

SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

7

ÉTATS-UNIS

L'économie américaine continue de se montrer dynamique et résiliente face au resserrement monétaire. Après un ralentissement au T1 2024 (+0,3% t/t contre +0,8% au T4 2023), la croissance du PIB a réaccélééré à +0,7% au T2 et s'est maintenue à ce niveau au T3, avec la consommation des ménages comme moteur principal. Nous anticipons un taux de croissance annuel moyen de +2,8% en 2024, contre +2,9% en 2023, grâce à l'acquis de croissance et au rattrapage des revenus réels. L'activité, actuellement au niveau de long terme, devrait ralentir quelque peu en 2025, avec une croissance annuelle de +2,1%, avant que les effets des changements politiques ne se fassent ressentir en 2026. Le pic de l'inflation a été atteint mi-2022 et les développements de 2024 ont laissé entrevoir un atterrissage en douceur, avec un IPC qui devrait s'élever à +2,6% a/a au T4. Le rééquilibrage des risques autour de l'inflation et du marché du travail a ouvert la voie à un assouplissement de la part de la Fed. La cible de taux a été abaissée en septembre (-50 pb) et novembre (-25 pb). Une nouvelle baisse, en décembre, devrait porter la cible à +4,25% - +4,5% en fin d'année. Cependant, le risque inflationniste associé aux politiques économiques à venir devrait conduire la Fed à maintenir la cible stable tout au long de l'année 2025.

CHINE

La croissance économique a accéléré au T3 2024 (+0,9% t/t contre +0,5% au T2) et s'est établie à 4,8% en g.a. sur les trois premiers trimestres de l'année. Pour atteindre la cible de croissance de « 5% environ » fixée pour 2024, l'activité doit rebondir au dernier trimestre, ce qui requiert la mise en œuvre rapide des mesures de soutien au secteur immobilier et de relance budgétaire annoncées au cours des dernières semaines. De fait, l'activité a gagné en vigueur en octobre, notamment tirée par une amélioration de la consommation des ménages et une solide performance des exportations. Cependant, les perspectives pour 2025 restent incertaines. D'une part, le secteur manufacturier devrait faire face à la multiplication des barrières protectionnistes. D'autre part, la demande intérieure reste freinée par d'importants freins, tels que la crise immobilière, la moindre progression des revenus des ménages, et la faiblesse de la confiance du secteur privé. L'inflation des prix à la consommation reste très faible et les prix à la production sont en baisse continue depuis deux ans.

ZONE EURO

Après un rebond au T3 2024 (+0,4% t/t), la croissance en zone euro ralentirait au T4 (+0,3% t/t) avant de se stabiliser à 0,2% t/t en rythme trimestriel en 2025. En moyenne annuelle, la croissance se renforcerait légèrement à 1,0% en 2025, avec des écarts à nouveau importants entre les États membres. Ces écarts se ressentent aussi sur le marché du travail où les signaux se font plus négatifs en France et Allemagne tandis que le taux de chômage continue de baisser en Espagne et en Italie. Les marges de progression seront limitées par le virage protectionniste qui s'annonce aux États-Unis, des difficultés persistantes dans l'industrie, soulignées par les niveaux actuellement faibles des indices PMI, et l'incertitude sur l'économie chinoise. Ces développements seront toutefois contrebalancés par la modération de l'inflation, la poursuite du cycle de baisse des taux d'intérêt par la BCE, et par le renforcement des effets des fonds NGEU.

FRANCE

La croissance s'est renforcée au 3e trimestre 2024, à 0,4% t/t (après +0,2% t/t au 2e trimestre 2024), soutenue principalement par l'impact favorable des Jeux Olympiques (JO), compensant l'impact négatif de l'investissement des entreprises (-1,2% t/t) et des ménages (-0,6% t/t). La désinflation est désormais nette (1,7% a/a en novembre 2024 contre 3,9% a/a un an plus tôt selon l'indice harmonisé), ce qui n'a pour le moment pas engendré une accélération de la croissance de la consommation des ménages (en dehors de l'effet JO). En 2025, la croissance devrait diminuer à 0,8%, en combinaison avec une détérioration du marché du travail et en raison de l'incertitude politique (contre 1,1% en 2023 et 2024).

TAUX & CHANGE

Notre scénario de taux pour les États-Unis a été recalibré pour tenir compte des effets inflationnistes des mesures protectionnistes attendues en 2025. Après une nouvelle baisse de 25 pb des Fed Funds en décembre, qui porteront ces derniers dans une fourchette cible à 4,25-4,50% la Réserve fédérale maintiendrait ainsi les taux inchangés jusqu'au second semestre 2026. Pour la BCE, nous prévoyons des baisses successives de 25 points de base des taux directeurs à chacune de ses réunions, jusqu'à ce que le taux de dépôt atteigne 2% en juin 2025, puis

une stabilisation à ce niveau, qui correspond au milieu de notre fourchette d'estimation du taux neutre. En décembre 2024, la Banque d'Angleterre opterait, quant à elle, pour la *statu quo*, avant de réenclencher le cycle de baisse début 2025, à un rythme d'une baisse par trimestre. Au Royaume-Uni et aux États-Unis, les taux directeurs en termes réels, et donc le degré de restriction monétaire, resteraient toutefois positifs en 2025, tandis que la politique monétaire en zone euro serait globalement neutre.

La Banque du Japon (BoJ) a été la première banque centrale des pays du G7 à agir en 2024, en actant conjointement, lors de la réunion de politique monétaire de mars, la fin de la politique des taux d'intérêt négatifs et de contrôle des taux d'intérêt. Après avoir été ainsi relevée, passant d'un corridor de -0,1-0,0% à 0,0-0,1%, la cible de taux a fait l'objet d'un nouveau relèvement de +15 pb à l'occasion de la réunion de juillet. Dans le même temps, la réduction de moitié du volume d'achat des titres d'État a été annoncée. Nous prévoyons une normalisation très progressive de la politique monétaire dans le pays, avec trois hausses de +25 pb en 2025, portant le taux directeur à +1,0%.

Nous sommes fondamentalement baissiers sur le dollar mais il est, pour l'heure, soutenu par les tensions géopolitiques et les divergences entre les États-Unis et la zone euro. Cela conduit notre prévision vers une parité EUR-USD à horizon de la fin 2025. Le yen devrait aussi se déprécier modérément vis-à-vis du dollar US, sous l'effet, également, du décalage de politique monétaire, la BoJ étant en phase de resserrement monétaire.

CROISSANCE DU PIB ET INFLATION

%	Croissance du PIB				Inflation			
	2023	2024 e	2025 e	2026 e	2023	2024 e	2025 e	2026 e
États-Unis	2.9	2.8	2.1	1.3	4.1	2.9	2.9	3.9
Japon	1.5	-0.3	0.6	0.2	3.3	2.7	2.5	2.1
Royaume-Uni	0.3	0.9	1.4	0.9	7.3	2.6	3.2	2.5
Zone euro	0.5	0.8	1.0	1.0	5.4	2.4	2.1	2.0
Allemagne	-0.1	-0.1	0.4	0.6	6.0	2.5	2.4	1.8
France	1.1	1.1	0.8	0.9	5.7	2.3	1.1	1.2
Italie	0.8	0.5	1.0	1.0	5.9	1.1	2.0	1.9
Espagne	2.7	3.1	2.5	1.8	3.4	2.8	2.2	2.2
Chine	5.2	4.9	4.5	4.3	0.2	0.3	0.8	1.0
Inde*	8.2	8.2	6.0	6.7	5.4	5.4	4.9	4.2
Bésil	2.9	3.4	2.1	1.8	4.6	4.4	5.1	4.0

Source : BNP Paribas (e. Estimations, prévisions)

Mise à jour le 6 décembre 2024

* année budgétaire du 1er avril de l'année t au 31 mars de l'année t+1.

TAUX D'INTÉRÊT ET TAUX DE CHANGE

Taux d'intérêt, %

Fin de période	T1 2025	T2 2025	T3 2025	T4 2025
Fed Funds (borne supérieure)	4.50	4.50	4.50	4.50
E-Unis Treas. 10a	4.10	4.25	4.55	4.65
Zone euro Taux de dépôt	2.50	2.00	2.00	2.00
Bund 10a	1.90	2.00	2.10	2.25
OAT 10a	2.63	2.80	2.95	3.13
BTP 10 ans	2.95	3.10	3.25	3.40
BONO 10 ans	2.50	2.65	2.75	2.90
Royaume-Uni Taux BoE	4.50	4.25	4.00	3.75
Gilt 10a	4.15	3.90	4.00	4.00
Japon Taux BoJ	0.50	0.75	0.75	1.00
JGB 10a	1.20	1.40	1.40	1.60

Taux de change

Fin de période	T1 2025	T2 2025	T3 2025	T4 2025
USD EUR / USD	1.03	1.02	1.01	1.00
USD / JPY	153	154	155	156
GBP / USD	1.26	1.24	1.23	1.22
EUR EUR / GBP	0.82	0.82	0.82	0.82
EUR / JPY	158	157	157	156

Pétrole

Moyenne trimestrielle	T1 2025	T2 2025	T3 2025	T4 2025
Pétrole USD/baril	72	75	76	75

Sources : BNP Paribas (Market Economics, Interest Rate Strategy, FX Strateg, Commodities Desk Strategy)

Mise à jour le 6 décembre 2024



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change