



MACROECONOMIC *view*

16 Janvier 2025



Bruno Cavalier
Chef économiste ODDO BHF

Perspectives économiques 2025 – Le monde selon Trump



POINTS CLÉS

- Pour la deuxième année de suite, l'économie américaine a surpris par sa vigueur en 2024.
- A l'opposé, les espoirs de reprise ont été partiellement déçus en Europe et en Chine.
- Le retour de Donald Trump soulève de grandes incertitudes, notamment en matière de commerce.
- La désinflation et le redressement du crédit bancaire devraient soutenir la demande en Europe.
- Les élections en Allemagne peuvent être l'occasion de desserrer les contraintes pesant sur l'activité.
- Même si la Fed est en mode pause, la BCE a, elle, toutes les raisons d'assouplir sa politique.



Post-mortem de 2024

Pour la deuxième année de suite, l'économie mondiale a contredit les anticipations de freinage de la croissance. Le PIB réel a progressé de 3.2%, à peu près comme en 2023. Les effets restrictifs du durcissement monétaire amorcé en 2022 ont été amortis grâce à la solidité des créations d'emploi, au redressement des revenus réels et à divers soutiens budgétaires.

A y regarder de près, cette bonne surprise n'est due qu'aux Etats-Unis, ce que reflètent la surperformance de leur marché boursier et l'appréciation du dollar. Le consommateur américain demeure le principal moteur de la demande globale. A l'opposé, en Europe et en Chine, les ménages balancent entre prudence et déprime. Ils ont augmenté leur taux d'épargne pourtant déjà élevé. Ces régions doivent relever des défis structurels profonds, que ce soit le malaise industriel en Allemagne, l'incurie budgétaire en France ou la purge des excès immobiliers en Chine.

Trajectoires d'entrée en 2025

En somme, les trois grandes régions abordent 2025 sur des trajectoires fort différentes. Du côté américain, la croissance économique, proche de 3%,

dépasse sa tendance de moyen terme, avec pour conséquence que la désinflation se trouve stoppée depuis plusieurs mois.

Du côté européen, l'activité progresse bien moins vite que la normale pour ressortir au-dessous de 1%. Cela s'explique en bonne partie car le moteur allemand est à l'arrêt depuis deux ans. L'inflation est déjà au-dessous de la cible de la banque centrale dans bon nombre de pays de la zone euro. L'Europe a engagé une reprise timide tirée par les exportations mais la consommation et l'investissement restent affaiblis.

En Chine, la situation est paradoxale. Le pays affiche des résultats macroéconomiques médiocres, la faiblesse de la demande intérieure alimentant des pressions déflationnistes. Dans le même temps, la Chine domine de nombreux secteurs de pointe (véhicules électriques, énergie verte). A ce jour, les autorités chinoises ont peu fait pour stimuler la consommation, préférant encourager l'offre dans les secteurs jugés stratégiques. Cette stratégie n'est tenable dans la durée que si la Chine gagne des parts de marché à l'exportation. Cela ne peut qu'attiser les frictions commerciales avec les Etats-Unis et l'Europe.



L'inconnue « Trump »

Tout scénario de prévision économique dépend inévitablement de certains facteurs aléatoires, des « inconnues » touchant à la situation politique, aux décisions monétaires et budgétaires, aux frictions commerciales, aux relations diplomatiques. **En 2025, toutes ces questions convergent vers Donald Trump. Sur ses intentions, on sait tout.** Depuis 2016, il prône sans relâche les mêmes idées, à savoir lutter contre l'immigration illégale, baisser la pression fiscale, ériger des barrières douanières. **Ce programme que résume le slogan « Make America Great Again », c'est celui d'un prédateur en haut de la chaîne alimentaire.** Pour survivre, il faudra être rusé ou capable de montrer de la force. La différence par rapport à son premier mandat est que Donald Trump est cette fois mieux préparé, qu'il dispose d'une équipe plus loyale (quoique constituée de factions opposées sur certains points) et qu'il s'est fixé des objectifs plus ambitieux.

La mise en œuvre de ce programme est teintée d'incertitudes quant à l'ampleur des différentes mesures et leur séquençage. Il ne fait pas de doute que les droits de douane seront relevés (graphe). Mais quand, à quel niveau, sur quels pays, sur quels produits, etc., ce sont autant de questions ouvertes tant les propositions les plus diverses ont été énoncées ces derniers mois. L'incertitude tarifaire pourrait se révéler plus dommageable que les droits de douane eux-mêmes.

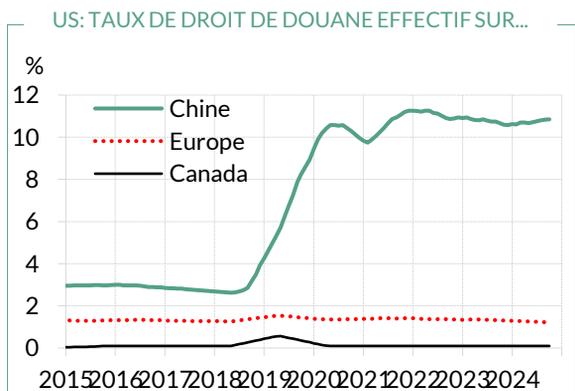
En attendant des précisions, on peut faire la hiérarchie des chocs. Selon les travaux du Peterson Institute, un think tank américain spécialisé en économie internationale, la plus forte perturbation viendrait d'une remise en cause de l'indépendance de la Fed. **L'expulsion massive de travailleurs clandestins pourrait créer des pénuries de main-d'œuvre. Quant à la guerre tarifaire, elle affectera les échanges mondiaux** surtout si elle concerne un grand nombre de pays (et pas seulement la Chine) et s'il y a des mesures de rétorsion. Dans tous les cas, l'économie US ne sera pas immunisée. Les recettes douanières additionnelles ne couvriront jamais les baisses d'impôt promises aux ménages et aux entreprises, les rodomontades d'Elon Musk sur les coupes de dépenses fédérales sont irréalistes, le déficit budgétaire augmentera. Les marchés obligataires réévaluent la prime de risque et la Fed banque centrale a suspendu les baisses de taux directeurs.

Quels espoirs pour l'Europe ?

Il y avait de bonnes raisons de tabler sur un redressement économique de l'Europe en 2024 : la désinflation, l'amorce de reprise du crédit bancaire et le pivot monétaire de la BCE. A l'opposé, la montée de l'incertitude politique, en France puis en Allemagne, a poussé à suspendre ou différer des décisions de dépenses. Le climat des affaires est morose. A première vue, l'horizon économique reste assez sombre.

Toutefois, **c'est souvent dans l'adversité que l'Europe se montre capable de se ressaisir.** Sous la pression de Donald Trump, l'Europe est forcée de repenser sérieusement son modèle économique et sa sécurité. Les questions de défense exigent des efforts d'investissement. Il est indispensable aussi de retrouver une stabilité politique. En France, le nouveau gouvernement semble moins exposé à la censure que le précédent. En Allemagne, les élections anticipées laissent espérer que la prochaine coalition parviendra à desserrer les contraintes qui brident l'activité manufacturière. Réduire le coût de l'énergie pour les entreprises (via des subventions) et relâcher le frein à l'endettement sont des prérequis pour réveiller l'économie allemande et lui redonner un rôle moteur pour le reste de l'Europe.

La BCE a aussi un rôle à jouer pour assouplir les conditions de financement. A court terme, le risque d'inflation pointe vers le bas, non plus vers le haut. Ce n'est pas seulement une politique monétaire dite « neutre » que la BCE doit viser (des taux directeurs entre 2% et 2.5%), mais une politique réellement accommodante. Compte tenu des différences de cycle entre les Etats-Unis et l'Europe, la BCE a tout raison de découpler son action de la Fed. Les prochains mois promettent une série de baisse des taux de la BCE.



Source des graphiques : Census Bureau, ODDO BHF



Avertissement

Ce document a été préparé par ODDO BHF dans un but purement informatif. Il ne saurait créer de quelconques obligations à charge de ODDO BHF. Les opinions émises dans ce document correspondent aux anticipations de marché de ODDO BHF au moment de la publication de document. Elles sont susceptibles d'évoluer en fonction des conditions de marché et ne sauraient en aucun cas engager la responsabilité contractuelle de ODDO BHF. Toute référence à des valeurs individuelles a été incluse à des fins d'illustration uniquement. Avant d'investir dans une quelconque classe d'actifs, il est fortement recommandé à l'investisseur potentiel de s'enquérir de manière détaillée des risques auxquels ces classes d'actifs sont exposées notamment le risque de perte en capital.

ODDO BHF - 12, boulevard de la Madeleine - 75440 Paris Cedex 09 France - Tél. : 33(0)1 44 51 85 00 - Fax : 33(0)1 44 51 85 10 - www.oddo-bhf.com ODDO BHF SCA, société en commandite par actions au capital de 73 193 472€ - RCS 652 027 384 Paris - agréée en qualité d'établissement de crédit par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) et immatriculée à l'ORIAS en qualité de courtier d'assurance sous le numéro 08046444. - www.oddo-bhf.com