

ECO PULSE

Février 2025

BAROMÈTRE MENSUEL DE LA CONJONCTURE DES PRINCIPALES ÉCONOMIES



BNP PARIBAS

La banque d'un monde qui change

Pulse contrastés à fin 2024

Les chiffres des PIB pour le 4e trimestre 2024 confirment une nette divergence entre une croissance qui se maintient aux États-Unis (0,6% t/t), ou accélère en Chine (1,6% t/t), et des performances européennes où le PIB stagne, le négatif et le positif se neutralisant : -0,2% en Allemagne, -0,1% en France ou une stagnation en Italie, contre +0,8% en Espagne. Au Japon et au Royaume-Uni, ces chiffres n'ont pas encore été publiés, mais nous les estimons à 0,2% et 0,3% t/t respectivement.

Pulse de début 2025 également contrastés

Les indicateurs du climat des affaires suggèrent un maintien des performances de croissance au 1er trimestre 2025 en Espagne (+0,7%) et aux États-Unis (0,6% t/t). Les perspectives sont plus mitigées en Asie en Chine (1,3% t/t) comme au Japon (0,1% t/t). En zone euro, notre *nowcast* suggère un rebond modéré (0,3%), avec un retour à une croissance modeste en France (*nowcast* à 0,1%), en Allemagne et en Italie (prévisions à 0,1% et 0,2% respectivement), alors que la croissance se maintiendrait au Royaume-Uni (0,3%).

Marchés du travail stables

La situation sur le marché du travail évolue peu dans la plupart des pays avec des taux de chômage qui restent bas (ou proches des plus bas), notamment en zone euro, au Royaume-Uni, au Japon ou aux États-Unis, et avec les tensions salariales induites. Le prolongement d'une période de faible croissance entraîne toutefois une détérioration des créations d'emplois dans plusieurs pays, avec un impact croissant (ou qui devrait s'accroître) sur le chômage, notamment en France ou en Allemagne.

Inflations divergentes

Les divergences en matière d'inflation restent notables et devraient croître en 2025. Les tendances déflationnistes persistent en Chine. La désinflation est perceptible mais reste inégale en zone euro, où l'inflation sous-jacente demeure un peu élevée et où les écarts entre les pays s'accroissent (Allemagne et Espagne au-dessus de la moyenne européenne). Aux États-Unis et, dans une moindre mesure, au Royaume-Uni, l'inflation reste nettement au-dessus des 2% en glissement annuel et la désinflation ne devrait pas se poursuivre en 2025. Au Japon, malgré un début de désinflation, l'inflation resterait élevée (2,8% a/a en moyenne au T4)

Politiques monétaires divergentes aussi

Ces divergences d'inflation se répercutent sur la politique monétaire. La Banque centrale chinoise maintient une politique accommodante et devrait encore l'assouplir au 2nd semestre. L'hétérogénéité observée en zone euro fonde la Banque centrale européenne à rester sur un rythme de baisse de 25 pb, rythme adopté également par la Banque d'Angleterre mais de manière plus espacée dans le temps, l'inflation dépassant légèrement la cible au Royaume-Uni. Aux États-Unis, la Réserve fédérale a maintenu son taux directeur, statu quo que nous anticipons pour l'ensemble de l'année. La Banque du Japon a, elle, franchi en janvier une étape supplémentaire dans le resserrement très progressif de ses conditions monétaires et devrait procéder à deux autres hausses de 25 pb en 2025 d'après nos prévisions.

Achévé de rédiger le 7 février 2025



Zone euro : derrière la stagnation au T4, de fortes disparités entre États membres

Allemagne : dans l'expectative

France : course d'obstacles

Italie : à l'arrêt

Espagne : l'*outlier* de la zone euro

États-Unis : la Fed peut prendre son temps

Royaume-Uni : le marché du travail plie mais ne rompt pas

Japon : nouvelle étape dans le resserrement monétaire

Chine : inquiétudes

	Climat des affaires	Ménages	Inflation	Marché du travail
Zone euro	☹️	☹️	☹️	☹️
Allemagne	☹️	☹️	☹️	☹️
France	☹️	☹️	😊	☹️
Italie	☹️	☹️	😊	☹️
Espagne	☹️	😊	☹️	😊
États-Unis	😊	☹️	☹️	😊
Royaume-Uni	☹️	☹️	☹️	☹️
Japon	😊	☹️	😊	😊
Chine	☹️	☹️	☹️	☹️



Zone euro : derrière la stagnation au T4, de fortes disparités entre États membres

Les enquêtes de conjoncture auprès des ménages et des entreprises démarrent l'année sur une note légèrement plus positive. La confiance des consommateurs (+0,3 point) a bénéficié d'un léger repli des indicateurs des perspectives de chômage et d'inflation. L'indice PMI composite repasse en zone d'expansion (+0,6 point à 50,2) – la contraction dans l'industrie manufacturière se faisant moins forte (+1,5 point à 46,6) – tandis que l'indice dans les services accuse un léger repli (-0,2 point à 51,4). L'indice du sentiment économique de la Commission européenne progresse aussi (+1,5 point à 95,3) mais reste assez nettement en dessous de sa moyenne de long terme (100, cf. graphique). La dernière enquête de la Commission incluait le rapport trimestriel sur les freins à la production, qui fait état d'un léger recul des soldes d'opinion liés à une faible demande, à un manque de main-d'œuvre et d'équipements. À l'inverse, les freins provenant de contraintes financières se durcissent.

Les premiers chiffres du PIB pour le T4 2024 renforcent le constat d'une zone euro à deux vitesses entre, d'un côté, une baisse de l'activité en Allemagne (-0,2 % t/t) et en France (-0,1 %), et une stagnation en Italie et en Autriche, et, de l'autre côté, des surprises à la hausse, à nouveau, en Espagne (+0,8 %) et au Portugal (1,5 %). Au global, l'activité en zone euro a stagné et la croissance annuelle moyenne sur 2024 (+0,7 %) s'inscrit en dessous de 2023 (+0,9 %). À profil de croissance trimestriel inchangé (0,2 % t/t attendu pour chaque trimestre en 2025), la moyenne annuelle baisse mécaniquement à 0,9 % (contre 1,0 % auparavant) en raison d'un acquis de croissance moins important.

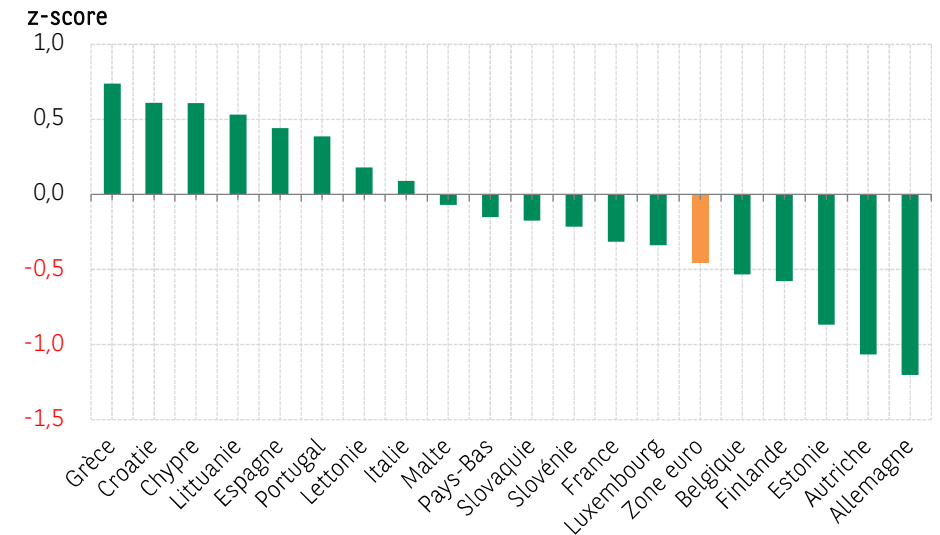
Dans ce contexte difficile, le marché du travail continue globalement de résister mieux qu'attendu.

Le taux de chômage n'est que légèrement remonté en décembre, passant de 6,2 % à 6,3 %, en raison d'une hausse notable en Italie et en Autriche (+0,3 point de pourcentage sur le mois) et, dans une moindre mesure, en Allemagne (+0,1 point de pourcentage). Le taux de chômage continue en revanche de baisser en Espagne (-0,1 pp), au Portugal (-0,2 pp) et en Grèce (-0,1 pp).

L'inflation a accusé une légère hausse en janvier, passant de 2,4% à 2,5%, qui résulte de la remontée des prix de l'énergie. Néanmoins, compte tenu de la faiblesse de la demande, un nouveau repli de l'inflation vers la cible des 2% reste en vue. Les conséquences de la guerre commerciale avec les États-Unis, qui pourraient conduire l'UE à instaurer des mesures de rétorsion, constituent un risque haussier sur le scénario d'inflation (en plus de la dépréciation de l'EURUSD), difficile à quantifier. Notre *nowcast* pour le T1, qui incorpore à ce stade peu de données pour ce trimestre, se situe actuellement à 0,3 %, au-dessus de notre prévision (0,2 %).

Guillaume Derrien (achevé de rédiger le 3 février 2025)

Indice de sentiment économique (ESI) – janvier 2025



Sources : Commission européenne, calculs BNP Paribas.

Croissance du PIB

	Observé				Acquis	Nowcast	Prévision			Prévisions annuelles		
	T1 2024	T2 2024	T3 2024	T4 2024			T1 2025	T2 2025	T3 2025	2024 (observé)	2025	2026
	0.3	0.2	0.4	0.0	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2	0.7	0.9	1.0

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

Allemagne : dans l'expectative

Le climat des affaires allemand est tiré vers le bas par la récession prolongée de l'industrie. La production industrielle au sens large (construction incluse) s'est contractée sur 10 des 12 derniers trimestres (en anticipant un nouveau trimestre négatif au T4 2024). La baisse cumulée atteint 8,4% (-14,7% vs. le pic de fin 2017, cf. graphique). Cette dynamique explique le faible niveau de l'IFO en décembre et janvier (à son plus bas, hors Covid-19, depuis la crise de 2008).

L'industrie et la construction (le tiers du PIB allemand) ont donc pesé sur la croissance du PIB. Ils expliquent que cette dernière bascule de nouveau en territoire négatif au T4 et sur l'ensemble de l'année 2024 (-0,2% à chaque fois), prolongeant une quasi-stagnation qui dure depuis 3 ans. Un début de rebond semble se manifester, avec des nouvelles commandes à l'industrie (en moyenne mobile sur 6 mois) en hausse de 4% entre août et décembre 2024. L'atonie devrait toutefois se prolonger au T1 2025 (prévision à +0,1% t/t), notamment sous le poids de deux incertitudes.

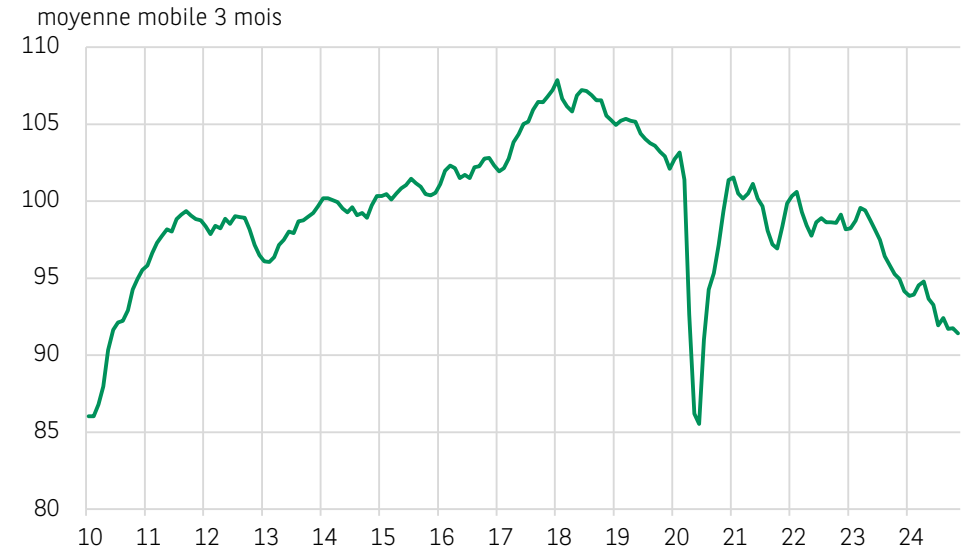
La première tient aux élections législatives qui seront organisées le 23 février prochain, à la nature de la coalition qui en sortira (la CDU/CSU domine les sondages mais une coalition à trois partis, avec le SPD et les Verts, pourrait s'avérer nécessaire), et donc à la rapidité avec laquelle le prochain gouvernement pourra agir.

Les deux dynamiques défavorables qui affectent la confiance des ménages (-22,4 en février selon l'indice GfK) devront notamment être inversées : 1/ La remontée du chômage, pour le moment modérée (à 3,4% en déc. 2024 contre un plus bas de 2,9% mi-2023), qui devrait se poursuivre ; 2/ un surcroît d'inflation au regard du reste de la zone euro (2,8% a/a en janvier en Allemagne contre seulement 1,8% en France et 1,7% en Italie selon l'indice harmonisé), notamment lié à une hausse plus prononcée des prix de l'énergie (vs. 2021) et des salaires.

La deuxième incertitude tient au commerce extérieur. Ce dernier ne soutient plus la croissance allemande depuis près de 5 ans. Les exportations de biens et services, voisines au T3 2024 de leur niveau de 5 ans auparavant, seraient descendues en deçà au T4 selon les premiers commentaires de Destatis (contre des exportations plus élevées de 5,5% en France sur la même période). De plus, si le président Trump annonçait le 18 février prochain des tarifs douaniers à l'encontre de l'Europe, cela pourrait aggraver ces problématiques. Or, l'Allemagne représente près de la moitié de l'excédent européen vis-à-vis des États-Unis, notamment dans des secteurs qui pourraient être ciblés (i.e. l'automobile).

Stéphane Colliac (achevé de rédiger le 5 février 2025)

Indice de production industrielle (construction incluse) en Allemagne



Sources : Destatis, Macrobond, BNP Paribas.

Croissance du PIB

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 : course d'obstacles

La conjoncture française reste sur une note faible, bien qu'elle montre des signes de stabilisation. Le climat des affaires de l'Insee est resté stable à 95 en janvier, tandis que le PMI composite a marqué un léger rebond (47,6 en janvier contre 47,5 en décembre).

Toutefois, les deux indices restent inférieurs depuis octobre 2024 à leur valeur moyenne sur les 6 mois précédents (98,6 pour l'indice Insee, 49,8 pour le PMI composite). Cette note plus basse, tant au T4 2024 qu'au T1 2025, est cohérente avec une croissance de l'ordre de +0,1% t/t, contre +0,2% auparavant. Ce à quoi, au T3 2024, l'effet Jeux Olympiques (JO) a ajouté 0,2 point (d'où une croissance totale de +0,4% t/t), effet exceptionnel qui a été retranché du PIB au T4 (0,1 - 0,2 = -0,1% t/t). Notre *nowcast* confirme une croissance hors effet JO stable au 1er trimestre 2025, d'où une prévision à 0,1% t/t (cf. graphique).

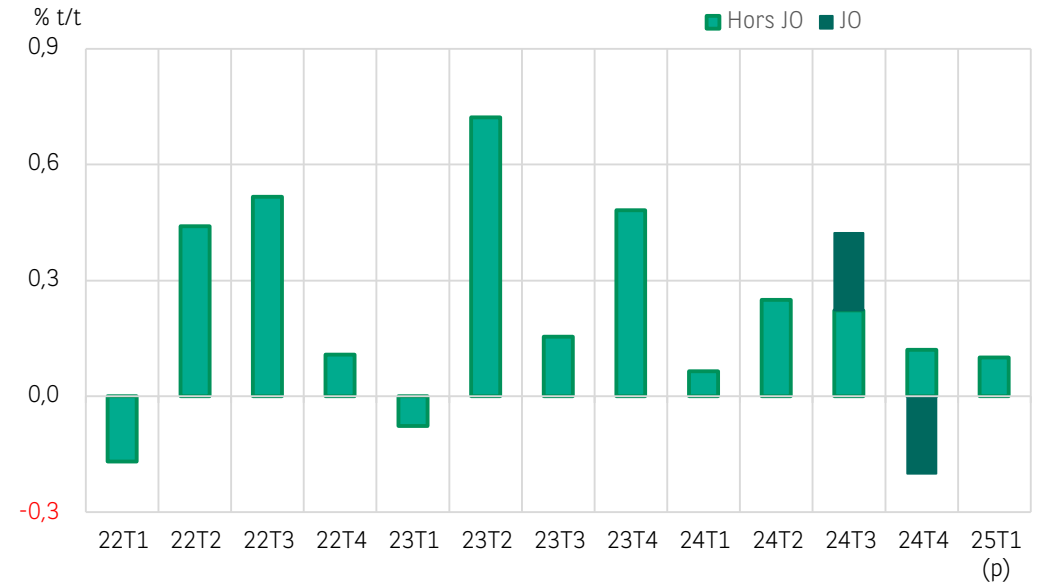
La confiance des ménages a été affectée plus que de raison par leurs craintes d'une remontée du chômage, une inquiétude qu'explique la hausse de 4% t/t au T4 2024 (la plus forte hors Covid depuis la crise de 2008) du nombre de demandeurs d'emploi en catégorie A. Toutefois, il est probable que le marché du travail ait connu, comme l'activité, un contrecoup des JO, accentuant la détérioration du T4. De plus, en janvier, la confiance des ménages a effacé la moitié de la baisse de 6 points observée entre septembre et décembre, pour remonter à 92 (notamment aidée par le reflux relatif des craintes sur le chômage). Si l'amélioration est notable, le niveau de confiance demeure toutefois très bas.

La demande devrait rester atone au 1er trimestre, notamment en raison de la reconduction du budget 2024 sur les premiers mois de l'année. Cela devrait affecter négativement la consommation publique (budget des activités régaliennes, dont la défense) ou les dépenses liées à une aide (MaPrimeRénov pour les ménages ou France 2030 pour l'investissement des entreprises), avant que l'adoption probable par 49.3 du budget 2025 ne permette un rebond de ces dépenses au 2e trimestre, d'où un risque à la hausse sur notre prévision de croissance (0,2% t/t).

Ainsi, la désinflation ne favorise toujours pas de rebond marqué de la consommation des ménages. Mais sa poursuite demeure un facteur favorable : l'inflation (indice harmonisé) devrait baisser de 1,8% a/a en janvier à 1,1% en février selon nos prévisions, sous l'effet d'une baisse de 15% du tarif réglementé de l'électricité (contre près de +10% en février 2024). Toutefois, cette désinflation se diffuse plus lentement aux services et l'inflation sous-jacente reste à 2%.

Stéphane Colliac (achevé de rédiger le 5 février 2025)

Croissance du PIB en France



Sources : Destatis, Macrobond, prévision BNP Paribas.

Croissance du PIB

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
0.1	0.3	0.4	-0.1	0.2	0.1	0.1	0.2	0.2	1.1	0.7	0.9

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

Sources : Refinitiv, BNP Paribas.

Italie : à l'arrêt

Comme anticipé, la croissance italienne n'est pas parvenue à surpasser celle de la zone euro en 2024 (croissance annuelle moyenne de 0,5% contre 0,7% respectivement). En outre, elle est restée **à l'arrêt au T4 (0,0% t/t) pour le deuxième trimestre consécutif**.

Du côté du secteur industriel, la situation est toujours dégradée. Le PMI manufacturier se situe, pour le dixième mois consécutif, en zone de forte contraction en janvier (46,3), traduisant la faiblesse des nouvelles commandes (42,8) et donc des volumes d'achats des entreprises (42). Selon l'indice du sentiment économique (ESI) de la Commission européenne, le climat des affaires dans l'industrie se serait toutefois amélioré en janvier (-8,3 ; meilleur niveau depuis juillet), ce qui a notamment permis à l'ESI global de repasser au-dessus de 100 pour la première fois en huit mois (100,2). Du côté des services, la confiance reste modérée (5,0 ; -0,1 pt), et est marquée par une baisse des anticipations des entreprises concernant la demande sur le trimestre à venir (3,3 ; -2,3 pt).

L'Italie demeure le deuxième pays de la zone euro affichant l'inflation la moins élevée après l'Irlande (cf.graphique). Celle-ci s'est toutefois, comme ailleurs, redressée en janvier (+0,3 pp à 1,7% a/a), en raison d'une moindre déflation énergétique (-0,7% contre -2,7% a/a en décembre). Cette légère remontée de l'inflation est susceptible de se poursuivre, l'évolution en glissement annuel des prix à la production étant, en décembre, redevenue positive pour la première fois depuis mars 2023 (1,1% contre -0,5% en novembre).

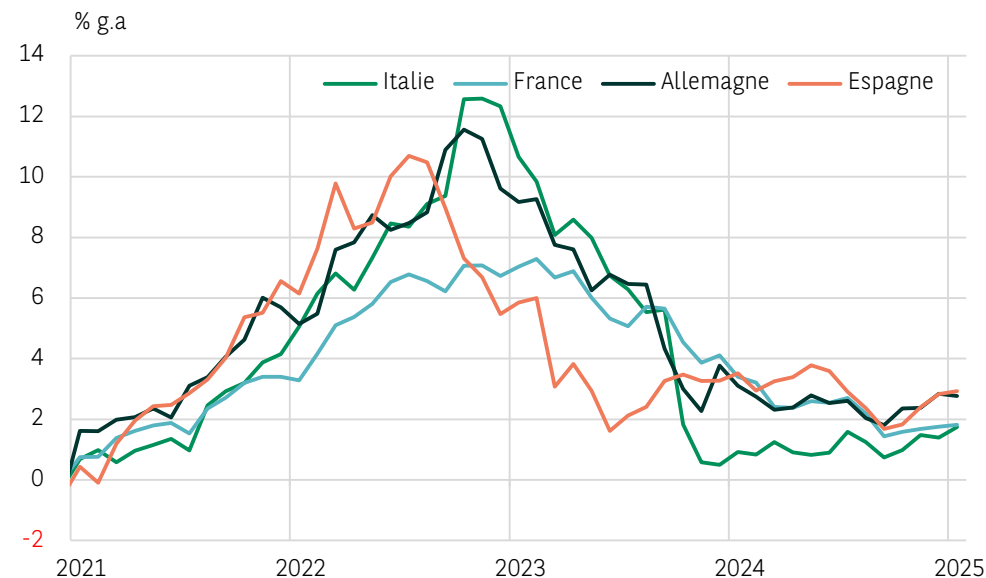
Après avoir fortement diminué en décembre (-1,7 pt par rapport à novembre), **la confiance des consommateurs s'est améliorée en janvier** (14,8 ; +0,8 pt sur un mois), mais reste toujours loin de sa moyenne pré-pandémique (-12,6 entre 2015 et 2019). Le sentiment des ménages concernant la situation économique sur l'année à venir reste négatif et ne s'est que très légèrement amélioré (-14,5) en comparaison à sa moyenne de 2024 (-15,5). En outre, les intentions d'achats importants des ménages au cours de l'année ne connaissent pas d'amélioration significative (+0,6 pt sur un mois), et celles de construire ou d'acheter une maison ont même chuté de 2,4 pts par rapport au trimestre précédent.

Les derniers développements sur le marché du travail marquent une légère détérioration. Le taux de chômage a augmenté en décembre (+0,3 pp), mais il demeure inférieur à la moyenne en zone euro (6,2% contre 6,3% resp.). Le taux (62,3%) et le volume total (24,1 millions) des emplois ont diminué par rapport à novembre, mais restent toujours très élevés en comparaison historique.

Ces quelques signaux de redressement des enquêtes de confiance, bien que fragiles, nous laissent anticiper une croissance modestement plus positive au T1 (0,3% t/t selon nos prévisions).

Lucie Barette (achevé de rédiger le 3 février 2025)

Évolution de l'inflation dans les quatre grands pays de la zone euro



Sources : Eurostat, Macrobond, BNP Paribas.

Croissance du PIB

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
0.4	0.2	-0.0	-0.0	0.0	0.3	0.3	0.3	0.5	0.8	1.0

Sources : Refinitiv, BNP Paribas.

Espagne : l'outlier de la zone euro

Après avoir enregistré une **croissance quatre fois plus importante que celle de la zone euro en 2024** (3,2% en moyenne annuelle contre 0,8% respectivement), l'économie espagnole devrait maintenir son dynamisme tout au long de 2025. Fort d'une progression de 0,8% t/t au cours des trois derniers trimestres de l'année, le PIB réel devrait continuer sur sa lancée avec une croissance attendue de 0,7% t/t au T1 2025, marquant ainsi le septième trimestre consécutif de croissance supérieure ou égale à 0,7%.

L'indice de sentiment économique (ESI) de la Commission européenne va dans ce sens, poursuivant sa poussée en janvier (104,4 ; +1,5 pt sur un mois). Toutefois, le PMI manufacturier a décrit une croissance moins forte de l'activité du secteur ce mois-ci (50,9 ; -2,4 pts) : la production (50,2 ; -4,2 pts) et les nouvelles commandes (51,3 ; -1,6 pt) ont notamment cru à des taux significativement plus faibles que le mois dernier.

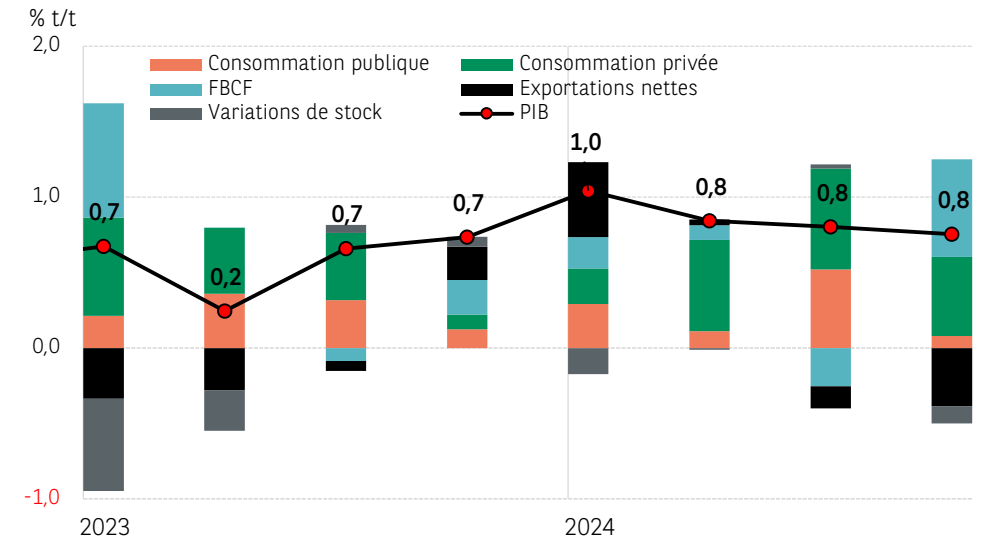
Du côté du marché du travail, l'orientation reste positive : en décembre, le taux de chômage est repassé pour la première fois depuis 2008 sous les 11% (10,6% ; -1,3 pt sur un an). Bien qu'il reste toujours élevé en comparaison européenne, il a davantage baissé chez les femmes que chez les hommes (11,9% [-1,5 pt sur un an] contre 9,5% [-1 pt] respectivement). Enfin, sans grande surprise, et notamment en raison des records touristiques enregistrés durant l'année, le secteur des services est celui ayant enregistré la plus grande diminution du nombre de chômeurs au T4 (-34 400), suivi de l'agriculture (-16 200) et de l'industrie (-12 100).

L'inflation harmonisée est remontée pour le quatrième mois consécutif en janvier (2,9% a/a ; +0,1 pp sur un mois). L'effet de base sur les prix des carburants, la suppression du taux réduit de TVA sur les denrées alimentaires de base et des réductions d'impôts sur l'électricité ont contribué à cette hausse. La composante sous-jacente continue de ralentir (2,4% ; -0,2 pp).

La croissance des salaires négociés (3,1% a/a au T4) **et la revalorisation du salaire minimum** de 4,4% décidée en janvier **devraient permettre à la consommation privée de rester le moteur de la croissance espagnole**. Mais ce soutien serait atténué par la contribution négative du commerce extérieur due à la plus grande progression des importations, comme cela a déjà été le cas sur les deux derniers trimestres de 2024 (cf. graphique).

Lucie Barette (achevé de rédiger le 3 février 2025)

Contributions à la croissance du PIB espagnol



Sources : Eurostat, Macrobond, BNP Paribas.

Croissance du PIB

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 : la Fed peut prendre son temps

L'économie américaine conclut l'année 2024 avec une croissance au T4 de +0,6% t/t de son PIB réel, un chiffre solide bien qu'en léger recul par rapport au trimestre précédent (-0,2 pp). Une nouvelle fois, la consommation des ménages (+1,0% t/t, +0,1 pp) en constitue le moteur principal (cf. graphique). Le secteur public apporte également une contribution positive, à l'inverse de l'investissement fixe privé (-0,1% t/t) malgré la progression de l'investissement résidentiel et des produits de propriété intellectuelle. Ces chiffres portent le taux de croissance annuel moyen à +2,7%, sensiblement au-dessus des estimations de son niveau de long terme (+1,8%), et impliquent un acquis de croissance de +1,0% pour l'année 2025.

L'ISM Manufacturing marque les esprits en janvier en s'établissant à 50,9 (+1,7pp), c'est-à-dire au-dessus du seuil de 50 délimitant les zones de contraction et d'expansion pour la première fois depuis octobre 2022. Les sous-composantes « nouvelles commandes », « production » et « emploi » se situent toutes trois au-dessus de ce seuil.

L'optimisme post-électoral des entreprises se poursuit : l'indice du NFIB termine 2024 à 105,1 (+3,4 pp) – son plus haut niveau depuis octobre 2018. Ce résultat le place pour un deuxième mois consécutif au-dessus de sa moyenne de long terme (98), après 34 mois en deçà de ce niveau.

À l'inverse, la confiance des consommateurs marque le pas. L'indice du Conference Board enregistre un second mois de recul en janvier (de 109,5 à 104,1) majoritairement induit par une moins bonne évaluation de la situation actuelle. De plus, un accroissement des craintes liées à l'emploi ressort de la réduction du différentiel entre les répondants qui estiment les emplois « abondants » et ceux les jugeant « durs à obtenir ».

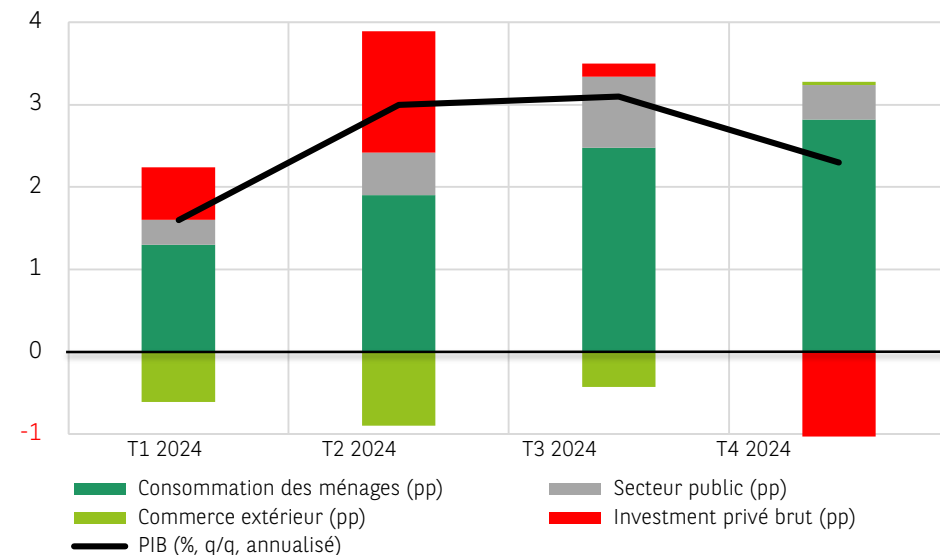
L'inflation headline, mesurée par l'IPC, augmente au mois de décembre (+0,2 pp à 2,9% a/a, son plus haut niveau depuis juillet). À noter aussi la forte augmentation mensuelle des prix des biens énergétiques (+4,6% m/m, données CVS). En revanche, l'inflation sous-jacente a réservé une surprise positive, refluant légèrement à +3,2% a/a (-0,1pp par rapport au mois précédent et au consensus).

L'Employment situation du mois de janvier continue de dresser le tableau d'un marché de l'emploi solide. Si les créations d'emplois ralentissent à +143k (-163k, consensus : +175k), le chiffre s'accompagne de révisions haussières pour novembre et décembre 2024 (+100k). De plus, les révisions baissières sur l'ensemble de 2024 s'avèrent bien moins importantes qu'escompté, avec une moyenne annuelle de +166k contre +186k initialement. Un fait marquant est la surprise à la hausse sur la croissance des salaires, à +0,5% m/m (+0,2pp), son avancée mensuelle la plus importante depuis janvier 2024. Enfin, le taux de chômage se réduit à 4,0% (-0,1pp), tandis que le taux de participation gagne 0,1pp à 62,6%.

Le FOMC a décidé, lors de sa réunion des 28 et 29 janvier, de maintenir sa cible de taux stable à 4,25% - 4,5%. Cette décision met en suspens le cycle d'assouplissement monétaire initié en septembre dernier, alors que les trois dernières réunions avaient abouti à une baisse de taux (100 pb en cumulé). La Réserve fédérale se place désormais dans une situation d'attente, ne prévoyant pas de nouvelle baisse sans « réels progrès sur l'inflation » ou « affaiblissement inattendu » du marché de l'emploi. Cet attentisme s'étend aux politiques économiques de la nouvelle administration Trump, Powell ayant affirmé que le comité attendait « l'articulation des politiques qui seront décidées » avant d'évaluer leur impact.

Anis Bensaïdani (achevé de rédiger le 7 février 2025)

La consommation comme moteur de la croissance



Sources : BEA, BNP Paribas.

Croissance du PIB

T1 2024	Observé				Acquis	GDPNow	Prévision			Prévisions annuelles		
	T2 2024	T3 2024	T4 2024	T4 2024			T1 2025	T2 2025	T3 2025	2024 (observé)	2025	2026
0,4	0,7	0,8	0,6	1,0	0,7	0,6	0,5	0,4	2,8	2,3	1,3	

Sources : Refinitiv, BNP Paribas.



Royaume-Uni : le marché du travail plie mais ne rompt pas

Les dynamiques de consommation et de production industrielle restent défavorables. Les ventes au détail (hors carburant) ont reculé de 0,5 % m/m en décembre et de 1,1 % au T4 par rapport au T3. La production industrielle qui a enregistré, entre septembre et novembre, trois mois de baisse successifs demeure sur une dynamique très difficile au démarrage de l'année 2025. Certes, le PMI manufacturier s'améliore (+1,3 point à 48,3) tout comme l'enquête mensuelle du CBI, mais l'enquête trimestrielle du patronat britannique chute à nouveau lourdement au T1 (-23 points à -47, plus bas niveau depuis le T4 2022). Cette enquête anticipe généralement mieux les retournements de tendance que les chiffres mensuels. Par ailleurs, la confiance des ménages (indice GfK) se détériore depuis août dernier et le mois de janvier acte un plus bas en 13 mois.

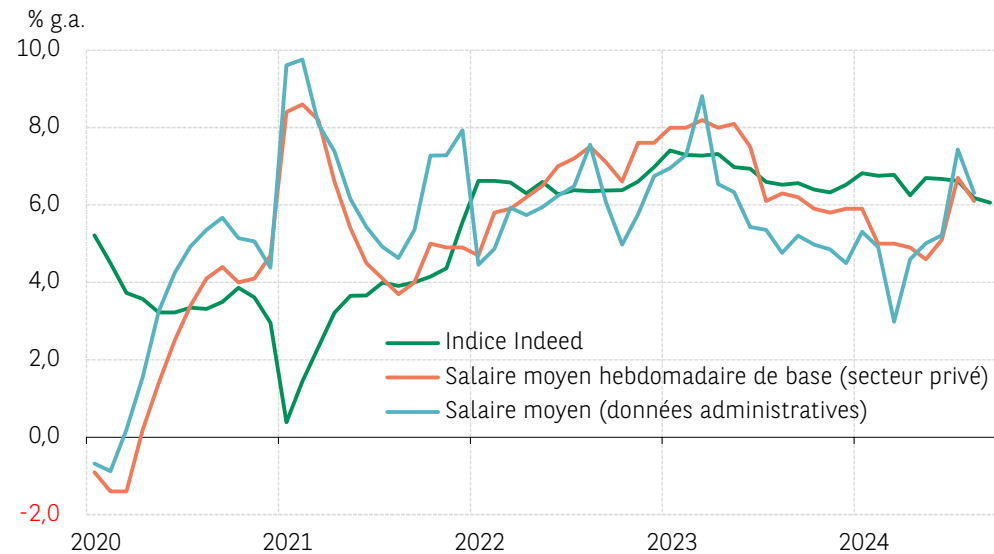
Si la dégradation est restée contenue en 2024, le marché du travail commence progressivement à plier sous le poids du ralentissement économique, de la hausse élevée et persistante du coût du travail et des craintes sur les effets des mesures budgétaires restrictives qui entreront en vigueur le 1er avril prochain. Le nombre de salariés a reculé de 0,3 % sur les deux derniers mois de l'année 2024, c'est la baisse la plus importante post-Covid¹. **Les salaires restent en revanche très dynamiques**, les indicateurs (*Indeed wage tracker*, PAYE, salaire hebdomadaire de base) s'accordant sur une hausse en glissement annuel de 6 % ou plus en novembre et décembre (cf. graphique). Si la hausse tarde pour l'heure à s'estomper, elle devrait finir par se modérer en raison de la baisse des tensions sur le marché du travail et d'un soutien aux salaires de la fonction publique moins important en 2025. **L'inflation a, de son côté, légèrement reflué en fin d'année** (de 2,6% en novembre à 2,5 %), avec un ralentissement notable dans les services (de 5,0% à 4,4%) attribuable pour moitié à la chute des prix dans le transport aérien.

Nos prévisions de croissance pour 2025 tablent toujours sur un léger renforcement, à hauteur de 1,1% en moyenne annuelle (contre 0,8 % en 2024), à la faveur de la **poursuite du cycle progressif de détente monétaire**. En effet, la BoE vient de baisser ses taux directeurs de 25 points de base, et trois nouvelles baisses sont attendues d'ici à la fin de l'année, au rythme d'une baisse par trimestre. Les risques sur le scénario d'inflation sont toutefois orientés à la hausse au vu de l'évolution du marché du travail et de la mise en place des mesures protectionnistes aux États-Unis. Même si le Royaume-Uni était épargné par les sanctions, le pays subirait les contrecoups négatifs indirects d'une guerre commerciale entre les États-Unis et l'Union européenne.

Guillaume Derrien (achevé de rédiger le 7 février 2025)

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

Indicateurs salariaux pour le Royaume-Uni



Sources : Indeed, ONS.

Croissance du PIB

Observé				Acquis	Prévision			Prévisions annuelles		
T1 2024	T2 2024	T3 2024	T4 2024 (estimation)	T4 2024*	T1 2025	T2 2025	T3 2025	2024 (estimation)	2025	2026
0.7	0.4	0.0	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4	0.8	1.1	0.9

* Calculé avec l'estimation du T4 2024

Sources : Refinitiv, BNP Paribas.



Japon : nouvelle étape dans le resserrement monétaire

L'économie japonaise débute l'année 2025 de façon divergente selon l'enquête JibunBank PMI. Le PMI manufacturier s'affiche en retrait à 48,7 en janvier (-0,9 pp, un plus bas depuis mars 2024), sur fond d'une plus ample détérioration de la production et des nouvelles commandes. En revanche, le PMI des services accélère selon l'estimation flash, la Business Activity passant de 50,9 à 52,7. Ces développements laissent l'indice composite en zone d'expansion (51,1) pour le troisième mois consécutif. Cela annonce une croissance légèrement positive au T1 2025 (+0,1% t/t d'après nos prévisions), après une année 2024 marquée par une croissance légèrement négative (-0,2% en moyenne annuelle selon nos estimations).

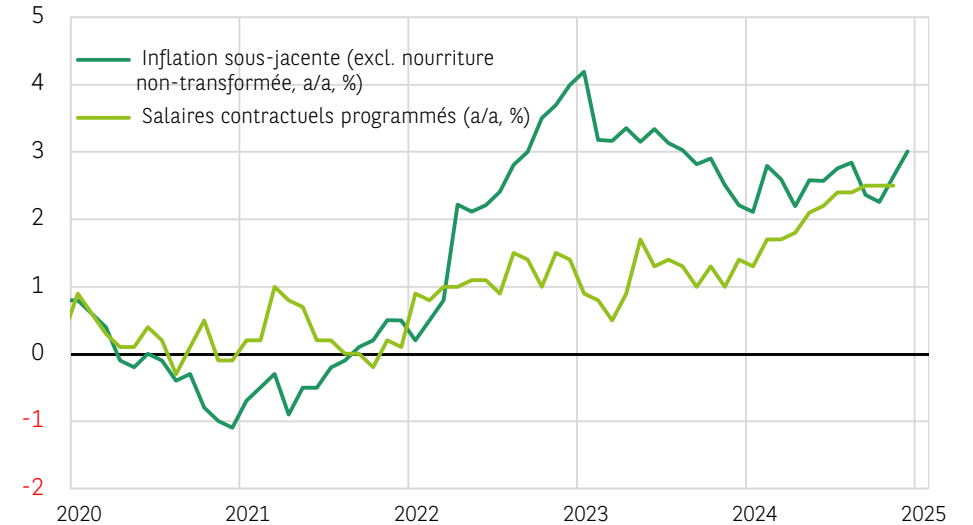
L'inflation a conclu 2024 en hausse, ce qui constitue, pour le Japon, une bonne nouvelle. L'inflation sous-jacente (excluant nourriture non transformée) atteint +3,0% a/a (+0,3 pp), un plus haut depuis août 2023, en dépit d'une modeste décélération mensuelle (-0,1pp à +0,3%). Ce résultat est principalement tiré par l'inflation énergétique, à +10,1% a/a (+6,0 pp), aussi bien du fait d'une hausse mensuelle (+4,1%, +1,4 pp) que d'effets de base. Ainsi, la *new core inflation*, qui exclut également l'énergie, est stable (+2,4% a/a et +0,0% m/m). L'indice d'inflation de Tokyo (indicateur avancé du résultat national) pour le mois de janvier 2025 suggère, quant à lui, une nouvelle accélération à venir.

La dynamique salariale reste globalement haussière au mois de novembre. La progression des salaires contractuels programmés se maintient à +2,5% a/a, soit un troisième mois d'affilée à ce niveau (ce qui est inédit depuis plus de 30 ans). L'échantillon restreint aux salariés à temps plein, jugé plus représentatif, décélère légèrement à +2,9% a/a (-0,1 pp). Surtout, évolution positive pour la consommation des ménages, l'indice des salaires réels s'affiche en territoire positif, à +0,5% en glissement annuel, après deux mois de recul. De plus, le taux de chômage se réduit davantage à +2,4% (-0,1 pp).

La Banque du Japon (BoJ) a décidé, lors de sa réunion de politique monétaire des 23-24 janvier, de rehausser de 25 pb l'*uncollateralized overnight call rate*. Cette première hausse du taux directeur depuis le mois de juillet 2024 porte ce dernier à +0,5%, son plus haut niveau depuis 2008 (cf. graphique). La BoJ a fait savoir que le resserrement se poursuivrait sous condition de réalisation de son *outlook*, dans lequel la prévision d'inflation sous-jacente a été réhaussée à +2,4% (+0,3 pp depuis octobre) pour l'année fiscale 2025 (qui débute le 1er avril). Enfin, le *Summary of Opinions* évoque une « augmentation suffisante de la résilience de l'économie japonaise » pour résister à l'impact plausible possible des politiques de la nouvelle administration américaine.

Anis Bensaidani (achevé de rédiger le 3 février 2025)

La spirale prix-salaires enfin apparente ?



Sources : Macrobond, BNP Paribas.

Croissance du PIB

Observé				Acquis	Prévision			Prévisions annuelles		
T1 2024	T2 2024	T3 2024	T4 2024 (estimation)	T4 2024*	T1 2025	T2 2025	T3 2025	2024 (estimation)	2025	2026
-0.6	0.5	0.3	0.2	0.4	0.1	0.1	0.1	-0.2	0.6	0.2

* Calculé avec l'estimation du T4 2024

Sources : Refinitiv, BNP Paribas.

Chine : inquiétudes

La croissance économique chinoise a accéléré au T4 2024 (+1,6% en rythme trimestriel et +5,4% en glissement annuel), tirée par la solide performance des exportations et le léger renforcement de la consommation privée. Ces facteurs de soutien devraient persister début 2025, mais la croissance devrait ensuite retrouver sa tendance baissière. La demande intérieure devrait rester fragile et la hausse des droits de douane américains constituera un choc négatif important pour les exportations.

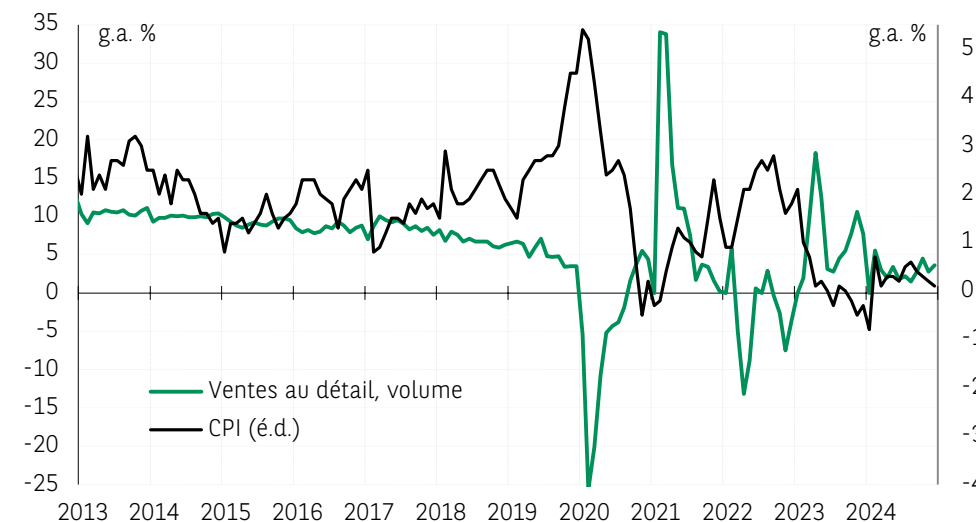
Le choc protectionniste attendu en 2025 explique la récente dégradation des indices PMI du secteur manufacturier. Le PMI manufacturier du NBS est repassé en zone de contraction (à 49,1) après trois mois légèrement au-dessus de 50, et le PMI publié par Caixin est descendu à 50,1, contre 50,5 en décembre. La baisse du PMI non manufacturier du NBS (50,2 en janvier contre 52,2 en décembre) est plus étonnante, étant donné la récente amélioration de la demande des ménages et le maintien d'une politique budgétaire et monétaire accommodante.

Non seulement l'inflation est faible (IPC : +0,1% en g.a. en décembre et +0,2% en 2024) mais les pressions déflationnistes vont persister à court terme, notamment alimentées par les capacités de production industrielle excédentaires et la baisse des prix immobiliers. Dans ce contexte, la Banque centrale maintient une politique accommodante : le taux reverse repo à 7 jours devrait continuer d'être abaissé très progressivement (il est passé de 1,8% fin 2023 à 1,5% fin 2024 et devrait atteindre 1,1% fin 2025). La Banque centrale reste prudente, contrainte par la dégradation de la profitabilité des banques, la baisse des taux longs obligataires et la dépréciation du yuan. Les pressions sur le yuan se sont réduites depuis le 20 janvier mais elles pourraient à nouveau s'intensifier en réponse aux hausses des droits de douane par l'administration Trump (première hausse de 10% effective au 4 février).

La demande des ménages s'est légèrement renforcée au T4 2024. La croissance des ventes au détail a accéléré (à +3,6% en g.a. en volume, contre +2,2% au T3) grâce au programme de remplacement de biens de consommation subventionné par le gouvernement, et les transactions immobilières ont très légèrement rebondi. Toutefois, cette reprise ne signale pas la fin de la crise immobilière : l'activité des chantiers a continué de chuter et le prix moyen des logements a poursuivi sa baisse (-8,1% en g.a. fin 2024). À ceci s'ajoutent des conditions sur le marché du travail toujours relativement dégradées par rapport aux années d'avant-Covid. Le taux de chômage moyen a retrouvé son niveau de 2019 (5,1% fin 2024), mais le chômage des jeunes est toujours plus élevé (15,7%) et les revenus progressent moins vite.

Christine Peltier (achevé de rédiger le 6 février 2025)

Chine : ventes au détail et inflation des prix à la consommation



Sources : NBS, BNP Paribas.

Croissance du PIB

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.



LES ÉTUDES ÉCONOMIQUES

Isabelle Mateos y Lago
Cheffe économiste +33 1 87 74 01 97 isabelle.mateosyago@bnpparibas.com

ÉCONOMIES DE L'OCDE ET STATISTIQUES

Hélène Baudchon
Adjointe à la cheffe économiste - Responsable +33 1 58 16 03 63 helene.baudchon@bnpparibas.com

Stéphane Colliac
France, Allemagne +33 1 42 98 26 77 stephane.colliac@bnpparibas.com

Guillaume Derrien
Zone euro, Royaume-Uni - Commerce international +33 1 55 77 71 89 guillaume.a.derrien@bnpparibas.com

Anis Bensaidani
États-Unis, Japon +33 1 87 74 01 51 anis.bensaidani@bnpparibas.com

Lucie Barette
Europe du Sud +33 1 87 74 02 08 lucie.barette@bnpparibas.com

Tarik Rharrab
Statistiques

PROJECTIONS ÉCONOMIQUES, RELATIONS AVEC LE RÉSEAU FRANCE

Jean-Luc Proutat
Responsable +33 1 58 16 73 32 jean-luc.proutat@bnpparibas.com

ÉCONOMIE BANCAIRE

Laurent Quignon
Responsable +33 1 42 98 56 54 laurent.quignon@bnpparibas.com

Céline Choulet +33 1 43 16 95 54 celine.choulet@bnpparibas.com

Thomas Humblot +33 1 40 14 30 77 thomas.humblot@bnpparibas.com

Marianne Mueller +33 1 40 14 48 11 marianne.mueller@bnpparibas.com

ÉCONOMIES ÉMERGENTES ET RISQUE PAYS

François Faure
Responsable - Argentine, Turquie, méthodologie, modélisation +33 1 42 98 79 82 francois.faure@bnpparibas.com

Christine Peltier
Adjointe - Grande Chine, Vietnam, méthodologie +33 1 42 98 56 27 christine.peltier@bnpparibas.com

Stéphane Alby
Afrique francophone +33 1 42 98 02 04 stephane.alby@bnpparibas.com

Pascal Devaux
Moyen-Orient, Balkans +33 1 43 16 95 51 pascal.devaux@bnpparibas.com

Hélène Drouot
Corée, Thaïlande, Philippines, Mexique, pays andins +33 1 42 98 33 00 helene.drouot@bnpparibas.com

Salim Hammad
Amérique latine +33 1 42 98 74 26 salim.hammad@bnpparibas.com

Cynthia Kalasopatan Antoine
Ukraine, Europe centrale +33 1 53 31 59 32 cynthia.kalasopatanantoine@bnpparibas.com

Johanna Melka
Inde, Asie du Sud, Russie, Kazakhstan +33 1 58 16 05 84 johanna.melka@bnpparibas.com

Lucas Plé
Afrique anglophone et lusophone +33 1 40 14 50 18 lucas.ple@bnpparibas.com

CONTACT MEDIA

Mickaëlle Fils Marie-Luce +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 acteurs 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 loi 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 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).

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.



BNP PARIBAS

La banque d'un monde qui change

ECONOMIC RESEARCH

ECOPULSE