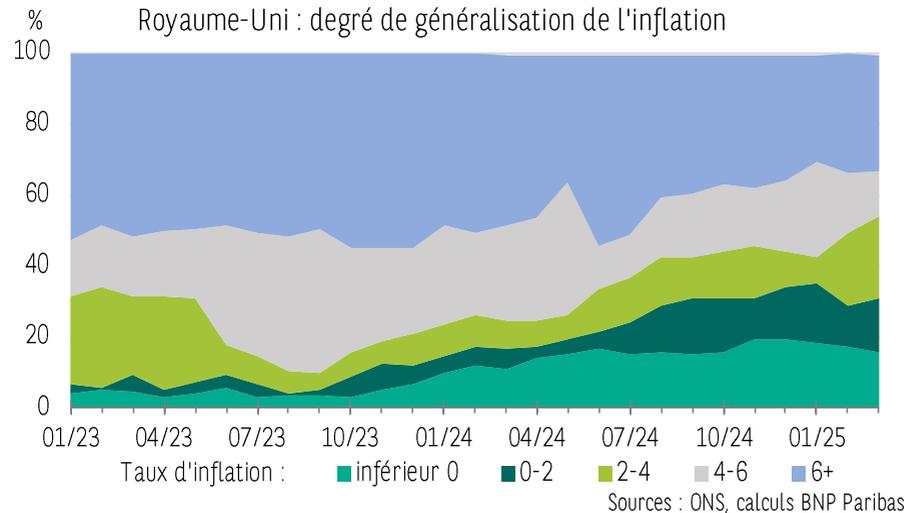
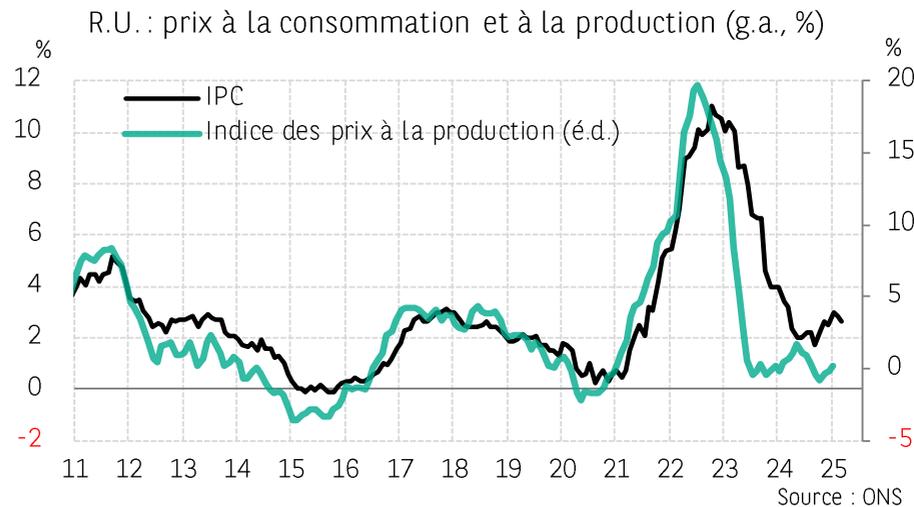
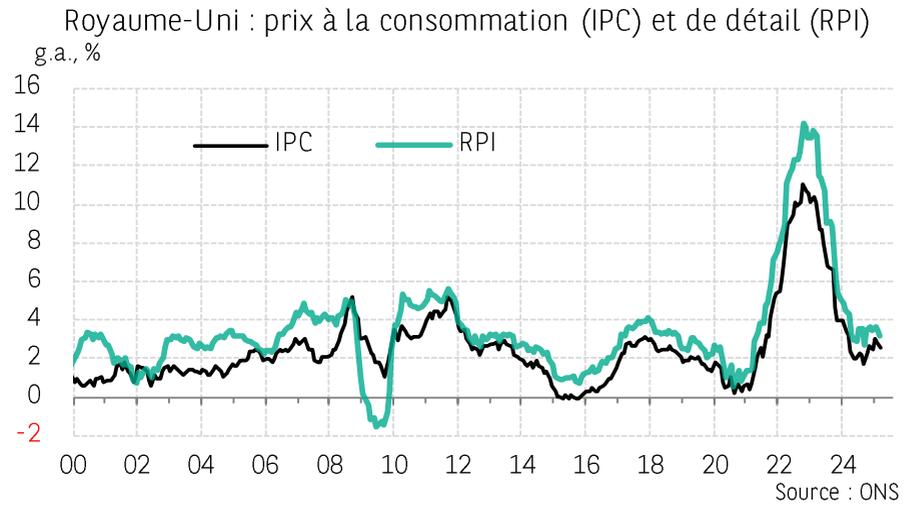
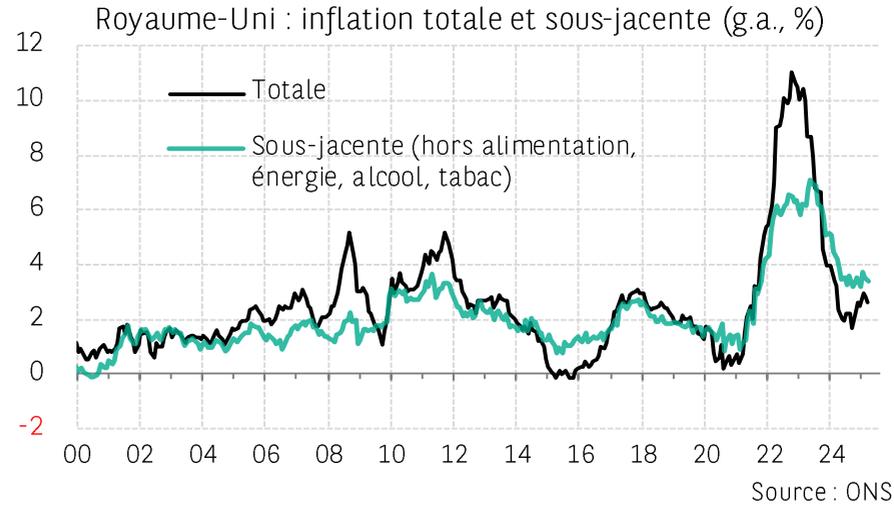
Source : Eurostat



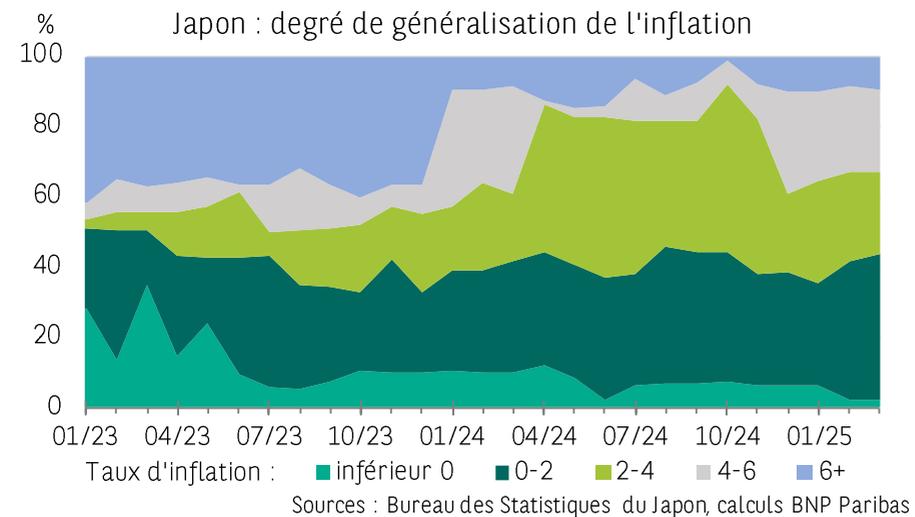
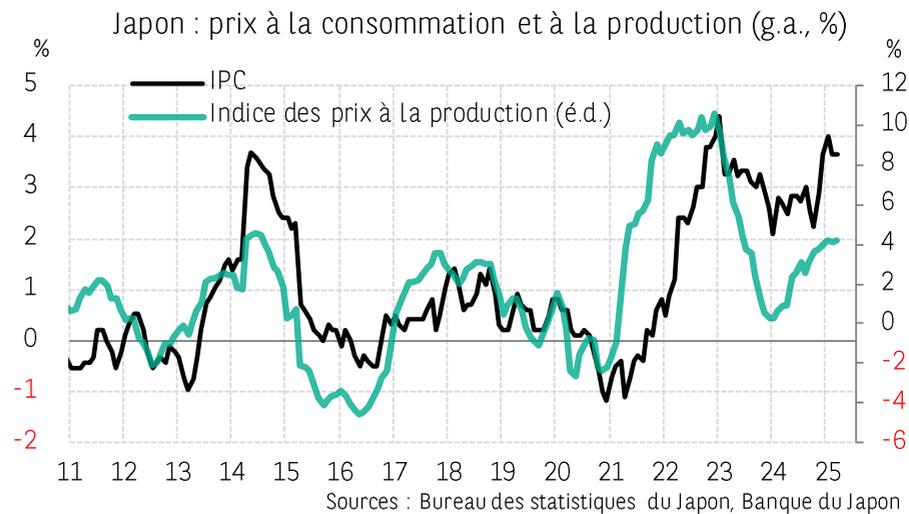
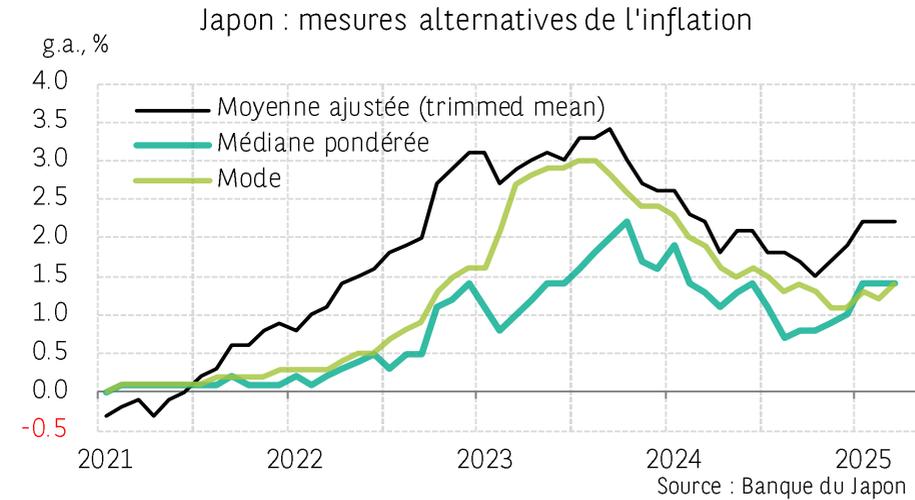
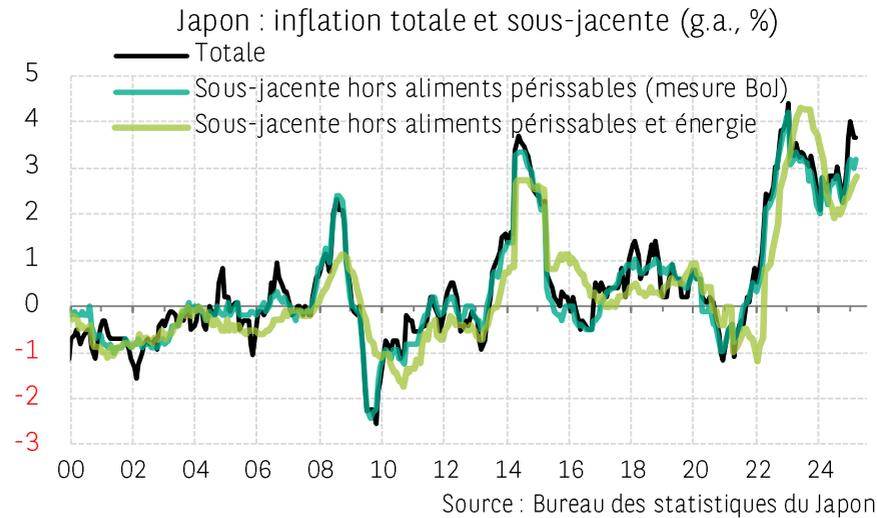
Dynamique de l'inflation en zone euro par pays (2)



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



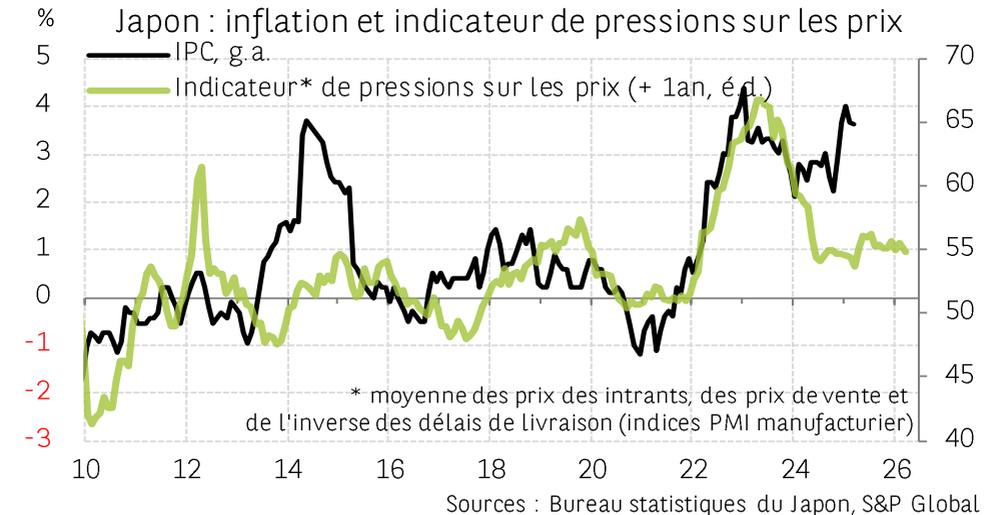
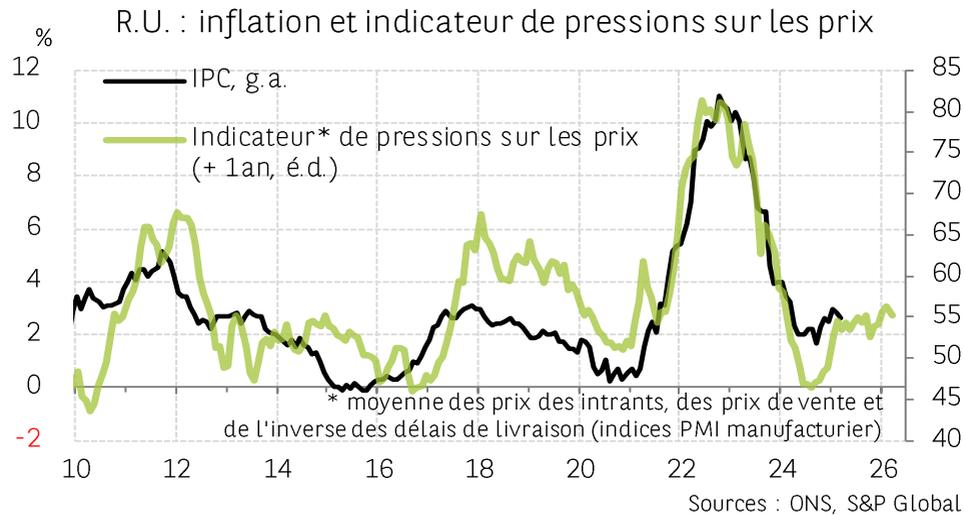
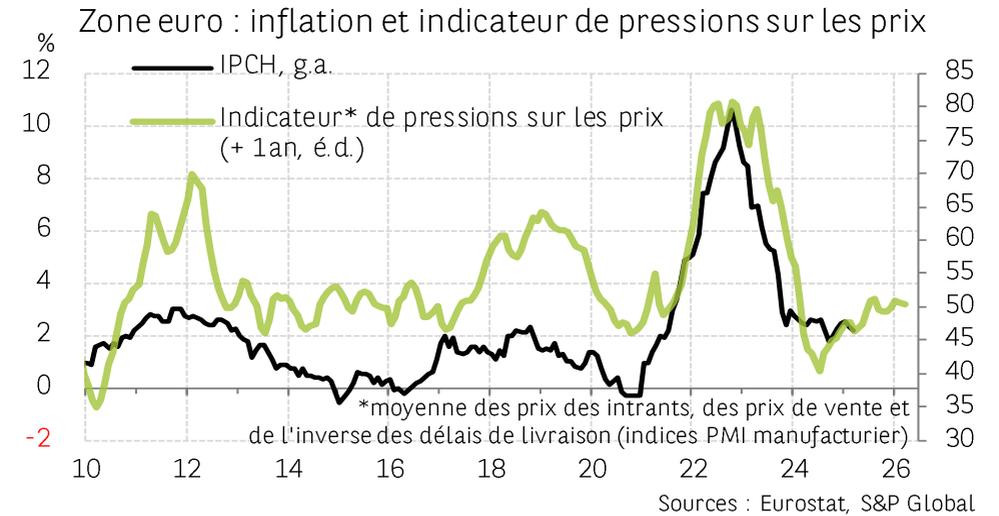
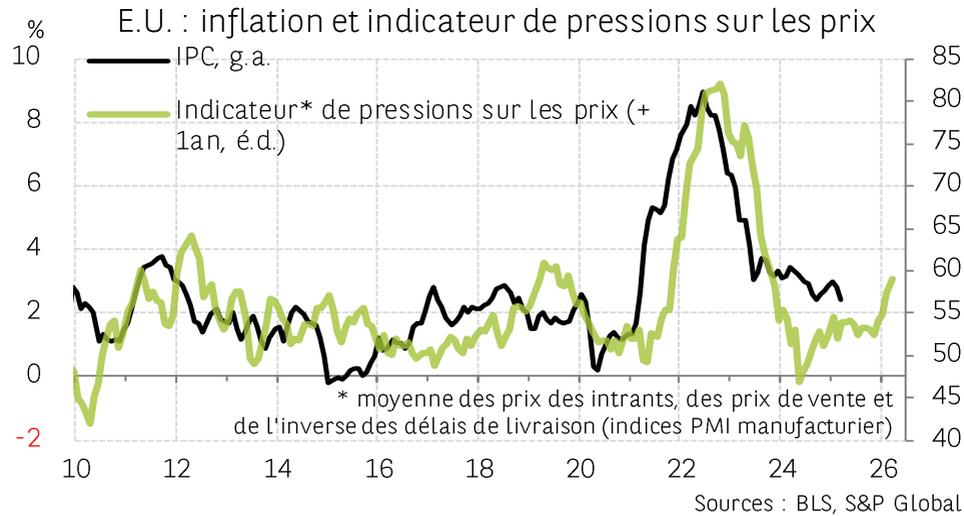
Dynamique de l'inflation au Japon : différentes métriques et degré de généralisation



Inflation et données d'enquêtes



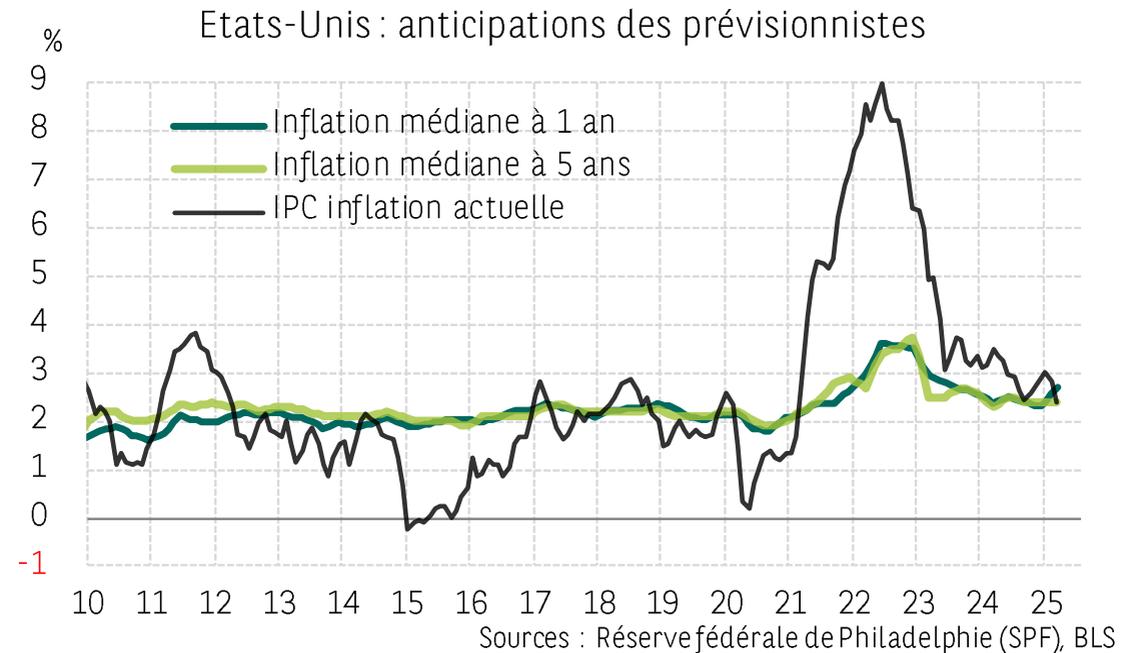
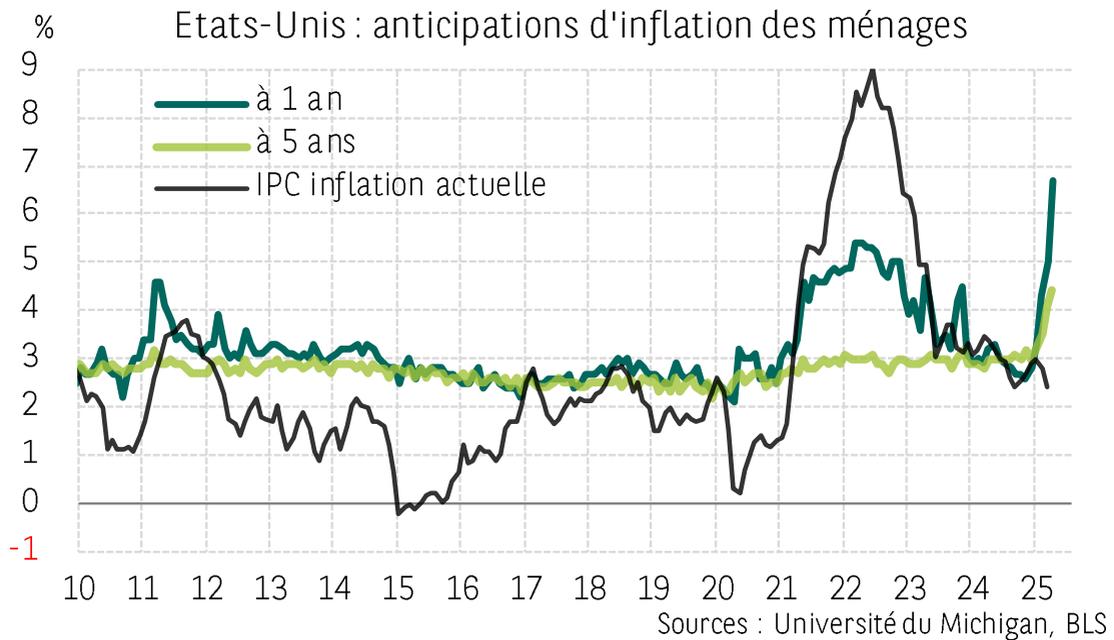
Enquêtes PMI : une indication des pressions inflationnistes



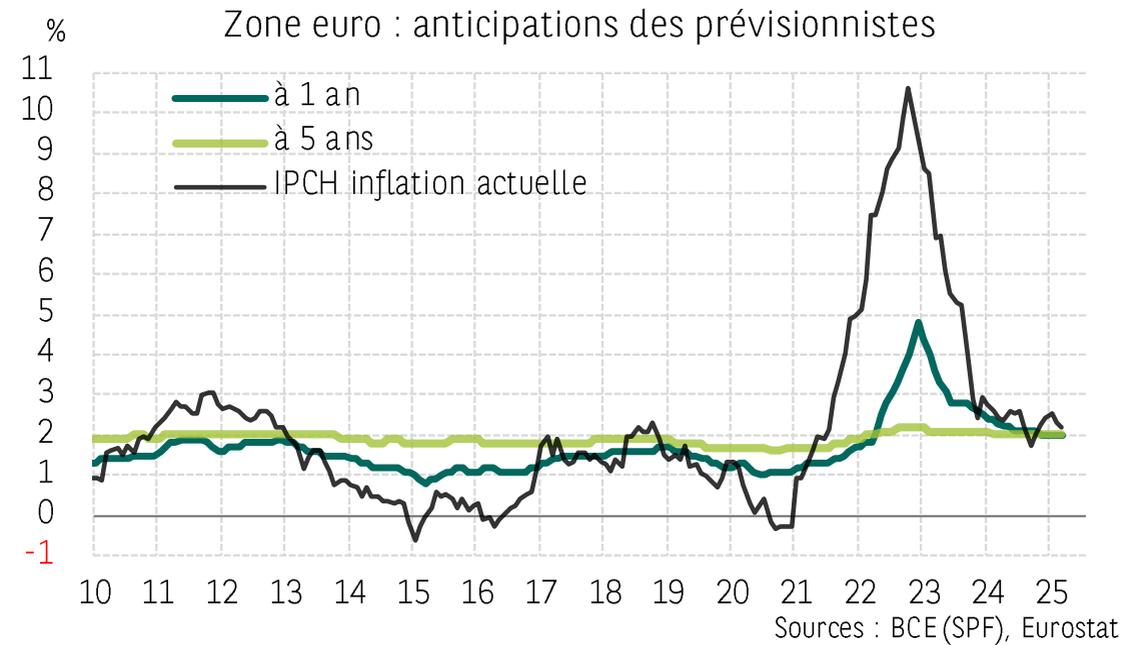
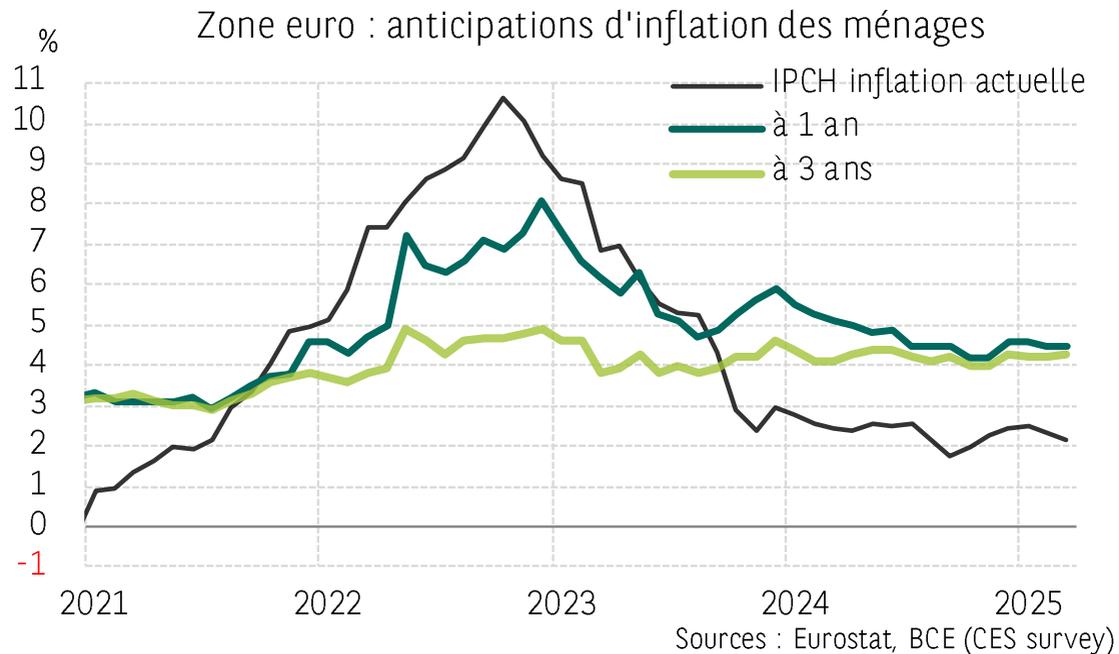
Anticipations d'inflation (ménages, prévisionnistes, marchés)



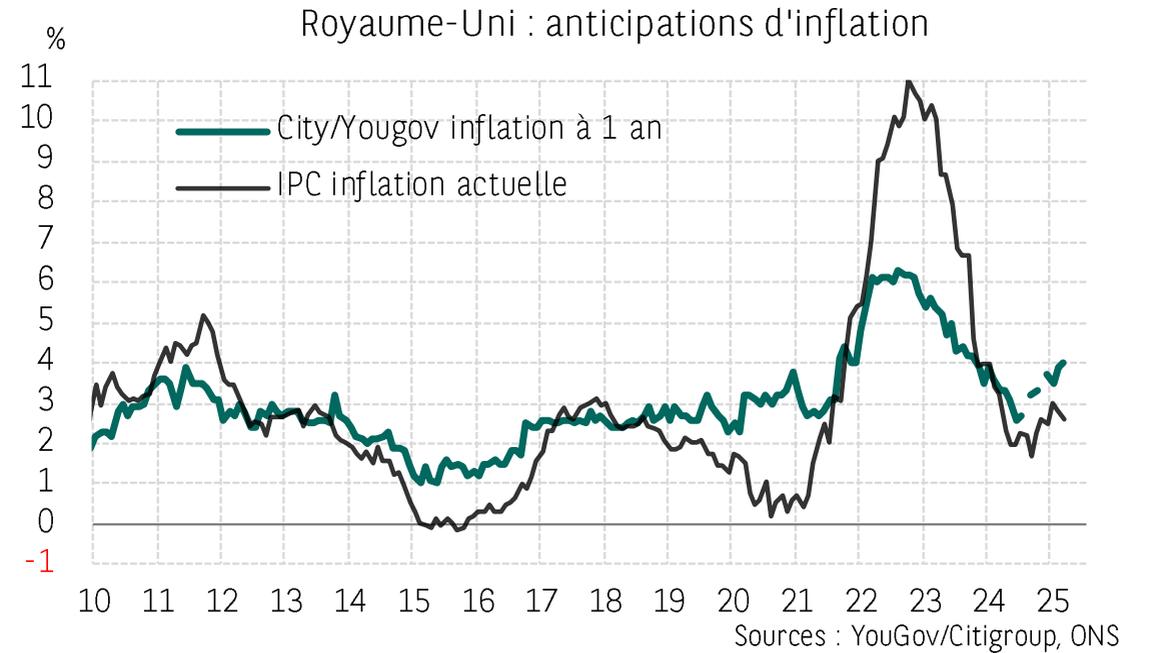
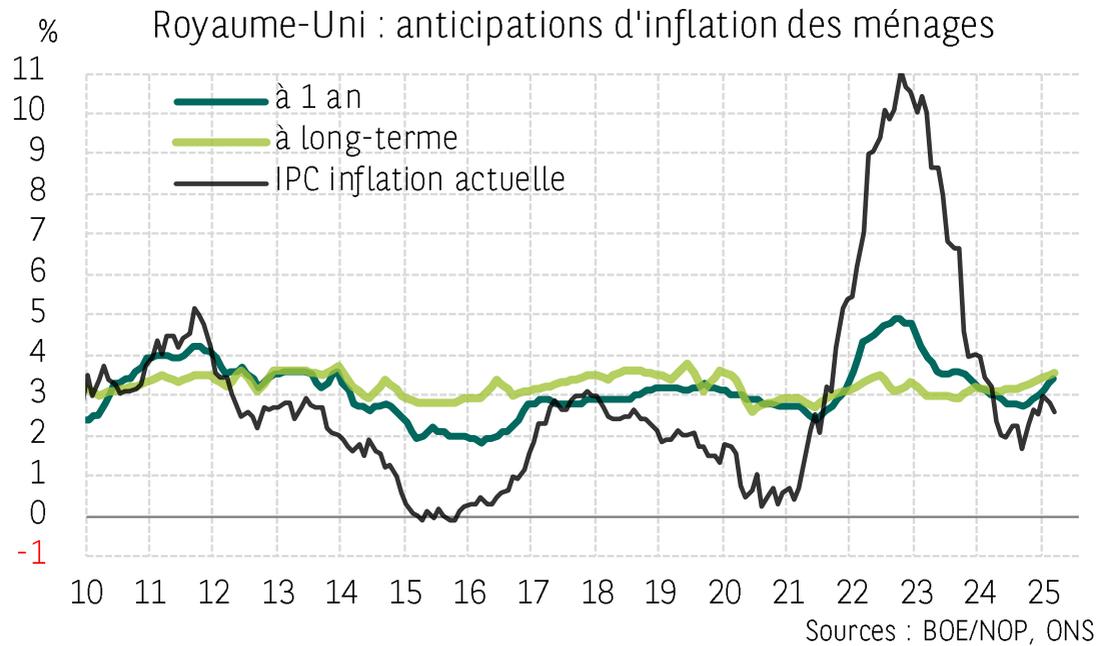
Anticipations d'inflation aux États-Unis



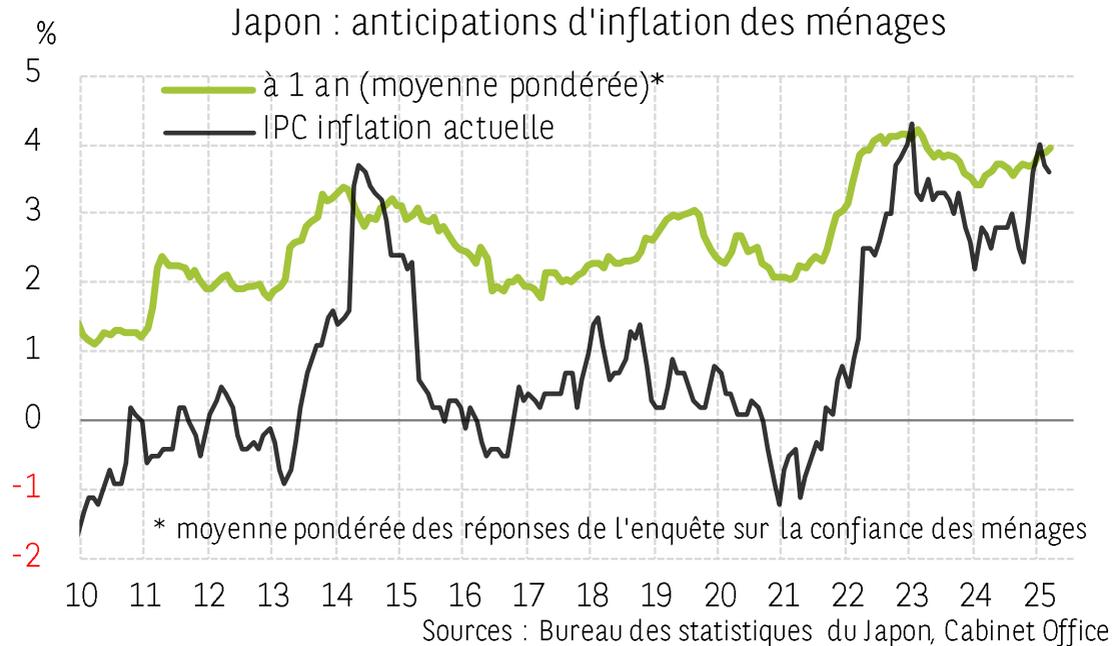
Anticipations d'inflation en zone euro



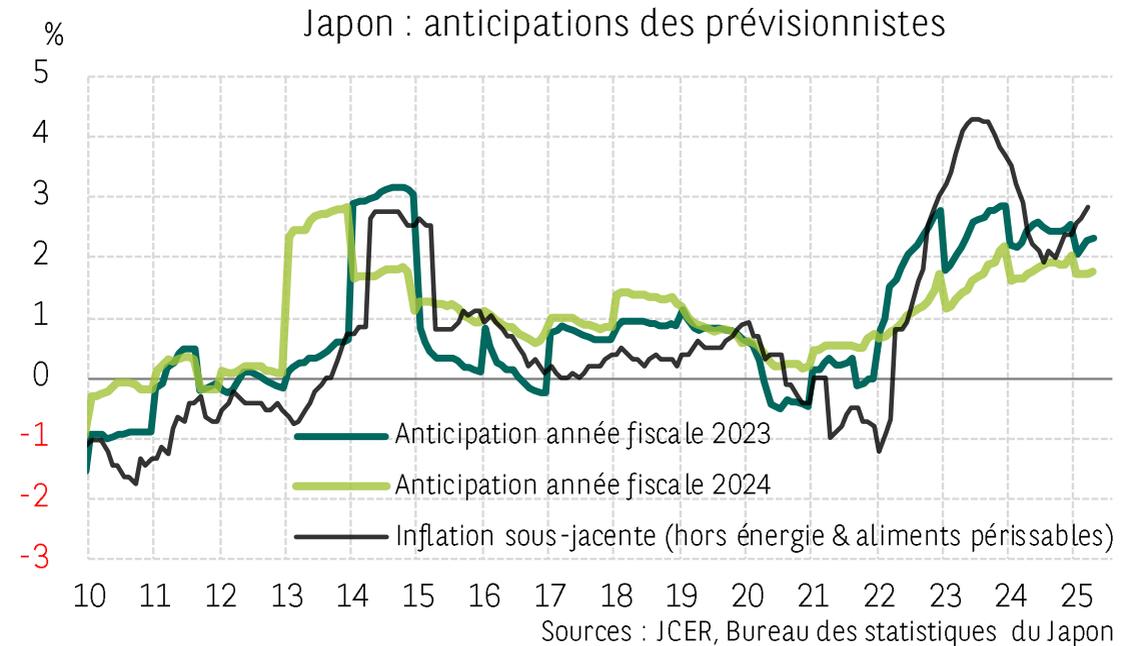
Anticipations d'inflation au Royaume-Uni



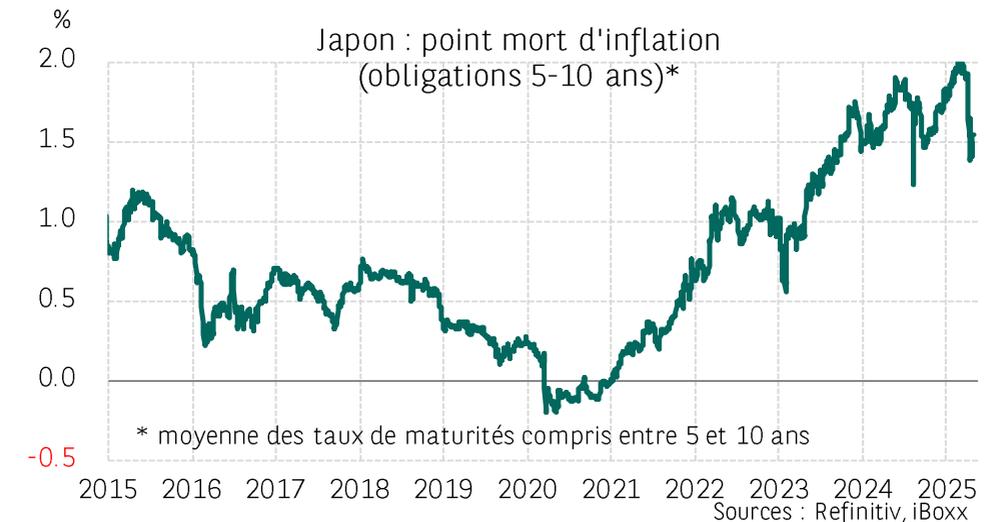
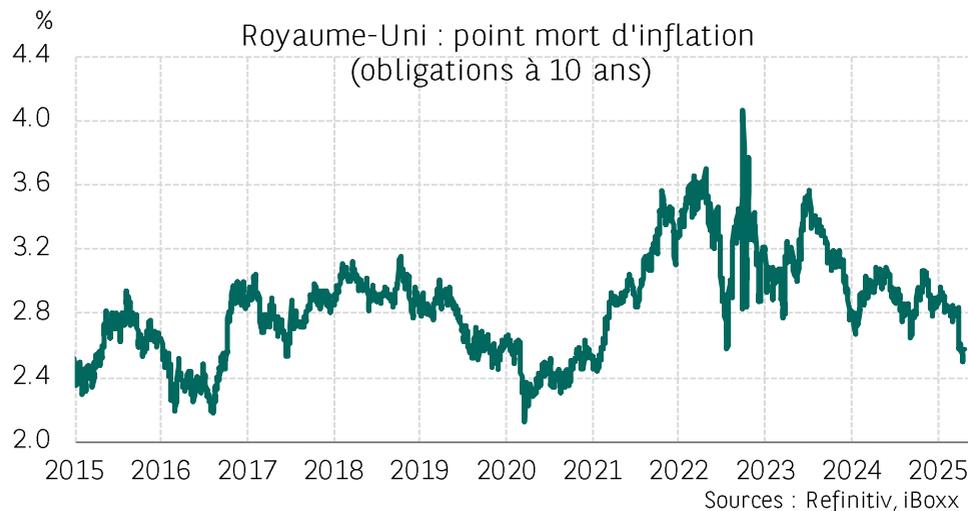
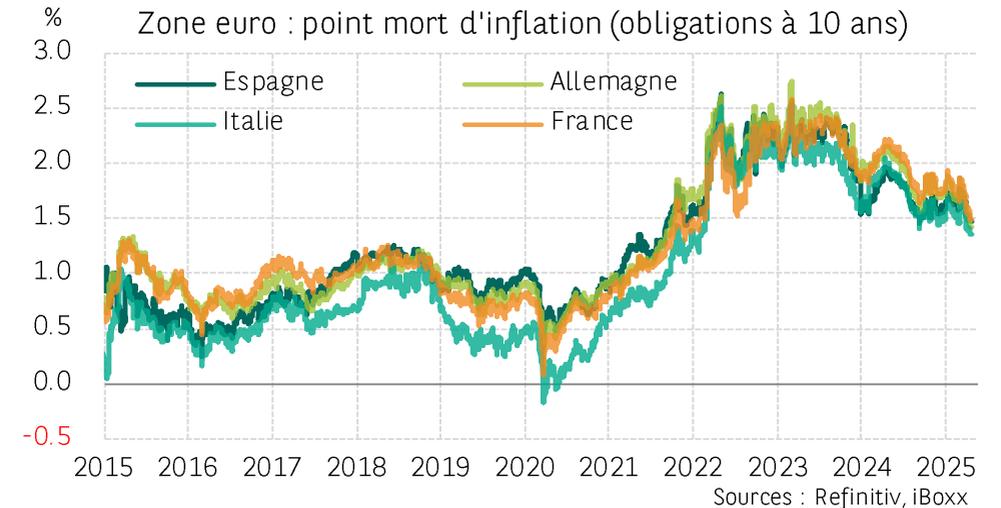
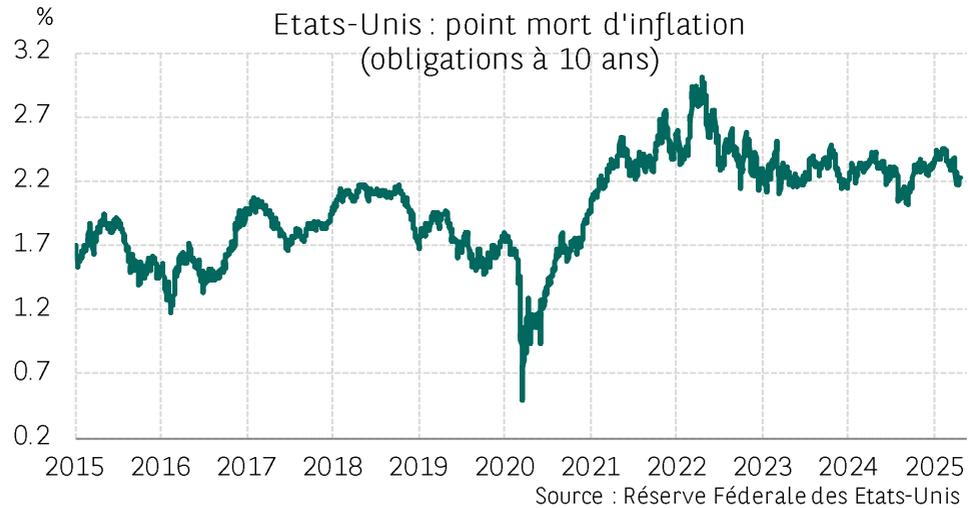
Anticipations d'inflation au Japon



* Moyenne pondérée des réponses de l'enquête sur la confiance des ménages (Cabinet Office)



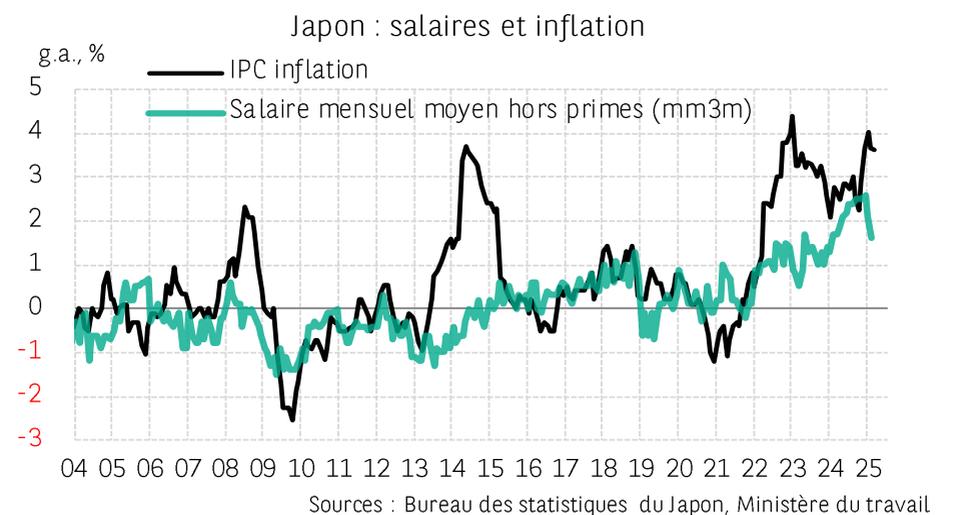
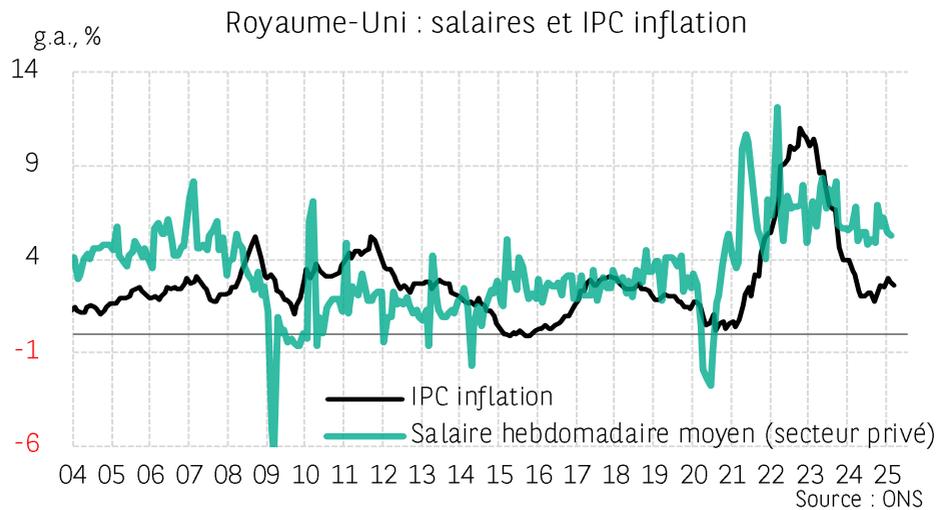
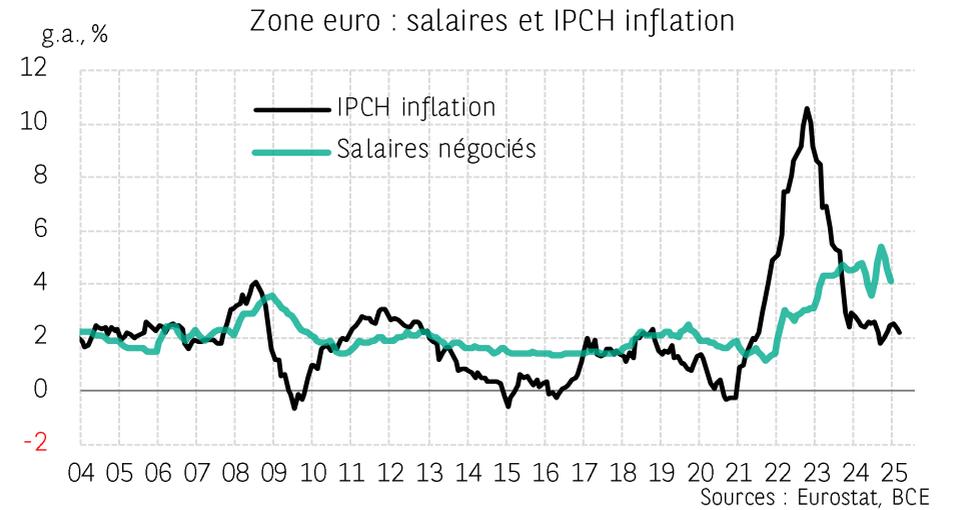
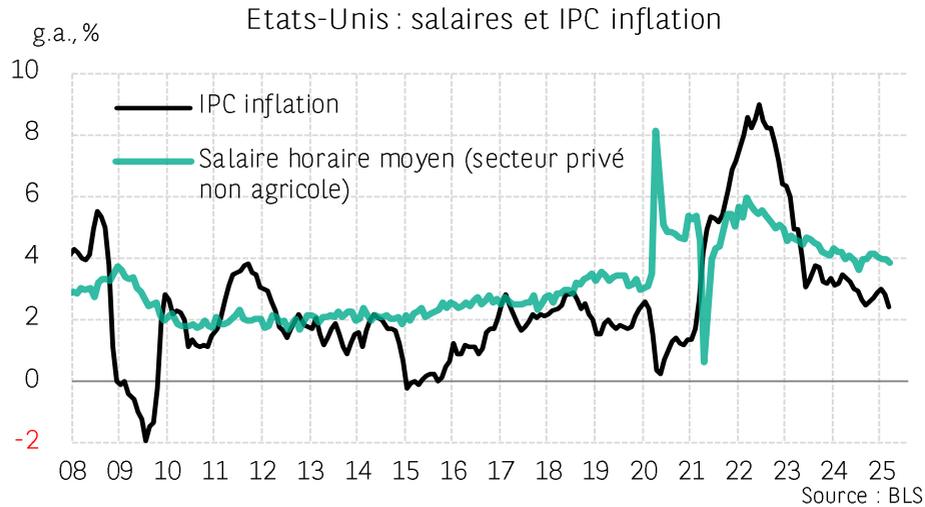
Anticipations des marchés : point mort d'inflation



Evolution inflation-salaires



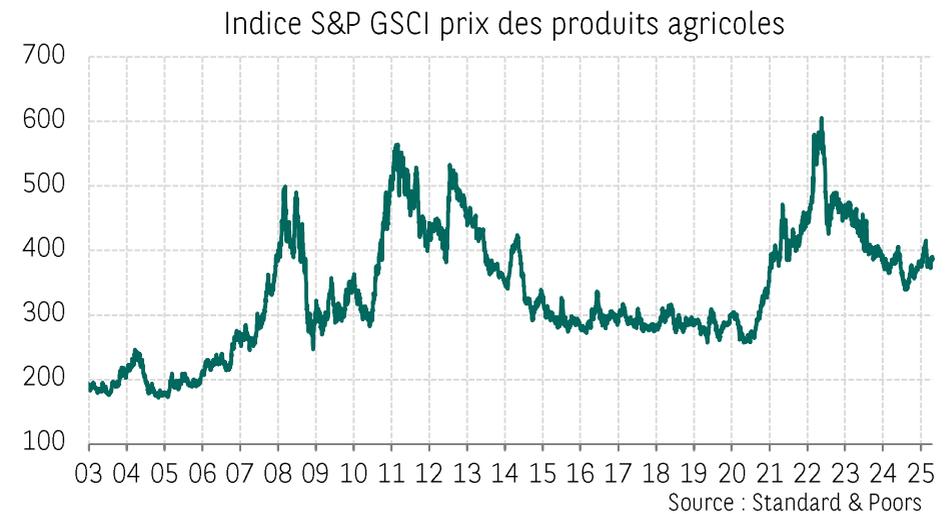
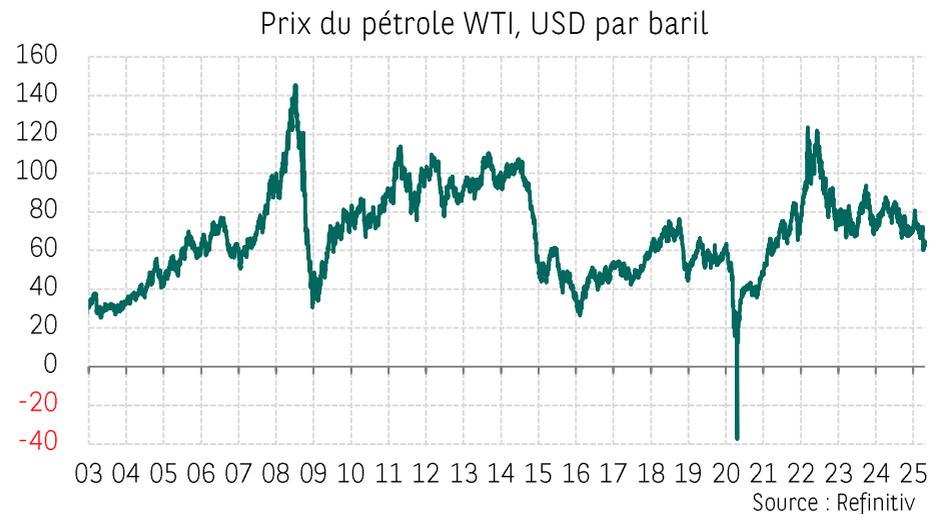
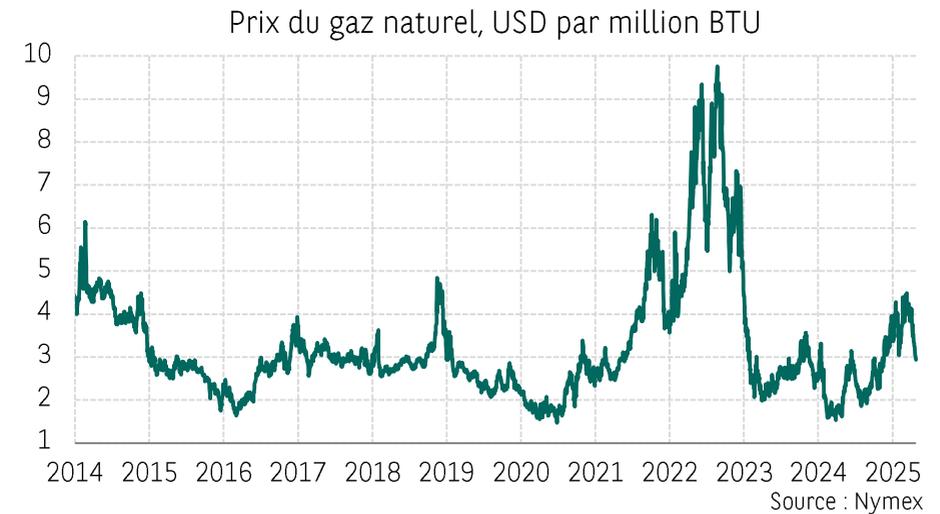
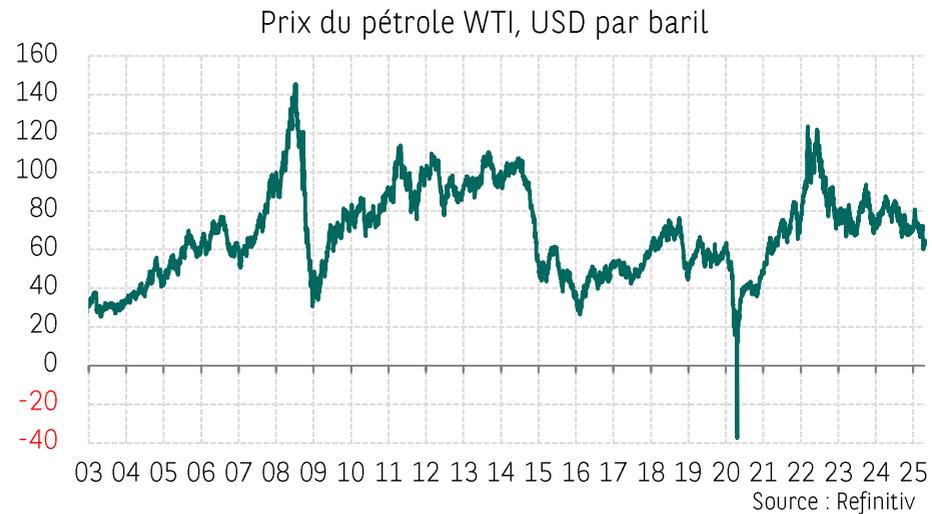
Evolution inflation-salaires



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 58 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 | mickaelle.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 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>.

