



“ L'ANNÉE 2025 EXAUCERA-T-ELLE TOUS LES BONS VŒUX ÉCHANGÉS ACTUELLEMENT À TRAVERS LE MONDE ? SANS DOUTE PAS, MALHEUREUSEMENT. MAIS SI L'ON S'EN TIENT À L'ÉCONOMIE MONDIALE ET D'UN POINT DE VUE EUROPÉEN, CINQ QUESTIONS CRUCIALES DEVRAIENT DÉTERMINER SI L'ANNÉE 2025 SERA BONNE. ”

ÉTUDES **ECONOMIQUES**



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

SOMMAIRE

2

3

ÉDITORIAL

Bonne année ?

5

ACTUECO

Les points clés de la semaine économique
(nouvelle rubrique)

6

REVUE DES MARCHÉS

L'évolution hebdomadaire des marchés

7

DERNIÈRES PUBLICATIONS

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



BONNE ANNÉE ?

L'année 2025 exaucera-t-elle tous les bons vœux échangés actuellement à travers le monde ? Sans doute pas, malheureusement. Mais si l'on s'en tient à l'économie mondiale et d'un point de vue européen, je vois cinq questions cruciales qui détermineront si l'année 2025 sera bonne.

1. LES ÉTATS-UNIS DÉCLENCHERONT-ILS UNE GUERRE TARIFAIRE MONDIALE ?

En matière de tarifs douaniers comme sur les autres sujets, personne ne sait ce que fera le Président Trump. Néanmoins, c'est le domaine dans lequel il a été le plus cohérent en paroles et en actes. Il est donc probable que les droits de douane imposés à certains des partenaires commerciaux des États-Unis augmenteront de manière significative. La question est de savoir combien et quelle sera leur réponse. Les tarifs imposés par la précédente administration Trump ont eu pour effet de reconfigurer les flux commerciaux mondiaux, mais ils ne les ont pas fondamentalement affaiblis. Et le déficit commercial américain n'a pas diminué pour autant. C'est précisément pour cette raison que les droits de douane devront être plus élevés et géographiquement plus étendus cette fois-ci, affirment les conseillers pro-tarifs de Donald Trump. Les marchés et la plupart des entreprises pourraient digérer sans trop de peine des droits de douane supplémentaires, si trois conditions étaient remplies : la possibilité de les contourner en relocalisant, un impact sur l'inflation américaine perçu comme limité, et le fait que les partenaires commerciaux maintiennent leurs propres économies largement ouvertes ou, mieux encore, s'efforcent d'approfondir le libre-échange entre eux. Dans le cas contraire, cela coûtera cher. Une guerre commerciale généralisée serait stagflationniste pour le monde entier et constituerait le principal risque pour sa prospérité.

2. LA CHINE VA-T-ELLE ENFIN STIMULER SA CONSOMMATION INTÉRIEURE DE MANIÈRE STRUCTURELLE ?

Les exportations chinoises ont bondi en 2024, augmentant de 12% en volume, alors que le commerce mondial ne progressait que de 3%. Dans le même temps, la croissance des importations s'est effondrée. Cela signifie que la Chine s'est appuyée encore plus sur la demande extérieure pour atteindre son objectif de croissance du PIB d'« environ 5% » malgré de forts vents contraires intérieurs (lent dégonflement de la bulle immobilière alimentée par l'endettement et sentiment économique général déprimé). La hausse des droits de douane américains ayant entraîné une baisse sensible de la part de la Chine dans les importations américaines, l'augmentation de la part de la Chine dans le commerce mondial s'est faite en grande partie aux dépens de l'Europe. Depuis octobre dernier, les autorités chinoises ont multiplié les annonces de relance. Toutefois, celles-ci sont restées vagues, limitées et davantage axées sur l'aide au marché boursier, aux gouvernements locaux et au secteur immobilier que sur le soutien à la consommation. Et pourtant, à 39% du PIB, la consommation des ménages chinois se situe au 137^e rang mondial (sur 146 pays couverts par les données de la Banque mondiale) et 14 points de pourcentage en dessous de la moyenne. Mais cette situation pourrait être sur le point de changer : les déclarations politiques récentes des autorités chinoises mentionnent plus souvent la

consommation comme un moteur de la croissance, et le président Xi lui-même a commencé à parler de mesures de protection sociale. En remédiant à leur absence quasi-totale, la Chine éliminerait l'un des facteurs clés de son taux d'épargne record. Un tel changement de politique attendu de longue date serait bénéfique à la fois pour la Chine et pour le reste du monde.

3. LA POLITIQUE BUDGÉTAIRE CAUSERA-T-ELLE UN DÉRAILLEMENT ?

Partout dans le monde, les déficits budgétaires et les dettes publiques se sont considérablement accrus depuis 2020 et un ajustement s'impose. Dans la plupart des pays, il pourra se faire progressivement sans poser de problème et aidera même la politique monétaire à se normaliser (c'est-à-dire à s'assouplir). Mais dans les quelques pays qui n'ont pas de budget pour 2025, la politique budgétaire pourrait être une source de fortes perturbations. Dans le cas des États-Unis, les répercussions seraient mondiales. La première préoccupation porte sur la procédure budgétaire, et notamment sur les crises politiques récurrentes autour du plafond de la dette (qui devrait être atteint dans les quinze prochains jours et commencer à mordre vraiment dans quelques mois) et les *shutdown* du gouvernement si le Congrès n'adopte pas une loi de financement à temps (la plus récente, votée *in extremis* le 21 décembre 2024, expire le 14 mars 2025). Ces problèmes finissent par être résolus, mais ils peuvent entraîner une incertitude durable et de la volatilité sur les marchés.

La deuxième préoccupation, plus profonde, porte sur l'ampleur des besoins d'emprunt du gouvernement. Là encore, les États-Unis ne sont pas le seul cas problématique, mais ils sont le plus grand. Le déficit budgétaire du gouvernement fédéral s'élève déjà à USD 2 000 milliards par an, et les propositions politiques de la campagne Trump creuseraient la dette publique de USD 1 700 à 15 500 milliards, avec un scénario central de USD 7 500 milliards à l'horizon 2035 selon le Committee for a Responsible Federal Budget (apolitique). De telles quantités d'émissions de dette seront difficiles à avaler pour le marché, surtout à un moment où certains des plus grands détenteurs de titres du Trésor cherchent activement à s'en détourner pour des raisons géopolitiques. De nouvelles pressions à la hausse sur les rendements des bons du Trésor américain sont donc probables, ce qui tirera les taux vers le haut partout ailleurs dans le monde. Comme pour les droits de douane, une hausse modérée serait un vent contraire gérable. Un mouvement haussier important et persistant pourrait être beaucoup plus préjudiciable. L'histoire suggère même qu'il pourrait déclencher des crises de la dette souveraine à travers le monde étant donné le nombre de pays sur lesquels pèse un fardeau de la dette d'une ampleur historique.



4. L'EUROPE ENTENDRA-T-ELLE LES ALERTES QUI ONT RETENTI EN 2024 ?

Les rapports d'Enrico Letta et de Mario Draghi, ainsi que l'élection de Donald Trump pour un second mandat, ont signalé instamment que maintenir le *statu quo* conduirait l'Europe dans une impasse. Apparemment les responsables politiques européens ont pris conscience de la situation, mais il est encore trop tôt pour prédire avec certitude que des mesures propres à y faire face seront prises. Les dirigeants ne sont pas d'accord sur certains éléments clés de la réponse à apporter, notamment en matière de commerce et d'emprunts communs. En outre, on peut s'attendre à ce que la France et l'Allemagne, qui mènent traditionnellement le débat, restent concentrées sur leur politique intérieure pendant quelques trimestres. Néanmoins, dans certains domaines la Commission européenne pourrait faire avancer les choses de manière significative, en identifiant quelques « livrables » rapides, et ainsi catalyser un retournement positif du sentiment vis-à-vis de l'Europe. Par exemple, elle pourrait commencer par mettre sur pause l'adoption de nouvelles exigences réglementaires pendant qu'elle réexamine la bureaucratie existante, et définir un programme pour éliminer les obstacles au marché intérieur les plus coûteux sur le plan économique.

5. LE ROYAUME-UNI PEUT-IL SE SORTIR DE LA MOROSITÉ DE 2024 ?

L'économie britannique est enlisée dans la stagflation depuis au moins un semestre, comme nous l'avons déjà analysé (voir notre [EcoBrief Banque d'Angleterre : pas de changement, mais plus de craintes sur l'activité](#)). Le sentiment économique des ménages et des entreprises britanniques est en berne. Si nos prévisions (et celles du consensus) tablent sur une reprise de la croissance à environ 1,4% en 2025, cela repose sur les effets de la légère relance budgétaire votée à l'automne et de la poursuite des baisses de taux très graduelles de la Banque d'Angleterre pour remonter le moral aux agents économiques. Un discours de croissance plus convaincant de la part du gouvernement, soutenu par des réformes stimulant la productivité, pourrait être un autre catalyseur contribuant à améliorer les chances de réalisation du scénario de base.

Si la réponse à ces questions sera déterminante pour les performances économiques de 2025, leur pertinence va bien au-delà de cette année. En effet, elles pèseront sur la prochaine décennie, voire le prochain quart de siècle. N'oublions pas comment la seconde moitié des années folles [19]20 a porté les germes de la Grande Dépression et des drames qui en ont découlé. Aujourd'hui comme alors, les institutions démocratiques sont affaiblies et remises en question dans le monde entier. Les bases des relations internationales – économiques ou autres – sont beaucoup moins solides et acceptées que lors des dernières décennies. Une prospérité profitant au plus grand nombre est indispensable. Sinon, notre capacité collective à relever les défis véritablement existentiels de notre époque – le changement climatique et l'intelligence artificielle – en serait menacée.

Isabelle Mateos y Lago



Si la réponse à ces questions sera déterminante pour les performances économiques de 2025, leur pertinence va bien au-delà de cette année.



[Retrouvez notre scénario et nos prévisions](#)

ÉTATS-UNIS

L'ISM Manufacturing termine 2024 comme il l'a débuté : en zone de contraction. Cet indice n'a indiqué une activité en expansion qu'une fois lors des 26 derniers mois. Cependant, le résultat de 49,3 (le plus haut depuis le mois de mars) marque une amélioration par rapport au mois précédent (48,4). Plusieurs membres du FOMC se sont récemment déclarés préoccupés par la persistance de l'inflation (Mary Daly, présidente de la Fed de San Francisco ; Tom Barkin, le président de la Fed de Richmond ; Adriana Kugler, membre du Conseil des gouverneurs). Les taux longs US ont fait l'objet d'un important renchérissement au cours des derniers jours sur fond de craintes de taux « *plus longs pour plus longtemps* » et d'un creusement du déficit public. Au 6 janvier 2025, les rendements à 10 ans excèdent +4,6% quand ceux à 30 ans sont supérieurs à +4,8%, des plus hauts depuis le mois d'avril.

ZONE EURO

Le climat des affaires continue de se détériorer dans les plus grandes économies, à l'exception de l'Espagne où il s'améliore encore davantage, tant dans l'industrie que dans les services. Les indices PMI de décembre ont révélé une meilleure dynamique dans les services (+2,1 points à 51,6). Néanmoins, l'évolution de l'indice manufacturier reste inquiétante (-0,1 point à 45,1), alors que l'indicateur pour les nouvelles commandes termine 2024 à son plus bas niveau de l'année (43,0). La confiance des ménages, elle, recule pour le second mois consécutif en décembre (-0,8 point à 14,5) selon l'estimation *flash* de la Commission européenne. L'indice des prix des intrants dans les services remonte mais ne remet pas en question, à ce stade, la nouvelle phase de désinflation attendue en 2025. Côté supervision bancaire, le processus 2024 de contrôle et d'évaluation prudentiels (SREP), conduit par le superviseur unique de la zone euro, n'entraîne pas de modifications majeures des exigences de fonds propres au titre du pilier 2 pour 2025. En moyenne, les exigences et les orientations globales de fonds propres CET1 des 113 banques supervisées par la BCE n'ont augmenté que très légèrement au 1^{er} janvier 2025, passant de 11,2% à 11,3%.

ROYAUME-UNI

L'indice PMI relatif à l'emploi dans les services plonge en décembre (-3,9 points à 45,4) laissant craindre un retournement plus franc du marché du travail début 2025. Cette baisse mensuelle était la seconde plus importante depuis 1996, hors période Covid. Elle traduit les effets de l'environnement économique et de la hausse des coûts salariaux. L'indice PMI pour les services affiche néanmoins une légère progression (+0,3 à 51,1), tandis que l'indice manufacturier recule davantage en zone de contraction (-1 point à 47,0). La consommation des ménages reste peu dynamique. Les nouvelles immatriculations automobiles affichaient un recul de 1,9% sur un an en novembre, malgré une progression de 58% des véhicules électriques. Les prix immobiliers ont terminé l'année 2024 en forte hausse à +2,0% (après -2,3% en 2023).

JAPON

Les dernières enquêtes JibunBank de 2024 font état de développements positifs en décembre. Certes, le PMI manufacturier reste en zone de contraction pour un sixième mois consécutif, mais le résultat *headline* s'inscrit en hausse, à 49,6. De plus, le PMI services suggère à nouveau une croissance de l'activité, à 50,9 (contre 50,5 en novembre). Par conséquent, le PMI composite est en amélioration, à 50,5 (+0,4pp).

PAYS ÉMERGENTS

Chine : activité solide en fin d'année 2024, mais inquiétudes des marchés pour commencer 2025. Les indices PMI du mois de décembre suggèrent un renforcement de l'activité dans les services (PMI publié par le NBS à 52 contre 50,1 en novembre, et PMI publié par Caixin à 52,2 contre 51,5 en novembre). Les PMI du secteur manufacturier ont au contraire fléchi légèrement mais restent supérieurs à 50. Malgré l'accélération de la croissance attendue au T4 2024 et les annonces de nouvelles mesures de relance de la demande privée (avec notamment une extension du programme de renouvellement des biens de consommation durable), les marchés financiers se sont montrés nerveux ces derniers jours. Les perspectives à court terme de l'économie chinoise restent en effet assombries par la faiblesse de la confiance des ménages et des investisseurs privés, et la montée du risque protectionniste. L'indice boursier CSI 300 a perdu 6% depuis le 1^{er} janvier, mais reste toutefois bien au-dessus de son niveau moyen des neuf premiers mois de 2024 (il a gagné 15% sur l'ensemble de l'année 2024). Les pressions à la baisse sur le yuan ont augmenté et les rendements obligataires de long terme ont atteint un point bas historique.

Turquie : désinflation et premier assouplissement de la politique monétaire. Le 26 décembre, la Banque centrale a abaissé son principal taux directeur de 50% à 47,5% en réponse au ralentissement de l'inflation, qui s'est confirmé en décembre (+1,1% sur un mois contre +3,1% par mois en moyenne en 2024). Sur un an, le taux d'inflation est revenu à 28,5% contre 44,2% en décembre 2023.

Brésil : les interventions de la Banque centrale (BCB) ne parviennent pas à enrayer la chute du real. Au cours des deux dernières semaines de décembre 2024, la BCB a dépensé près de USD 20 mds de réserves de change pour juguler la dépréciation du real et tenter d'enrayer la spirale de défiance des investisseurs qui touche le pays depuis fin novembre. En l'absence d'un recalibrage budgétaire jugé crédible par les marchés, l'efficacité des interventions de la BCB – dans le but d'inverser la tendance baissière de la monnaie et sa contagion à d'autres classes d'actifs – devrait être relativement limitée.

MATIÈRES PREMIÈRES

La baisse des stocks pousse le prix des hydrocarbures à la hausse en ce début d'année. Sur le marché européen du gaz, la référence TTF a atteint EUR 50/MWH, soit un plus haut depuis 15 mois. Si l'arrêt des exportations de gaz russe transitant par l'Ukraine (environ 5,6% des importations totales de l'UE) était largement anticipé par le marché, la baisse accélérée des stocks de gaz européens (au plus bas depuis deux ans), dans un contexte de hausse saisonnière de la demande, a renforcé la nervosité des marchés et poussé les prix à la hausse. À court terme, au-delà des facteurs saisonniers, les prix devraient rester soutenus, le remplacement du flux russe via l'Ukraine (par gazoduc) par des importations de GNL se traduisant par un surcoût. On constate en parallèle une reprise des cours du Brent au-dessus de 75 USD/b, sur fond de réduction des stocks de pétrole brut étatsuniens (hors stocks stratégiques), proches de leur plus bas depuis 5 ans. Dans ce contexte, le soutien de la demande asiatique a été accueilli favorablement par le marché.



REVUE DES MARCHÉS

Marchés obligataires

	en %		en pb		
	03-janv.-25	1 semaine	1 mois	Cumul annuel	1 an
Bund 2a	2.18	+6.8	+21.0	+11.8	-51.1
Bund 5a	2.19	+4.9	+31.0	+8.1	+26.0
Bund 10a	2.43	+3.5	+37.2	+6.3	+41.1
OAT 10a	3.22	+9.0	+37.1	+9.1	+73.2
BTP 10a	3.49	+5.5	+36.5	+6.7	-4.6
BONO 10a	3.07	+3.2	+35.6	+5.0	+12.4
Treasuries 2a	4.28	-5.0	+6.3	+3.2	-12.0
Treasuries 5a	4.41	-4.4	+28.3	+3.2	+52.4
Treasuries 10a	4.60	-2.0	+36.5	+2.6	+69.7
Gilt 2a	4.19	-5.8	+11.8	+4.2	+8.9
Treasuries 5a	4.39	-3.0	+28.9	+4.0	+94.3
Gilt 10a	4.59	-4.1	+35.0	+2.1	+87.5

Taux de change - Matières premières

	en niveau		variation, %		
	03-janv.-25	1 semaine	1 mois	Cumul annuel	1 an
EUR/USD	1.03	-1.3	-2.2	-0.6	-5.7
GBP/USD	1.24	-1.4	-2.0	-1.0	-1.8
USD/JPY	157.40	-0.1	+5.5	+0.2	+9.6
DXY	111.99	+7.9	+11.5	+10.5	+6.1
EUR/GBP	0.83	+0.1	-0.2	+0.3	-3.9
EUR/CHF	0.94	-0.3	+0.6	-0.1	+0.8
EUR/JPY	161.95	-1.4	+3.2	-0.5	+3.4
Pétrole (Brent, \$)	76.35	+3.1	+3.7	+2.2	-2.2
Or (once, \$)	2643	+1.0	+0.1	+0.7	+30.0

Indices actions

Monde					
MSCI Monde (\$)	3738	-0.5	-2.4	+0.8	+20.0
Amérique du Nord					
S&P500	5942	-0.5	-1.8	+1.0	+26.3
Dow Jones	42732	-0.6	-4.4	+0.4	+14.2
Nasdaq composite	19622	-0.5	+0.7	+1.6	+34.5
Europe					
CAC 40	7282	-1.0	+0.4	-1.3	-1.7
DAX 30	19906	-0.4	-0.6	-0.0	+20.4
EuroStoxx50	4871	-0.6	-0.1	-0.5	+9.5
FTSE100	8224	+0.9	-1.6	+0.6	+7.1
Asie					
MSCI, loc.	1435	-0.6	-0.1	+0.2	+15.5
Nikkei	39895	-1.0	+1.6	+0.0	+19.2
Emergents					
MSCI Emergents (\$)	1073	-0.9	-2.2	-0.3	+7.0
Chine	63	-2.8	-1.2	-2.1	+15.5
Inde	1039	+0.9	-2.7	+1.1	+13.6
Brésil	1172	-0.2	-8.7	-0.4	-33.6

Performance par secteur

Eurostoxx600

Année 2025 au 3-1, €

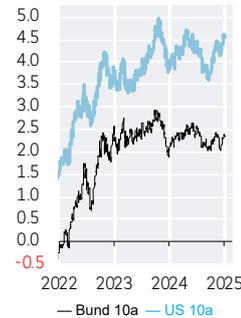
+3.6%	Pétrole & gaz
+1.9%	Sces collectivités
+0.9%	Télécoms
+0.7%	Assurances
+0.4%	Santé
+0.1%	Industrie
+0.1%	Indice principal
+0.0%	Technologie
-0.0%	Foncières
-0.2%	Matières premières
-0.4%	Banques
-0.4%	Construction
-0.4%	Agroalimentaire
-0.7%	Distribution
-0.9%	Médias
-1.2%	Voyages & loisirs
-1.4%	Chimie
-2.3%	Automobile
-2.7%	Bs. de conso.

S&P500

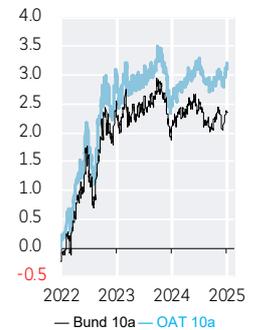
Année 2025 au 3-1, \$

+5.2%	Semiconducteurs
+1.9%	Énergie
+1.8%	Sces collectivités
+1.6%	Médias
+1.6%	Biens de consommation
+1.5%	Banque
+1.3%	Automobiles
+1.3%	Santé
+1.0%	Indice principal
+0.8%	Pharmaceutiques
+0.8%	Biens d'équipement
+0.5%	Foncières
+0.2%	Distribution
+0.1%	Services aux consommateurs
+0.1%	Services commerciaux et pro.
-0.1%	Télécoms
-0.2%	Alimentation, boissons et tabac
-0.4%	Assurances
-1.1%	Matériaux
-2.0%	Matériel et équipement technologiques

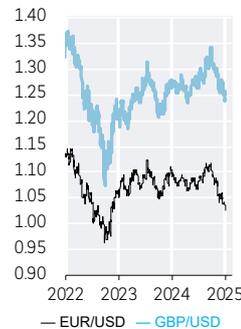
Bund 10a vs US Treas. 10a



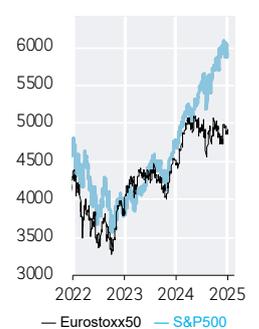
Bund 10a vs OAT 10a



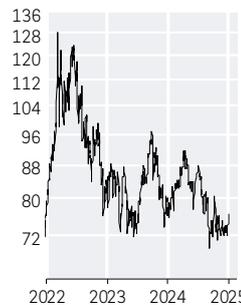
EUR/USD vs GBP/USD



EUROSTOXX 50 vs S&P500



Pétrole (Brent, \$)



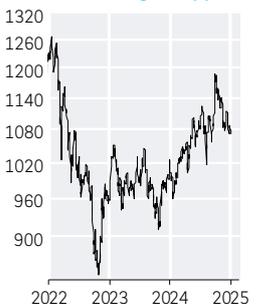
Or (once, \$)



MSCI monde (\$)



MSCI Emergents (\$)



SOURCES : LSEG, BLOOMBERG, BNP PARIBAS



DERNIÈRES PUBLICATIONS DES ÉTUDES ÉCONOMIQUES

7

L'allongement des maturités d'emprunt est-il un levier efficace d'amélioration de l'accès à la propriété ?	Graphique de la Semaine	23 décembre 2024
Banque d'Angleterre : pas de changement, mais plus de craintes sur l'activité	EcoBrief	20 décembre 2024
États-Unis FOMC : Fin du cycle de baisses ?	EcoBrief	19 décembre 2024
FED-BCE : 2025, la grande déconnexion ?	EcoTV	19 décembre 2024
Afrique subsaharienne : rebond en trompe-l'œil des crédits chinois	Graphique de la Semaine	18 décembre 2024
Conférence semestrielle Les conséquences économiques du retour de Donald Trump	Hors Série	17 décembre 2024
Podcast COP29 - Au delà des critiques, quelques avancées...	Podcast - En Eco dans le texte	17 décembre 2024
À quel point 2025 se distinguera de 2024 ?	EcoPerspectives	17 décembre 2024
À quel point 2025 se distinguera de 2024 ? À découvrir aussi dans EcoPerspectives	EcoWeek	16 décembre 2024
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



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

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



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, Taïwan, Thaïlande, Vietnam) veuillez consulter le document suivant : https://economic-research.bnpparibas.com/LegalNotice/Markets_360_Country_Specific_Notices.pdf

© BNP Paribas (2025). Tous droits réservés.

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 : ImageFlow



SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

10

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. Elle devrait se renforcer encore au dernier trimestre et atteindre la cible de « 5% environ » fixée pour 2024. De fait, la demande intérieure devrait bénéficier, au moins au T4 2024 et début 2025, de l'ensemble des mesures d'assouplissement monétaire, de soutien au secteur immobilier et de relance budgétaire mises en œuvre depuis fin septembre. L'activité du secteur manufacturier devrait, quant à elle, rester tirée, à très court terme, par la solide performance des exportations. Cependant, les perspectives pour 2025 restent incertaines. D'une part, le secteur exportateur 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 (+0,3% en moyenne en g.a. sur les onze premiers mois de 2024) et les prix à la production sont en baisse continue depuis plus de 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. Nous prévoyons que la BCE baissera de 25 points de base les taux directeurs à chacune de ses réunions, jusqu'à ce que le taux de dépôt atteigne 2% en juin 2025, ce qui correspond au milieu de notre fourchette d'estimation du taux neutre.

FRANCE

La croissance s'est renforcée au 3^e trimestre 2024, à 0,4% t/t (après +0,2% t/t au 2^e trimestre 2024), soutenue principalement par l'impact favorable des Jeux olympiques (J.O.), 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 J.O.). 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).

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	2,7	2,2
Royaume-Uni	0,4	0,9	1,4	0,9	7,3	2,5	3,1	2,6
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*	7,0	8,2	6,0	6,7	6,7	5,4	4,9	4,2
Brésil	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 06 janvier 2025

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

ROYAUME UNI

L'activité se renforcera en 2025, à hauteur de 1,4%, contre 0,9% en 2024. Le *policy mix* (combinaison des politiques budgétaire et monétaire) sera plus accommodant, même si ses effets positifs seront limités compte tenu de la baisse très progressive des taux d'intérêt et de la mise en place de règles budgétaires plus contraignantes. L'inflation évoluera encore assez nettement au-dessus de la cible des 2% en 2025, soutenue par la croissance des salaires, qui se modérera néanmoins, notamment dans la fonction publique. La BoE baissera ainsi les taux directeurs au rythme d'une baisse par trimestre en 2025, le taux terminal n'étant pas atteint avant 2026. Le degré de restriction monétaire resterait donc positif en 2025. Néanmoins, la dégradation, encore contenue mais progressive du marché du travail ainsi que la baisse de l'activité dans le secteur industriel et le retail (encore visible dans les dernières enquêtes PMI et du CBI) pourraient conduire à un desserrement monétaire plus rapide qu'anticipé actuellement.

JAPON

Un rebond de l'activité est attendu en 2025, avec un taux de croissance annuel moyen de +0,6%. Celui-ci succéderait à un recul en 2024 (-0,2%), principalement imputable à l'acquis de croissance négatif de 2023 et à la contraction du T1 liée à des facteurs ponctuels. Lors des trimestres à venir, la consommation des ménages devrait bénéficier de la tendance haussière des salaires, que le Shunto (négociations salariales) 2025 va probablement prolonger après le record de 2024, sur fond de tensions sur le marché de l'emploi. Néanmoins, la demande domestique reste structurellement faible, tandis que les contraintes d'offre pèsent sur la croissance potentielle. En effet, les avancées trimestrielles de l'ordre de +0,1% t/t anticipées pour 2025 suggèrent un écart de production proche de la neutralité. La Banque du Japon a entamé en 2024 un cycle de resserrement monétaire qui devrait se poursuivre en 2025, quoiqu'avec précaution, alors que l'inflation sous-jacente devrait se maintenir au-dessus de sa cible jusqu'en 2026. Aussi, nous anticipons trois hausses de taux (+25 pb chacune) portant le taux directeur à +1,0% en fin d'année - un plus haut depuis 1995.



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

11

TAUX ET CHANGE

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.

TAUX D'INTÉRÊT ET TAUX DE CHANGE

Taux d'intérêt, %

Fin de période		T1 2025	T2 2025	T3 2025	T4 2025
E-Unis	Fed Funds (borne supérieure)	4,50	4,50	4,50	4,50
	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

