



## Baromètre mensuel de la conjoncture

Zone euro Allemagne France Italie Espagne  
Royaume-Uni États-Unis Japon Chine

## Nowcast

Zone euro France États-Unis



**BNP PARIBAS**

La banque  
d'un monde  
qui change

Nos *nowcasts* pour le T2 2025 délivrent un message positif entre croissance significative en zone euro (+0,3% t/t, après une croissance solide à 0,6% t/t au T1), accélération en France (+0,2% t/t) et rebond aux États-Unis. Pour ce dernier, le *GDPNow* de la Réserve fédérale d'Atlanta (+0,9% t/t) anticipe un rebond de la croissance américaine après un T1 à -0,1% t/t en raison du profil très atypique des importations.

Par ailleurs, les exportations ont été soutenues au T1, dans un grand nombre de pays, par l'imminence de l'annonce de l'augmentation des droits de douane américains. Un contrecoup devrait pénaliser la croissance au T2, notamment en Chine et en Allemagne. Il devrait également affecter la croissance britannique. Même orientation à la baisse, mais plus mesurée, en Espagne et en Italie, tandis que le Japon retrouverait une croissance positive (après un T1 négatif).

## Climat des affaires : amélioration en Europe

Les enquêtes du mois de mai s'améliorent en Europe (sauf en France selon l'Insee) et confirment donc les surprises positives observées ces derniers mois, en particulier concernant l'industrie. L'orientation est plus défavorable aux États-Unis, au Japon et en Chine.

## Confiance des ménages : embellie

Les enquêtes montrent une amélioration au mois de mai, singulièrement aux États-Unis (enquête du *Conference Board*) et de façon plus modérée ailleurs (Europe, Japon). La France fait toutefois exception, avec une rechute de la confiance des ménages. En Chine, les données de consommation sont plus mitigées en avril qu'en mars.

## Marché du travail : positif, mais plus mitigé qu'auparavant

Le taux de chômage se maintient à un bas niveau dans la plupart des pays. Il remonte toutefois au Royaume-Uni (plus haut depuis l'été 2021), où les destructions nettes d'emplois se poursuivent (comme en France). Aux États-Unis, les créations d'emploi ralentissent, mais se poursuivent. En zone euro, les ménages craignent davantage le chômage (en particulier en France). Au Japon, la contraction des salaires réels se renforce.

## Inflation : les bonnes surprises dominant

L'inflation est repassée sous les 2% a/a en zone euro en mai (elle avait déjà franchi ce seuil en septembre 2024). Aux États-Unis, l'inflation reste contenue d'après les données d'avril. La Chine est toujours en déflation. *A contrario*, les tensions inflationnistes se sont renforcées au Japon et au Royaume-Uni. Elles pourraient faire de même aux États-Unis (c'est en tout cas ce qu'anticipent les ménages et les économistes) en raison de la hausse des tarifs douaniers.

## Politiques monétaires : assouplissements en Europe et en Chine

Après la baisse du 5 juin, la BCE devrait clore son cycle d'assouplissement monétaire avec une dernière baisse de taux directeur de 25 pb en septembre. La BoE diminuerait le sien de 25 pb par trimestre jusqu'au T1 2026. La Chine assouplirait son taux directeur de 10 pb par trimestre du T2 au T4. Aux États-Unis, le taux directeur resterait inchangé en 2025. Au Japon, le taux directeur serait relevé de 25 pb au T4.

Achevé de rédiger le 6 juin 2025

Indicateurs T3 2025				
	Climat des affaires	Ménages	Marché du travail	Inflation
Zone euro				
Allemagne				
France				
Italie				
Espagne				
Royaume-Uni				
Etats-Unis				
Japon				
Chine				

Source : BNP Paribas

## SOMMAIRE

### Zone euro :

Croissance limitée, tensions commerciales durables

### Allemagne :

L'amélioration conjoncturelle se poursuit

### France :

Dégradation de la confiance du secteur privé

### Italie :

Une croissance qui devrait rester limitée

### Espagne :

Croissance au beau fixe

### Royaume-Uni :

La consommation progresse, le chômage aussi

### États-Unis :

Rebond du moral des ménages

### Japon :

Stagflation

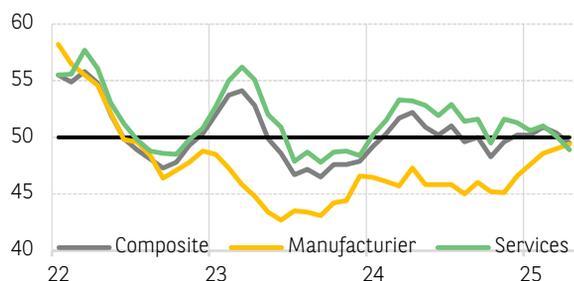
### Chine :

Ralentissement



# Zone euro : Croissance limitée, tensions commerciales durables

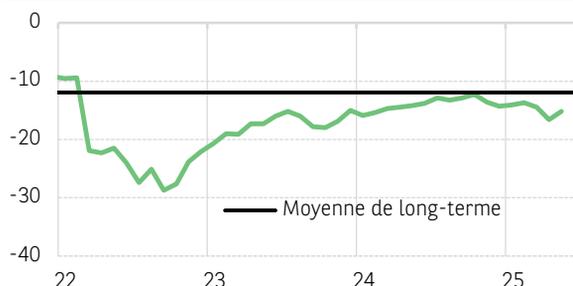
## Climat des affaires : PMI



Sources : S&P Global PMI, BNP Paribas.

**Stabilisation dans l'industrie, dégradation dans les services.** L'indice PMI manufacturier poursuit son amélioration en mai et repasse au-dessus de l'indice des services pour la première fois depuis mars 2022. L'indice composite recule sous la barre des 50. L'indicateur de sentiment économique de la Commission européenne grimpe en mai (+1 pt à 94,8), mais reste assez nettement en dessous de sa moyenne de long terme (100).

## Confiance des ménages



Sources : Commission européenne, BNP Paribas.

**La confiance des ménages progresse en mai (+1,4 pt à 15,2)** et regagne une partie du terrain perdu les deux mois précédents. Les indices sur les perspectives économiques à horizon d'un an, les intentions d'achat de biens durables ainsi que les anticipations d'inflation s'améliorent. À l'inverse, les anticipations de chômage se détériorent.

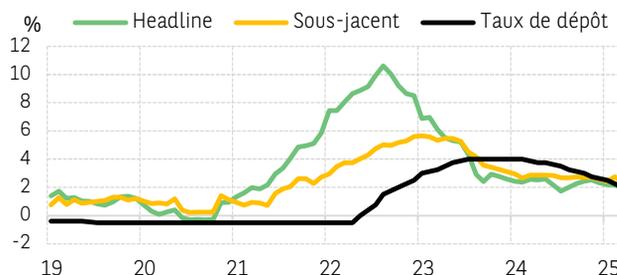
## Marché du travail : taux de chômage



Sources : Eurostat, BNP Paribas.

**La résistance du marché du travail se poursuit.** Le chômage a baissé de 207 000 en avril, la plus forte baisse mensuelle depuis septembre 2021. Le taux de chômage est redescendu à 6,2% en avril. Les salaires négociés ont ralenti à 2,4% a/a au T1 2025, contre 2,4% au T4 2024. Le tracker des salaires négociés de la BCE anticipe une progression des rémunérations de 1,6% a/a et 2,9% a/a hors primes en décembre 2025.

## Inflation a/a et taux directeur



Sources : Eurostat, BCE, BNP Paribas.

**L'inflation headline a reculé de 2,2% en 1,9% en mai.** La mesure sous-jacente recule de 0,4 pp à 2,3%. Les dynamiques d'inflation restent contrastées au sein de la zone euro : de 0,6% (mai) en France à 4,3% en Croatie et en Estonie (avril). L'inflation en zone euro devrait se stabiliser autour des 2% au T3, et permettre à la BCE de procéder, après la baisse des taux de 25 pb en juin, à une réduction d'une même ampleur en septembre.

## Croissance du PIB t/t: observée, acquis et prévisions

OBSERVÉ				ACQUIS	OBSERVÉ	NOWCAST	PRÉVISION T/T			PRÉVISIONS ANNUELLES		
T1 2024	T2 2024	T3 2024	T4 2024	T4 2024	T1 2025	T2 2025	T2 2025	T3 2025	2024 (observé)	2025	2026	
0,3	0,2	0,4	0,3	0,5	0,6	0,3	-0,1	0,2	0,9	1,2	1,3	

Voir la méthodologie Nowcast. Contact : Tarik Rharrab. Sources : Refinitiv, BNP Paribas

**Croissance limitée à court terme.** Après une nette reprise à hauteur de 0,6% t/t au T1, la croissance fléchirait au T2 (notre *nowcast* se situe actuellement à 0,3% t/t et notre prévision à -0,1% t/t) en raison d'un contrecoup sur la croissance après un très bon T1 en termes d'exportations (particulièrement en Irlande). Si l'incertitude liée aux tensions commerciales peut peser sur l'activité, celle-ci devrait toutefois se renforcer en moyenne annuelle en 2025, et davantage en 2026 (avec notamment la montée en puissance des investissements dans le réarmement).

Guillaume Derrien (achevé de rédiger le 6 juin 2025)

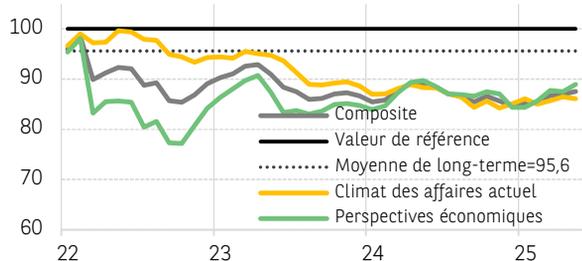


BNP PARIBAS

La banque d'un monde qui change

# Allemagne : l'amélioration conjoncturelle se poursuit

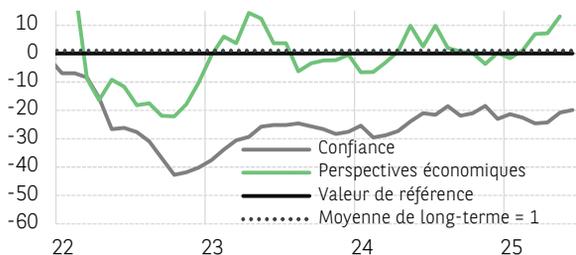
## Climat des affaires IFO



Sources : IFO, BNP Paribas.

**Climat des affaires : du mieux en perspective.** Selon l'enquête IFO, le climat des affaires poursuit son redressement au mois de mai (+0,6 point m/m à 87,5), porté par l'amélioration des perspectives économiques. L'indice des services se dégrade pour le 2<sup>e</sup> mois consécutif. Le secteur manufacturier continue de montrer des signes d'amélioration. L'indice reste néanmoins en dessous de sa moyenne de long terme, signalant une reprise fragilisée par un contexte incertain.

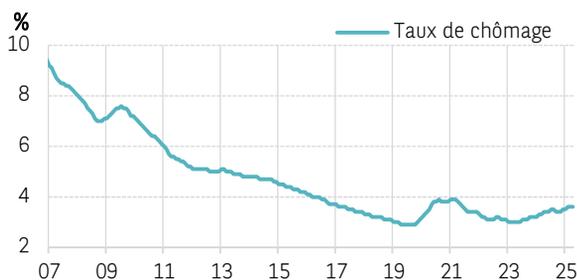
## Confiance des ménages



Sources : GfK, BNP Paribas.

**Timide progression de la confiance des ménages.** La confiance des ménages s'améliore en mai (+0,9 point m/m, à -19,9) mais elle reste encore relativement dégradée. D'un côté, le sentiment vis-à-vis des perspectives économiques s'améliore et atteint un plus haut en deux ans à 13,1 points (+5,9 points m/m). De l'autre, la prudence persiste au regard du recul des intentions de dépenses (après un rebond le mois précédent) et de la hausse de la volonté d'épargner.

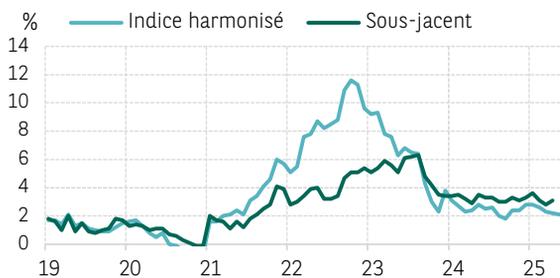
## Marché du travail : taux de chômage



Sources : Destatis, BNP Paribas.

**Marché du travail : stabilisation.** Le taux de chômage est resté stable à 3,6% en avril, tandis qu'il atteignait 3% au 1<sup>er</sup> semestre 2023 (point bas). Après trois trimestres consécutifs de destructions nettes depuis le T3 2024, essentiellement dans l'industrie manufacturière, l'emploi repart timidement à la hausse en avril. Le baromètre IAB s'améliore légèrement, faisant écho au climat des affaires un peu plus favorable pour l'emploi.

## Inflation



Sources : Destatis, BNP Paribas.

**Désinflation progressive.** L'inflation (indice harmonisé) s'est établie à 2,1% a/a en mai (estimation préliminaire), contre 2,8% en janvier 2025. Le recul des prix de l'énergie se poursuit, tandis que l'inflation dans les services diminue (-0,5 point à 3,4%), entraînant une baisse de l'inflation sous-jacente (-0,1 point à 2,8%). L'inflation devrait se stabiliser dans les mois à venir et s'établir en moyenne à 2,3% sur l'ensemble de l'année 2025.

## Croissance du PIB t/t : observée, acquis et prévisions

OBSERVÉ				ACQUIS	OBSERVÉ*	PRÉVISION T/T			PRÉVISIONS ANNUELLES		
T1 2024	T2 2024	T3 2024	T4 2024	T4 2024	T1 2025	T2 2025	T3 2025	2024 (observé)	2025	2026	
0,2	-0,3	0,1	-0,2	-0,2	0,4	0,1	0,3	-0,2	0,5	1,0	

Sources : Refinitiv, BNP Paribas

**Révision de la croissance au premier trimestre.** La croissance du T1 2025 a été rehaussée à +0,4% t/t (+0,2% précédemment), soutenue par la consommation des ménages et un rebond important des exportations (+3,2%, après -3,1% t/t au Q4 2024). Cette révision s'explique par un mois de mars exceptionnel, soutenu par un afflux d'exportations anticipées avant les hausses de droits de douane annoncées par l'administration Trump, ainsi que par des livraisons d'armement. Il s'agit donc d'un soutien ponctuel à la croissance et il faut s'attendre à un contrecoup au T2 2025 (nous prévoyons 0,1% t/t).

Marianne Mueller (achevé de rédiger le 5 juin 2025)

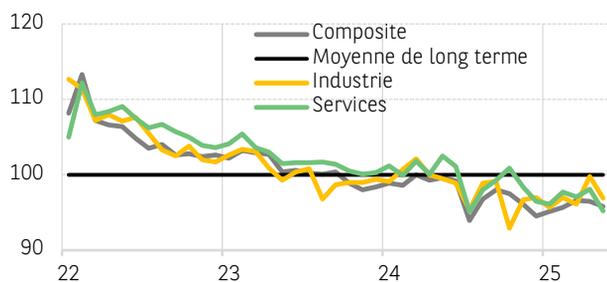


BNP PARIBAS

La banque d'un monde qui change

# France : dégradation de la confiance du secteur privé

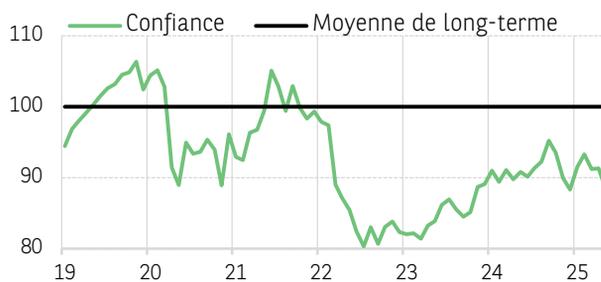
## Climat des affaires Insee



Sources : Insee, BNP Paribas.

**Climat des affaires en léger repli.** La détérioration est légère au mois de mai (de 97 à 96). La dégradation plus marquée dans l'industrie et les services est contrebalancée par un léger mieux dans la construction et le commerce de détail. L'indice composite est resté dans un corridor entre 95 et 98 sur les trois derniers trimestres, cohérent avec le maintien d'une croissance faible mais positive.

## Confiance des ménages



Sources : Insee, BNP Paribas.

**Nette détérioration de la confiance des ménages** à 88 en mai contre 91 en avril. Le solde d'opinion sur le niveau de vie passé gravite autour de 20 points en deçà de sa moyenne historique (-30 points environ pour les perspectives, -5 points sur un mois et -11 points sur 3 mois). Le solde d'opinion relatif à la perspective d'évolution du chômage augmente encore (+61 en mai versus +33 en moyenne historique, +9 points sur 1 mois).

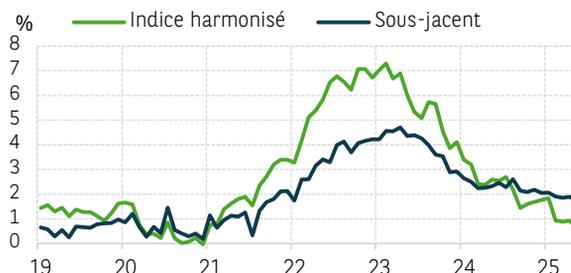
## Marché du travail : créations d'emplois (en milliers)



Sources : Insee, BNP Paribas.

**Dégradation modérée du marché du travail.** L'emploi salarié s'est contracté de 0,1% t/t (-0,3% a/a) au 1<sup>er</sup> trimestre 2025, avec des destructions notamment dans les services et la construction. Toutefois, le taux de chômage reste modéré (7,4%) au T1 2025, soit le même niveau qu'au T3 2023 ou au T3 2024. Le climat de l'emploi, légèrement en deçà de sa moyenne historique (100) depuis octobre 2024 (95 en mai), indique la poursuite d'un rythme modéré de destructions d'emplois dans les prochains mois.

## Inflation a/a



Sources : Insee, BNP Paribas.

**Désinflation de plus en plus franche.** L'inflation harmonisée est tombée à 0,6% a/a en mai 2025, tirée vers le bas par la baisse des prix de l'énergie. L'inflation sous-jacente reste supérieure à son niveau d'avant-Covid mais est inférieure à 2%, en raison des services dont la désinflation, plus progressive, s'est accélérée au mois de mai.

## Croissance du PIB t/t: observée, acquis et prévisions

OBSERVÉ				ACQUIS	OBSERVÉ*	NOWCAST	PRÉVISION T/T			PRÉVISIONS ANNUELLES		
T1 2024	T2 2024	T3 2024	T4 2024	T4 2024	T1 2025	T2 2025	T2 2025	T3 2025	2024 (observé)	2025	2026	
0,1	0,2	0,4	-0,1	0,3	0,1	0,2	0,2	0,2	1,1	0,6	1,1	

[Voir la méthodologie Nowcast](#) - Contact : [Tarik Rharrab](#).

Sources : Refinitiv, BNP Paribas

**Un léger mieux en termes de croissance au 2<sup>e</sup> trimestre ?** La croissance a atteint 0,1% t/t au T1 2025, pénalisée par le repli de la consommation des ménages et des exportations. Notre *nowcast* suggère une légère accélération à 0,2% t/t au T2. Cette dernière serait soutenue par un rebond des exportations (aéronautique) et de la consommation publique, pénalisée au T1 par l'adoption tardive du budget.

Stéphane Colliac (achevé de rédiger le 3 juin 2025)

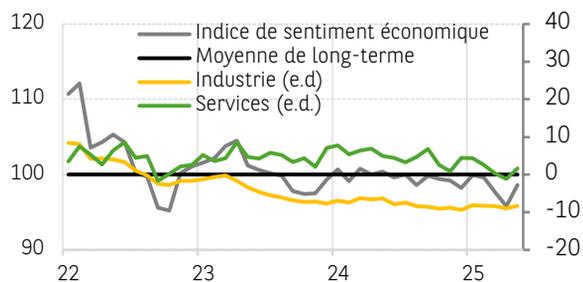


**BNP PARIBAS**

La banque d'un monde qui change

# Italie : une croissance qui devrait rester limitée

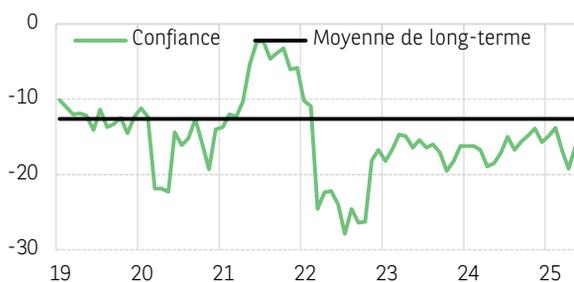
## Climat des affaires : enquête de sentiment économique



Sources : Commission européenne, BNP Paribas.

**Une lente amélioration.** Les indices du climat des affaires se sont légèrement améliorés en mai pour l'ensemble des secteurs (industrie, services, ventes au détail, construction). L'indice de sentiment économique se rapproche de sa moyenne de long terme (+2,8 points à 98,6). La production industrielle a enregistré une modeste progression au T1 (+0,5% t/t), mettant ainsi fin à cinq trimestres consécutifs de contraction.

## Confiance des ménages



Sources : Commission européenne, BNP Paribas.

**La confiance des ménages gagne 3 points en mai.** Ce rebond n'efface qu'en partie le repli des mois précédents. Les ventes au détail ont fléchi en mars (-0,5% m/m) pour atteindre leur plus bas niveau en quatre ans et demi. Cela n'a pas empêché la consommation en biens et services des ménages (comptabilité nationale) de progresser sur les trois derniers trimestres (T3 2024-T1 2025), avec une hausse de 0,2% t/t au T1.

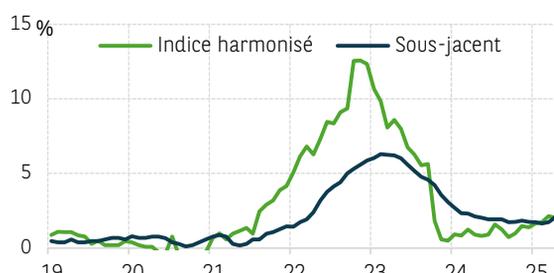
## Marché du travail : taux de chômage



Sources : Eurostat, BNP Paribas.

**Le marché du travail reste bien orienté.** Le taux de chômage a reculé de 6,0% en mars à 5,9% en avril, le plus bas niveau depuis plus de 20 ans. L'emploi est resté stable tandis que le taux d'emploi (15-64 ans) a très légèrement reculé (62,75%). Les salaires horaires de base ont ralenti (3,6% a/a) mais évoluent sensiblement au-dessus de l'inflation. Ils soutiennent ainsi le pouvoir d'achat des ménages.

## Inflation a/a



Sources : Istat, BNP Paribas.

**L'inflation harmonisée repasse sous les 2% a/a en mai (1,9%)** sous l'effet d'une déflation énergétique plus importante (-1,8%) et d'un ralentissement dans les services (2,6%). L'inflation sous-jacente retombe également à 2%. Les prix à la production ont également reculé, de 3,9% a/a en mars à 2,6% a/a en avril.

## Croissance du PIB t/t : observée, acquis et prévisions

OBSERVÉ				ACQUIS	OBSERVÉ	PRÉVISION T/T			PRÉVISIONS ANNUELLES		
T1 2024	T2 2024	T3 2024	T4 2024	T4 2024	T1 2025	T2 2025	T3 2025	2024 (observé)	2025	2026	
0,2	0,2	-0,0	0,2	0,2	0,3	0,2	0,3	0,5	0,8	1,3	

Sources : Refinitiv, BNP Paribas

**La croissance resterait limitée et relativement stable au cours de l'année 2025.** L'estimation finale du T1 a confirmé une croissance de 0,3% t/t, soulignant au passage la bonne performance de l'investissement (+1,6% t/t et un ratio sur PIB au plus haut depuis 1996). Comme en 2024, et malgré un renforcement, la croissance devrait se maintenir en dessous de la moyenne européenne en 2025, avant de l'atteindre en 2026.

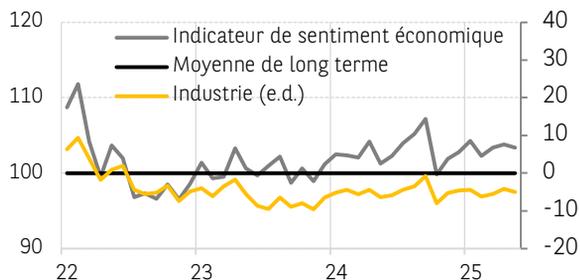
Guillaume Derrien (achevé de rédiger le 5 juin 2025)



**BNP PARIBAS**

La banque d'un monde qui change

## Climat des affaires : enquête de sentiment économique



Sources : Commission européenne, BNP Paribas.

## Ménages : ventes au détail (m/m, en volume)

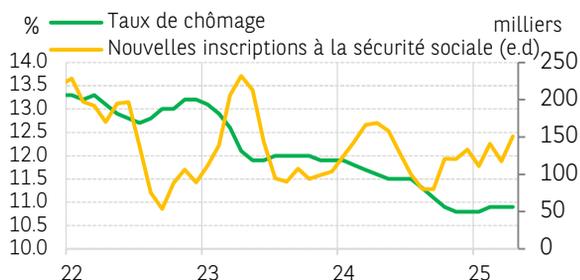


Sources : INE, BNP Paribas.

**Surperformance espagnole.** Le climat des affaires se contracte de 0,4 point en mai mais reste supérieur à sa moyenne de long terme et à celle de la zone euro (94,8). L'indicateur dans l'industrie perd 0,8 point, après 3 mois d'amélioration, mais se maintient également au-dessus de la moyenne européenne (à -10,3). Si l'indice des commandes à l'exportation s'améliore, ceux relatifs à la production et à l'emploi s'affaiblissent légèrement.

**La consommation et la confiance des ménages repartent.** Les ventes au détail ont progressé de +0,7% m/m en avril, soutenues par une très nette hausse des dépenses alimentaires (+2,7% m/m). L'indice Ipsos de sentiment économique des ménages progresse en mai pour le second mois consécutif (+1,3 point à 50,2) et se rapproche du pic atteint en juillet 2024 (50,8).

## Marché du travail : créations d'emplois (en milliers)



Sources : Eurostat, OCDE, BNP Paribas.

**Le marché du travail reste performant.** Le nombre de nouveaux travailleurs inscrits à la sécurité sociale a enregistré en avril sa plus forte progression mensuelle en deux ans (+69 200), avec des hausses dans les trois grands secteurs (services, industrie, construction). Le taux de chômage se maintient sous la barre des 11% à 10,9% comme le mois précédent. La hausse des salaires négociés s'est renforcée avec +3,4% a/a en avril, contre +3,3% a/a en mars.

## Inflation a/a



Sources : INE, BNP Paribas.

**Retour à la cible.** L'inflation harmonisée continue de ralentir : +1,9% a/a en mai contre 2,2% en avril. L'inflation sous-jacente recule aussi (-0,3 pp à 2,1%). Les risques semblent clairement orientés à la baisse : les prix à la production ont reculé très significativement en mars-avril (-6,9% en cumulé, plus forte baisse jamais enregistrée en deux mois).

## Croissance du PIB t/t : observée, acquis et prévisions

OBSERVÉ			ACQUIS	OBSERVÉ	PRÉVISION T/T		PRÉVISIONS ANNUELLES		
T1 2024	T2 2024	T3 2024	T4 2024	T1 2025	T2 2025	T3 2025	2024 (observé)	2025	2026
1,0	0,8	0,7	0,7	1,1	0,6	0,5	3,2	2,5	2,2

Sources : Refinitiv, BNP Paribas

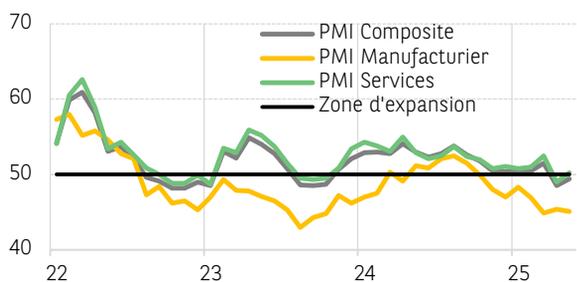
**Belle performance à l'échelle de l'Europe.** Les prévisions de croissance pour le T2 et le T3 restent bien orientées (+0,5% t/t) malgré un léger ralentissement par rapport au premier trimestre (+0,6%). Cela porterait la croissance en moyenne annuelle à 2,5% en 2025. Nous anticipons un ralentissement en 2026, mais la croissance resterait nettement supérieure à la moyenne de la zone euro (+2,2% contre 1,3%).

Guillaume Derrien, avec l'aide de Leslie Huynh (stagiaire), achevé de rédiger le 5 juin 2025



# Royaume-Uni : la consommation progresse, le chômage aussi

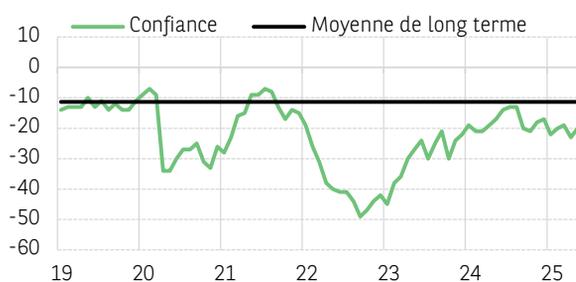
## Climat des affaires : PMI



Sources : S&P Global PMI, BNP Paribas.

**L'industrie décroche, les services résistent.** L'indice PMI flash de mai pour les services revient en zone d'expansion (50,2). L'indice composite flash reste cependant sous ce seuil (49,4) en raison d'une détérioration dans l'industrie (-0,3 point à 45,1). La production industrielle a reculé de 0,7% m/m en avril.

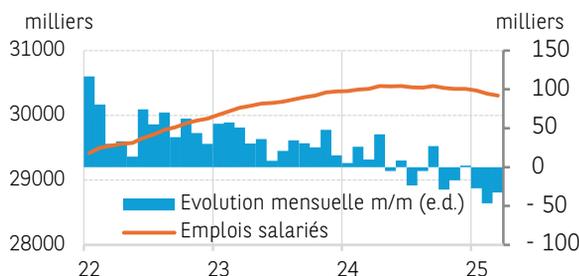
## Confiance des ménages



Sources : GfK, BNP Paribas.

**La consommation reprend des couleurs.** Les ventes au détail ont progressé plus nettement en avril (+1,3% m/m et 5,0% a/a) et l'indice BRC enregistre une hausse de 6,8% a/a le même mois. La confiance des ménages se redresse légèrement (+3 points à -20) en mai. Toutefois, le solde d'opinion reste inférieur à sa moyenne de long terme.

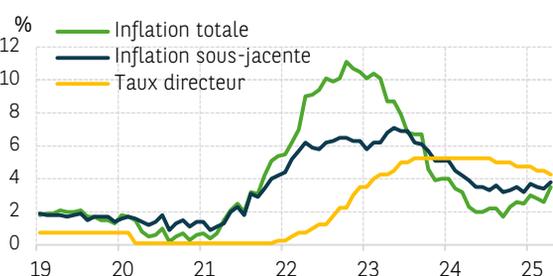
## Marché du travail : emploi



Sources : ONS, BNP Paribas.

**Chute de l'emploi salarié.** L'emploi salarié a enregistré une troisième baisse consécutive en avril (-33 000). Ainsi, le taux de chômage, même s'il reste bas, a atteint son plus haut point depuis l'été 2021 (4,5% 3m/3m). Toutefois, les salaires de base progressent encore à un rythme très soutenu bien qu'inférieur au mois précédent (+5,0% a/a).

## Inflation a/a et taux directeur



Sources : ONS, BNP Paribas.

**L'inflation a fortement augmenté en avril** à 3,5% a/a. Ce rebond provient de l'entrée en vigueur de plusieurs mesures budgétaires (hausse du taux de cotisations sociales employeurs, droit d'accise sur l'automobile) ainsi que de la moindre déflation des prix de l'énergie. Les anticipations d'inflation des ménages ont augmenté (+4,2% à un an et à horizon 5-10 ans).

## Croissance du PIB t/t: observée, acquis et prévisions

OBSERVÉ				ACQUIS	OBSERVÉ	PRÉVISION T/T		PRÉVISIONS ANNUELLES			
T1 2024	T2 2024	T3 2024	T4 2024	T4 2024	T1 2025	T2 2025	T3 2025	2024 (estimation)		2025	2026
0,9	0,5	0,0	0,1	0,2	0,7	0,1	0,2	1,1		1,2	1,0

Sources : Refinitiv, BNP Paribas

**Le taux de croissance du T1 a surpris favorablement à 0,7% t/t**, soutenue par l'investissement et le commerce extérieur. Nous avons révisé à la baisse notre prévision pour le T2 (+0,1%) mais réhaussé le T3 2025 (+0,2%) afin d'incorporer les effets de l'accord commercial passé avec les États-Unis. La croissance restera modérée en 2025, à hauteur de 1,2%, avant un nouveau ralentissement en 2026 à 1%.

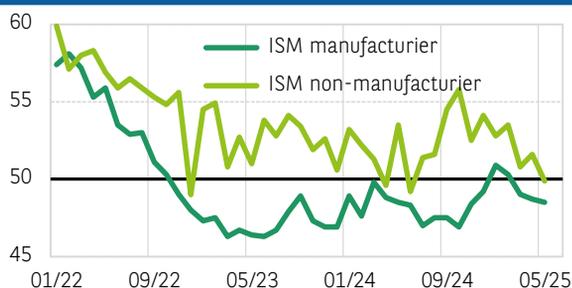
Guillaume Derrien, avec l'aide de Leslie Huynh (stagiaire), achevé de rédiger le 3 juin 2025)



**BNP PARIBAS**

La banque d'un monde qui change

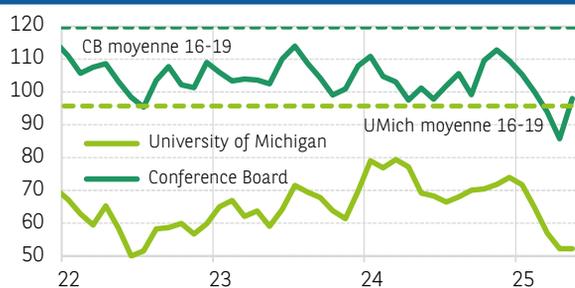
## Climat des affaires ISM



Sources : ISM, BNP Paribas.

**Climat des affaires : dégradation** L'ISM manufacturier recule pour un 4<sup>e</sup> mois consécutif en mai, à 48,5 (-0,2pp). Les tensions commerciales apparaissent dans le ralentissement des livraisons (56,1, +3,9pp - indicateur inversé) et la contraction des stocks (46,7, -4,1pp). Surtout, les importations atteignent un plus bas depuis 2009 (39,9, -7,2pp) et les nouvelles commandes à l'exportation un plus bas depuis le printemps 2020 (40,1, -3,0pp). L'ISM non-manufacturier passe en contraction (49,9, -1,7pp) du fait de la chute des nouvelles commandes (-5,9pp).

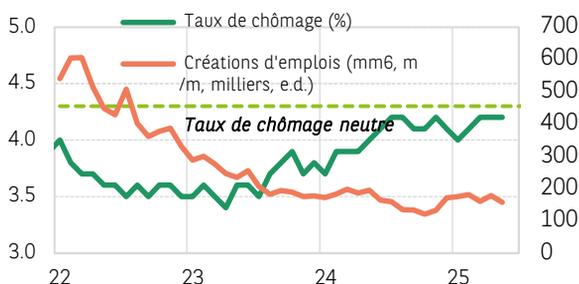
## Confiance des ménages



Sources : Macrobond, BNP Paribas.

**Rebond du moral des ménages.** Le rebond marqué, en mai, de la confiance des ménages, mesurée par le *Conference Board*, met un terme à six mois de recul. L'indice s'établit à 98,7 (+12,7 points). L'amélioration est portée par la sous-composante des attentes qui reste néanmoins en zone de contraction (72,8, +17,4 points). Dans l'enquête de l'Université du Michigan, le sentiment du consommateur est stable (52,2) et la hausse des anticipations d'inflation à 1 an ralentit (+6,6% a/a, +0,1pp).

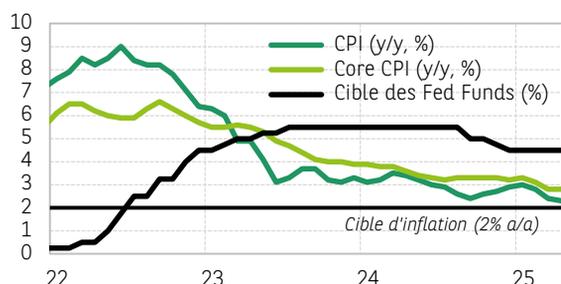
## Marché du travail : créations d'emplois et taux de chômage



Sources : BLS, BNP Paribas.

**Un tableau un peu plus mitigé pour l'emploi.** En mai, les créations d'emplois salariés ralentissent modestement, à +139k (-8k). De plus, les mois de mars et d'avril sont revus à la baisse, pour un total de -95k. Dans le même temps, le taux de participation recule à 62,4% (-0,2pp). En revanche, le taux de chômage est stable (4,2%), tandis que la croissance des salaires accélère (+0,4% m/m, +0,2pp).

## Inflation et politique monétaire



Sources : BLS, Réserve fédérale, BNP Paribas.

**Inflation : du bon et du moins bon.** Le CPI ralentit en avril, à +2,3% a/a (-0,1pp), un plus bas depuis février 2021. Le Core CPI (hors nourriture et énergie) est stable (+2,8% a/a). La publication est globalement positive, mais les trois composantes du Core CPI (i.e. biens, services hors logement et logement) accélèrent mensuellement. Face au renforcement de l'incertitude et des risques autour du mandat dual, la Fed a décidé de maintenir sa cible de taux à +4,25% - +4,5% lors de la réunion des 7-8 mai.

## Croissance du PIB t/t: observée, acquis et prévisions

OBSERVÉ				ACQUIS	OBSERVÉ*	GDP NOW	PRÉVISION T/T			PRÉVISIONS ANNUELLES		
T1 2024	T2 2024	T3 2024	T4 2024	T4 2024	T1 2025	T2 2025	T2 2025	T3 2025	2024 (observé)	2025	2026	
0,4	0,7	0,8	0,6	1,0	-0,1	0,9	0,9	0,0	2,8	1,7	1,5	

\* Estimation préliminaire du T1 2025

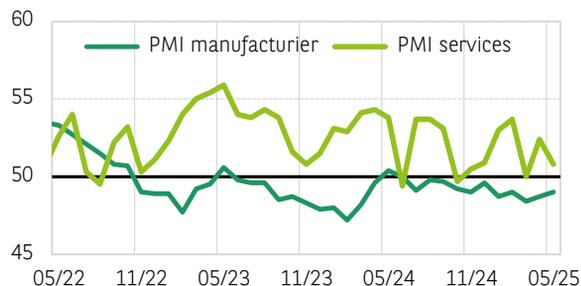
Sources : BEA, Fed d'Atlanta, BNP Paribas

**Vers une croissance positive du PIB au T2.** Nous anticipons +0,9% t/t au 2nd trimestre 2025 après une contraction (-0,1% t/t) au T1. Le GDP Now de la Fed d'Atlanta anticipe également +0,9% t/t, avec une contribution nettement positive du commerce extérieur.

Anis Bensaidani (achevé de rédiger le 6 juin 2025)



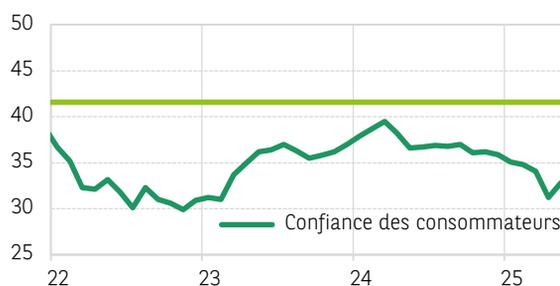
## Climat des affaires : PMI



Sources : S&P Global, BNP Paribas.

**Mauvaise orientation des enquêtes d'activité.** D'après l'enquête JibunBank du mois de mai, le PMI composite est passé en zone de contraction, à 49,8 (-1,4pp). La légère hausse du PMI manufacturier, toujours en zone de contraction à 49,0 (+0,3pp), ne suffit pas à compenser le recul marqué du PMI services (50,8, -1,6pp).

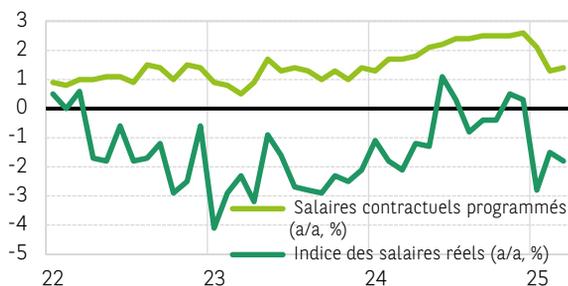
## Confiance des ménages



Sources : Cabinet Office, BNP Paribas.

**Hausse de la confiance des ménages.** D'après l'enquête du Cabinet Office, l'indice de confiance des ménages a gagné 1,6 point, à 32,8. L'amélioration la plus importante (+2,9 points) est celle de la composante « niveau de vie en général », tandis que le sentiment le plus favorable porte sur la « croissance des revenus ».

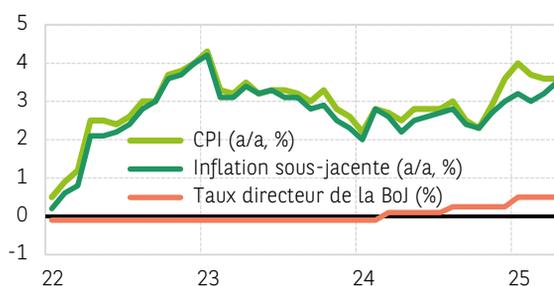
## Marché du travail : croissance des salaires



Sources : Cabinet Office, BNP Paribas.

**Une fin de T1 plus que mitigée sur le plan salarial.** En mars, la croissance des salaires contractuels programmés augmente marginalement et atteint +1,4% a/a (+0,1pp). Dans le même temps, les revenus totaux ralentissent (+2,3% a/a, -0,4pp) et la baisse de pouvoir d'achat des salaires réels s'accroît (-1,8% a/a, -0,3pp). Le taux de chômage est stable, à +2,5%.

## Inflation et politique monétaire



Sources : Macrobond, BNP Paribas.

**Tension sur l'inflation.** L'inflation sous-jacente accélère (+0,7% m/m, +0,3pp) en mai et atteint +3,5% a/a (+0,3pp) - un plus haut depuis janvier 2023. Le prix du riz (+98,4% a/a) est un sujet de préoccupation. Au global, l'inflation *headline* s'élève à +3,6% a/a. Toutefois, l'inflation des services ralentit à +1,3% a/a (-0,1pp). Le *Summary of Opinions* de la BoJ (mai) rapporte des anticipations de diminution de l'inflation sous-jacente sur fond de ralentissement de l'économie, avec néanmoins des risques orientés à la hausse.

## Croissance du PIB t/t : observée, acquis et prévisions

OBSERVÉ				ACQUIS	OBSERVÉ*	PRÉVISION T/T			PRÉVISIONS ANNUELLES		
T1 2024	T2 2024	T3 2024	T4 2024	T4 2024	T1 2025	T2 2025	T3 2025	2024 (observé)	2025	2026	
-0.4	+0.9	+0.2	+0.6	+0.8	-0.2	+0.1	-0.1	+0.2	+0.7	+0.4	

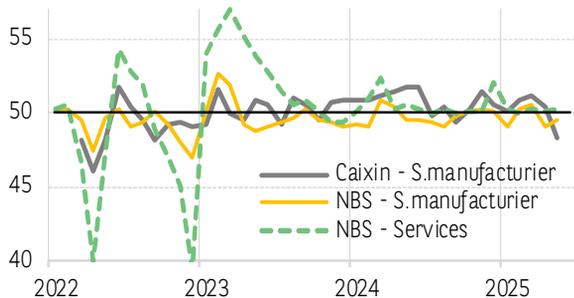
Sources : Cabinet Office, BNP Paribas

**Contraction du PIB.** La croissance a été négative au 1<sup>er</sup> trimestre 2025, à -0,2% t/t (contre +0,6% au T4 2024). Le recul des exportations (-0,6% t/t) et une forte hausse des importations (+2,9% t/t) sont les principales forces négatives à l'œuvre, tandis que la consommation des ménages a stagné. À l'inverse, l'investissement et les variations de stocks ont apporté une contribution positive. Nous anticipons un modeste rebond de la croissance du PIB de 0,1% t/t au 2<sup>e</sup> trimestre.

Anis Bensaidani (achevé de rédiger le 2 juin 2025)



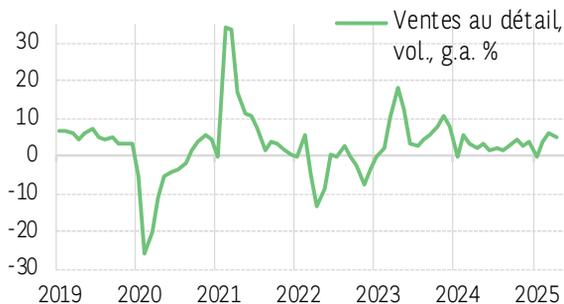
## Climat des affaires : PMI



Sources : NBS, Macrobond, BNP Paribas.

**Fragilité du secteur manufacturier.** L'indice PMI officiel du secteur manufacturier s'est légèrement amélioré en mai (à 49,5 contre 49 en avril) mais il est resté en zone de contraction. Le PMI manufacturier de Caixin a quant à lui fortement chuté, passant de 50,4 en avril à 48,3 en mai (plus bas depuis sept. 2022). Caixin couvre un échantillon moins large d'entreprises que le Bureau statistique national mais il inclut davantage de PME privées. Celles-ci sont particulièrement fragilisées par la politique tarifaire américaine et par la dégradation des perspectives d'exportation.

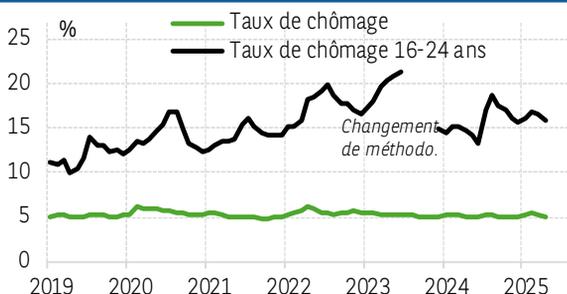
## Ménages : ventes au détail



Sources : NBS, BNP Paribas.

**Consommateurs inquiets.** Le renforcement de la consommation privée observé en mars ne s'est pas poursuivi en avril. La croissance des ventes au détail a ralenti (+5,2% en g.a. en volume, contre +6,0% en mars). La contraction des ventes de logements s'est poursuivie (-2,9% en g.a. en avril).

## Marché du travail : taux de chômage



Sources : NBS, BNP Paribas.

**Baisse du chômage en avril, nouvelle hausse attendue d'ici l'été.** Le taux de chômage moyen a légèrement baissé en avril pour le second mois consécutif (à 5,1%) et le taux de chômage des jeunes de 16-24 ans s'est amélioré à 15,8% (16,5% en mars). Les conditions du marché du travail devraient cependant rapidement se dégrader compte tenu du ralentissement attendu des exportations et du manque de vigueur de la consommation intérieure.

## Inflation et politique monétaire



Sources : NBS, BNP Paribas.

**Déflation et poursuite de l'assouplissement monétaire.** L'indice IPC a continué de baisser (-0,1% en g.a., comme en mars), et l'inflation sous-jacente s'est maintenue à +0,5%. Le prix du carburant est la sous-composante de l'IPC ayant enregistré la plus forte chute (-10,2% en g.a.). La baisse des prix à la production s'est accentuée (-2,7% contre -2,5% en mars). La PBOC a annoncé début mai une série de mesures d'assouplissement (réduction des taux directeurs et des coefficients de réserves obligatoires, renforcement des facilités de refinancement des banques).

## Croissance du PIB t/t: observée, acquis et prévisions

OBSERVÉ				ACQUIS	OBSERVÉ	PRÉVISION T/T		PRÉVISIONS ANNUELLES		
T1 2024	T2 2024	T3 2024	T4 2024	T4 2024	T1 2025	T2 2025	T3 2025	2024 (observé)	2025	2026
1,3	1,0	1,4	1,6	0,3	1,2	0,8	1,1	5,0	4,8	4,5

Sources : Refinitiv, BNP Paribas

**Ralentissement attendu à court terme.** La croissance du PIB réel s'est établie à +1,6% t/t au T4 2024 et à +1,2% t/t au T1 2025 (elle est restée stable à +5,4% en g.a.). Elle est prévue à +0,8% t/t au T2. Le ralentissement attendu sera tiré par l'affaiblissement des exportations (qui ont bien résisté en avril, avec une hausse de +8% en g.a. en dollars courants). Les autorités espèrent contenir ses effets sur les autres secteurs par la poursuite de l'assouplissement monétaire et budgétaire.

Christine Peltier (achevé de rédiger le 3 juin 2025)



# Economic Research - Contacts

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

BNP Paribas est en France constituée en société anonyme. Son siège est situé au 16 boulevard des Italiens 75009 Paris.

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.

Pour certains pays de l'Espace Economique Européen :

Le présent document a été approuvé en vue de sa publication au Royaume-Uni par BNP Paribas Succursale de Londres. BNP Paribas Succursale de Londres est autorisée et supervisée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et autorisée et soumise à une réglementation limitée par la Financial Services Authority. Nous pouvons fournir sur demande les détails de l'autorisation et de la réglementation par la Financial Services Authority.

Le présent document a été approuvé pour publication en France par BNP Paribas SA, constituée en France en société anonyme et autorisée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel (ACP) et réglementée par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF). Le siège social de BNP Paribas est situé au 16, boulevard des Italiens, 75009, Paris, France.

Le présent document est distribué en Allemagne par BNP Paribas Succursale de Londres ou par BNP Paribas Niederlassung Francfort sur le Main, une succursale de BNP Paribas S.A. dont le siège est situé à Paris, France. BNP Paribas SA Niederlassung Francfort sur le Main, Europa Allee 12, 60327 Francfort, est autorisée et supervisée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et est autorisée et soumise à une réglementation limitée par le Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin).

Etats-Unis : le présent document est distribué par BNP Paribas Securities Corp., ou par une succursale ou une filiale de BNP Paribas ne bénéficiant pas du statut de broker-dealer au sens de la réglementation américaine. BNP Paribas Securities Corp., filiale de BNP Paribas, est un broker-dealer enregistré auprès de la Securities and Exchange Commission et est membre de la Financial Industry Regulatory Authority et d'autres bourses principales. BNP Paribas Securities Corp. n'accepte la responsabilité du contenu d'un document préparé par une entité non américaine du groupe BNP Paribas que lorsqu'il a été distribué à des investisseurs américains par BNP Paribas Securities Corp.

Japon : le présent document est distribué au Japon par BNP Paribas Securities (Japan) Limited, ou par une succursale ou une entité du groupe BNP Paribas qui n'est pas enregistrée comme une maison de titres au Japon, à certaines institutions financières définies par l'article 17-3 alinéa 1 du décret d'application de la Loi japonaise sur les instruments et marchés financiers. BNP Paribas Securities (Japan) Limited, est une maison de titres enregistrée conformément à la Loi japonaise sur les instruments et marchés financiers et est membre de la Japan Securities Dealers Association ainsi que de la Financial Futures Association du Japon. BNP Paribas Securities (Japan) Limited, Succursale de Tokyo, n'accepte la responsabilité du contenu du document préparé par une entité non japonaise membre du groupe BNP Paribas que lorsqu'il fait l'objet d'une distribution par BNP Paribas Securities (Japan) Limited à des entreprises basées au Japon. Certains des titres étrangers mentionnés dans le présent document ne sont pas divulgués au sens de la Loi japonaise sur les instruments et marchés financiers.

Hong-Kong : le présent document est distribué à Hong Kong par BNP Paribas Hong Kong Branch, filiale de BNP Paribas dont le siège social est situé à Paris, France. BNP Paribas Hong Kong Branch exerce sous licence bancaire octroyée en vertu de la Banking Ordinance et est réglementée par l'Autorité Monétaire de Hong Kong. BNP Paribas Hong Kong Branch est aussi une institution agréée réglementée par la Securities and Futures Commission pour l'exercice des activités réglementées de types 1, 4 et 6 [Regulated Activity Types 1, 4 et 6] en vertu de la Securities and Futures Ordinance.

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 (2015). Tous droits réservés.

