

**Il est temps de regarder en arrière, ainsi que vers l'avenir**



**La fin d'une année est toujours propice à la réflexion. Au début de l'année 2024, nous avons fait trois prédictions : ralentissement de la croissance et récession ; baisse de l'inflation ; et politiques monétaires commençant à réduire les taux d'intérêt. Nombre de ces prévisions se sont avérées exactes, mais pas toutes. Pour 2025, nous anticipons une amélioration de la croissance, une inflation modérée et une normalisation de la politique monétaire.**



—  
**Michaela Huber**  
Senior Cross-Asset Strategist,  
Vontobel



—  
**Stefan Eppenberger**  
Chief Investment Strategist,  
Vontobel

Dans l'ensemble, plombée par des politiques monétaires restrictives dans de nombreux pays, l'économie mondiale a, en 2024, connu une croissance inférieure à son potentiel. Les principaux indicateurs avancés se sont contractés pendant de longues périodes, tandis que les consommateurs et les entreprises affichaient un moral en berne.

Aux États-Unis, le marché de l'emploi a connu un ralentissement. Les offres d'emploi sont en baisse depuis plusieurs mois et s'élevaient à 7,74 millions en octobre<sup>8</sup>. Indicateur clé de la confiance des travailleurs dans les perspectives du marché de l'emploi, le «taux de démission» est tombé à 2,1%, après un pic de 3% en 2022. Même le taux de chômage a progressé de manière significative (graph. 1).

En Chine, la situation est de plus en plus préoccupante. Le taux de chômage urbain oscillait autour de 5% en octobre, et le chômage des jeunes ressortait à un niveau alarmant de 18,8% en août 2024. Dans le même temps, l'Allemagne a également connu un net refroidissement de son marché de l'emploi<sup>8</sup>.

La fin d'année affiche néanmoins plusieurs surprises économiques positives qui s'inscrivent dans des perspectives politiques plus favorables. L'enquête PMI de l'ISM a ainsi montré que l'indicateur des services avait progressé pour atteindre son plus haut niveau depuis deux ans. Cette évolution est importante, car le secteur des services représente plus des deux tiers de l'activité économique US. Les enquêtes sur la confiance des consommateurs affichent en outre une amélioration considérable à la fin de l'année 2024.

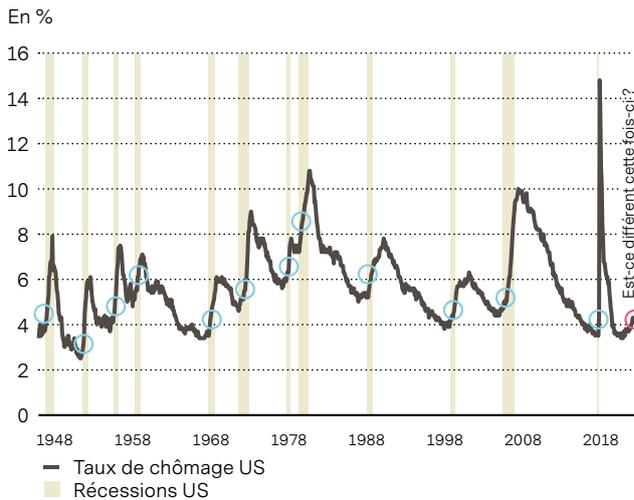
Portée par une consommation privée étonnamment forte, l'économie US a ainsi progressé à un rythme annualisé de 2,8% au 3<sup>e</sup> trimestre. Si de nombreuses régions du monde ont frôlé la récession en 2024, elles ont toutefois réussi à l'éviter.

#### **Anticipations et risques**

Pour 2025, nous misons sur une nouvelle amélioration du moral des consommateurs, du moins aux États-Unis. Le marché de l'emploi US semble en bonne santé, la croissance du revenu personnel réel est positive depuis mai 2023, et une partie de l'épargne accumulée semble

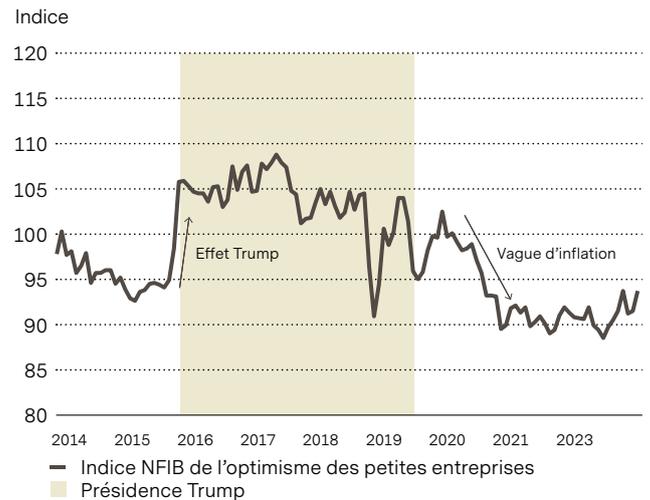
## 8 Points saillants du marché

**Graph. 1 : Nous sommes passés très près de la récession en 2024**



Source : LSEG, Vontobel ; au 22 novembre 2024

**Graph. 2 : Le moral des petites entreprises avait bondi après la victoire de Trump en 2016**



Source : LSEG, Vontobel ; au 22 novembre 2024

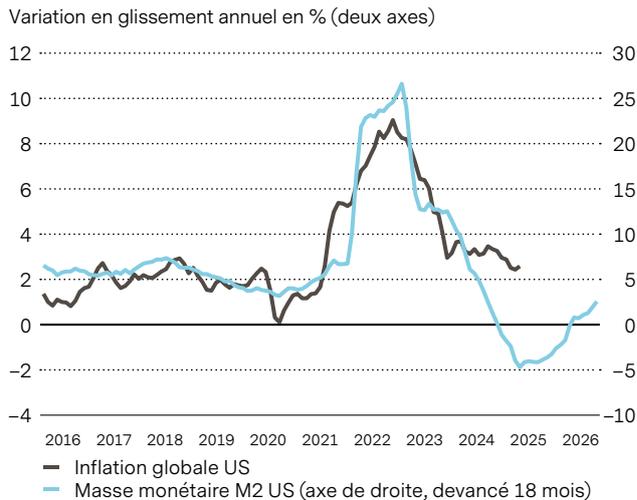
encore disponible. Les probables incitations fiscales adoptées par Trump devraient également soutenir la consommation, et le climat des affaires devrait se redresser. Le résultat des élections américaines a levé nombre d'incertitudes et donne aux entreprises une plus grande visibilité sur l'avenir. L'élection présidentielle de 2016 avait, elle aussi, vu bondir le moral des petites entreprises (graph. 2). La prédilection de Trump pour les réductions d'impôts et la déréglementation devrait renforcer cette tendance. Ce regain d'optimisme, la résilience de la consommation US et les politiques budgétaires potentiellement plus favorables aux États-Unis et en Chine, pourraient stimuler la croissance dans les mois à venir.

La combinaison de dépenses publiques accrues, d'une croissance économique renforcée et d'une éventuelle résurgence des tarifs douaniers de représailles pourrait-elle entraîner une deuxième vague d'inflation ? De nombreuses politiques de Trump sont, certes, «reflationnistes», mais les risques nous semblent actuellement faibles d'une deuxième vague inflationniste. Oui, la croissance devrait s'accélérer en 2025, mais elle est loin d'être explosive. Le secteur manufacturier mondial éprouve en effet toujours des difficultés, le marché immobilier chinois reste en crise et l'économie européenne est mal en point.

Oui, la politique monétaire s'est assouplie, mais elle est loin d'être accommodante. Si la masse monétaire américaine M2<sup>9</sup> (graph. 3) est récemment redevenue positive, elle reste bien inférieure aux niveaux observés en 2021 et 2022. L'absence de faiblesse significative du dollar US ne pointe pas non plus en direction d'une deuxième vague d'inflation. Sa forte appréciation actuelle devrait même contribuer à contenir l'inflation importée.

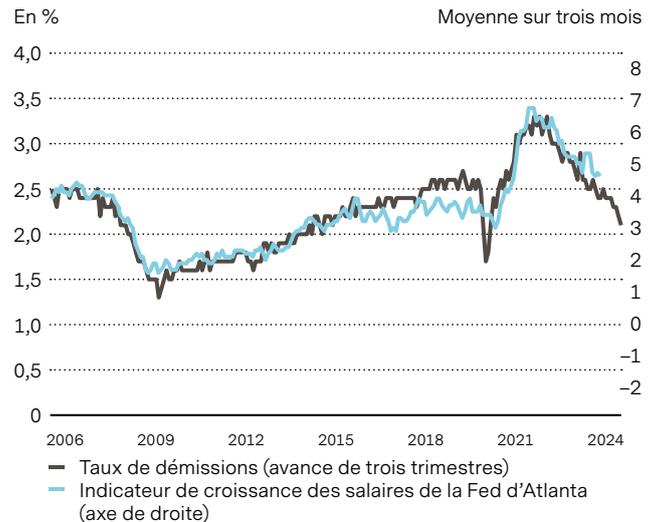
Il existe en outre une marge de désinflation dans le secteur de l'immobilier. Généralement, l'«inflation du logement»<sup>10</sup> diminue lorsque la Fed entame un cycle de réduction de ses taux. Les prix des matières premières se comportent en outre de manière plus favorable cette fois-ci. Malgré les tensions géopolitiques au Moyen-Orient, en Russie et en Ukraine, et un possible durcissement de l'Iran, les prix du pétrole n'ont pratiquement pas bougé. Le baril de Brent se négocie toujours autour des 70 USD, et le West Texas Intermediate peine à se maintenir au-dessus des 70 USD. Les promesses de forage et de fracking<sup>11</sup> faites par Trump pourraient conduire les États-Unis à accroître leur production de pétrole et de gaz. Ailleurs, les métaux industriels subissent toujours la faiblesse de la production mondiale et la crise immobilière chinoise, tandis que des récoltes record mettent les prix des céréales sous pression.

**Graph. 3 : La masse monétaire en hausse, mais sans insuffisance pour une deuxième vague d'inflation**



Source : LSEG, Vontobel ; au 22 novembre 2024

**Graph. 4 : Certains indicateurs suggèrent une croissance des salaires proche de l'objectif de la Fed.**



Source : LSEG, Vontobel ; au 22 novembre 2024.

Pour la politique monétaire, les banques centrales devraient poursuivre leur normalisation et ramener progressivement les taux d'intérêt en territoire « neutre ». De nouvelles réductions seraient raisonnables, car l'inflation et la croissance des salaires se sont largement normalisées (graph. 4). Fondée sur l'inflation des services à l'exclusion de l'alimentation, de l'énergie et du logement, la mesure de l'inflation « supercore » de la Fed fluctue autour de l'objectif de 2% de la Fed depuis plusieurs mois. D'autres mesures de l'inflation de base se sont également rapprochées de l'objectif<sup>12</sup>.

Certaines banques centrales pourraient même réduire leurs taux en dessous de ce qui est considéré comme neutre. Plusieurs « colombes » de la Banque centrale européenne (BCE) ont ainsi évoqué la possibilité de taux inférieurs à la valeur neutre. La Banque nationale suisse (BNS) n'a pas non plus exclu de revenir à des taux négatifs. Aux États-Unis, une réduction des taux en dessous du niveau neutre semblent toutefois peu probables.

#### Qu'est-ce qui pourrait faire dérailler notre scénario de base ?

Comme toujours, certains risques – de croissance ou d'inflation – pourraient perturber notre scénario de base.

Pour la croissance, il est toujours possible que la récession finisse par se concrétiser. Les effets à retardement des politiques monétaires sont connus, et la hausse des rendements comportent le risque de « casser quelque chose » dans le système. Les autres risques peuvent prendre la forme d'une guerre commerciale, d'une nouvelle détérioration de l'économie chinoise ou de mesures d'austérité budgétaire trop agressives dans certains pays. Cela pourrait entraîner une baisse de la croissance, de l'inflation et des taux.

Pour les risques d'inflation, des mesures de relance budgétaire ou monétaire excessives pourraient entraîner une surchauffe<sup>13</sup> de l'économie et une hausse des prix. Quant aux risques géopolitiques, ils pourraient déclencher un choc de l'offre sur le marché énergétique. Un tel scénario entraînerait probablement une hausse (temporaire) de la croissance, de l'inflation et des taux d'intérêt. La rhétorique anti-immigration de Trump pourrait aussi aggraver les pénuries de main-d'œuvre aux États-Unis et entraîner une nouvelle hausse des salaires et de l'inflation.