

2025

“ 2025 POURRAIT ÊTRE MARQUÉE PAR UN DÉBUT DE CONVERGENCE DES TAUX DE CROISSANCE ENTRE LES ÉTATS-UNIS ET LA ZONE EURO MAIS PAR DES TRAJECTOIRES DIVERGENTES DE L'INFLATION ET DONC, PAR UNE DÉCONNEXION DES POLITIQUES MONÉTAIRES. ”

À DÉCOUVRIR AUSSI DANS ECOPERSPECTIVES CETTE SEMAINE, AVEC LES ANALYSES PAYS SOUS-JACENTES

ÉTUDES **ECO**NOMIQUES



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

SOMMAIRE

2

3

ÉDITORIAL

À quel point 2025
se distinguera de 2024 ?

À découvrir aussi dans EcoPerspectives
cette semaine, avec les analyses pays
sous-jacentes

5

ACTUECO

Les points clés de la
semaine économique
(Nouvelle rubrique)

6

REVUE DES MARCHÉS

L'évolution hebdomadaire
des marchés

7

SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

Les principales prévisions
économiques et financières

8

DERNIÈRES PUBLICATIONS

Les derniers articles, graphiques
commentés, vidéos et podcasts des
Études économiques.



À QUEL POINT 2025 SE DISTINGUERA DE 2024 ?

L'année 2024 touche à sa fin, mais les incertitudes politiques et économiques persistent et devraient se prolonger en 2025, sous de nouvelles formes. La plateforme programmatique de Donald Trump est connue. En revanche, les mesures qui seront effectivement mises en œuvre leur calendrier et leurs répercussions économiques font partie des grandes inconnues connues de 2025. En tout état de cause, l'incertitude en elle-même représente un frein important à la croissance l'année prochaine. Une convergence des taux de croissance entre les États-Unis et la zone euro devrait s'amorcer dans le courant de 2025, via un ralentissement de la croissance américaine. Cette dernière pâtirait des effets inflationnistes des Trumponomics et de la politique monétaire plus restrictive qui en découle, avec un *statu quo* attendu de la Fed sur les taux tout au long de 2025. En zone euro, le redressement de la croissance resterait limité et contraint mais le retour de l'inflation à la cible de 2% serait sécurisé, permettant à la BCE de poursuivre ses baisses de taux. 2025 serait ainsi marquée par un début de convergence des taux de croissance entre les États-Unis et la zone euro mais par des trajectoires divergentes de l'inflation et une déconnexion des politiques monétaires. L'année prochaine devrait aussi se distinguer de 2024 par une remontée probable des taux de chômage. La possibilité d'un sursaut européen et l'instauration potentielle de mesures plus ambitieuses pour relever les défis structurels de la région font partie des aléas positifs.

2024 n'est pas encore tout à fait terminée et les incertitudes demeurent nombreuses en cette fin d'année mais, l'attention se tourne déjà vers 2025. À quel point l'année prochaine ressemblera ou différera de cette année ?

Le poids de l'incertitude. Un premier point commun est l'incertitude élevée qui pèse sur l'environnement économique. Ce n'est certes pas propre à 2024 ou à 2025 : c'est une dimension récurrente depuis quelques années, dont la nature et les sources évoluent au fil du temps, mais qui ne perd pas en intensité, au contraire. En 2024, l'issue des nombreuses échéances électorales qui ont marqué l'année faisait partie, en bonne place, de ces inconnues connues. Maintenant que les résultats de ces scrutins sont tombés, ils soulèvent toutefois d'autres incertitudes pour 2025. En premier lieu, il y a toutes celles entourant la plateforme programmatique du Président élu Donald Trump et les mesures qui seront effectivement mis en œuvre, à quelle échéance et avec quelles répercussions économiques, pour les États-Unis et le reste du monde (cf. encadré). Et si certaines incertitudes politiques se sont dissipées, d'autres les ont remplacées, notamment en France, en Allemagne et au Japon. Le tout constituant un frein supplémentaire à la croissance¹.

Amorce de convergence des taux de croissance. Sur le plan des perspectives de croissance de part et d'autre de l'Atlantique, une forme de continuité avec 2024 persisterait avec une croissance américaine qui demeurerait sensiblement plus élevée que celle de la zone euro (2,1% contre 1%, respectivement, en moyenne annuelle en 2025). Mais cela masquerait une convergence qui s'amorcerait dans le courant de 2025, via un ralentissement assez net attendu de la croissance américaine. Certes, le renforcement de la croissance de la zone euro resterait limité et contraint par un nombre accru de vents contraires² par rapport aux facteurs de soutien³. Mais 2025 marquerait tout de même une légère amélioration par rapport à 2024 (0,8%). En 2026, nous prévoyons que le ralentissement américain se prolongera (1,3%), ce qui explique en partie pourquoi nous n'anticipons pas de hausse supplémentaire de la croissance de la zone euro (1%). L'écart de croissance avec les États-Unis s'en trouverait tout de même nettement réduit. Le Royaume-Uni

et le Japon devraient voir leur économie accélérer assez nettement en 2025 (à la faveur notamment d'un double soutien monétaire et budgétaire pour le Royaume-Uni et d'une dynamique plus porteuse du revenu disponible des ménages au Japon) avant de s'essouffler à nouveau en 2026 (sous l'effet notamment des mesures protectionnistes américaines).

Consolidation budgétaire et remontée du chômage. À la différence de 2024, 2025 devrait être marquée par plus de consolidation budgétaire et une remontée probablement plus nette des taux de chômage. Dans ce contexte, et malgré le soutien attendu de la baisse des taux d'intérêt et des gains de pouvoir d'achat nettement plus élevés en 2024, il apparaît difficile d'anticiper que 2025 sera, enfin, l'année du rebond de la consommation des ménages en Europe et d'une baisse franche des taux d'épargne. De ce point de vue, 2025 pourrait ressembler à 2024.

L'investissement des entreprises est aussi pris dans des vents contraires. Avec, d'un côté, la détente des conditions de financement et les besoins toujours impérieux en matière de digitalisation et de verdissement des appareils productifs. Et, de l'autre, certains signes de dégradation de la situation financière des entreprises, la fragilité de la demande et l'incertitude prégnante. 2025, en moyenne annuelle, pourrait marquer une détérioration par rapport à 2024 sur cette composante de la croissance. *A contrario*, l'investissement résidentiel des ménages et, par ricochet, le secteur de la construction, pourraient un peu plus profiter de l'assouplissement des conditions de crédit et amorcer une sortie de crise. Le secteur automobile européen, nous l'espérons, pourrait aussi commencer à sortir du marasme. Au niveau de l'ensemble du secteur industriel, un début de sortie de récession apparaît toutefois assez incertain. 2025 devrait être encore une année difficile, potentiellement dans une moindre mesure, pour l'industrie dans son ensemble (l'aéronautique semblant se distinguer par des perspectives plus positives). La dichotomie entre les difficultés de l'industrie et le rôle moteur des services, une des caractéristiques de 2024, devrait vraisemblablement se prolonger en 2025.

1 Voir par exemple les travaux récents de l'OFCE sur la quantification du coût économique de l'incertitude (https://www.ofce.sciences-po.fr/blog2024/fr/2024/20241203_RS/, 3 décembre 2024).

2 Incertitude accrue sur la politique commerciale, affaiblissement de la croissance potentielle allemande, consolidation budgétaire française, droits de douane plus élevés.

3 Hausse des revenus réels, assouplissement des conditions de crédit, dynamisme de l'Europe du Sud, poursuite des déboursements des fonds NGEU, hausse probable de certaines dépenses budgétaires (défense, décarbonation).



Inflation et politique monétaire sur des trajectoires divergentes de part et d'autre de l'Atlantique. Ce qui distinguera surtout 2025 de 2024, d'après nos prévisions, ce sont les trajectoires divergentes de l'inflation entre les États-Unis et la zone euro et, par conséquent, la déconnexion des politiques monétaires.

Nous nous attendons à ce que l'inflation américaine reparte à la hausse à compter du T2 2025 sous l'effet des Trumponomics 2.0, contrariant la poursuite du cycle de baisses de taux engagé par la Fed en septembre 2024. Compte tenu de la nature de cette nouvelle poussée inflationniste et du contexte économique-financier qui demeure favorable, la Fed ne pourra pas « regarder au travers ». Après une dernière baisse de 25 points de base attendue lors du FOMC de décembre, elle opérera pour un *statu quo* monétaire prolongé sur les *Fed Funds*, dont la fourchette cible resterait donc 4,25-4,50% jusque mi-2026. Elle reprendrait alors ses baisses de taux (nous en anticipons deux, de 25 pb), une fois le pic d'inflation atteint d'après nos prévisions. Même si l'inflation reste élevée, le passage de la croissance américaine sous son rythme potentiel autoriserait la Fed à être plus « forward-looking ».

Du côté de la zone euro, les pressions désinflationnistes devraient l'emporter et le retour à la cible de 2% serait sécurisé en 2025, permettant à la BCE de poursuivre le desserrement graduel de sa politique monétaire jusqu'à la neutralité en milieu d'année prochaine. Concrètement, après quatre baisses de taux de 25 pb en 2024, la BCE devrait continuer sur ce rythme lors de chacune des réunions à venir et procéderait donc à quatre nouvelles baisses de taux en 2025. Ce qui porterait le taux de dépôt à 2% en juin, un niveau correspondant au point médian de notre intervalle du taux neutre. Il est toutefois probable que la BCE aille en-deçà de ce taux neutre et passe en zone de politique accommodante si l'économie s'affaiblit plus que nous ne l'anticipons.

Dans l'ensemble, autour de ce nouveau scénario économique central, il y a plus de risques baissiers qu'haussiers. On conclura toutefois en pointant, parmi les aléas positifs, la possibilité d'un sursaut européen et d'une mise en œuvre de mesures plus ambitieuses pour répondre aux défis structurels de la région⁴.

Hélène Baudchon

4 Lire à ce propos, l'édito d'Isabelle Mateos y Lago, [À quelque chose malheur \(européen\) est bon](#), 12 novembre 2024.

Trump 2.0 : des effets négatifs directs différenciés, des effets négatifs indirects diffus

S'agissant des États-Unis, notre scénario central repose sur une mise en œuvre quasi intégrale de la plateforme économique de D. Trump, selon les hypothèses suivantes :

- Hausse de 25 points de pourcentage (pp) des droits de douane sur les biens chinois (qui atteindraient un taux effectif d'environ 40%) : +10 pp au T1 2025 et les 30 pp restants étant mis en œuvre à compter du T3 2025 et étalés sur quatre trimestres.
- Hausse de 3 pp en moyenne des droits de douane sur les autres pays (avec un taux effectif global qui s'approcherait de 5%), à compter du T4 2025 et introduite sur quatre trimestres.
- Certains pays, comme le Canada et le Mexique, échapperaient, à court terme, aux hausses. Celles-ci ne porteraient pas non plus sur les biens dont les prix sont particulièrement visibles, comme le pétrole ou les biens alimentaires non transformés.
- Les baisses d'impôts du TCJA sont prolongées et combinées à des baisses de dépenses publiques, principalement dans les programmes sociaux, dont certaines en 2025-2026. Par rapport à 2024, l'impulsion fiscale serait modestement négative.
- En termes d'immigration, le flux, net des sorties, des entrées irrégulières baisserait à environ 300 000 en 2025 (contre 1 million à date en 2024 et à comparer à un flux net négatif de 129 000 en 2019). Il n'y aurait pas de départs involontaires de masse.
- En termes de déréglementation, cela prendrait la forme d'une pause générale sur de nouvelles règles, une rationalisation des processus administratifs et des mesures ciblées de déréglementation pour soutenir l'investissement, en particulier dans le secteur énergétique.

L'impact net (effets positifs moins négatifs) sur la croissance américaine de ce programme serait d'abord positif sur les six premiers mois environ de 2025. L'économie américaine continuerait de donner des signes de résilience, soutenue par l'optimisme post-élections, avant de commencer à pâtir plus visiblement de la politique économique menée par la nouvelle administration

Trump, via notamment ses effets inflationnistes et la politique monétaire plus restrictive qui en découle.

De manière qualitative, s'agissant des autres grandes économies avancées étudiées dans notre publication, parmi les pays européens, l'Allemagne et l'Italie ressortent comme les plus vulnérables aux hausses de droits de douane. Et ce, compte tenu de l'étroitesse de leurs liens commerciaux avec les États-Unis, de l'ampleur de leurs excédents commerciaux bilatéraux et de leur spécialisation sectorielle. Les Pays-Bas sont dans un entre-deux : les États-Unis ne sont que la 5^e destination des exportations néerlandaises, ils enregistrent un excédent commercial important avec les Pays-Bas mais ceux-ci sont aussi une plaque tournante pour les échanges commerciaux européens.

La France apparaît en revanche assez peu exposée de manière directe, le commerce bilatéral franco-américain étant plutôt équilibré. La dépendance mutuelle des deux pays sur l'aéronautique devrait aussi protéger ce secteur particulier. Pour la Belgique et l'Espagne, les conséquences directes ne devraient être, de même, que limitées, ces deux pays exportant relativement peu vers les États-Unis. Le poids des services dans l'économie espagnole est un autre élément protecteur, ce secteur étant a priori non concerné par l'accroissement des tarifs. Le Royaume-Uni n'apparaît pas non plus très vulnérable : s'il y a un excédent commercial avec les États-Unis, il est très faible, et le Royaume-Uni, comme l'Espagne et la France, est un pays de services.

En dehors de l'Europe, le Japon apparaît doublement exposé, les États-Unis constituant le premier marché à l'exportation et la Chine le deuxième. Si les effets directs sont plus limités pour certains pays que pour d'autres, tous seront impactés négativement et surtout par l'incertitude ambiante, mais aussi par les effets de second tour (via les intrants et la moindre croissance des partenaires européens) et en cas d'une escalade et de mesures de rétorsion. Le bilan net sur l'inflation apparaît aujourd'hui indéterminé, entre les effets haussiers (dus aux droits de douane et via la dépréciation des devises vis-à-vis du USD), baissiers (affaiblissement de la demande, pressions désinflationnistes voire déflationnistes chinoises) et les comportements de marges des entreprises (en capacité ou non de les préserver). La BCE et la BoE devraient pouvoir poursuivre leur détente monétaire, en se concentrant sur les risques baissiers sur la croissance, et la BoJ son resserrement très progressif.



ZONE EURO : la BCE a poursuivi son cycle de détente monétaire en actant une quatrième baisse de 25 points de base en décembre, portant le taux de refinancement à 3,5% et le taux de dépôt à 3,0%. Cette décision s'est accompagnée de la publication des nouvelles prévisions trimestrielles de la BCE qui intègrent des révisions à la baisse, d'une ampleur limitée, pour la croissance et l'inflation pour 2025 et 2026. La croissance pour 2025 et 2026 est révisée respectivement à 1,1% (contre 1,3% auparavant) et 1,4% (1,5%), tandis que l'inflation est prévue à 2,1% (2,2%) en 2025 et 1,9% en 2026 (inchangée). **La production industrielle se stabilise en octobre, mais la tendance reste très précaire.** L'indice lissé sur trois mois décline à son plus bas niveau en quatre ans.

FRANCE : incertitude réduite mais baisse de notation par Moody's. La France a depuis le 13 décembre un nouveau Premier ministre, François Bayrou. À défaut de budget pour 2025, le projet de loi spéciale disposant de la reproduction du budget 2024 en 2025 devrait permettre de lever l'impôt et d'émettre de la dette, et donc de financer les dépenses. Un budget rectificatif devra toutefois être adopté en 2025 afin de corriger certaines dispositions (dont la non-indexation des tranches d'imposition sur le revenu qui implique une hausse mécanique de EUR 4 mds de cet impôt) et entamer un premier effort de consolidation budgétaire. L'agence Moody's a cependant procédé à une baisse de notation surprise de la dette souveraine française au regard des doutes qui continuent de peser sur la capacité du gouvernement à consolider les finances publiques.

ÉTATS-UNIS : inflation à la hausse avant la Fed, indicateurs de sentiment mitigés. L'inflation, mesurée par l'IPC, accélère légèrement en novembre portant la variation annuelle de 2,3% à +2,7%. L'indice sous-jacent est stable à +3,3% a/a (+0,3% m/m pour les 2 indices). Plus positivement, les services non énergétiques ralentissent en variation mensuelle et annuelle. Cette perte de vigueur de la désinflation ne devrait cependant pas empêcher une nouvelle baisse de taux (-25 pb) de la part du FOMC cette semaine. Côté sentiment, l'enquête auprès des ménages de l'Université du Michigan note une amélioration en décembre à 74,0 (+2,2 points) mais avec une détérioration du sentiment sur les conditions futures (-5,3 points). L'optimisme des petites entreprises, mesuré par l'enquête du NFIB, fait un bond inédit de 8 points pour s'établir à 101,7, dépassant ainsi sa moyenne de long terme pour la première fois depuis décembre 2021.

ROYAUME-UNI : les difficultés économiques s'accroissent. L'indice Gfk évaluant la confiance des ménages progresse de seulement 1 point en novembre (-17). L'indicateur n'a toujours pas rattrapé son niveau d'août dernier. L'estimation mensuelle du PIB réel (valeur ajoutée) indique à nouveau une contraction de l'activité en octobre, de 0,1% m/m, après une baisse similaire en septembre. Les trois grands secteurs (industrie, construction, services) se sont contractés en octobre avec, pour l'industrie, un niveau d'activité atteignant à un nouveau point bas post-Covid. Le solde commercial reste très dégradé, atteignant en cumul sur 12 mois £ 198,2 mds en novembre, soit l'équivalent de 7% du PIB. Certains indices avancés de l'enquête RICS pour le marché immobilier marquent le pas en décembre, mais la tendance reste solide.

CANADA ET SUISSE : baisses de taux de 50 pb face au ralentissement prononcé de l'inflation. La Banque du Canada a porté son taux directeur à +3,25%. C'est la cinquième baisse consécutive pour un total cumulé de -175 pb sur fond de retour de l'inflation à sa cible de 2% et de déception relative à la croissance. La Banque nationale de Suisse a, quant à elle, ramené son taux à 0,50%, dans l'espoir explicite d'éviter de devoir revenir à des taux pour empêcher l'inflation de tomber sous son plancher de 0%.

CHINE : Activité décevante en novembre mais nouveau stimulus annoncé. La croissance de la production industrielle s'est redressée très légèrement (+5,4% en g.a. après +5,3% en octobre), principalement tirée par les exportations. Celle des services a fléchi légèrement mais reste plus rapide qu'au cours des neuf premiers mois de 2024 (+6,1% en g.a. après +6,3% en octobre et +4,8% au T3). Les ventes au détail ont marqué le pas en novembre (+2,8% en g.a. en termes réels), en partie en raison d'effets de base, mais les ventes automobiles se sont bien tenues et les ventes d'appareils électroménagers sont restées encouragées par les programmes de « remplacement de biens de consommation durable ». La consommation privée devrait à nouveau se renforcer dans les prochains mois. Également notable est la hausse des ventes de logements en novembre (+3,2% en g.a.) – première hausse en rythme annuel depuis mi-2021. Par ailleurs, les autorités (Politburo puis Conférence Centrale sur le Travail Economique) ont annoncé, pour 2025, un **nouvel assouplissement de la politique monétaire** (qui devient « modérément souple » après plusieurs années de « prudence ») et de **nouvelles mesures de relance budgétaire**. **Le renforcement de la demande intérieure doit devenir une priorité pour 2025**, et devrait notamment passer par la revalorisation des pensions et de la couverture médicale. Ces changements seraient particulièrement bienvenus. Les mesures exactes et le calendrier de leur mise en place restent toutefois à définir. D'autres priorités listées par les autorités comprennent, par exemple, la poursuite du développement des « nouvelles forces productives » et de l'innovation, la stabilisation du commerce et des investissements étrangers, la réduction des risques systémiques, et la transition verte.

BRÉSIL : Les marchés financiers dans la tourmente face à la montée des incertitudes politiques, budgétaires et monétaires. L'hospitalisation de Lula (pour hémorragie intracrânienne), les spéculations sur son incapacité à poursuivre son mandat, et les débats sur sa succession ont entraîné de nouvelles turbulences sur les marchés financiers brésiliens – déjà chahutés cette année par la dégradation des finances publiques. La monnaie, qui a récemment franchi un seuil historique de 6 real contre le dollar peine à se redresser malgré l'annonce ces dernières semaines de nouvelles coupes budgétaires. Pour stabiliser la devise et ancrer des anticipations d'inflation qui se dégradent, la banque centrale (BCB) est intervenue sur le marché des changes et a relevé son taux directeur de 100 points de base à 12,25%. La BCB a par ailleurs annoncé des hausses de même envergure d'ici mars 2025.

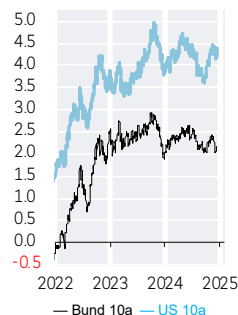


REVUE DES MARCHÉS

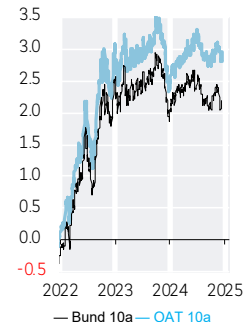
Marchés obligataires

	en %		en pb		
	13-déc.-24	1 semaine	1 mois	Cumul annuel	1 an
Bund 2a	2,07	+3,3	-10,5	-60,3	-84,8
Bund 5a	2,05	+8,9	-13,4	+10,4	-11,0
Bund 10a	2,25	+13,6	-13,9	+24,8	+10,7
OAT 10a	2,96	+13,7	-10,9	+49,0	+32,1
BTP 10a	3,28	+19,2	-24,3	-25,5	-49,7
BONO 10a	2,88	+16,4	-18,1	-6,6	-24,9
Treasuries 2a	4,26	+13,5	-2,9	-7,5	-22,3
Treasuries 5a	4,27	+21,7	-3,9	+40,5	+26,0
Treasuries 10a	4,40	+24,8	-5,3	+53,1	+37,3
Gilt 2a	4,08	-0,3	-18,0	+10,2	-29,0
Treasuries 5a	4,24	+10,3	-18,1	+92,9	+50,9
Gilt 10a	4,41	13,5	-10,8	+81,2	+50,3

Bund 10a vs US Treas. 10a



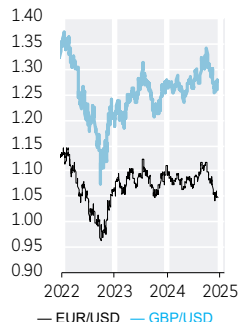
Bund 10a vs OAT 10a



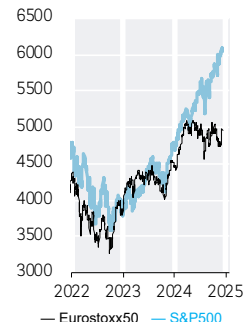
Taux de change - Matières premières

	en niveau		variation, %		
	13-déc.-24	1 semaine	1 mois	Cumul annuel	1 an
EUR/USD	1,05	-0,7	-0,9	-5,0	-2,8
GBP/USD	1,26	-1,0	-0,9	-1,1	+0,7
USD/JPY	153,69	+2,5	-0,9	+9,0	+5,9
DXY	111,99	+7,9	+11,5	+10,5	+6,1
EUR/GBP	0,83	+0,3	-0,1	-4,0	-3,5
EUR/CHF	0,94	+1,1	+0,2	+0,8	-0,9
EUR/JPY	161,20	+1,8	-1,8	+3,5	+2,9
Pétrole (Brent, \$)	74,16	+2,7	+2,7	-4,5	+0,2
Or (once, \$)	2663	+1,0	+2,3	+28,9	+34,3

EUR/USD vs GBP/USD



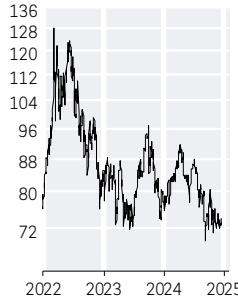
EUROSTOXX 50 vs S&P500



Indices actions

	13-déc.-24	1 semaine	1 mois	Cumul annuel	1 an
Monde					
MSCI Monde (\$)	3817	-1,0	+1,3	+20,4	+23,1
Amérique du Nord					
S&P500	6051	-0,6	+1,1	+26,9	+28,6
Dow Jones	43828	-1,8	-0,3	+16,3	+18,2
Nasdaq composite	19927	+0,3	+3,6	+32,7	+35,2
Europe					
CAC 40	7410	-0,2	+2,7	-1,8	-1,6
DAX 30	20406	+0,1	+7,4	+21,8	+21,7
EuroStoxx50	4968	-0,2	+4,8	+9,9	+9,7
FTSE100	8300	-0,1	+3,4	+7,3	+10,0
Asie					
MSCI, loc.	1425	+0,2	+1,4	+14,3	+16,5
Nikkei	39470	+1,0	+1,9	+17,9	+19,9
Emergents					
MSCI Emergents (\$)	1107	+0,2	+1,2	+8,1	+13,7
Chine	65	+0,4	-0,4	+16,8	+19,9
Inde	1083	+0,2	+5,8	+17,6	+22,1
Brésil	1268	-1,3	-9,2	-29,5	-25,6

Pétrole (Brent, \$)



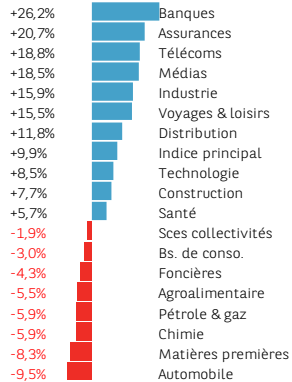
Or (once, \$)



Performance par secteur

Eurostoxx600

Année 2024 au 13-12, €

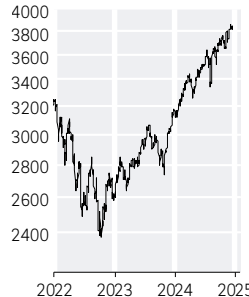


S&P500

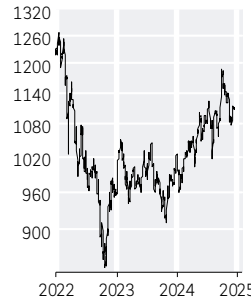
Année 2024 au 13-12, \$



MSCI monde (\$)



MSCI Emergents (\$)



SOURCES : LSEG, BLOOMBERG, BNP PARIBAS



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 opèrerait, quant à elle, pour le *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	4.50	4.50	4.50	4.50
E-Unis (borne supérieure)				
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

DERNIÈRES PUBLICATIONS DES ÉTUDES ÉCONOMIQUES

8

Zone euro : Le grand gradualisme de la BCE	EcoBrief	13 décembre 2024
Droits de douane, quelle efficacité ?	EcoTV	13 décembre 2024
Le Petit Atlas de l'économie française - Décembre 2024	Le Petit Atlas de l'Économie Française	13 décembre 2024
Endettement privé dans les pays émergents : les moyennes sont trompeuses	EcoWeek	9 décembre 2024
La zone euro exporte son épargne. Mais la place-t-elle avantageusement ?	Graphique de la Semaine	9 décembre 2024
Fragmenter ou ne pas fragmenter (l'économie mondiale), telle est la question	EcoWeek	2 décembre 2024
EcoPulse Novembre 2024	EcoPulse	29 novembre 2024
Baromètre de l'inflation - novembre 2024 Les services font de la résistance	EcoCharts	28 novembre 2024
Finalisation de Bâle 3 aux États-Unis : fin de partie ?	EcoTV	28 novembre 2024
À Bakou, une COP qui ne change pas la donne, mais qui ne compte pas pour rien	Graphique de la Semaine	27 novembre 2024
Économie mondiale : peut-on toujours compter sur un atterrissage en douceur ?	EcoWeek	27 novembre 2024
France - Allemagne Prix des services : une poche d'inflation qui devrait perdurer en 2025	EcoBrief	27 novembre 2024
États-Unis et Mexique : des partenaires particuliers	Graphique de la Semaine	22 novembre 2024
Les émergents, victimes d'une guerre commerciale annoncée	EcoEmerging	22 novembre 2024
Renaissance de l'Europe du Sud	EcoTV	21 novembre 2024
Scénario économique et revue des marchés du 18 novembre 2024	EcoWeek	18 novembre 2024
Europe du Sud : la rentabilité des banques au plus haut depuis 2007, mais sans doute pas durablement	Graphique de la Semaine	15 novembre 2024
Maîtrise budgétaire et investissement public : le pari difficile du budget britannique	EcoTV	14 novembre 2024
Baisse des taux : quel impact sur l'économie mondiale ?	Hors Série	14 novembre 2024
À quelque chose malheur (européen) est bon	EcoWeek	12 novembre 2024
Réunion de la Fed : reprise des affaires courantes	EcoBrief	8 novembre 2024



RECHERCHE ÉCONOMIQUE GROUPE

Isabelle Mateos y Lago
Cheffe économiste +33 1 87 74 01 97 isabelle.mateosylago@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 +33 1 43 16 95 56 tarik.rharrab@bnpparibas.com

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 mickaelle.filsmarie-luce@bnpparibas.com



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

ECOCONJONCTURE

Analyse approfondie de sujets structurels ou d'actualité

ECOEMERGING

Analyses et prévisions sur une sélection d'économies émergentes

ECOPERSPECTIVES

Analyses et prévisions des principaux pays, développés et émergents

ECOFLASH

Un indicateur, un évènement économique majeur. Le détail ...

ECOWEEK

L'actualité économique de la semaine et plus...

ECOPULSE

Baromètre mensuel des indicateurs conjoncturels des principales économies de l'OCDE

ECOCHARTS

Panorama mensuel des dynamiques d'inflation au sein des principales économies développées

ECOTV WEEK

Quel est l'évènement de la semaine ?
La réponse dans vos deux minutes d'économie

EN ÉCO DANS LE TEXTE

Le podcast de l'actualité économique

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 desquelles il a été élaboré.

Ce document est élaboré par une société du Groupe BNP Paribas. Il est conçu à l'intention exclusive des destinataires qui en sont bénéficiaires et ne saurait en aucune façon être reproduit (en tout ou partie) ou même transmis à toute autre personne ou entité sans le consentement préalable écrit de BNP Paribas. En recevant ce document, vous acceptez d'être engagés par les termes des restrictions ci-dessus.

BNP Paribas est constituée en France sous forme de société anonyme, et agréée et supervisée en tant qu'établissement de crédit par la Banque centrale européenne (BCE) et en tant que prestataire de services d'investissement par l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR) et l'Autorité des marchés financiers (AMF). Le siège social de BNP Paribas est situé au 16, boulevard des Italiens, 75009 Paris, France.

Les informations contenues dans le présent document peuvent, en tout ou partie, avoir déjà été publiées sur le site <https://globalmarkets.bnpparibas.com>. Pour les avertissements par pays (Etats-Unis, Canada, Royaume-Uni, Allemagne, Belgique, Irlande, Italie, Pays-Bas, Portugal, Espagne, Suisse, Brésil, Turquie, Israël, Bahreïn, Afrique du Sud, Australie, Chine, Hong Kong, Inde, Indonésie, Japon, Malaisie, Singapour, Corée du Sud, Thaïlande, Vietnam) veuillez consulter le document suivant : https://economic-research.bnpparibas.com/LegalNotice/Markets_360_Country_Specific_Notices.pdf

© BNP Paribas (2024). Tous droits réservés.

POUR RECEVOIR NOS PUBLICATIONS

ABONNEZ-VOUS SUR LE SITE ONGLET ABONNEMENT
voir le site des études économiques

ET

SUIVEZ-NOUS SUR LINKEDIN
voir la page [linkedin](#) des études économiques

OU TWITTER
voir la page [twitter](#) des études économiques



Bulletin publié par les Etudes Economiques – BNP PARIBAS
Siège social : 16 boulevard des Italiens – 75009 PARIS / Tél : +33 (0) 1.42.98.12.34
Internet : www.group.bnpparibas - www.economic-research.bnpparibas.com
Directeur de la publication : Jean Lemierre
Directrice de la rédaction : Isabelle Mateos y Lago
Copyright : PhotonPhoto

