

# ECO PULSE

Mars 2025

BAROMÈTRE MENSUEL DE LA CONJONCTURE DES PRINCIPALES ÉCONOMIES



**BNP PARIBAS**

La banque d'un monde qui change

Nos *nowcasts* pour le T1 2025 témoignent d'une croissance du PIB modérée en zone euro (+0,2% t/t) et en France (+0,1% t/t). Le *GDPNow* de la Fed d'Atlanta souligne, quant à lui, le risque d'un décrochage marqué de la croissance américaine au T1. En ce qui concerne les autres pays étudiés, l'Espagne devrait continuer de faire la course en tête, la croissance devrait rebondir en Italie et au Royaume-Uni, et progresser modérément au Japon. En Allemagne, la croissance resterait faible, les risques haussiers liés à l'entrée en fonction du prochain gouvernement concernant davantage le T2. Les risques sont, au contraire, baissiers en Chine.

**Climat des affaires : en ordre dispersé.** L'amélioration domine en zone euro, au Japon ou en Chine, même si elle reste relative. En revanche, la dégradation est assez nette au Royaume-Uni et aux États-Unis, où elle s'accompagne d'une hausse de l'incertitude.

**Confiance des ménages morose, sauf en Europe du Sud.** Les indices de confiance des ménages peinent à se redresser en France, en Allemagne et en Chine. Ils se détériorent nettement au Japon et aux États-Unis (en raison de l'inflation observée et anticipée). En Europe du Sud, la situation est plus positive et la consommation devrait être le moteur de la croissance.

**Marché du travail : situation toujours favorable.** Le positif domine toujours en zone euro, nonobstant un refroidissement notable en France et en Allemagne. La situation se détériore également en Chine. Les créations d'emplois se poursuivent aux États-Unis, mais des signaux ambivalents apparaissent (hausse du chômage). Les tensions salariales persistent au Royaume-Uni. Au Japon, les salaires réels se contractent face à l'accélération de l'inflation.

**Inflation : la divergence se renforce.** La désinflation continue de se diffuser en zone euro de façon graduelle et en ordre dispersé (inflation sous 1% a/a en France et supérieure à 2% en Allemagne et en Espagne). Au Japon, elle continue *a contrario* de remonter et devrait rebondir au Royaume-Uni. Aux États-Unis, plus que l'inflation observée, c'est l'anticipation d'une augmentation (avec la mise en œuvre de hausses de droits de douane) qui pourrait poser problème. La Chine est entrée en légère déflation.

**Les politiques monétaires traduisent les écarts entre les trajectoires de l'inflation.** La BCE a réduit son taux directeur de 25 pb en mars et devrait le baisser encore en avril et en juin, selon notre scénario central actuel. Malgré une inflation persistante, la Banque d'Angleterre (BoE) abaisserait le sien de 25 pb par trimestre en 2025 afin de soutenir l'activité. Aux États-Unis, la Fed maintiendrait un *statu quo* sur l'ensemble de l'année. La Banque du Japon (BoJ) devrait procéder à deux hausses de 25 pb en 2025 d'après nos prévisions.

Achévé de rédiger le 14 mars 2025

Indicateurs T2 2025				
	Climat des affaires	Ménages	Inflation	Marché du travail
Zone euro				
Allemagne				
France				
Italie				
Espagne				
Etats-Unis				
Royaume-Uni				
Japon				
Chine				

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

Sources : Refinitiv, BNP Paribas

Zone euro : une légère embellie

Allemagne : un rebond à venir ?

France : une amélioration encore ténue

Italie : du mieux

Espagne : un dynamisme qui ne se dément pas

États-Unis : des craintes sur la croissance

Royaume-Uni : une situation économique toujours tendue

Japon : l'inflation devrait peser sur la croissance

Chine : un début d'année rassurant mais terne



# Zone euro : une légère embellie

**Climat des affaires : un léger mieux.** En février, le maintien du PMI composite à son niveau de janvier (50,2), qui dépasse celui des quatre mois précédents, témoigne d'une amélioration modérée et incertaine de la conjoncture. Les indices des nouvelles commandes et de l'emploi se détériorent. Si le PMI manufacturier a rebondi (47,6 en février, +2,5 points en deux mois), le PMI services recule de près de 1 point en deux mois, mais se maintient en zone d'expansion (50,6).

**Ménages : la confiance rebondit modérément.** La confiance des ménages a rebondi de 0,9 point depuis deux mois pour s'établir à -13,6 en février. Elle est soutenue par une meilleure perception des ménages de la situation économique, de leurs intentions d'achats de biens durables, et des perspectives de chômage. À ce niveau, l'indice de confiance reste près de 1 point inférieur à son niveau d'octobre, une situation expliquée notamment par l'Allemagne et la France (où la croissance a été négative au T4).

**Marché du travail : une résistance remarquable.** Le taux de chômage s'est maintenu à 6,2% en janvier, un plus bas historique. Les baisses sont observées surtout dans l'Europe du Sud et en Irlande, tandis que le taux de chômage est relativement stable en France et en Allemagne. Les salaires négociés ont progressé (+4,1% a/a au T4 2024) mais moins qu'au T3 (5,4% a/a) ; cela dépasse nettement l'inflation.

**La désinflation progresse modérément.** L'inflation a légèrement diminué en février (2,4% a/a contre 2,5% en janvier). Ce repli s'explique essentiellement par la chute importante de l'inflation en France. L'inflation sous-jacente baisse très progressivement (à 2,6% a/a en février, après 2,7% en janvier). La BCE a réduit son taux directeur de 25 pb, à 2,5%, et devrait l'abaisser de nouveau dans cette même ampleur en avril et en juin.

**Notre *nowcast* pour le T1 2025 suggère une croissance de 0,2% t/t.** Cette estimation est alignée avec notre prévision de croissance et souligne une amélioration modérée des indicateurs de conjoncture, en ligne avec nos attentes.

Guillaume Derrien (achevé de rédiger le 14/03/2025)

## Taux de chômage en zone euro



Source : Eurostat

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

Observé				Acquis	Nowcast	Prévision			Prévisions annuelles		
T1 2024	T2 2024	T3 2024	T4 2024	T4 2024	T1 2025	T1 2025	T2 2025	T3 2025	2024 (observé)	2025	2026
0.3	0.2	0.4	0.2	0.4	0.2	0.2	0.2	0.2	0.8	0.9	1.0

Sources : Refinitiv, BNP Paribas.



BNP PARIBAS

La banque d'un monde qui change

ECONOMIC RESEARCH

Mars 2025

4

# Allemagne : un rebond à venir ?

**Le climat des affaires peine à se redresser.** L'indice IFO du climat des affaires est resté stable en février par rapport à janvier, à 85,2, et demeure proche du plus bas enregistré en novembre 2024 (84,7). C'est l'industrie qui pèse le plus dans cette situation. La production industrielle, qui inclut la construction, s'est de nouveau contractée, de 0,7% (t/t) au T4 (6<sup>e</sup> baisse en 7 trimestres). Les chiffres de janvier font toutefois état d'un léger rebond (+0,6% en glissement mensuel sur la moyenne mobile 3 mois).

**Les ménages restent pessimistes.** L'indice GfK s'établit à -24,7 en mars 2025, poursuivant son recul depuis le début de l'année et se maintenant sous la moyenne de 2024, malgré une embellie en fin d'année dernière. En février, l'indice se situait à -22,6 avec un recul des anticipations de salaires et de la volonté d'achat (-5,4 et -11,1 respectivement).

**Le marché du travail s'est refroidi.** Le taux de chômage reste faible (3,5% en février) et stable par rapport à janvier, mais il est remonté depuis son point bas (2,9%) atteint mi-2023. Après des destructions nettes d'emplois au T2 et au T3 (-70 000 en cumulé) et des créations au T4 (+22 000), les destructions ont repris en janvier (-11 000 par rapport à décembre). Le baromètre de l'emploi IAB continue de se détériorer à 98,3 en février (nouveau point bas, pour une moyenne historique de 102). Par ailleurs, la croissance des salaires négociés a ralenti au T4 (+5,8% en glissement annuel contre +8,9% a/a au T3).

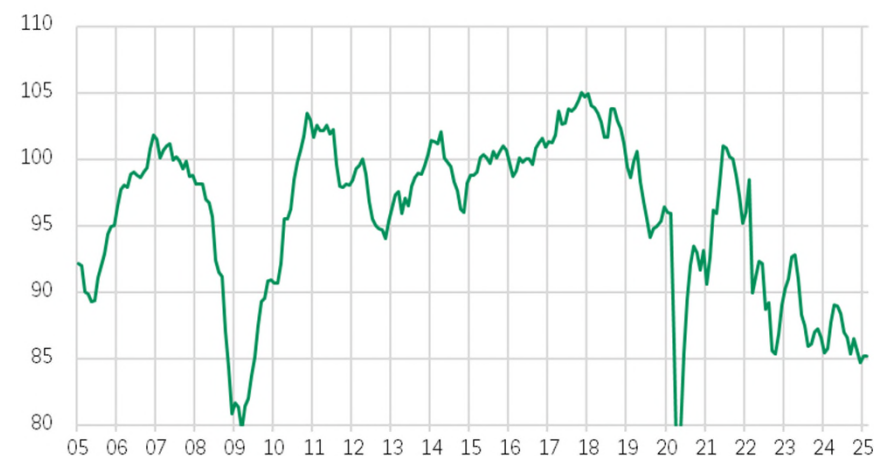
**L'inflation reste élevée.** L'inflation harmonisée a diminué, passant de 2,8% a/a en janvier à 2,6% février, mais elle reste supérieure de 0,8 point à son niveau de septembre 2024. Les services pèsent toujours avec une inflation à +5% en février. Depuis novembre, les prix à la production ont cessé de diminuer, mais leur progression reste modérée (+0,5% sur un an en janvier).

**Croissance toujours faible au T1, avant le (grand) rebond ?** Au T1 2025, nous prévoyons une croissance de +0,1% en variation trimestrielle. Une coalition, issue des élections législatives de février, doit être formée mais il se pourrait que des mesures vigoureuses viennent soutenir la croissance au-delà de notre prévision (0,1%) pour le 2<sup>e</sup> trimestre.

Voir EcoFlash, [Allemagne : « quoi qu'il en coûte » ?](#), 12 mars 2025

Marianne Mueller (achevé de rédiger le 14/03/2025)

## Climat des affaires IFO en Allemagne



Sources : IFO, BNP Paribas.

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

Observé		Acquis		Prévision			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	0.1	0.1	0.1	-0.2	0.2	0.5

Sources : Refinitiv, BNP Paribas.

# France : une amélioration encore ténue

**Climat des affaires : indice faible, mais en amélioration.** Le climat des affaires de l'Insee remonte à 96 en février contre 94 en décembre. Il reste inférieur à 98, son niveau atteint en septembre 2024 (avant de décrocher) et à sa moyenne de long terme (100). Ce niveau et cette dynamique sont cohérents avec une croissance du PIB faiblement positive au T1, mais qui irait en se raffermissant.

**Ménages : l'opportunité d'épargner à son zénith.** La confiance des ménages a rebondi, passant de 89 en décembre à 93 en février (95 en septembre, 100 en moyenne de long terme). Le solde d'opinion sur l'évolution passée des prix (à -5 en février) atteint son plus bas niveau depuis juillet 2021. En revanche, le solde d'opinion sur la crainte du chômage augmente encore en février (+55, contre +29 en septembre) et alimente l'opportunité d'épargner (record historique, cf. graphique).

**Marché du travail : en détérioration.** 90 000 emplois salariés nets ont été détruits au T4, contre 97 000 créations nettes cumulées du T1 au T3. Le climat de l'emploi Insee se détériore fortement en février, à 94 (98 en janvier, moyenne de long terme à 100), son plus bas niveau depuis janvier 2015. La légère baisse du taux de chômage au T4 (7,3% contre 7,4% au T3, dont la hausse est ainsi effacée) s'explique par le repli du taux d'activité des jeunes. Nous attendons une remontée du chômage autour de 8,5% fin 2025.

**La désinflation se poursuit et se diffuse.** L'inflation harmonisée a fortement diminué, de 1,8% a/a en janvier à 0,9% en février (3,4% en janvier 2024), en raison de la baisse de 15% du tarif réglementé de l'électricité. Bien que moins rapide dans les services, la désinflation se diffuse : l'inflation sous-jacente harmonisée est revenue sous les 2% en février pour la première fois depuis janvier 2022.

**Stabilité du *nowcast* pour le T1 2025, à 0,1% t/t** (identique à notre prévision de croissance pour le T1). La croissance devrait toutefois accélérer au T2. Au reflux de l'indicateur d'incertitude de la Banque de France s'ajoute la mise en œuvre du budget 2025, qui devrait se traduire par une hausse de la consommation publique (notamment en termes de défense).

Stéphane Colliac (achevé de rédiger le 14/03/2025)

## Enquête auprès des ménages, solde d'opinions sur l'opportunité d'épargner



Sources : Insee, BNP Paribas

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

Actual		Carry-over	Nowcast	Forecast			Annual forecasts (y/y)				
Q1 2024	Q2 2024	Q3 2024	Q4 2024	Q4 2024	Q1 2025	Q1 2025	Q2 2025	Q3 2025	2024 (observed)	2025	2026
0.1	0.3	0.4	-0.1	0.2	0.1	0.1	0.2	0.2	1.1	0.7	0.9

Sources : Refinitiv, BNP Paribas.

# Italie : du mieux

**Le climat des affaires s'améliore.** Le PMI composite atteint 51,9 en février contre 49,7 en janvier, porté par les services (53 en février contre 50,4 en janvier), malgré la faiblesse persistante de l'industrie (PMI manufacturier à 47,4). La production industrielle a plongé en décembre (-6,9% a/a, dont -43,2% pour les véhicules et -16,2% pour l'habillement).

**La confiance des ménages est à son meilleur niveau en trois ans** (cf. graphique). Les intentions d'effectuer des achats importants au cours de l'année à venir sont à leur plus haut depuis juillet 2021. Ainsi, la consommation privée devrait soutenir davantage la croissance italienne. En effet, pour le moment, les données dures déçoivent : les nouvelles immatriculations de véhicules ralentissent (-3,3% 3m/3m en février), tout comme les volumes des ventes au détail (-0,4% 3m/3m en janvier).

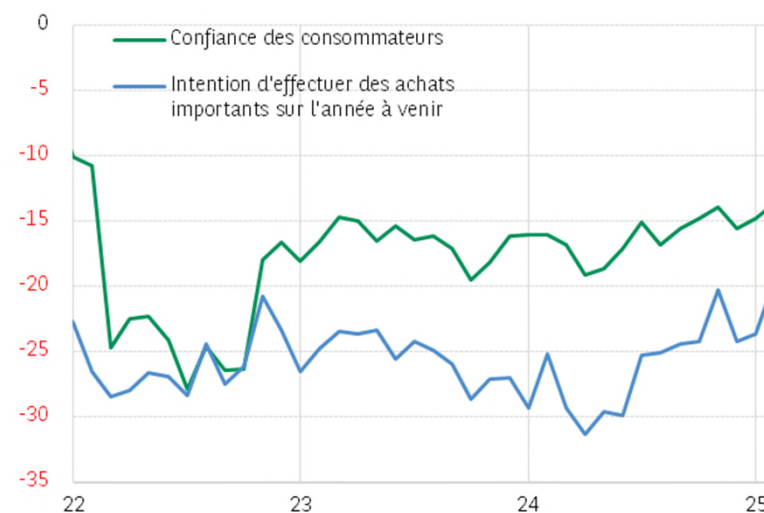
**Marché du travail : situation favorable.** Alors qu'il avait augmenté à 6,4% en décembre, le taux de chômage diminue à 6,3% en janvier (vs. plus bas historique à 6% en novembre dernier). De son côté, le taux d'emploi augmente (62,8% en janvier) et atteint un plus haut historique.

**L'inflation reste contenue pour le moment.** L'augmentation de la composante « énergie » (+0,6% a/a vs. -0,7% en janvier) est compensée par le reflux de l'inflation sous-jacente (1,5%), désormais en deçà de l'indice d'ensemble (1,7% a/a en février). Toutefois, selon nos prévisions, l'inflation devrait accélérer au 2<sup>e</sup> trimestre (2,3% contre 1,8% au 1<sup>er</sup> trimestre en moyenne) compte tenu des évolutions récentes des prix à la production (+4,4% a/a en janvier contre encore -0,5% a/a en novembre 2024).

**La croissance rebondirait au T1 2025 (0,3% selon nos prévisions)** contre +0,1% t/t au T4 selon l'estimation finale, notamment en raison de l'amélioration des enquêtes de conjoncture.

Lucie Barette (achevé de rédiger le 14/03/ 2025)

## Italie : enquête de confiance des consommateurs (février 2025)



Sources : Commission européenne, DG ECFIN, Macrobond, BNP Paribas .

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

Observé		Acquis	Prévision			Prévisions annuelles				
T1 2024	T2 2024	T3 2024	T4 2024	T4 2024	T1 2025	T2 2025	T3 2025	2024 (observé)	2025	2026
0.3	0.1	0.0	0.1	0.1	0.3	0.3	0.3	0.5	0.8	1.0

Sources : Refinitiv, BNP Paribas.

# Espagne : un dynamisme qui ne se dément pas

**Climat des affaires dynamique sauf dans l'automobile.** Le PMI composite (55,1 en février contre 54 en janvier) est soutenu par la composante « services » (PMI à 56,2 ; +1,3 point). Néanmoins, l'activité industrielle se détériore fortement : la production industrielle baisse de 1% a/a en janvier (-22,8% a/a sur les véhicules) et le PMI manufacturier passe sous les 50 pour la première fois depuis plus d'un an en février (49,7 ; -1,3 point).

**La consommation des ménages devrait rester le principal moteur de la croissance** au premier trimestre et durant tout 2025. Les dernières données dures disponibles le confirment : les ventes au détail en volume ont crû de 2,2% a/a en janvier (contre 2,6% a/a en moyenne au T4) et les nouvelles immatriculations de véhicules ont progressé de 8,2% a/a en moyenne sur janvier-février (contre +7,2% en 2024).

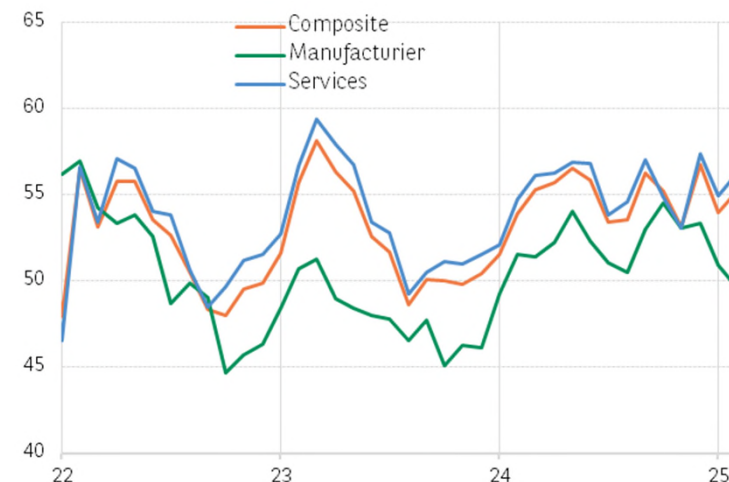
**Le marché du travail reste dynamique.** Le nombre d'affiliés à la sécurité sociale a progressé de 100 340 en février (deuxième meilleur mois de février depuis 2007), dont 31 118 dans l'éducation, 27 076 dans l'hôtellerie-restauration et 20572 dans la construction. De plus, le nombre de chômeurs a diminué (-5 994 personnes ; 2,6 millions de chômeurs).

**L'inflation se stabilise à un niveau élevé.** L'inflation harmonisée s'est maintenue à 2,9% a/a en février. L'inflation sous-jacente continue de ralentir (2,1% ; -0,3pp), et se rapproche progressivement de l'objectif de la BCE. Néanmoins, la hausse persistante de l'indice des prix à la production (+2,6% a/a en janvier contre -3,8% a/a encore en octobre) pourrait se transmettre aux prix à la consommation dans les prochains mois.

**La croissance espagnole devrait continuer de faire mieux que les autres pays de la zone euro en 2025.** Nous anticipons une croissance du PIB réel de 0,7% t/t au T1, puis de 0,5% en cours des trois trimestres suivants.

Lucie BARETTE (achevé de rédiger le 14/03/2025)

## Indices PMI de l'Espagne (février 2025)



Sources : S&P Global, Hamburg Commercial Bank, Macrobond, BNP Paribas.

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

Observé				Acquis	Prévision			Prévisions annuelles		
T1 2024	T2 2024	T3 2024	T4 2024	T4 2024	T1 2025	T2 2025	T3 2025	2024 (observé)	2025	2026
1.0	0.8	0.8	0.8	1.2	0.7	0.5	0.5	3.2	2.7	1.8

Sources : Refinitiv, BNP Paribas.



# États-Unis : des craintes pour la croissance

**Incertitude à son paroxysme.** L'ISM manufacturier baisse à 50,3 en février (-0,6pp). L'indice des nouvelles commandes (48,6, -6,5pp) et celui des embauches (50,3, -2,7pp) se détériorent nettement. L'indice des prix payés (62,4) atteint son plus haut depuis juin 2022. L'ISM non-manufacturier s'améliore (53,5, +0,7pp). Enfin, le moral des petites entreprises interrompt sa tendance haussière avec un recul à 100,7 en février (-4,4 points par rapport au pic de décembre) et fait état d'une forte hausse de l'incertitude (104, +18 points en deux mois, 2<sup>e</sup> chiffre le plus élevé de l'histoire).

**Des ménages inquiets d'un rebond de l'inflation.** La confiance des ménages se détériore en février selon la *Conference Board* (98,3, -7,0 points) et plus encore en mars selon l'Université du Michigan (57,9, -6,8 points) en raison de la dégradation des anticipations (voir graphique). Selon l'enquête de l'Université du Michigan, le bond des anticipations d'inflation à 1 an (+4,9%, +0,6pp) s'accompagne d'un record sur 32 ans des anticipations à 5 ans (+3,9%, +0,4pp).

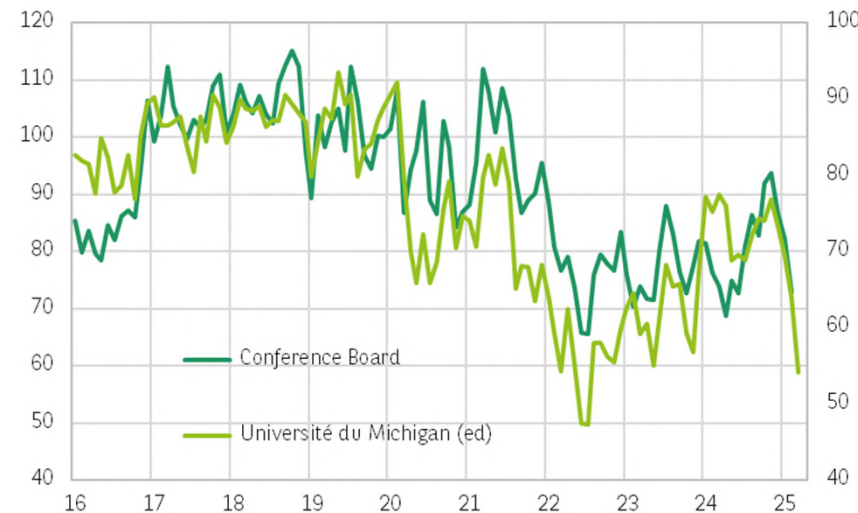
**Marché du travail : des signaux ambivalents.** Les créations d'emplois se poursuivent avec +151k en février (+26k). La croissance des salaires ralentit à +0,3% m/m (-0,2pp). Mais la hausse du taux de chômage (4,1%, +0,1pp) et la baisse du taux d'activité (62,4%, -0,2pp) déçoivent.

**L'inflation ne devrait pas inciter la Fed à baisser les taux.** Les inflations CPI *headline* et sous-jacente diminuent en février (respectivement à +2,8% et +3,1%, -0,2pp chacune). Les progrès ne sont pas suffisamment importants pour que la réunion du FOMC des 18-19 mars aboutisse à une baisse de la cible de taux, actuellement à +4,25% - +4,5%.

**Croissance : un risque baissier conséquent.** Si notre prévision de croissance reste de +0,6% t/t au T1, le risque d'un net ralentissement, voire d'une contraction, se précise. En janvier, la baisse des ventes au détail et des dépenses personnelles crée un risque baissier sur la consommation des ménages qui pourrait stagner. Une contribution négative du commerce extérieur se dessine assez nettement avec la forte augmentation des importations de biens en janvier. Le modèle du *GDPnow* de la Fed d'Atlanta rend compte de ces chocs en estimant une baisse du PIB de -0,6% t/t.

Anis Bensaidani (achevé de rédiger le 14/03/2025)

## Détérioration des attentes des ménages américains



Sources Conference Board, University of Michigan, BNP Paribas.

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

Observé				Acquis	GDPNow	Prévision			Prévisions annuelles		
T1 2024	T2 2024	T3 2024	T4 2024	T4 2024	T1 2025	T1 2025	T2 2025	T3 2025	2024 (observé)	2025	2026
0.4	0.7	0.8	0.6	1.0	-0.6	0.6	0.5	0.4	2.8	2.3	1.3

Sources : Refinitiv, BNP Paribas.



BNP PARIBAS

La banque d'un monde qui change

ECONOMIC RESEARCH Mars 2025

9

# Royaume-Uni : une situation économique toujours tendue

**Climat des affaires : nouvelle dégradation dans l'industrie, la construction décroche.** Le PMI manufacturier (46,9) atteint en février son plus bas niveau en 14 mois, mais l'embellie dans les services (51,0) permet à l'indice composite de se maintenir en zone d'expansion (50,5). Le PMI construction a enregistré en deux mois sa plus forte chute depuis août 2021.

**Ménages : confiance en légère hausse.** L'indice GfK progresse en février (+2 points à -22) sans toutefois effacer la chute de janvier. Le solde d'opinion sur les perspectives financières à un an repasse dans le positif. Les ventes au détail rebondissent de 1,6% m/m en janvier après quatre mois de baisse. Une embellie confirmée par l'enquête BRC/KPMG qui indique une hausse de 2,2% a/a en février des ventes au détail (lissée sur trois mois).

**Marché du travail : premiers signes de stabilisation à confirmer.** L'emploi salarié a progressé de 0,1% en février (estimation préliminaire) tandis que le nombre de postes vacants est stable depuis deux mois, malgré des dynamiques entre secteurs contrastées. Le ralentissement des créations d'emplois tarde à freiner la croissance des salaires que la hausse au 1<sup>er</sup> avril de 6,7% du *National Living Wage* stimulera modérément.

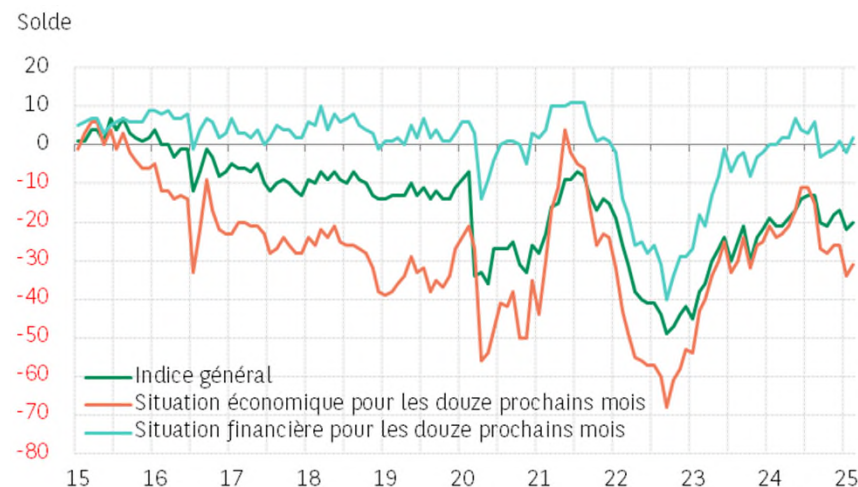
**Pas de répit sur l'inflation.** La hausse des prix des aliments et l'augmentation de 6,4%, en avril, des tarifs réglementés de l'énergie tireront l'inflation vers le haut au T2 (3,2% contre 2,9% au T1). L'inflation dans les services devrait rester modérée malgré un rebond en janvier. La Banque d'Angleterre devrait opter pour le statu quo lors de sa réunion du 20 mars. Nous attendons une baisse de 25 pb par trimestre des taux directeurs cette année.

**Nous anticipons une progression de l'activité de 0,3% t/t au T1** et une croissance trimestrielle globalement plus soutenue en 2025 (entre 0,3% et 0,4%). L'acquis de croissance de 0,2% devrait permettre à la croissance de repasser au-dessus de 1% (+1,1%).

Guillaume Derrien (achevé de rédiger le 14/03/2025)

1 Ecoflash, [Royaume-Uni : la détérioration du marché du travail se précise et conforte les baisses de taux](#), 21 janvier 2025.

## Indice GfK de confiance des ménages au Royaume-Uni



Source : GfK

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

Observé				Acquis	Prévision			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	0.3	0.4	0.4	0.9	1.1	0.9

Sources : Refinitiv, BNP Paribas.

# Japon : l'inflation devrait peser sur la croissance

**Raffermissement du climat des affaires.** En février, le PMI des services s'améliore pour le quatrième mois d'affilée et atteint 53,7 (+0,7pp, plus haut depuis août 2024). Le PMI manufacturier reste en zone de contraction mais gagne 0,3pp à 49,0. Par conséquent, le PMI composite atteint 52,0 (+0,9pp).

**Des ménages inquiets des effets de l'inflation.** La confiance des ménages recule pour un troisième mois consécutif en février et atteint 35,0 (-1,4 pt en 3 mois), un plus bas depuis mars 2023. Les ménages sont inquiets des conséquences de l'inflation sur leur niveau de vie, ce qui restreint les intentions d'achats de biens durables.

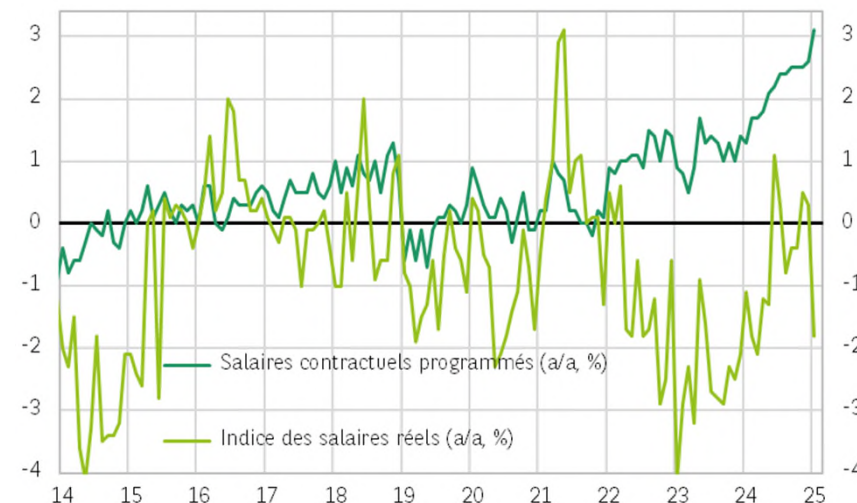
**Repli des salaires réels.** La tendance haussière des salaires nominaux se confirme en janvier, avec +3,2% a/a sur les salaires contractuels programmés, un record depuis 1992. Cependant, l'indice des salaires réels s'affiche en net recul, à -1,8% a/a en janvier (-2,1pp), un plus bas depuis mars 2024. Dans le même temps, le taux de chômage est stable à 2,5%.

**L'inflation accélère.** L'inflation atteint 4% a/a en janvier contre 2,3% a/a encore en octobre. L'inflation alimentaire (+21,9% a/a en janvier, dont +70,9% a/a pour le riz) et énergétique (+10,8% a/a) pèsent sur la contrainte budgétaire des ménages japonais. L'inflation sous-jacente accélère également (hors nourriture non transformée mais carburants inclus, +3,2% a/a, +0,9pp en 3 mois), mais la *core inflation* (+2,5% a/a, +0,2pp en 3 mois) est plus stable. L'environnement est généralement favorable au resserrement mais la Banque du Japon devrait conserver son taux directeur stable (à 0,5%) en mars.

**Retour à une croissance faible au T1 après l'embellie du T4.** La croissance du PIB a sensiblement accéléré au T4 2024, à +0,7% t/t (+0,3pp), notamment du fait d'une baisse des importations. De plus, la consommation privée a perdu en vigueur (+0,1% t/t, -0,6pp). Le regain de l'inflation devrait affecter la croissance au T1 (+0,1% t/t selon nos prévisions).

Anis Bensaidani (achevé de rédiger le 14/03/2025)

## Japon : les salaires réels ne suivent pas



Sources : ministère du Travail, BNP Paribas.

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

Observé		Acquis	Prévision			Prévisions annuelles				
T1 2024	T2 2024	T3 2024	T4 2024	T4 2024	T1 2025	T2 2025	T3 2025	2024 (estimation)	2025	2026
-0.5	0.8	0.4	0.6	0.8	0.0	0.1	0.1	0.1	1.0	0.2

Sources : Refinitiv, BNP Paribas.

# Chine : un début d'année rassurant mais terne

**Légère amélioration du climat des affaires.** Les PMI manufacturiers sont remontés en février, pour retrouver leur niveau moyen du T4 2024 (50,2 pour l'indice NBS et 50,8 pour l'indice Caixin). Dans les services, les PMI demeurent inférieurs à leur niveau du T4, mais supérieurs au seuil d'expansion (50 pour l'indice NBS et 51,4 pour l'indice Caixin). Les dernières données d'activité confirment cette évolution conjoncturelle rassurante, mais plutôt terne : la croissance de la production industrielle a marqué le pas après l'accélération de décembre, mais se maintient à presque 6% en g.a. Le ralentissement de l'activité dans les services a été plus marqué (+5,6% en g.a. en janvier-février, contre +6,3% au T4).

**Les ménages toujours hésitants.** L'indice de confiance des consommateurs s'est redressé légèrement en janvier-février. Leurs inquiétudes restent fortes cependant, en raison de la longue période de crise immobilière et des conditions dégradées du marché du travail ; elles constituent un frein important au renforcement de la demande intérieure et un défi pour les autorités. La croissance des ventes au détail a quand même continué d'accélérer lentement en janvier-février (+4% en g.a. en valeur, contre +3,6% au T4), notamment grâce au programme de remplacement de biens de consommation subventionné par le gouvernement.

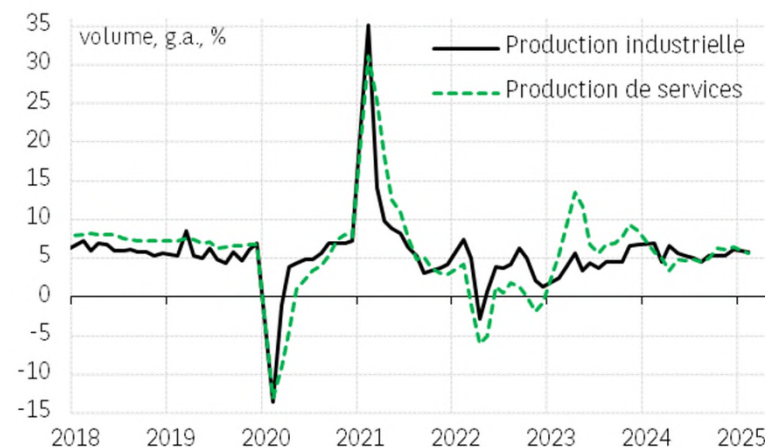
**Nouvelle dégradation du marché du travail.** Le taux de chômage a réaugmenté en janvier-février, ce qui s'explique en partie par les congés du Nouvel An chinois. Le taux de chômage a toutefois atteint son plus haut niveau depuis deux ans (5,4%, contre 5,1% fin 2024).

**Déflation.** L'indice IPC a baissé de -0,1% en g.a. en moyenne en janvier-février (après +0,2% au T4). Cette baisse, en partie due à la volatilité des prix pendant le Nouvel An, révèle surtout la persistance de pressions déflationnistes. Les prix alimentaires ont diminué (-1,5%) après deux trimestres de hausse, et l'inflation sous-jacente a légèrement faibli (+0,25% en janvier-février contre +0,3% au T4). L'indice des prix à la production, en recul en 2023 et 2024, a poursuivi sa baisse (-2,3%).

**Risques sur la croissance.** Étant donné le redressement limité de la demande des ménages et le ralentissement des exportations, la croissance du PIB réel pourrait ralentir plus qu'anticipé au T1. Par la suite, la relance monétaire et budgétaire devrait gagner encore en ampleur, les autorités visant une croissance d'environ 5% en 2025. Pékin vient d'ailleurs d'annoncer qu'un plan serait mis en œuvre pour stimuler les revenus et la consommation des ménages.

Christine Peltier (achevé de rédiger le 17/03/2025)

## Chine : croissance de l'activité par secteur



Sources : NBS, BNP Paribas

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

Observé		Acquis	Prévision			Prévisions annuelles				
T1 2024	T2 2024	T3 2024	T4 2024	T4 2024	T1 2025	T2 2025	T3 2025	2024 (observé)	2025	2026
1.5	0.9	1.3	1.6	0.3	1.3	0.9	1.2	5.0	4.5	4.3

Sources : Refinitiv, BNP Paribas

# Contacts

<b>Isabelle Mateos y Lago</b> Cheffe économiste Groupe	+33 1 87 74 01 97	isabelle.mateosyago@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 Économies 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 - Turquie	+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 91 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 Économies 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 Économique 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 SA 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 Frankfurt sur le Main, une succursale de BNP Paribas SA, dont le siège est situé à Paris, France. BNP Paribas SA Niederlassung Frankfurt sur le Main, Europa Allee 12, 60327 Frankfurt, 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).

États-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 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.



**BNP PARIBAS**

La banque d'un monde qui change

ECONOMIC RESEARCH

ECOPULSE