

The background of the top half of the slide is a photograph showing the lower legs and feet of several people walking on a paved surface. They are carrying multiple colorful shopping bags (red, blue, pink, orange) and wearing modern sneakers. A bicycle is partially visible on the left side.

ECOCHARTS

Novembre
2025

BAROMÈTRE DE L'INFLATION



BNP PARIBAS

La banque d'un monde qui change

GRAPHIQUE DU MOIS - États-Unis : un autre regard sur la transmission des droits de douane à l'inflation

Avec la hausse des droits de douane, l'inflation ne semble pas (encore) clairement tirée vers le haut mais sans elle, elle aurait été nettement plus basse. L'inflation américaine a surpris favorablement en septembre avec une remontée plus limitée que prévu du CPI *headline*, de 2,9% a/a à 3%, et une baisse inattendue du *core* de 3,1% à 3%. Au regard de ces chiffres, la transmission de la hausse des droits de douane aux prix à la consommation n'est pas encore notable.

Cette transmission transparaît toutefois, d'abord à grands traits, dans l'évolution de l'inflation entre janvier et septembre 2025. L'inflation totale a suivi une courbe en U pour revenir à son point de départ : partie d'un glissement annuel de 3% en janvier 2025, elle a reflué à 2,3% en avril 2025 avant de remonter à 3% en septembre 2025. La baisse de l'inflation sous-jacente (contribuant à hauteur de -0,2 point de pourcentage) a été contrebalancée par la hausse de l'inflation énergétique et de l'inflation alimentaire (contribution de +0,1 pp chacune). La diminution de l'inflation sous-jacente masque elle-même deux évolutions opposées significatives : le recul de l'inflation dans les services (contribution de -0,5 pp) et la remontée de celle sur les biens (contribution de +0,3 pp). Cette dernière porte la trace de la hausse des droits de douane (à laquelle se greffe aussi la baisse du dollar).

La transmission - progressive et incomplète, mais sans retard particulier - de la hausse des droits de douane à l'inflation se dessine également d'après un autre tracker développé par A. Cavallo, P. Llamas et F. Vazquez (2025) . L'échantillon de prix y est beaucoup moins étendu que celui du CPI mais l'intérêt des données réside 1/ dans leur collecte en temps réel auprès de cinq grands distributeurs américains et 2/ dans la distinction qui est faite entre produits importés et produits domestiques. On peut voir sur le premier graphique que l'écart entre le niveau des prix des premiers (*courbe jaune*) et celui des seconds (*courbe bleue*) ne semble pas important : il était d'à peine 1% au 12 octobre 2025 (dernier relevé disponible).

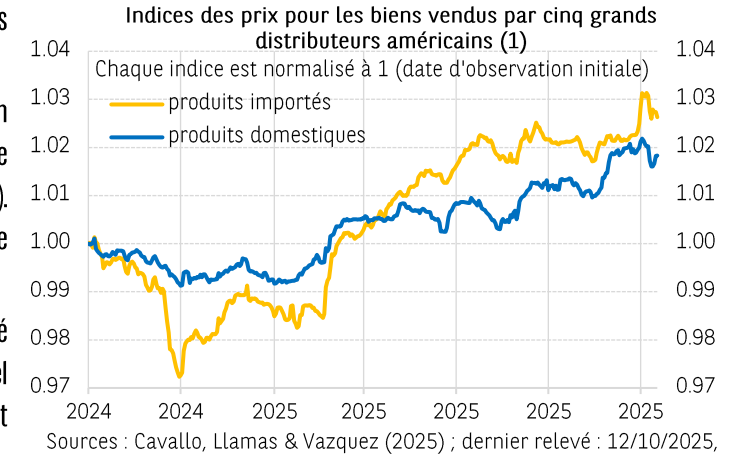
En variation cumulée depuis début mars 2025 (date des premières annonces de durcissement tarifaire à l'encontre du Mexique, du Canada et de la Chine), les prix des biens importés ont toutefois augmenté à peu près deux fois plus vite que ceux des biens domestiques (environ +4% contre +2%). L'effet des droits de douane se voit plus encore dans le contraste entre la tendance haussière des deux indices de prix depuis le choc tarifaire et leur tendance baissière antérieure. Les auteurs estiment à 20% le taux de transmission, en six mois, des droits de douane aux prix à la consommation et à environ 0,7 point de pourcentage la contribution cumulée au CPI (sans la hausse des droits de douane, l'inflation d'août 2025 aurait été 0,7 point plus basse, à 2,2% au lieu de 2,9% a/a).

Les auteurs ont procédé à une décomposition supplémentaire en distinguant, parmi les produits domestiques, ceux relevant d'une catégorie de biens affectés par les droits de douane (*courbe noire*, graphique 2) et ceux qui ne sont pas affectés (*courbe verte*). Le résultat paraît contre-intuitif : l'indice de prix des premiers se situe en dessous de l'indice de prix des seconds, avec un croisement des courbes à la mi-septembre. Les prix des biens domestiques « affectés » reflètent probablement les pressions baissières pour que ces prix restent concurrentiels par rapport à ceux des biens importés, tandis qu'un effet de reconstitution des marges a pu, au contraire, soutenir les prix des produits domestiques « non affectés » par les droits de douane.

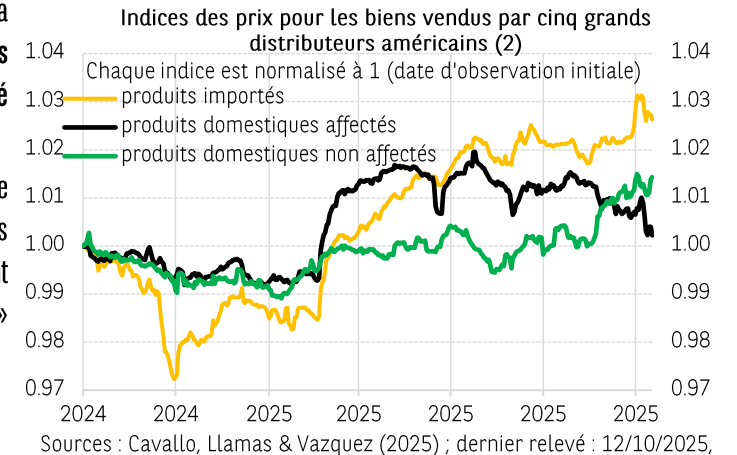
¹ Données et graphiques accessibles ici : [TariffTracker - HBS Pricing Lab](#) ; article de référence : [Tracking Tariffs Cavallo, Llamas, Vazquez.pdf \(27 octobre 2025\)](#).

Hélène Baudchon Helene.baudchon@bnpparibas.com (achevé de rédiger le 29/10/2025)

GRAPHIQUE 1



GRAPHIQUE 2



POINTS CLÉS - Rebond limité de l'inflation en septembre

En septembre, l'inflation a légèrement rebondi aux États-Unis, en zone euro et au Japon, tandis qu'elle est restée stable au Royaume-Uni. Côté américain, l'effet inflationniste des droits de douane demeure jusqu'à présent contenu (cf. graphique du mois). Dans les autres pays, on notera des signaux favorables : la stabilité des anticipations d'inflation autour de 2% en zone euro, la modération de la croissance des salaires au Royaume-Uni et la baisse des prix à la production au Japon.

- Aux **États-Unis**, l'inflation (IPC) a légèrement augmenté en septembre (de +0,1 pp à 3,0% a/a) sous l'effet d'un rebond de la composante énergie (2,8% a/a ; +2,6pp m/m). L'inflation sous-jacente, quant à elle, s'est modérée (3,0% a/a ; -0,1pp m/m). Les salaires poursuivent leur décélération (*page 22*) et les anticipations d'inflation à 1 an des ménages ont nettement reculé depuis mai (de 6,6% à 4,6%) ; celles à 5 ans demeurent toutefois élevées sur une base historique (*page 16*). Ces évolutions, combinées à la stabilisation de l'indice de pression sur les prix et au ralentissement des prix à la production (2,6% a/a, -0,5pp m/m) (*page 7*), confortent le scénario d'une poursuite des baisses de taux de la Fed.
- L'inflation en **zone euro** reste significativement inférieure à celle observée aux États-Unis. Mais elle rebondit également en septembre et retrouve son niveau d'avril (2,2% a/a ; +0,2pp m/m). L'inflation sous-jacente suit la même tendance (2,4% a/a ; +0,1pp) (*page 8*). Chypre se distingue par une inflation nulle pour le deuxième mois consécutif. La France (1,1%), l'Italie (1,8%), la Grèce (1,8%) et le Portugal (1,9%) affichent les taux d'inflation les plus faibles de la zone euro, tandis que la Slovaquie (4,6%), la Croatie (4,6%) et l'Estonie (5,3%) continuent de subir les plus fortes hausses (*page 9*). Les perspectives restent favorables : les prix à la production poursuivent leur repli et repassent en territoire négatif (-0,6% a/a) (*page 8*) et les anticipations d'inflation des prévisionnistes à court (1 an) et long terme (5 ans) restent proches de 2% (*page 17*). Toutefois, des tensions sous-jacentes persistent : l'indicateur de pression sur les prix et la croissance des salaires négociés (4,0% a/a contre 2,5% en mars) repartent à la hausse (*page 22*).
- Au **Royaume-Uni**, l'inflation s'est stabilisée à un niveau élevé en septembre : 3,8% a/a. L'inflation sous-jacente ralentit légèrement pour le deuxième mois consécutif (3,5% a/a ; -0,1pp) (*page 11*). La croissance des salaires, toujours très soutenue, se modère néanmoins depuis janvier (4,7% a/a contre 5,3% en janvier) et l'indicateur de pression sur les prix poursuit son repli (*page 14*). En revanche, les anticipations d'inflation des ménages à 1 an repartent nettement à la hausse (*page 18*) ; celles à long terme demeurent, par ailleurs, supérieures aux niveaux observés durant la crise inflationniste.
- Au **Japon**, l'inflation s'est légèrement renforcée (à 2,9% a/a ; +0,2pp m/m) principalement sous l'effet d'une hausse de la contribution de la composante énergie (*page 6*). Cette augmentation s'observe aussi sur la composante sous-jacente (3,0% selon la mesure Bol ; +0,3pp m/m). Les perspectives s'orientent toutefois vers une stabilisation de l'inflation : l'indice des prix à la production a nettement ralenti depuis le début de l'année et demeure stable en septembre (2,7% a/a) (*page 12*). De plus, la progression des salaires commence à s'essouffler après une accélération cet été (1,9% contre 2% sur les trois mois précédents) (*page 22*). De même, l'indicateur des pressions sur les prix se situe bien en deçà des niveaux observés sur les douze derniers mois. En outre, les anticipations d'inflation des ménages à 1 an se sont très légèrement repliées depuis le début de l'année, évoluant de ce fait inversement aux anticipations des prévisionnistes, toujours en hausse (*page 19*). Le Japon se distingue également des autres pays avec un point mort d'inflation stable mais élevé sur une base historique (*page 20*).

Lucie Barette lucie.barette@bnpparibas.com (achevé de rédiger le 29/10/2025)



Dynamiques générales de l'inflation

Inflation et données d'enquêtes

Anticipations d'inflation (ménages, prévisionnistes, marchés)

Evolution inflation-salaires

Matières premières

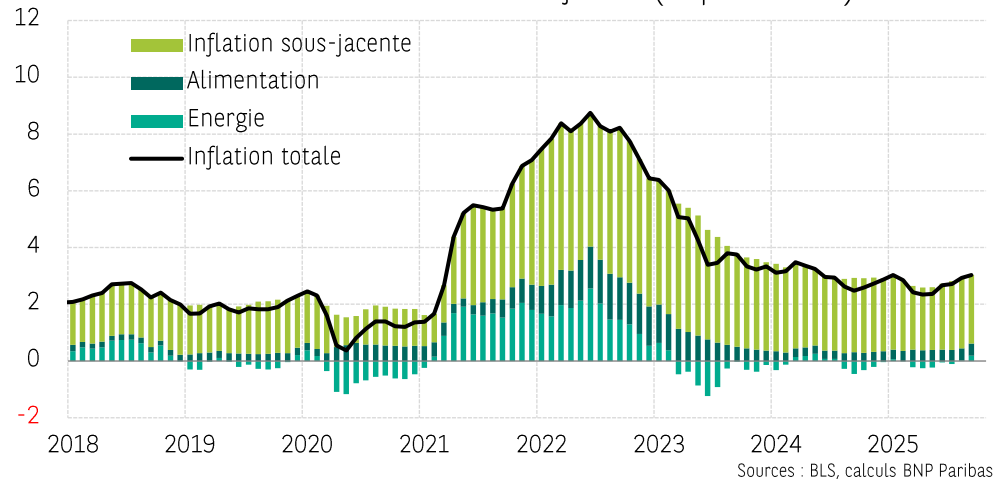


Dynamiques générales de l'inflation

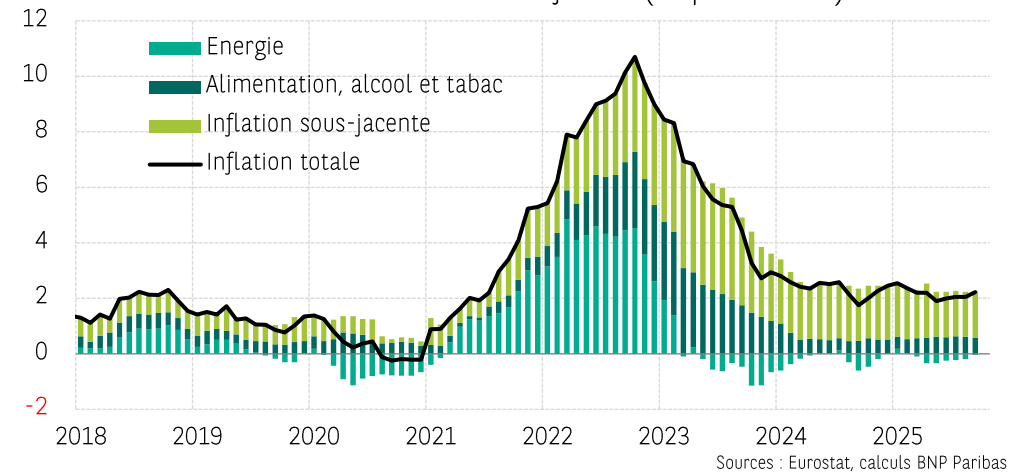


Dynamiques générales de l'inflation : décomposition de l'inflation

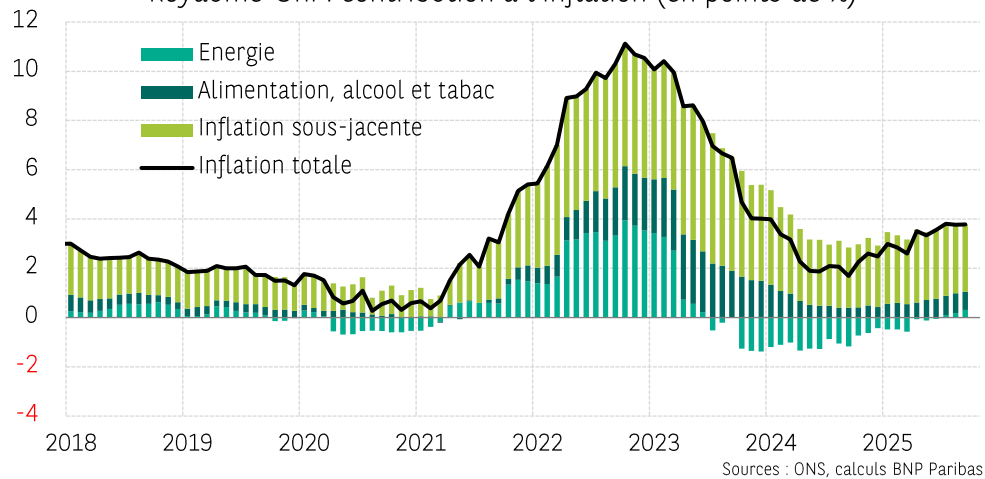
Etats-Unis : contribution à l'inflation (en points de %)



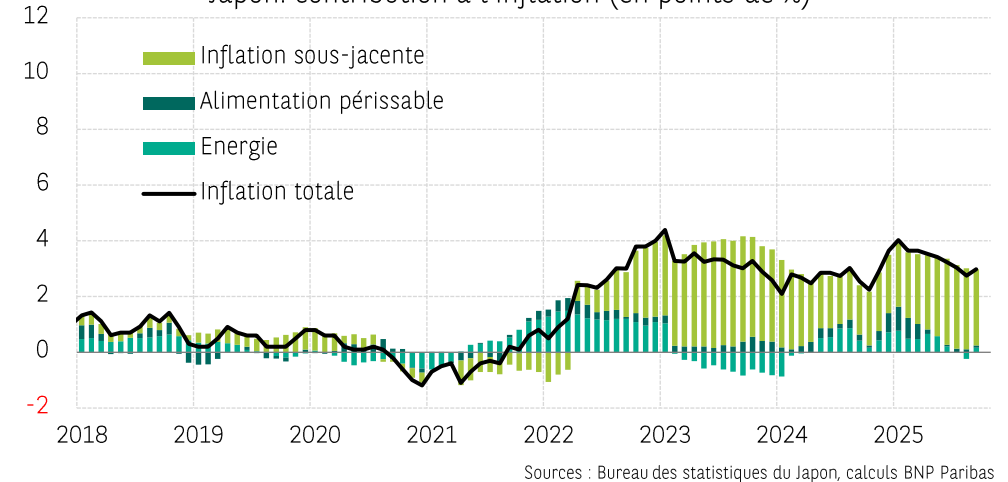
Zone euro : contribution à l'inflation (en points de %)



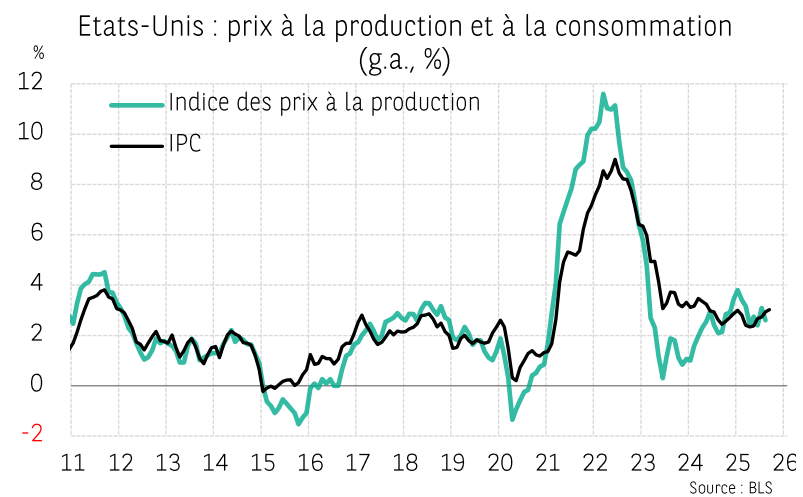
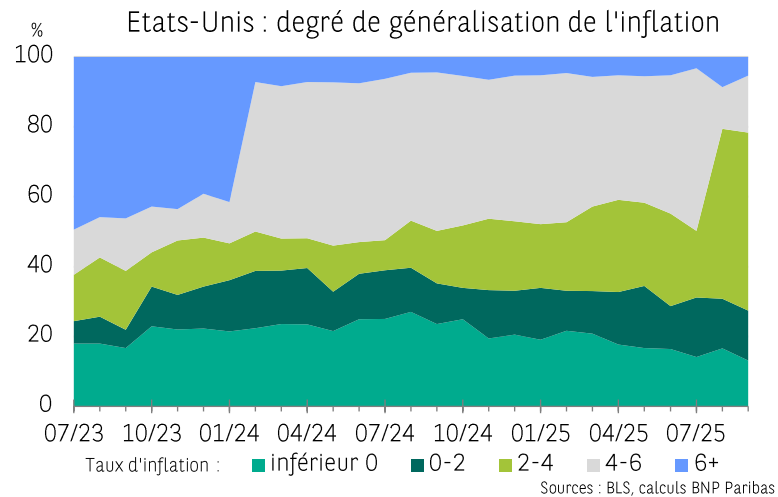
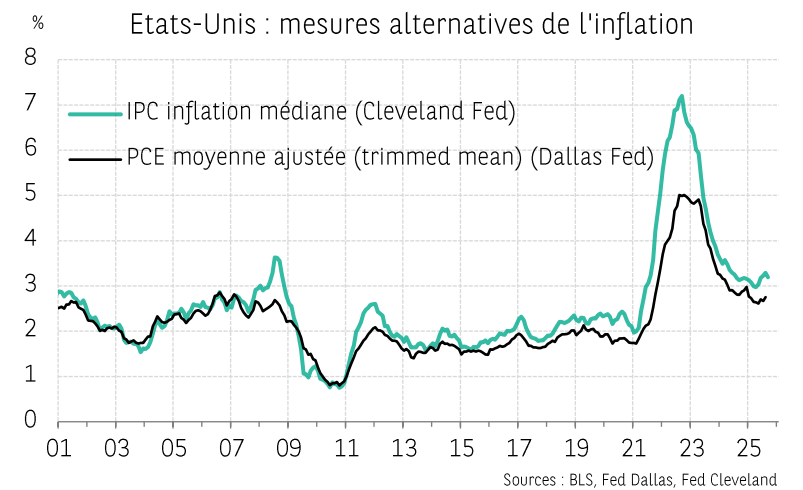
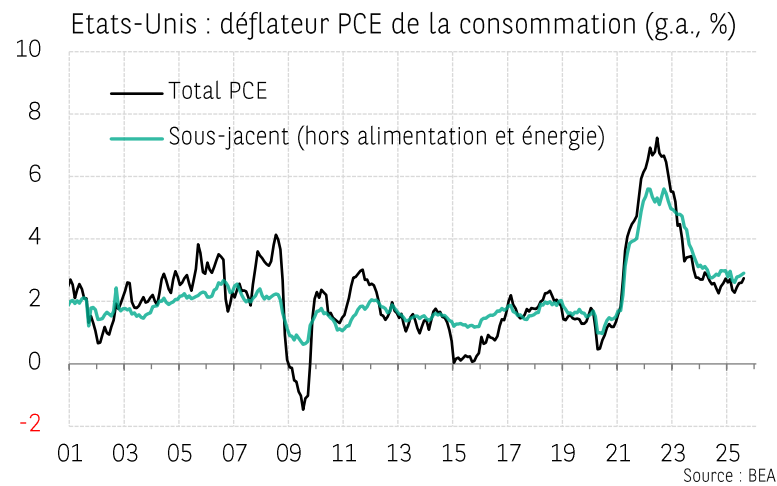
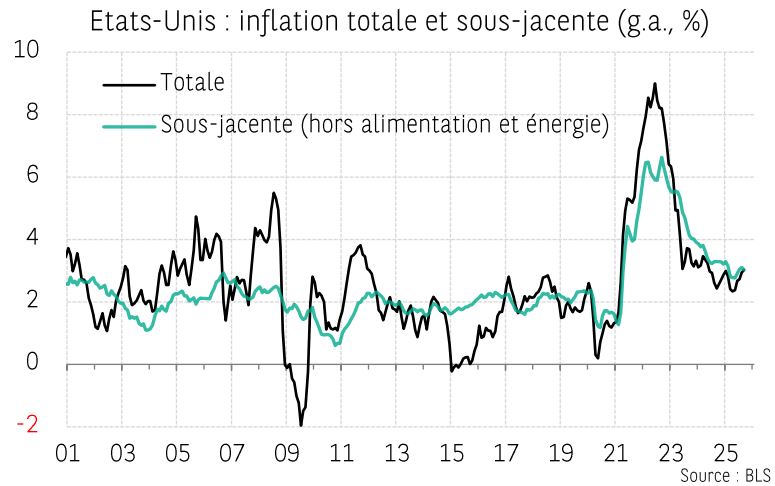
Royaume-Uni : contribution à l'inflation (en points de %)



Japon: contribution à l'inflation (en points de %)

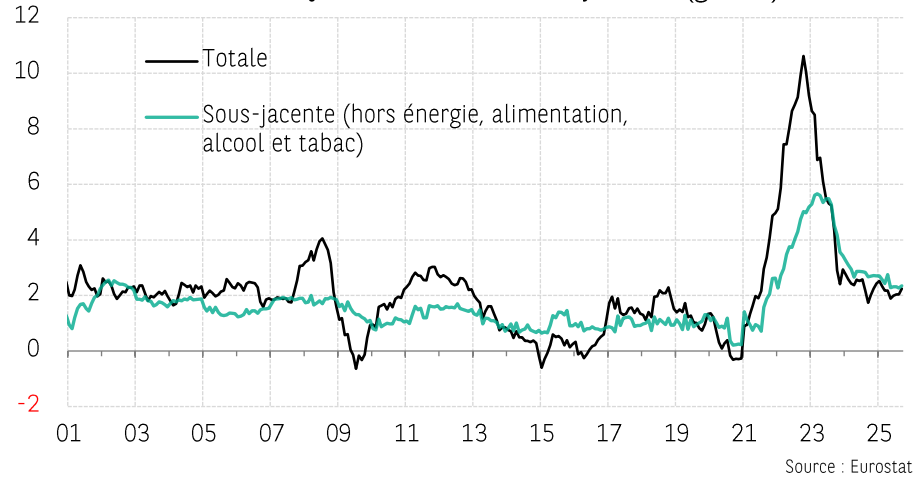


Dynamique de l'inflation aux États-Unis : différentes métriques et degré de généralisation

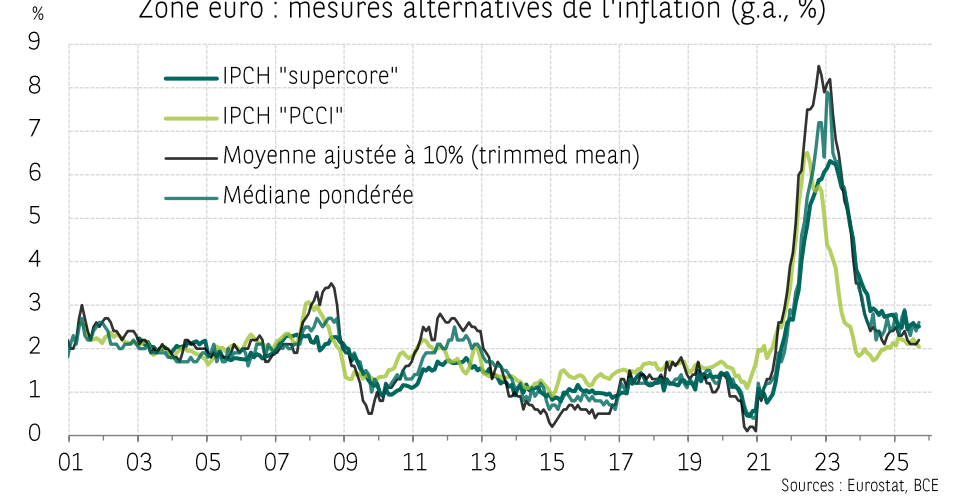


Dynamique de l'inflation en zone euro : différentes métriques et degré de généralisation

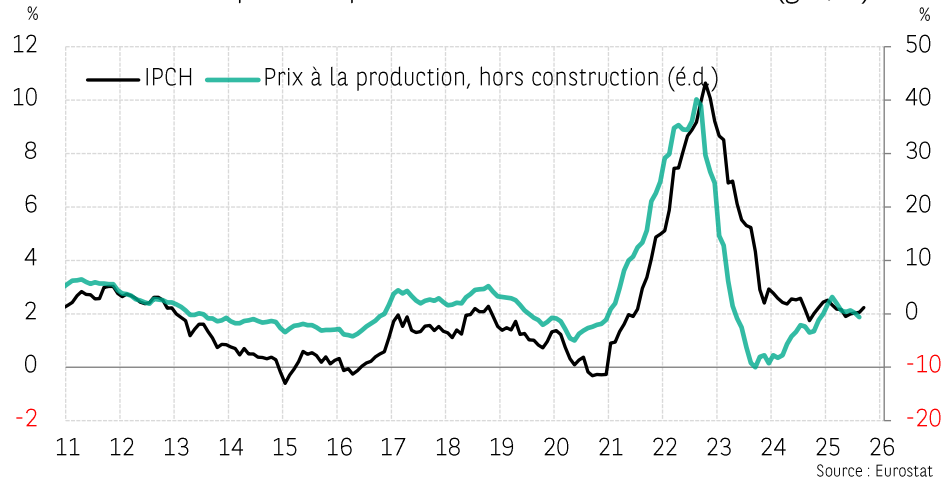
Zone euro : inflation totale et sous-jacente (g.a., %)



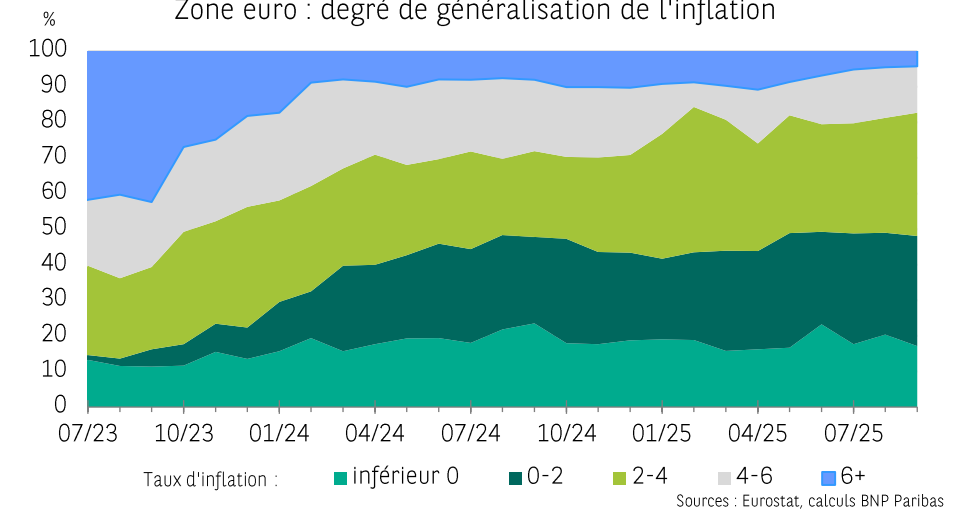
Zone euro : mesures alternatives de l'inflation (g.a., %)



Zone euro : prix à la production et à la consommation (g.a., %)

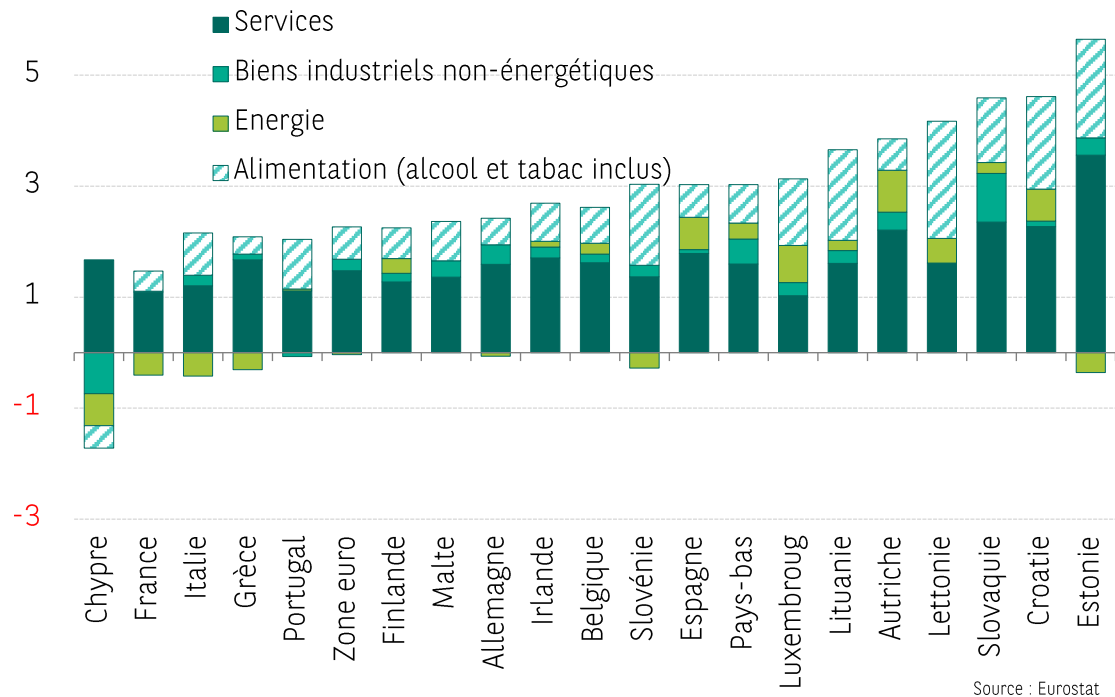


Zone euro : degré de généralisation de l'inflation

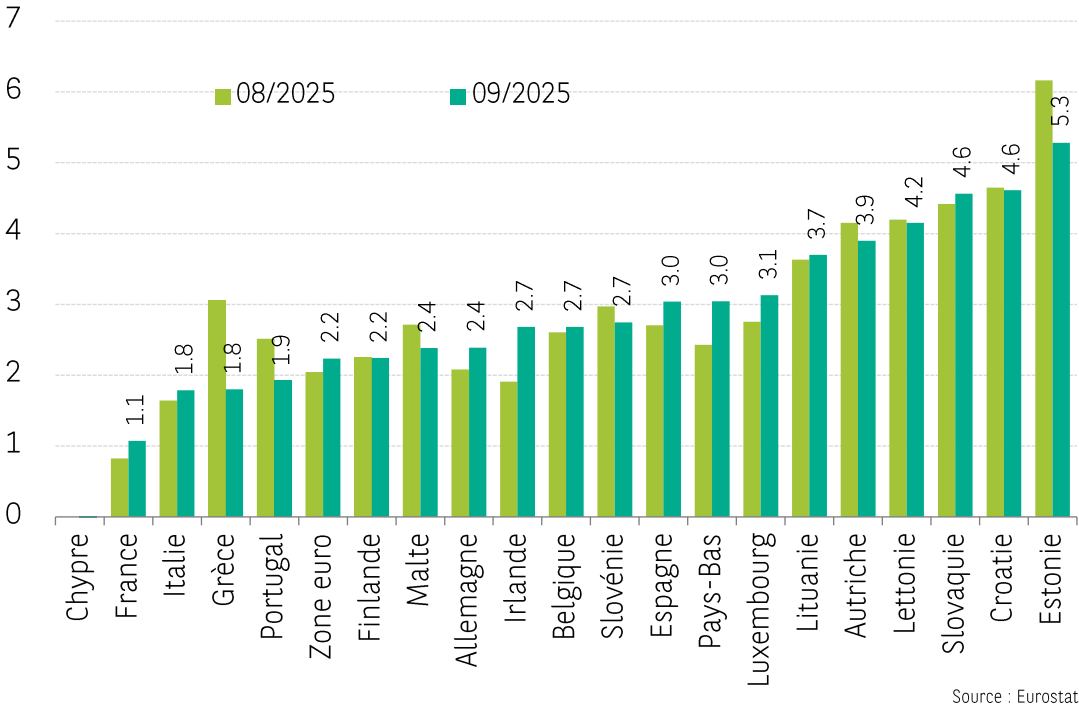


Dynamique de l'inflation en zone euro par pays (1)

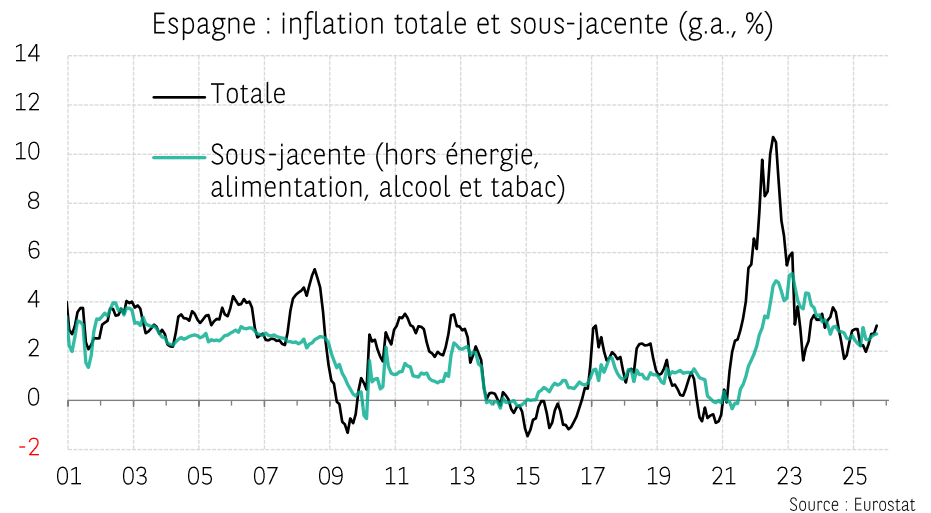
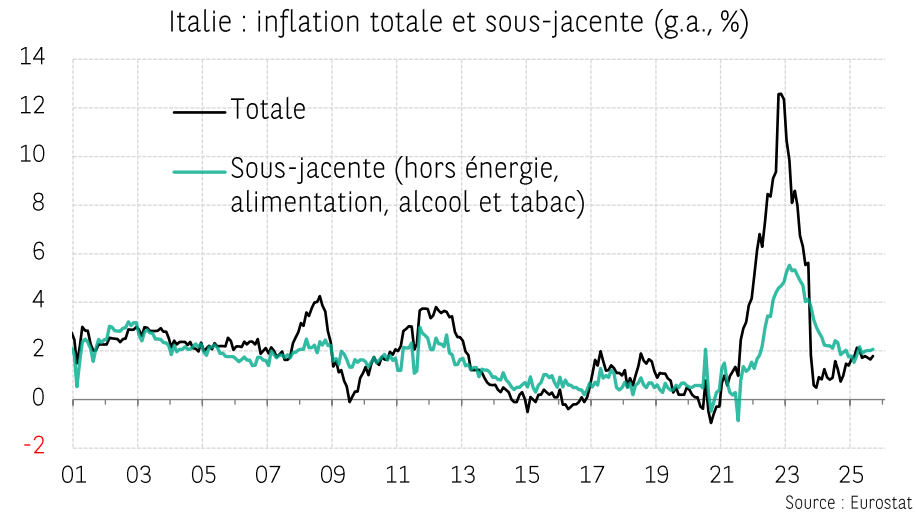
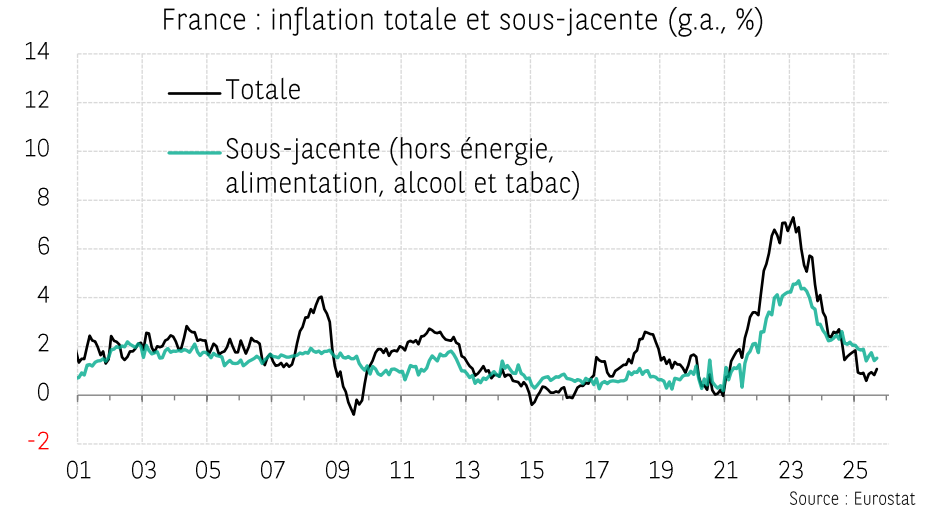
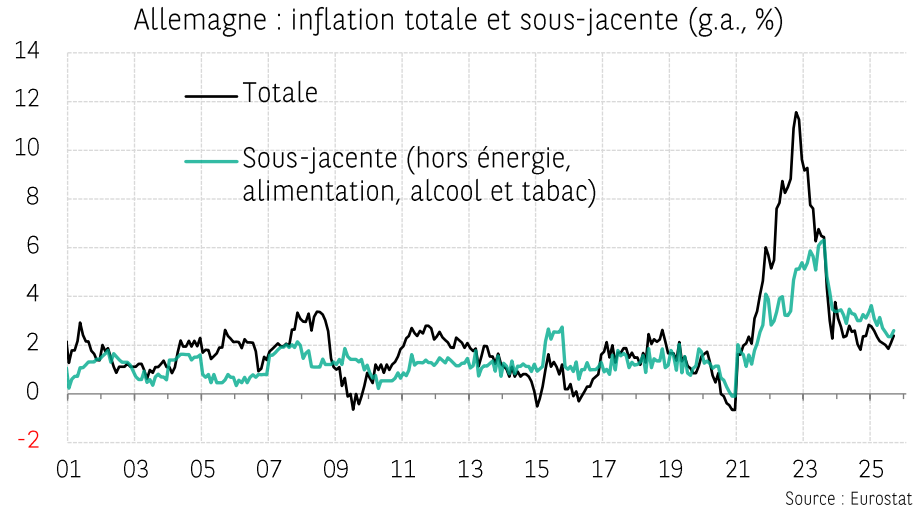
Zone euro : contribution à l'inflation (points de %), septembre 2025



Zone euro : inflation en glissement annuel, %

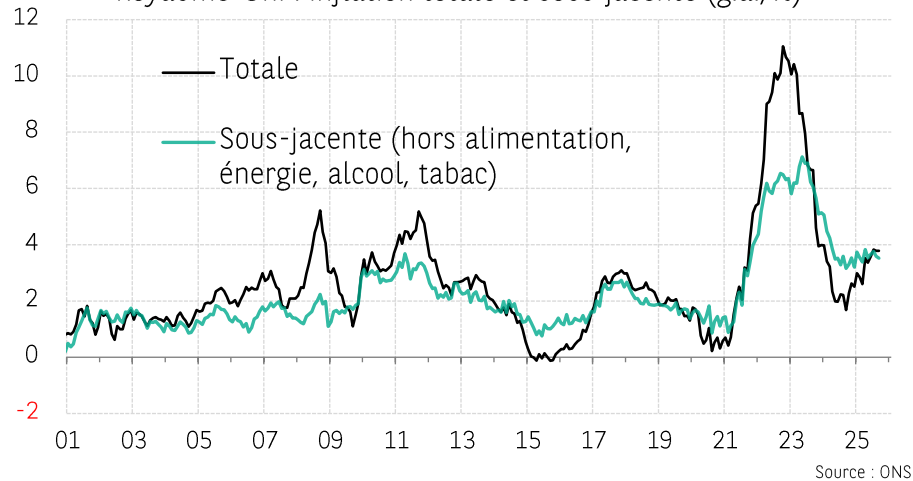


Dynamique de l'inflation en zone euro par pays (2)

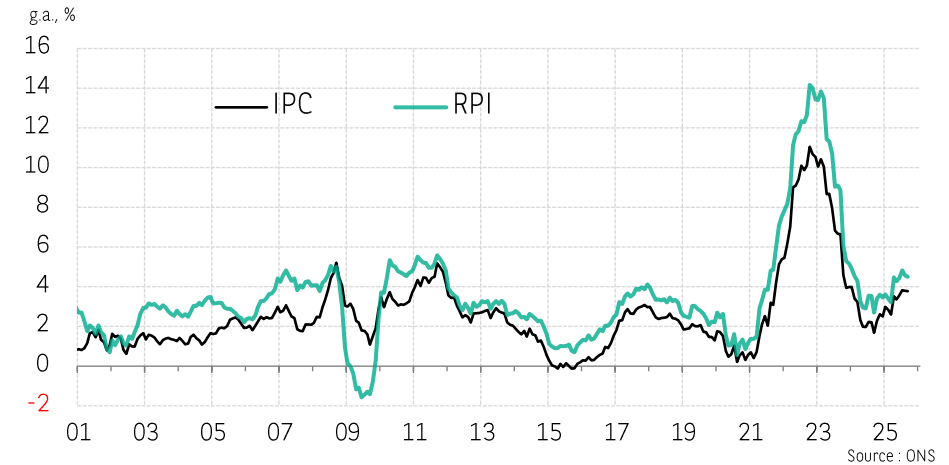


Dynamique de l'inflation au Royaume-Uni : différentes métriques et degré de généralisation

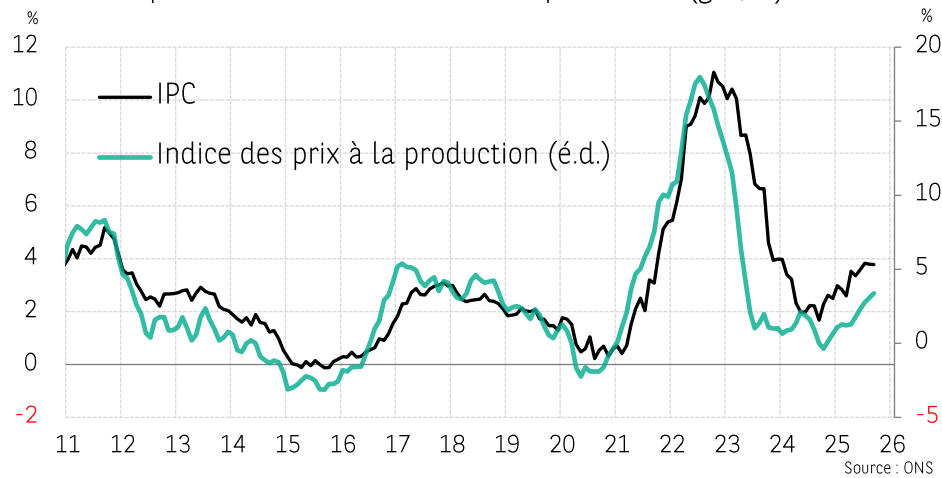
Royaume-Uni : inflation totale et sous-jacente (g.a., %)



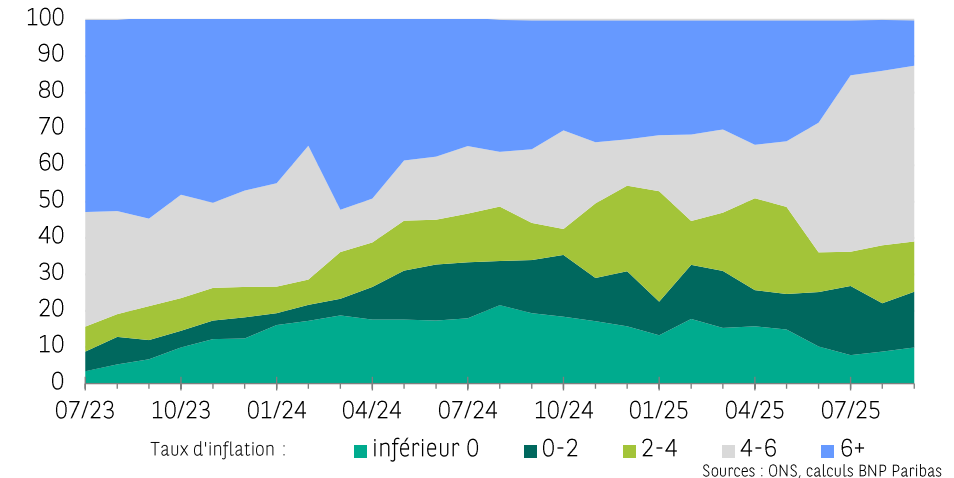
Royaume-Uni : prix à la consommation (IPC) et de détail (RPI)



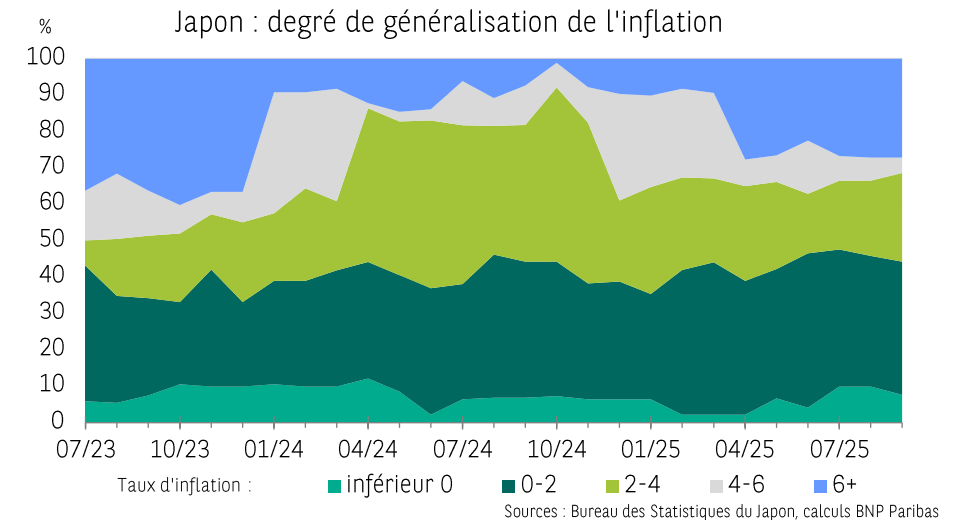
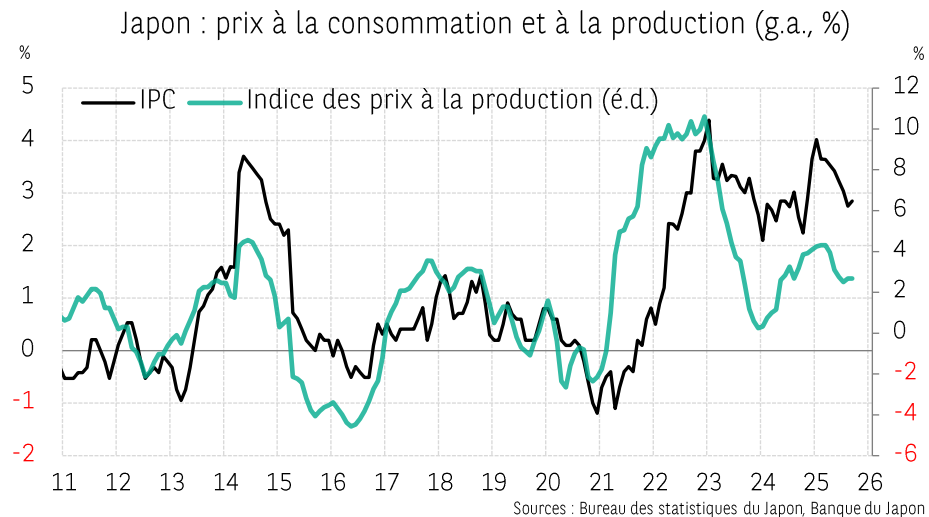
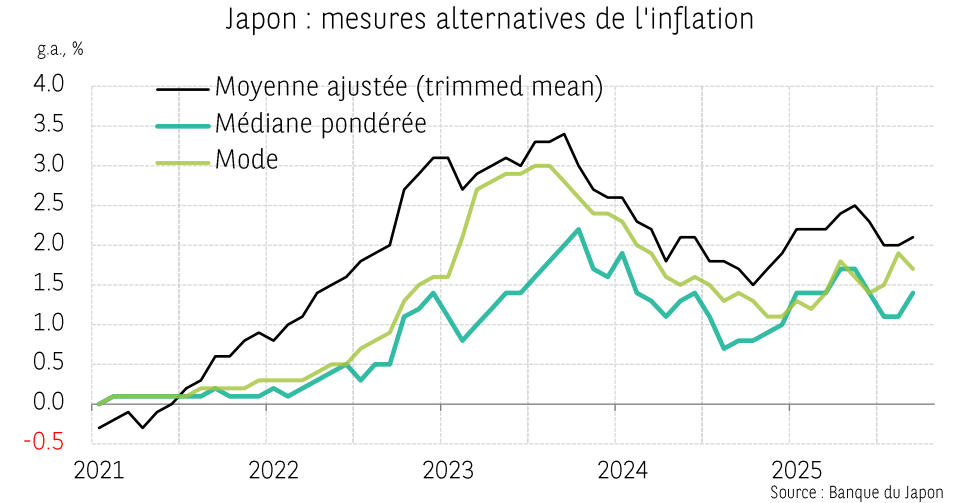
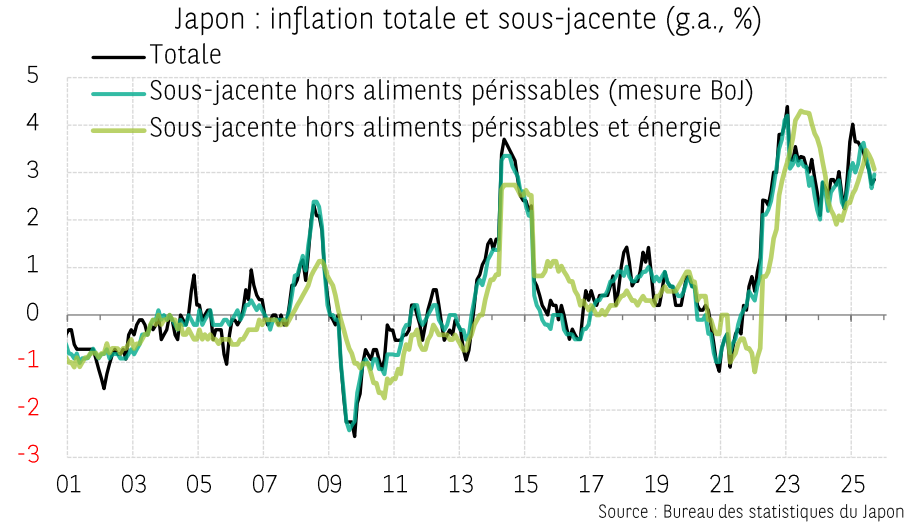
R.U. : prix à la consommation et à la production (g.a., %)



Royaume-Uni : degré de généralisation de l'inflation



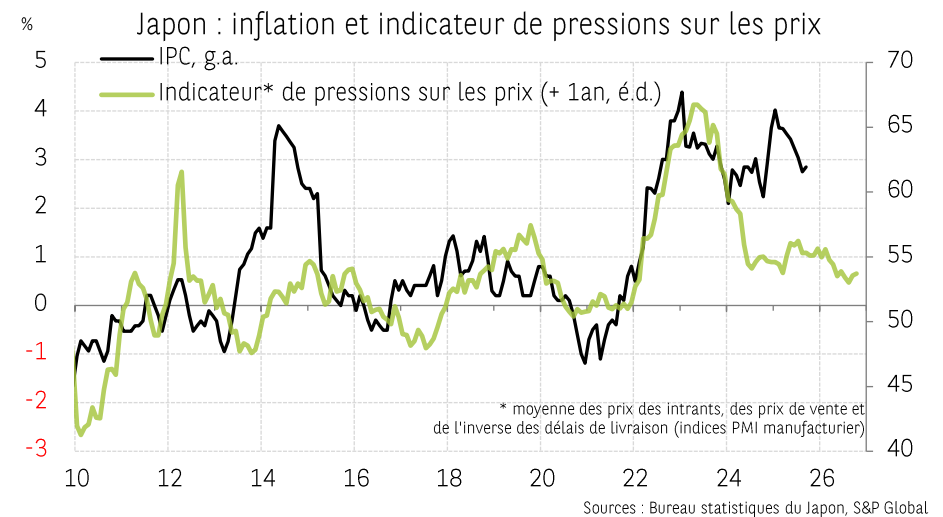
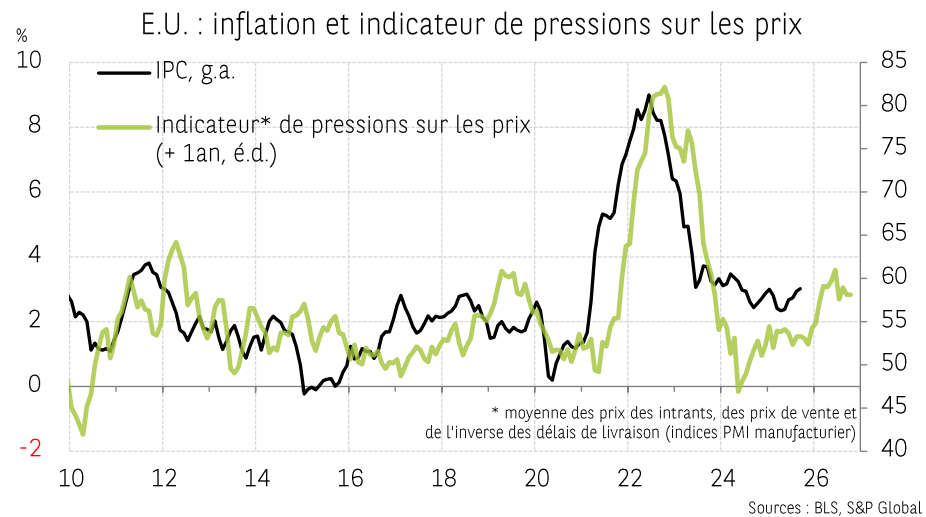
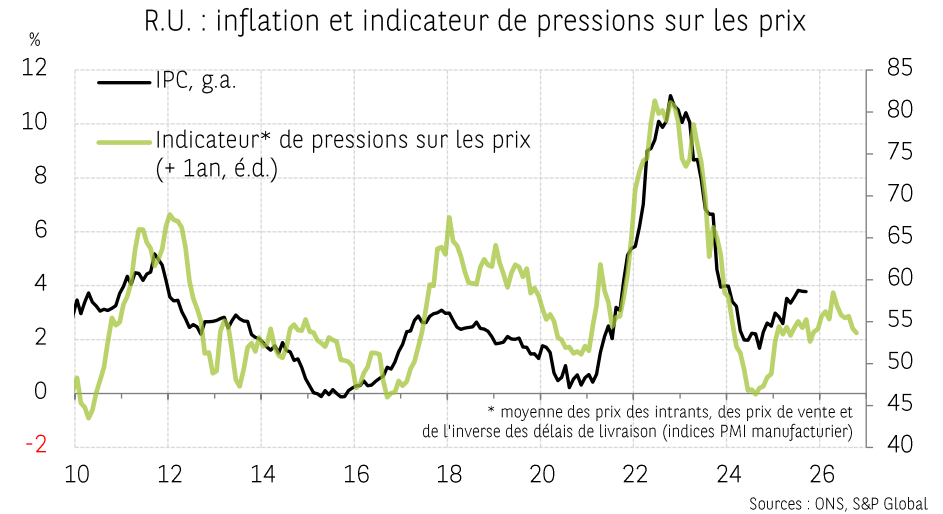
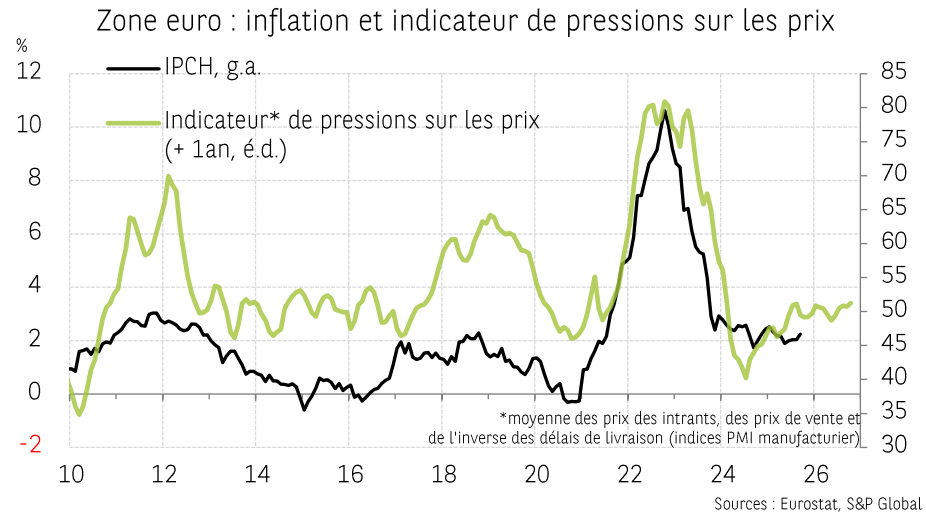
Dynamique de l'inflation au Japon : différentes métriques et degré de généralisation



Inflation et données d'enquêtes



Enquêtes PMI : une indication des pressions inflationnistes

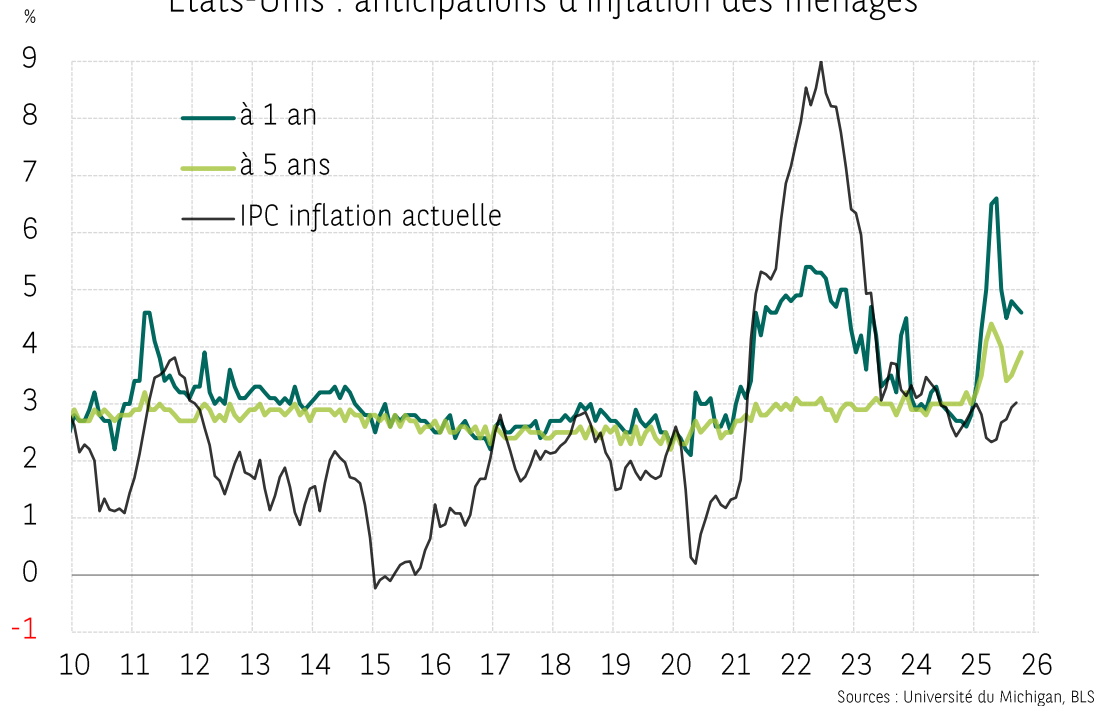


Anticipations d'inflation (ménages, prévisionnistes, marchés)

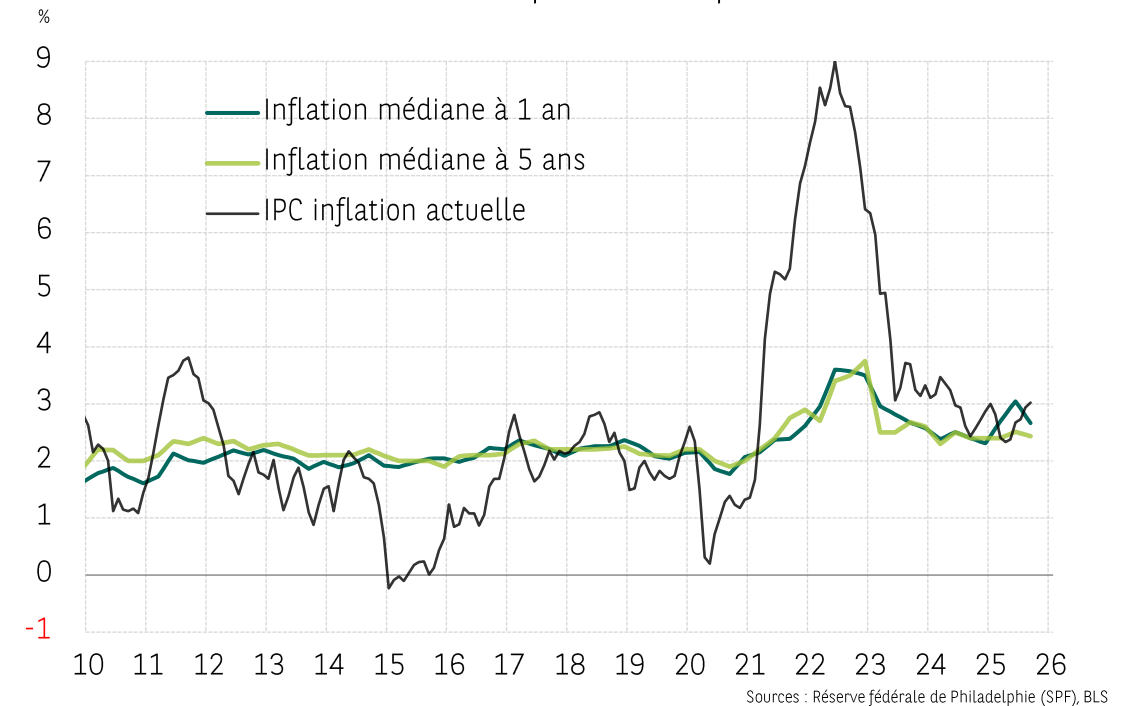


Anticipations d'inflation aux États-Unis

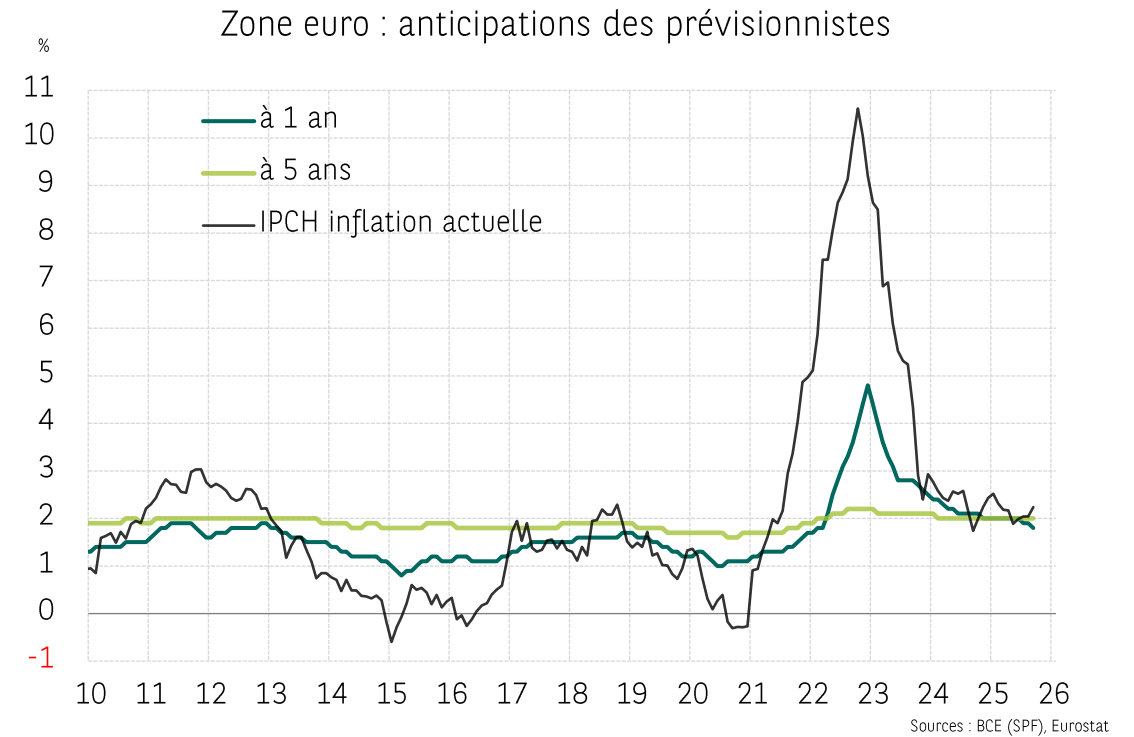
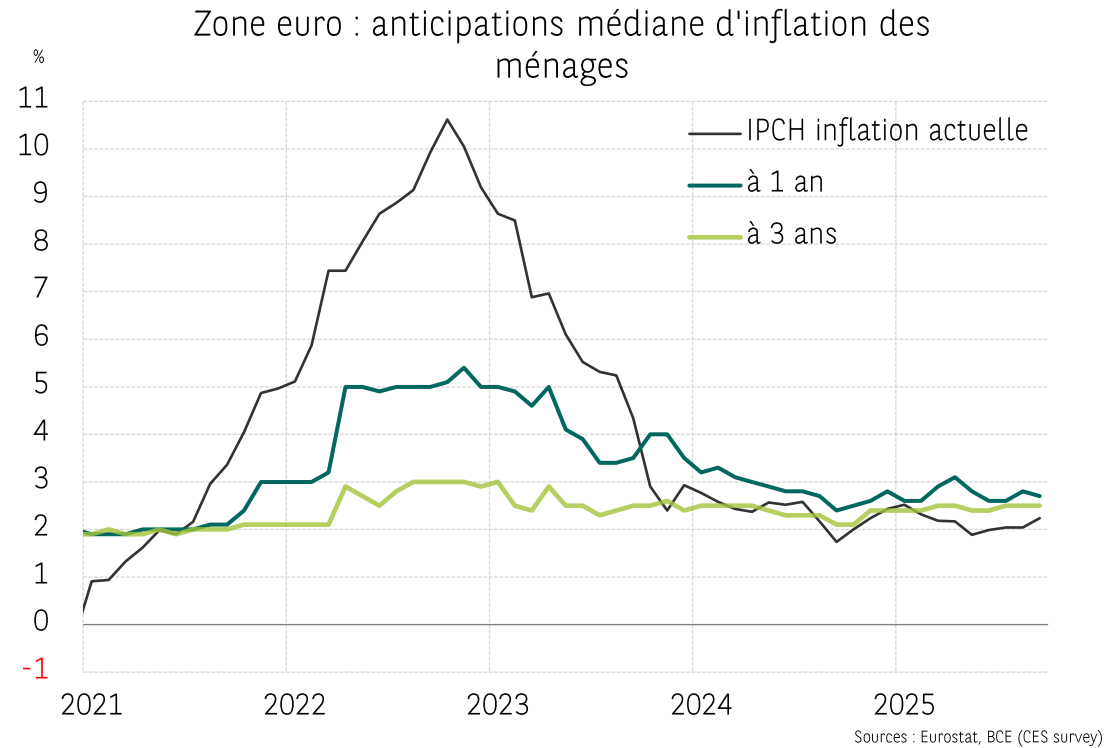
Etats-Unis : anticipations d'inflation des ménages



Etats-Unis : anticipations des prévisionnistes

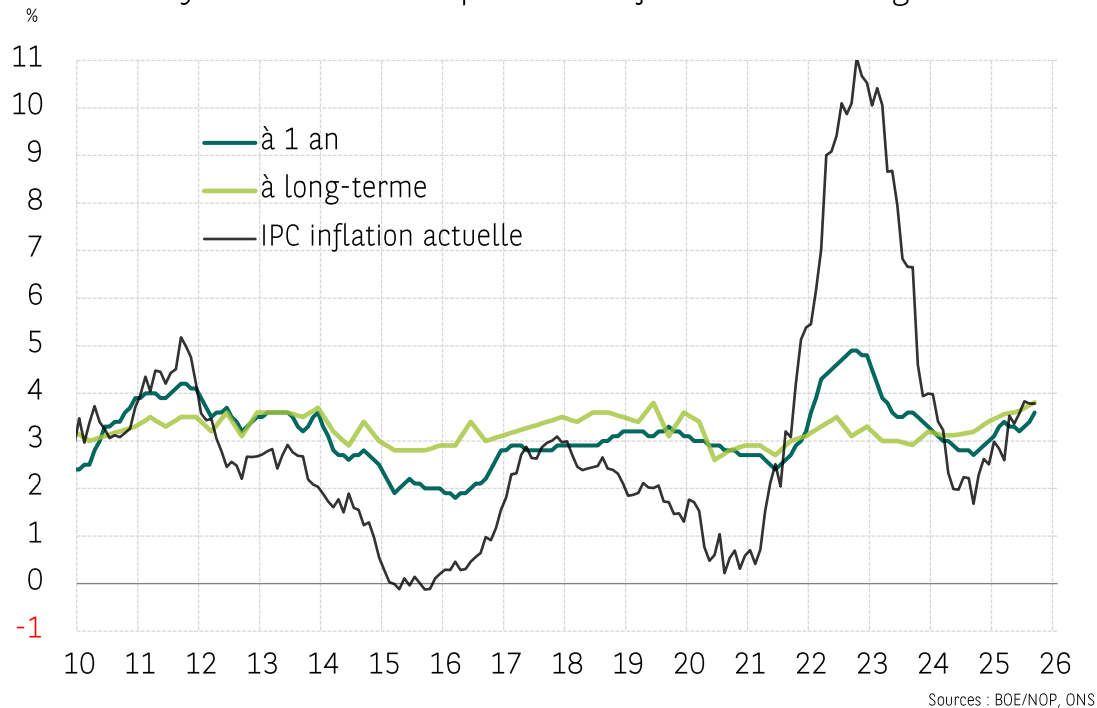


Anticipations d'inflation en zone euro

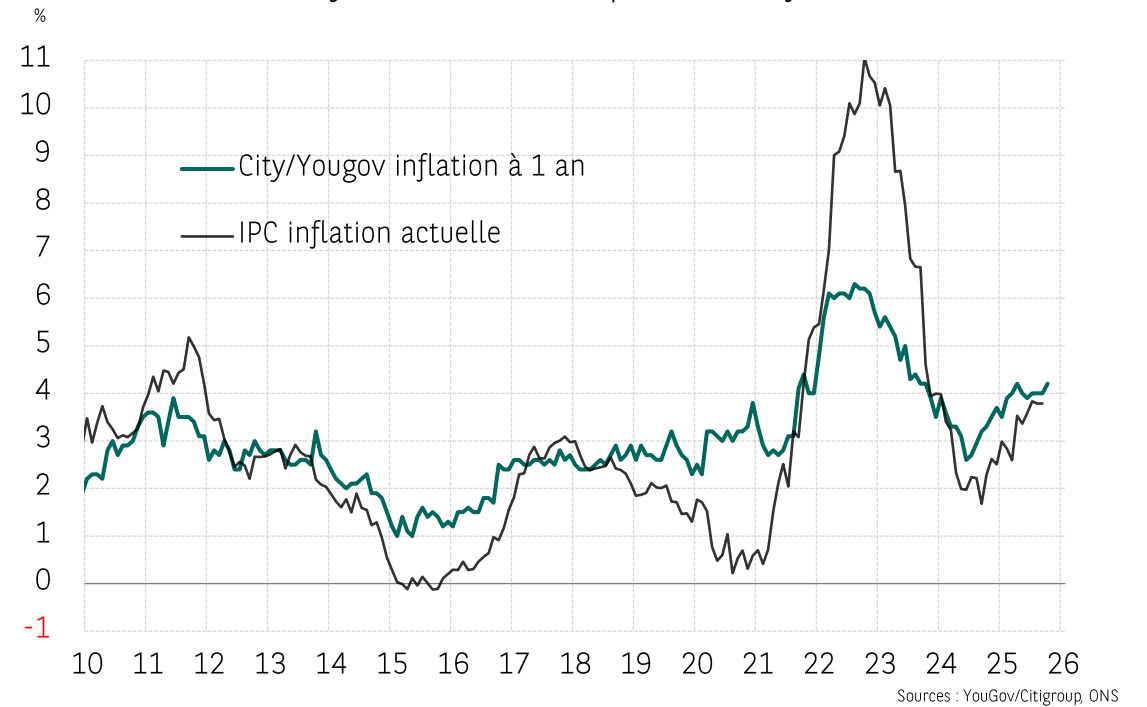


Anticipations d'inflation au Royaume-Uni

Royaume-Uni : anticipations d'inflation des ménages

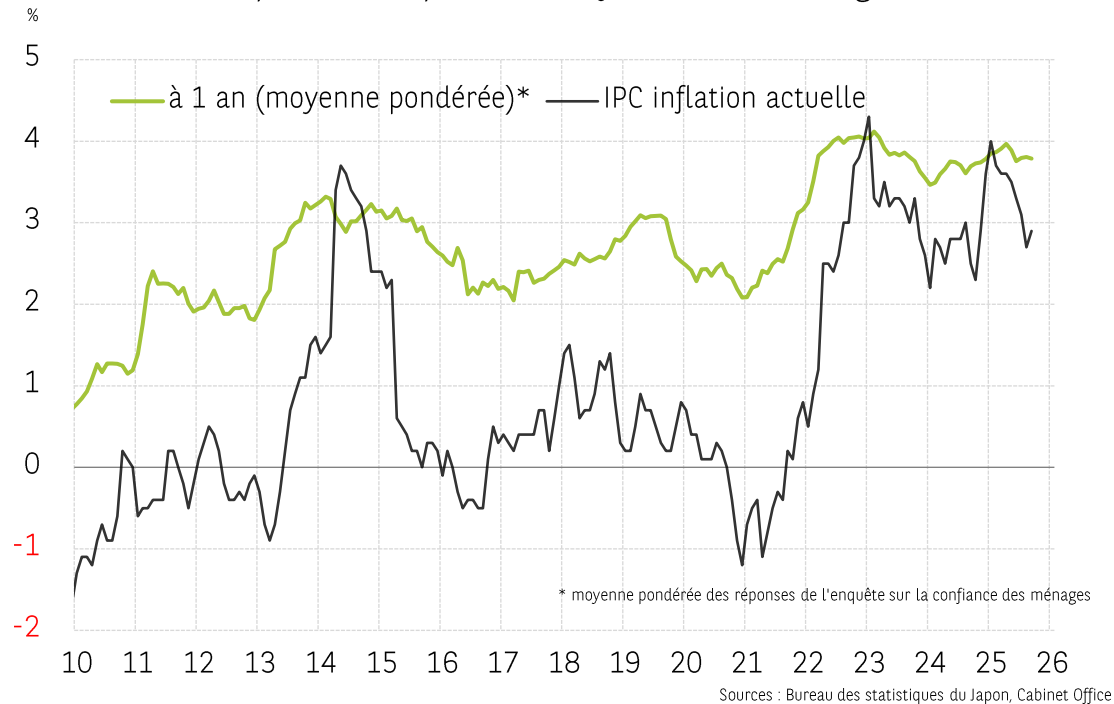


Royaume-Uni : anticipations d'inflation

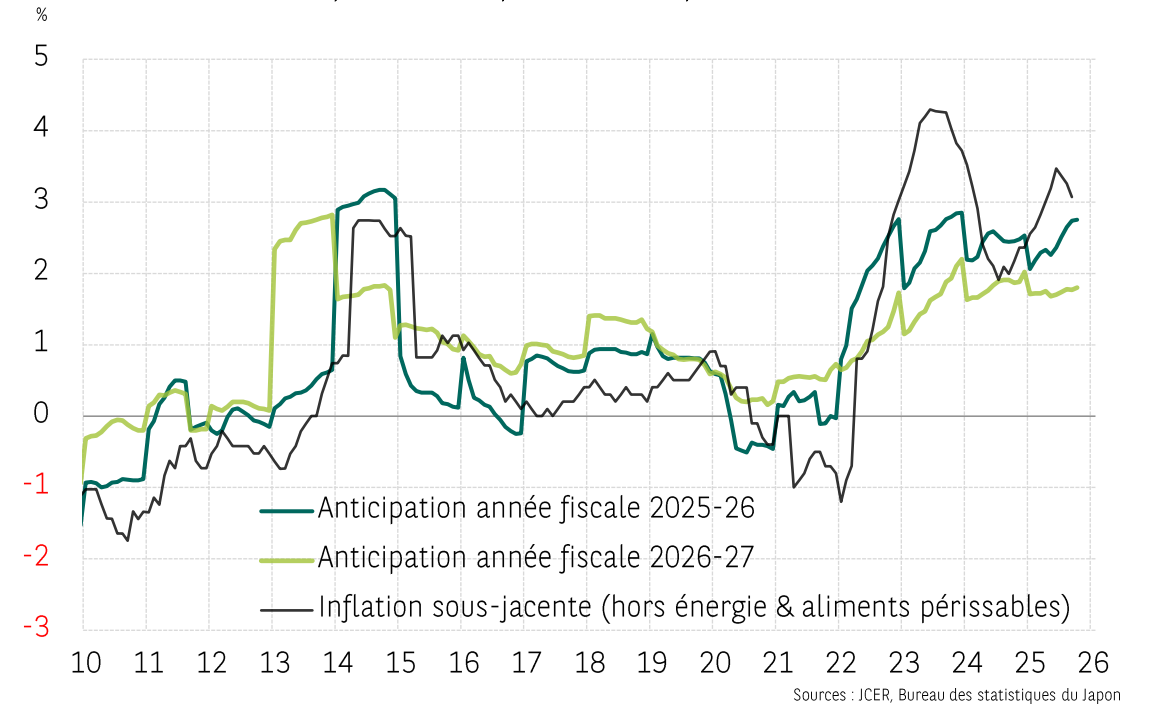


Anticipations d'inflation au Japon

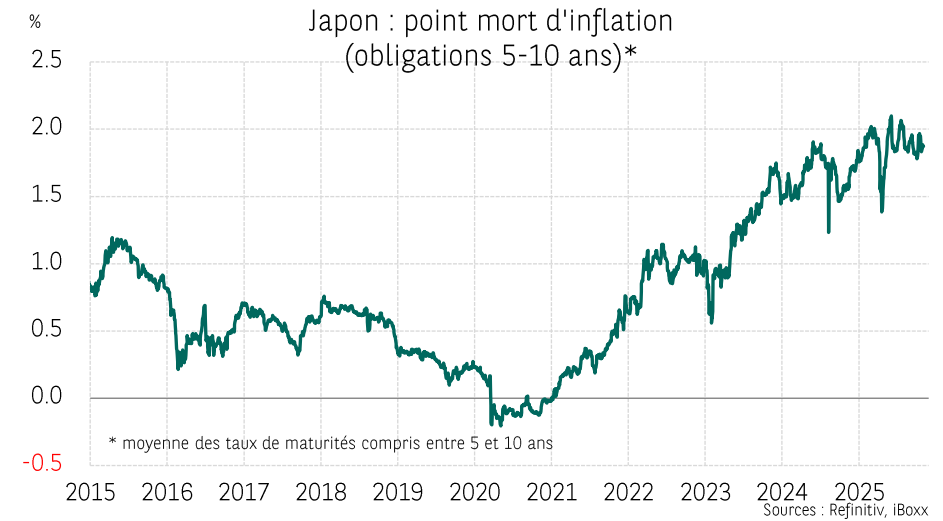
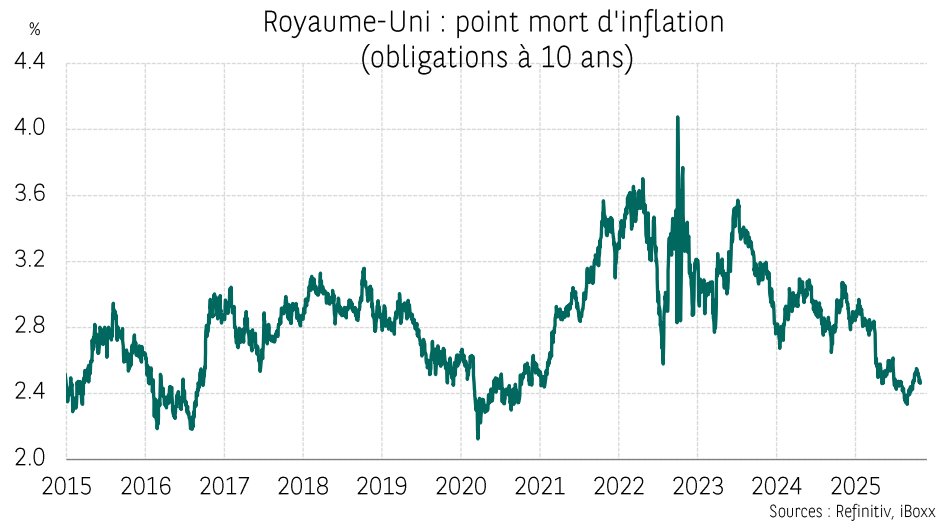
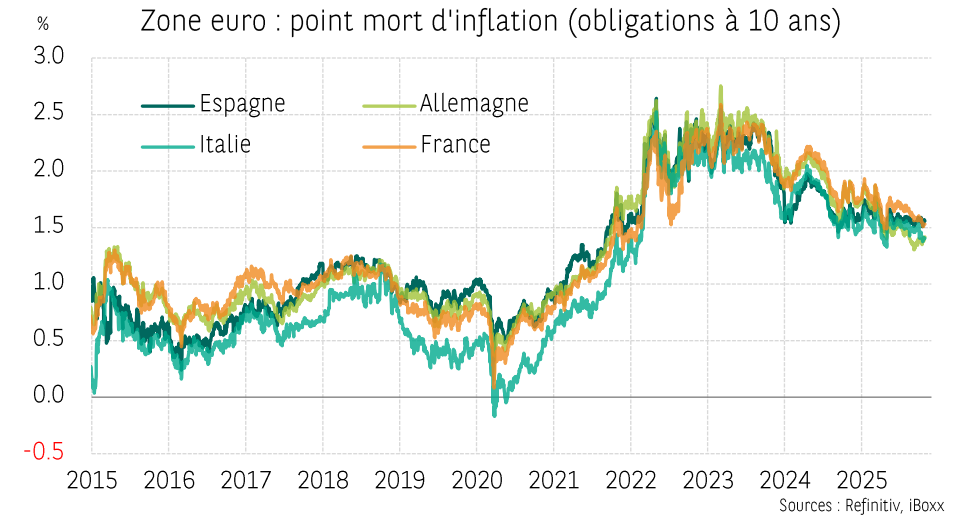
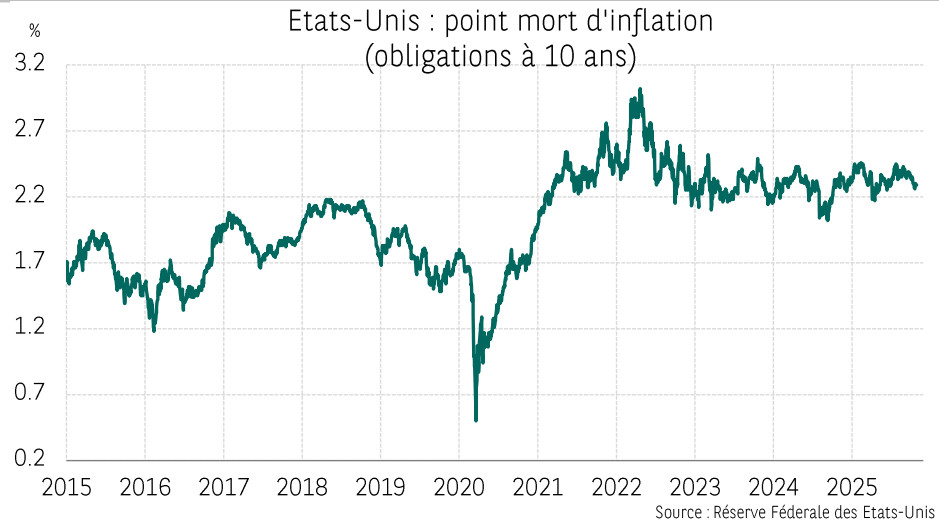
Japon : anticipations d'inflation des ménages



Japon : anticipations des prévisionnistes



Anticipations des marchés : point mort d'inflation

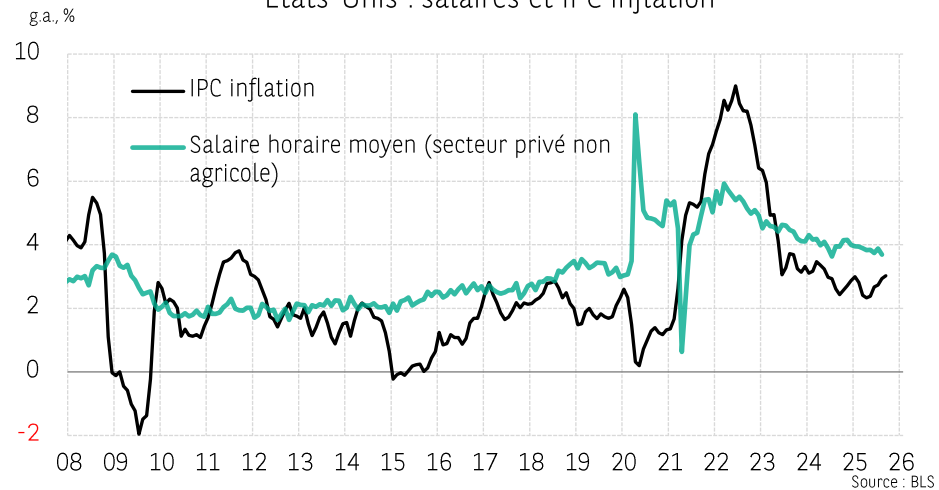


Evolution inflation-salaires

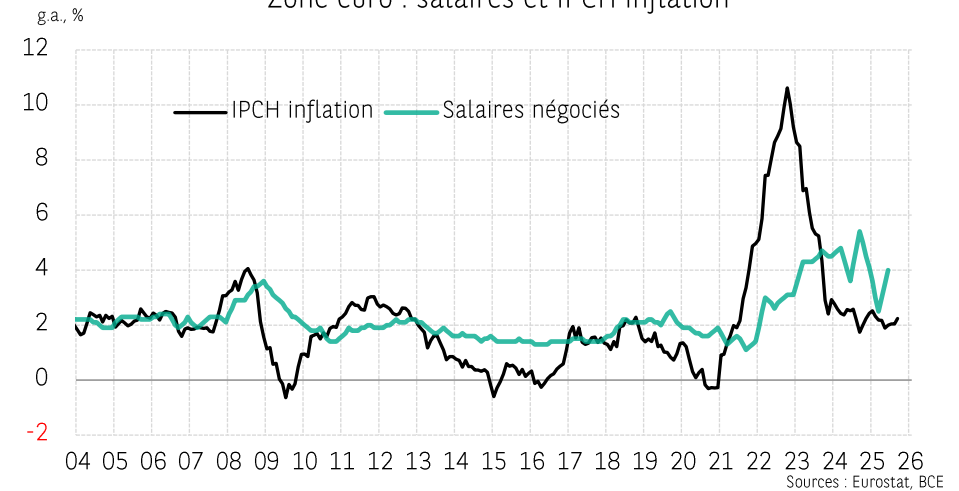


Evolution inflation-salaires

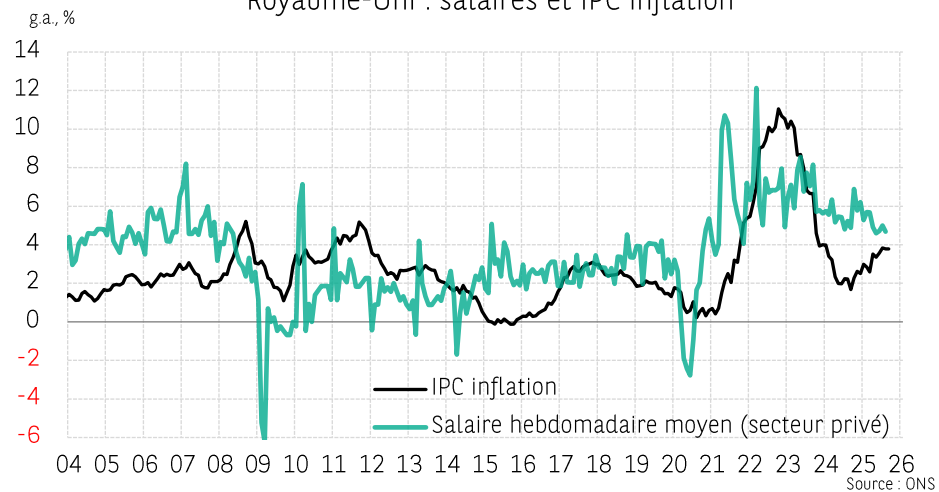
Etats-Unis : salaires et IPC inflation



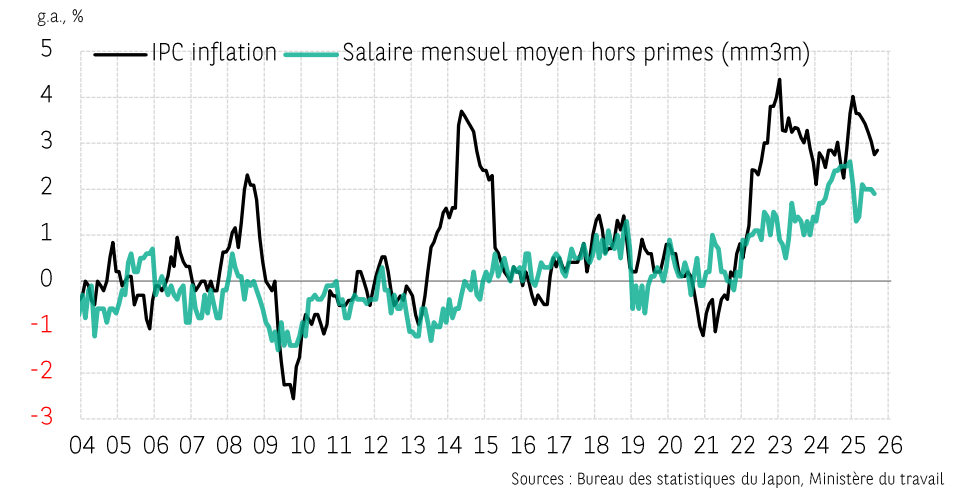
Zone euro : salaires et IPCH inflation



Royaume-Uni : salaires et IPC inflation



Japon : salaires et inflation



Matières premières



Matières premières

Prix du pétrole WTI, USD par baril



Prix du gaz naturel, USD par million BTU



Indice S&P GSCI prix des métaux industriels



Indice S&P GSCI prix des produits agricoles



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 - Türkiye +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 Antoiné
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

ÉTUDES ÉCONOMIQUES | ECOCHARTS | 25