

CONFÉRENCE SEMESTRIELLE | LES CONSÉQUENCES ÉCONOMIQUES DU RETOUR DE DONALD TRUMP

TRANSCRIPTION

00:00:00 - Emmanuel Laborde

Bonjour à tous. Merci d'être avec nous pour cette nouvelle conférence semestrielle des Études Économiques de BNP Paribas. Nous sommes donc, en ce mardi après-midi, en direct avec vous pour la première diffusion, la plus interactive, celle à laquelle vous allez pouvoir participer.

Où si vous nous regardez plus tard en *replay*, merci d'être présent. Et un autre merci pour votre fidélité, car vous êtes de plus en plus nombreux à répondre présents à ce rendez-vous que nous vous donnons tous les semestres. Vous êtes plusieurs centaines à vous être inscrits dès que vous avez entendu parler de la thématique de cette nouvelle conférence. Vous étiez plusieurs milliers à nous avoir suivis sur le *replay* de la conférence du mois de juin, donc merci à tous d'être présents. C'est un plaisir de travailler pour vous et de vous savoir aussi nombreux de l'autre côté du poste. Alors évidemment vous êtes, vous, collaborateurs BNP Paribas, habitués à cet événement. À noter que Les clients sont désormais invités et ils sont les bienvenus.

C'est parce que le cercle a été élargi que nous devons débiter par un disclaimer, une clause de non-responsabilité : « Dans le cadre de la directive des marchés d'instruments financiers MIF2, nous vous précisons que les différentes présentations auxquelles vous allez assister cet après-midi, ainsi que les propos qui seront tenus lors de cette conférence, ne constituent pas des conseils en investissement. »

Voilà qui est dit. Nous allons maintenant développer le programme avec une thématique dans l'air du temps de cette fin 2024 : « Les conséquences économiques du retour de Donald Trump. »

C'est un sujet qui va bien au-delà des seules conséquences économiques. Les médias ont couvert évidemment sa réélection, et ils le feront sans doute pour son investiture au mois de janvier prochain. Alors, que l'on soit des supporters ou des détracteurs de Donald Trump, dès que l'on parle de lui beaucoup de superlatifs nous viennent. Nous allons nous intéresser à son programme économique, à ses conséquences avec, dans un premier temps, une séquence en trois chapitres sur les conséquences directes pour les États-Unis et le marché intérieur. Ensuite, nous verrons quelles seront les conséquences pour les relations commerciales entre les États-Unis et l'Europe. Et, enfin, quelles seront les conséquences pour les relations entre les États-Unis et les pays émergents.

À la fin de cette séquence, vous pourrez évidemment nous poser vos questions. Vous le savez, c'est un événement interactif. Dans la pièce à côté de nous, les modérateurs sont là pour classer vos questions et nous les distribuer à la fin de chaque chapitre.

Dans un second temps, nous nous arrêterons sur le volet énergétique et climatique de Donald Trump. On sait qu'il est très pro-business, ce qui n'est pas toujours bon signe pour l'environnement. Alors entre ses promesses électorales, la réalité de ce qui sera mis en place sur le terrain, où se situera le curseur entre activité, énergie et surtout environnement ? Nous en parlerons avec Jean-Luc Proutat et Pascal Devaux qui nous rejoindront pour un deuxième plateau.

Vous avez le programme. Tout le monde doit être connecté, il est temps de débiter notre première partie.

00:02:48 - Emmanuel Laborde

Nous débutons ce premier plateau avec la nouvelle cheffe économiste de BNP Paribas, Isabelle Mateos y Lago. Bonjour Isabelle.

00:03:51 - Isabelle Mateos y Lago

Bonjour Emmanuel.

00:03:52 - Emmanuel Laborde

C'est un plaisir de t'avoir pour cette conférence semestrielle. Le hasard du calendrier fait que dans ta vie professionnelle tu as beaucoup séjourné aux États-Unis, ou travaillé avec le monde anglo-saxon, ce qui va nous apporter un éclairage pertinent en guise d'ouverture.

Tu as donc pu suivre le premier mandat de Donald Trump. Il y a eu ensuite quatre années "démocrates" sous l'ère Biden. Trump va donc revenir aux affaires au mois de janvier. Qu'est-ce qui a changé ? Quel est l'état économique du monde

aujourd'hui et quelles premières mesures seront mises en place à partir de début 2025 ?

Isabelle Mateos y Lago

Commençons par l'état de l'économie mondiale. Elle se porte plutôt bien malgré une certaine morosité ambiante. Au cours des dernières années, on a vu un resserrement des politiques monétaires d'une brutalité absolument historique et, en grande partie grâce à ça, l'inflation est revenue à peu près partout dans le monde dans le voisinage des objectifs des banques centrales.

Et ce qui est remarquable, c'est ce que cela s'est produit sans casser la croissance. La croissance a vraiment résisté et les taux de chômage sont à des niveaux historiquement bas à travers le monde. Tout ceci n'est toutefois pas complètement homogène.

D'une manière générale, les services performant beaucoup mieux que l'industrie. L'industrie a du plomb dans l'aile à travers le monde depuis maintenant plusieurs trimestres, et naturellement les économies plus portées par l'industrie, comme l'Allemagne, souffrent.

Donc l'Allemagne stagne depuis trois ans. À l'inverse, des économies plus portées sur les services, comme l'Espagne ou les États-Unis, ont des taux de croissance très élevés. Donc des disparités mais une situation plutôt bonne sur le plan économique.

Emmanuel Laborde

Quand on parle de l'actualité politique, le bilan est plus mitigé. Beaucoup d'extrêmes et beaucoup d'élections cette année également. Quel est ton point de vue ?

Isabelle Mateos y Lago

Effectivement il y a eu un nombre record d'élections à travers le monde en 2024 et, dans une très grande majorité des cas, les dirigeants qui étaient au pouvoir se sont fait chasser ou ont perdu une partie importante du soutien dont ils disposaient au parlement.

Effectivement, les électeurs envoient un message de mécontentement très fort. De mon point de vue, c'est lié au fait que le choc inflationniste est toujours très présent dans les esprits, et au fait que même si l'inflation des salaires a rattrapé le niveau d'inflation des prix, le niveau des prix lui-même est en moyenne pratiquement 25% plus haut qu'il y a quelques années, juste avant la pandémie.

Et cela reste un sujet de ressentiment très fort pour les consommateurs, particulièrement les plus modestes.

Emmanuel Laborde

Concernant Trump, qu'est-ce qui nous attend ? Déjà, quels traits de caractère n'ont pas changé chez ce personnage qu'on a connu aux affaires au cours de son premier mandat ?

Isabelle Mateos y Lago

Trump reste quelqu'un de fondamentalement provocateur et imprévisible. Donc tout ce que je vais vous dire concernant ce à quoi on peut s'attendre est à prendre avec des pincettes. Mais c'est aussi quelqu'un qui a des idées, des partis pris très forts en matière de politique économique et qui ont toutes les chances de le rester.

Par exemple, les droits de douane c'est formidable, les énergies fossiles c'est merveilleux. En revanche, il n'aime pas impôts, la réglementation c'est mauvais, les dépenses sociales c'est mauvais. Voilà en gros le tableau auquel on peut s'attendre.

Emmanuel Laborde

C'est vrai qu'il s'exprime pratiquement de cette façon - sujet, verbe, complément - une idée par phrase. C'est sa façon d'haranguer les foules et ça marche effectivement très bien. Donc, ça c'est sur la continuité du personnage. Maintenant, qu'est-ce qu'il va y avoir de nouveau au cours de cette deuxième mandature ?

Il y a sans doute des erreurs qu'il a commises la première fois, qu'il ne commettra pas. À quoi faut-il s'attendre pour le Trump 2.0 ?

Isabelle Mateos Y Lago

Ce qu'il y a de nouveau, c'est d'une part, qu'il est beaucoup mieux préparé à l'exercice du pouvoir. Il a pu constater, non sans frustration lors de son premier mandat, qu'il y avait finalement dans son équipe comme dans l'administration des forces équilibrantes, des garde-fous.

Cette fois il a bien l'intention de ne pas se laisser encombrer par des garde-fous et on voit bien qu'il a commencé à un rythme assez rapide les nominations à des postes clés, notamment aux postes économiques mais pas seulement. Donc on peut s'attendre à une mise en œuvre sans entrave de son programme politique.

D'autre part, et c'est peut-être encore plus important, l'économie dont il va hériter au mois de janvier est très différente de celle qui existait quand il avait pris les commandes en janvier 2016. S'il s'attend à ce que l'économie réagisse de la même manière, il risque d'avoir des surprises.

Je vais juste citer quelques statistiques. Les taux de la Fed en janvier 2016 étaient en dessous de 0,50 points de base. On est à plus de 400 points de base au-dessus. La dette publique est 20 points de PIB plus élevée. Les taux à long terme sont plus élevés. On est avec une économie aujourd'hui qui est au plein emploi, et l'inflation qui était depuis longtemps en

dessous de la cible des 2% est maintenant au-dessus.

Tout ça fait un contexte très différent qui pourrait amener à une réaction, qui devrait amener à une réaction très différente de l'économie aux mêmes mesures.

Emmanuel Laborde

Voilà pour cette introduction. Merci beaucoup Isabelle, tu nous suivras et on te retrouvera tout à l'heure dans la suite de cette conférence. On va s'intéresser précisément au marché domestique états-unien, ce qui n'est pas rien. Avec 330 millions de consommateurs, c'est l'une des premières économies du monde.

Avec toi Anis, bonjour.

Anis Bensaidani

Bonjour Emmanuel.

Emmanuel Laborde

Premier éclairage avec toi : à quoi faut-il s'attendre avec le retour de Trump à partir du 20 janvier ? Que va-t-il se passer dans le bureau ovale de la Maison-Blanche ?

Anis Bensaidani

Le message central, ou peut-être le titre du teaser de cette saison 2 de Donald Trump, pourrait être "plus haut, plus fort" puisque Donald Trump est de retour à la présidence avec la ferme volonté de reprendre et de terminer le travail initié entre 2017 et 2021.

Pour ce faire, il peut s'appuyer sur une victoire nette lors de l'élection présidentielle, sur une majorité républicaine dans les deux chambres du Congrès, ainsi que sur le retour d'expérience de son premier passage à la Maison-Blanche.

Néanmoins, ce retour ne vient pas sans incertitude, sans imprévisibilité, deux termes qui, je crois, définissent assez bien Donald Trump.

Il n'empêche, sur ses fondamentaux politiques, il faut attendre des développements qui oscillent entre prolongement et amplification du chemin tracé lors de son premier mandat. En revanche, une différence-clé réside dans l'environnement macroéconomique dans lequel son élection intervient, ce qu'Isabelle a décliné précédemment.

Emmanuel Laborde

Parlons un petit peu des fondamentaux de sa politique. On disait que c'est quelqu'un qui est très lisible, qui sait haranguer les foules. Sur quels piliers va-t-il fonder sa politique ?

Anis Bensaidani

Nous identifions quatre piliers qui résument, je pense, assez bien l'approche de politique économique de Donald Trump. Le premier a trait à sa politique fiscale. En la matière, il faut s'attendre à un prolongement du TCJA (le Tax Cuts and Jobs Act), la loi budgétaire "signature" de son premier mandat et qui consiste essentiellement en un important package de baisses d'impôts, y compris sur le capital et sur les plus hauts revenus. La campagne fut également l'occasion d'annoncer des baisses d'impôts qui dépasseraient le scope du TCJA, mais leur concrétisation est plus incertaine.

Ensuite, Trump se caractérise par une volonté importante de dérégulation. C'est un point susceptible de générer des effets positifs sur la croissance, notamment par le canal de l'investissement. En revanche, le point noir de cette approche « dérégulationniste » est qu'elle s'étend aux problématiques environnementales.

Poursuivons avec l'immigration. Il serait difficile d'expliquer le "corpus trumpien" sans évoquer ce sujet à propos duquel les promesses de campagne ont été, je pense, irréalistes, notamment sur le nombre de reconduites à la frontière. Mais il faut tout de même s'attendre à une diminution significative du nombre d'entrées annuelles nettes aux États-Unis au cours des années à venir.

Enfin, le dernier élément, mais pas le moins important, est le commerce extérieur que Trump envisage sous un angle protectionniste avec des droits de douane supplémentaires à venir.

00:11:42 - Emmanuel Laborde

Justement, il n'a pas attendu. Dans sa première intervention, il parlait de droits de douane. Il annonçait des chiffres très importants. On y reviendra. On va les citer assez souvent parce que c'est assez spectaculaire.

Que faut-il attendre sur ce point entre les annonces et la réalité ?

00:12:00 - Anis Bensaidani

Commençons par les annonces. Trump, en campagne, a annoncé des droits de douane de 10 à 20 % sur l'ensemble des importations de biens aux États-Unis, avec une exception notable, la Chine, dont les biens seraient pénalisés par des droits de douane qui s'élèveraient à 60 %.

Cela étant, il existe une forte incertitude concernant les choix qui seront effectivement faits et le calendrier de leur mise en place. Mais, cela ne contredit pas le fait que Trump souhaite s'y attaquer avec une vigueur renouvelée, ou multipliée, durant ce second mandat.

Plus concrètement, au terme d'une introduction séquencée, on s'attend à ce que le tarif effectif sur les importations en

provenance de Chine s'élève à 40 % (actuellement il est à 15 %) et que le tarif moyen sur les importations en provenance du reste du monde, dont l'Union européenne, s'élève à 5 % contre 2 % actuellement.

Il faut souligner, pour terminer, qu'il s'agit du droit de douane effectif moyen, ce qui implique que certains produits spécifiquement ciblés pourraient faire l'objet de droits de douane dépassant largement ces taux.

Emmanuel Laborde

Ces points politiques qui sont très tranchés. Quelles conséquences d'un point de vue macroéconomique pour les États-Unis ?

Anis Bensaidani

Il faut d'abord souligner que l'impact du programme politique de Donald Trump sur la croissance est davantage à attendre pour 2026. A court terme, son élection n'a pas bouleversé les prévisions de croissance, qui restent un ralentissement d'une économie actuellement proche du plein emploi, de son niveau de long terme, vers un niveau un peu plus équilibré, avec un taux de croissance annuel moyen qui s'élèverait à 2,1 % en 2025 contre 2,8 % attendu en 2024.

Cela étant dit, le message central est que les projets de Donald Trump sont associés à un accroissement du risque inflationniste. Il y a deux explications à cela : la première réside dans les plans douaniers évoqués, dans la mesure où ce sont les consommateurs qui supporteront au bout de la chaîne le surcoût lié à l'augmentation des droits de douane. Le second élément a trait à la politique migratoire, dans la mesure où il faut s'attendre à des pressions à la baisse sur l'offre de travail qui, en retour, vont induire un renouvellement des tensions sur le marché de l'emploi. De plus, l'implémentation de baisses d'impôts, alors que l'économie se situe proche du plein emploi, est de nature à réduire leur efficacité, d'une part, et à agrandir le risque inflationniste, d'autre part.

Par conséquent, on s'attend à une réaccélération de l'inflation en 2025, à partir du T2, autrement dit à partir du début de l'application du programme économique de Donald Trump. Ceci implique que le scénario Etats-Unis en général passe de l'idée du *soft landing*, de l'atterrissage en douceur, autrement dit un retour de l'inflation à sa cible de 2% sans occasionner de récession économique, vers le *no landing*, pas d'atterrissage, lié justement à ce redécollage de l'inflation.

Emmanuel Laborde

Si inflation il y a, la Fed sera là pour réagir, on peut attendre des actions assez fortes ?

Anis Bensaidani

Naturellement, un regain d'inflation conduira ou contraindra la Fed à maintenir une politique monétaire restrictive, et donc à interrompre le cycle d'assouplissement débuté en septembre.

C'est pourquoi, si nous continuons d'attendre une baisse à l'issue de la réunion de politique monétaire du mois de décembre, de 25 points de base, nous attendons une cible de taux stable sur l'ensemble de l'année 2025, à 4,5% en limite supérieure. Les conditions financières s'en trouveront d'autant plus resserrées que l'endettement fédéral américain, en relation avec le PIB, est sur une trajectoire haussière, ce qui suppose une augmentation à venir des rendements obligataires.

Et, finalement, cette combinaison de prix plus élevés et de taux d'intérêt plus élevés, va peser sur la demande, donc sur la croissance, que nous attendons en ralentissement en 2026 à 1,3% sur l'année.

Emmanuel Laborde

Quand on parle de la Fed, il y a évidemment les actions qu'elle va mener, mais il y a aussi les hommes. Il n'y a pas eu de nomination à la Fed pour l'instant, mais on sait que c'est l'un des objectifs de Donald Trump.

Tu confirmes ?

Anis Bensaidani

Effectivement, d'une façon plus générale, l'idée d'une possible remise en cause ou d'une tentative de remise en cause à venir de l'indépendance de la Fed a été très présente, au moins en toile de fond, durant la campagne électorale. Et il est acquis que Trump va tenter de nommer une personnalité plus accommodante à la place de Jérôme Powell à la tête de la Réserve fédérale à l'expiration de son mandat en 2026.

Cela étant dit, je pense qu'il existe un *framework* institutionnel pour garantir ou protéger l'indépendance de la Fed. Celui-ci inclut la structure du Conseil des gouverneurs, le fait que si le Président nomme des personnalités pour rejoindre ledit Conseil des gouverneurs, celles-ci sont soumises à une confirmation indispensable du Sénat. Et pour finir, il y a le fait qu'il soit quasiment impossible légalement pour le Président de démettre un gouverneur.

Donc, évidemment, le sujet de l'indépendance de la Banque centrale a tendance à effrayer dans la mesure où les conséquences pourraient être dramatique si une remise en cause devait advenir. Néanmoins, avec ces garde-fous institutionnels le risque est peut-être surévalué.

00:16:59 - Emmanuel Laborde

On va donc suivre ça de très près. Merci beaucoup, Anis. Les questions, si vous en avez pour les États-Unis, vous pouvez les poser et on te les portera d'ici quelques minutes à la fin de notre tour de table.

Stéphane. Bonjour.

Stéphane Colliac

Bonjour.

Emmanuel Laborde

Les relations commerciales entre les États-Unis et l'Europe vont nous concerner directement, avec évidemment pour Trump 2.0 des leviers pour agir justement sur ces échanges commerciaux. Quels leviers auraient le plus d'impact dans les relations avec l'Europe et sur quel pays ?

Stéphane Colliac

Oui, dans un premier temps, on peut dire que Trump pourrait paradoxalement se révéler plutôt positif pour l'économie européenne puisque la première version de Trump l'a été, globalement. Cela a permis de maintenir la croissance aux États-Unis et cela a constitué un débouché en croissance pour beaucoup d'économies européennes, notamment l'économie allemande.

Donc, cette première version, si on résume, était notamment constituée de baisses d'impôts, qui ont soutenu la croissance américaine, et d'une dérégulation. Ce qu'a indiqué Anis et qui est plutôt, au moins dans un premier temps, positif pour l'économie.

Ce sont des éléments qui devraient perdurer. Par contre, bien évidemment, il sera difficile de dire qu'une politique commerciale avec plus de tarifs douaniers sera positive, du moins dans un premier temps. Avec un impact plus important sur l'économie européenne.

Emmanuel Laborde

Quels pays et secteurs seraient, potentiellement, plus impactés ?

Stéphane Colliac

On a observé que l'excédent commercial européen vis-à-vis des États-Unis a plutôt augmenté ces dernières années, et que l'Allemagne en représente à peu près la moitié.

L'Allemagne peut donc apparaître comme une cible privilégiée, effectivement. Quand on regarde les autres pays, ceux qui, pour la plupart, ont une base industrielle plutôt importante pourraient être affectés, donc l'Italie aussi, qui est la deuxième industrie européenne, et plutôt peut-être un peu moins la France mais on y reviendra un peu après.

Et quand on regarde l'industrie, notamment en l'Allemagne, les principaux excédents commerciaux concernent l'automobile, les machines et équipements, les équipements électriques et les biens intermédiaires. Quand on parle de biens intermédiaires, on parle de chimie, plastique, caoutchouc, métallurgie.

Donc, ce sont les secteurs à risque. Au cours du premier mandat de Trump, on avait eu des tarifs douaniers sur l'acier, par exemple. Là, on pourrait avoir davantage de tarifs sur davantage de secteurs puisque cette version 2 de Trump est davantage préparée, nous l'avons entendu, et donc il pourrait mettre davantage en œuvre son programme initial.

Emmanuel Laborde

Et la France dans tout ça ? Qu'est-ce qui nous attend ?

Stéphane Colliac

La France a l'avantage de ne pas avoir d'excédents commerciaux avec les États-Unis, ce qui fait qu'elle ne ressort pas particulièrement contrairement à d'autres pays. Elle a même un léger déficit de 2 milliards d'euros.

Et quand on regarde ses principaux secteurs d'exportation vers les États-Unis, comme l'aéronautique, il n'y a pas d'excédent. C'est la première exportation française vers les États-Unis, mais c'est en déficit bilatéral.

Il y a, de plus, une imbrication assez forte entre les différentes entreprises qui sont partie prenante : une co-entreprise dans les turbo-réacteurs, des fournisseurs à la fois d'Airbus aux États-Unis et de Boeing en Europe. Donc, si on sanctionne ce secteur-là, on se coupe un bras.

Emmanuel Laborde

Il y a une interdépendance, effectivement.

Stéphane Colliac

Effectivement, il y a une interdépendance.

Et si on regarde les autres secteurs importants pour les exportations françaises vers les États-Unis, on peut parler du luxe, on peut parler des boissons.

Sur ces secteurs, il y a peu d'avantages à ajouter des tarifs douaniers.

On ne va pas relocaliser la production de champagne aux États-Unis. Cela paraît assez peu probable.

Emmanuel Laborde

Belle image, effectivement.

Donc une situation particulière pour la France qui pourrait nous protéger dans les rapports commerciaux directs.

Mais est-ce que finalement, le risque principal ne viendrait pas par effet ricochet de nos échanges commerciaux avec l'Allemagne ?

Stéphane Colliac

Cela se pourrait. C'est vrai que 13,3% des exportations françaises sont à destination de l'Allemagne, et seulement 7,8% vers les États-Unis.

C'est donc un débouché plus important. Et quand on regarde les relations entre la France et l'Allemagne, 40% des exportations françaises correspondent à des intrants industriels. Donc si l'Allemagne subissait des tarifs douaniers plus importants sur ses biens finaux, comme l'automobile notamment, cela aurait un impact par ricochet sur les exportateurs français qui fournissent des métaux, des plastiques, des pneumatiques au secteur automobile allemand.

00:21:29 - Emmanuel Laborde

Venons-en aux politiques monétaires. Essayons de nous projeter dans l'avenir. Quid de l'inflation et de la politique de la BCE à terme ?

00:21:39 - Stéphane Colliac

Si aux États-Unis, l'impact de Trump sur l'inflation est relativement clair, on l'a entendu avec Anis tout à l'heure, c'est un peu moins clair en Europe avec des effets ambivalents. On aurait l'effet de la hausse des tarifs douaniers et de l'inflation américaine un peu plus importante d'un côté.

Mais on aura aussi des tendances déflationnistes par ailleurs dans l'économie mondiale, comme déjà en Chine. La Chine exporte plutôt de la déflation et on en discutera de nouveau avec François tout à l'heure. Mais l'augmentation des tarifs protectionnistes aux États-Unis pourrait engendrer une réponse de la Chine qui serait d'exporter davantage de déflation et d'être davantage en situation de surcapacité.

Et en Europe, l'industrie apparaît plutôt en surcapacité également, c'est le cas de l'industrie allemande, et il pourrait y avoir aussi des tensions déflationnistes.

L'un dans l'autre, cela veut dire l'inflation pourrait globalement rester relativement inchangée par rapport à ce que l'on anticipait avant la mise en œuvre de ces tarifs douaniers.

00:22:31 - Emmanuel Laborde

Emmanuel Laborde

Alors comment cela va-t-il se refléter à la fois dans les taux d'intérêt et sur le taux de change euro-dollar ?

00:22:48 - Stéphane Colliac

Commençons par le taux de change euro-dollar. C'est vrai qu'on peut anticiper que ces politiques mises en œuvre par l'administration américaine auront un impact positif sur le dollar et que ce sera un dollar fort. Mais est-ce qu'un dollar fort signifie un euro faible ?

C'est ça aussi qu'il faut regarder en matière d'inflation importée. Alors certes, on a certains biens qui sont tarifés en dollars, le pétrole est libellé en dollars, donc de facto, quand l'euro se déprécie par rapport au dollar, ça a un impact d'inflation importée.

Mais par ailleurs, en termes de taux de change effectif, si on a un dollar qui monte, on peut anticiper, on en rediscutera de nouveau avec François tout à l'heure, que des devises asiatiques répondront différemment et peut-être se déprécieront.

Donc l'euro en taux de change effectif pourrait être beaucoup plus stable que cela, et l'effet d'inflation importée pourrait être du coup gérable pour la banque centrale européenne. Un peu plus d'inflation aux États-Unis, un taux de change avec des pressions relativement gérables, et peut-être une conjoncture un peu plus négative dans notre appréhension récente en Europe, puisque nous venons de mettre à jour notre scénario économique dans notre compréhension, un peu moins de tensions inflationnistes, donc des effets qui se compensent.

Et globalement, une politique monétaire de la BCE qui pour nous ne change pas en termes de cible terminal de taux d'intérêt. On anticipe 2% de taux directeur au printemps prochain, c'est ce qu'on anticipait déjà avant l'élection de Donald Trump et c'est ce qu'on continue d'anticiper après l'élection de Donald Trump.

00:24:13 - Emmanuel Laborde

Effectivement, je vous invite à suivre la conférence semestrielle qu'on avait faite au mois de juin, où on évoquait justement ce taux de cible de 2% et cette politique de la BCE. Merci beaucoup.

Des questions peut-être sur les échanges commerciaux entre l'Europe et les États-Unis, n'hésitez pas à les poser. Elles arriveront sur le chat d'ici une dizaine de minutes.

Isabelle, je me tourne vers toi à nouveau. On vient d'entendre qu'il fallait s'attendre à beaucoup de changements avec l'arrivée de Trump au pouvoir.

Est-ce que, je vais le mettre entre guillemets, ça ne pourrait pas être un "électrochoc positif" pour le vieux continent qui ronronne un peu ? Est-ce qu'on ne peut pas voir ça comme une belle opportunité pour nous finalement ?

Isabelle Mateos Y Lago

C'est possible et pour être honnête, l'Europe en a bien besoin.

Je crois que c'était en fait le message, à mots pas vraiment couverts d'ailleurs, de Mario Draghi dans le rapport qu'il a remis début septembre aux dirigeants européens.

L'Europe est en train de décrocher, que ce soit en termes de PIB par habitant, en termes de productivité, d'investissement et fondamentalement de capacité à assurer son avenir de manière souveraine et autonome. Donc, il y a urgence à agir sur une multitude de fronts.

En général, ce genre de rapports est mis dans un tiroir et oublié encore plus rapidement qu'il n'a été écrit. Mais cette fois, je pense, en partie grâce à cet électrochoc de l'élection de Donald Trump, que les dirigeants européens, au contraire, s'en sont saisis, l'ont étudié à fond, sont arrivés à la conclusion qu'ils étaient assez largement d'accord avec le diagnostic et qu'ils étaient par contre assez largement en désaccord avec les recommandations et ce qu'il faut en faire.

Et donc maintenant, ils se sont dit, voilà, on va essayer de se mettre d'accord et ça va prendre un peu plus de temps. Mais au moins, il y a une intention d'action.

Et ça, c'est positif.

Toujours au niveau communautaire, il n'est pas anodin de noter que la semaine dernière, la Commission européenne a finalement signé un accord avec les pays du Mercosur, un accord de libre-échange concernant à la fois les biens et les services pour créer un marché de 700 millions de consommateurs. 25 ans après l'ouverture des négociations, le moment n'est pas anodin. Comme je le disais, on est à un moment charnière où les nuages protectionnistes s'accumulent.

C'est important pour l'Europe de signaler qu'elle reste ouverte au commerce international. C'est un fondement de sa prospérité. C'est un message important pour le reste du monde que de signaler que l'Europe reste désireuse de commercer avec tous ceux qui le souhaitent dans des termes justes.

Et puis, dernier point, au niveau national aussi, on voit les effets de cet électrochoc.

L'Allemagne, jusqu'à peu avait une coalition de gouvernement assez dysfonctionnelle. Tout le monde s'attendait à ce qu'il y ait un an de paralysie politique. Eh bien, pas du tout. Le jour même de l'annonce de l'élection de Donald Trump, le chancelier Scholtz a décidé de tirer la bobine et de faire tomber son gouvernement en quelque sorte.

On va maintenant avoir des élections anticipées au mois de février qui vont permettre de débloquer la situation plus rapidement. L'enjeu numéro un, l'un des principaux enjeux de cette élection, c'est maintenant de savoir que faire de ce fameux « *debt break* », frein à l'endettement, cette règle constitutionnelle qui a été un frein extrêmement puissant à l'investissement public.

Et l'Allemagne a énormément besoin d'augmenter son investissement public. Et là, d'un seul coup, il semble y avoir un consensus qui se dessine en quelques semaines sur l'idée que ce serait quand même bien de desserrer un peu cet étau du frein à l'endettement.

Donc, tout ça est assez positif. C'est vraiment un moment riche en opportunités.

On ne peut pas être sûr que les actions vont être prises, mais en tout cas, il y a des éléments pour être optimiste.

Emmanuel Laborde

Il y a déjà beaucoup de réactions par anticipation. Effectivement, c'était bon de le signaler.

Dernier chapitre dans cette première partie, on s'intéresse donc aux relations commerciales entre les États-Unis et les pays émergents.

Avec toi, François, bonjour.

François Faure

Bonjour Emmanuel, bonjour à toutes, bonjour à tous.

Emmanuel Laborde

Alors, je reviens très rapidement sur les annonces du 26 novembre de Donald Trump, le lendemain de l'élection : parle immédiatement de taxes douanières vers le Canada, vers le Mexique et vers la Chine.

On sent que c'est un sujet qui très prégnant chez lui. Cela faisait des années qu'il y réfléchissait et qu'il avait envie de rétablir ces taxes à l'entrée qui sont très, très fortes. Ça ne va pas être sans conséquences sur les pays émergents.

Est-ce que tu peux nous en offrir un rapide panorama ?

François Faure

Alors oui, d'abord, rappelons que ça va avoir un impact assez massif sur le commerce international. Il y a deux études qui ont été publiées, l'une en septembre par le Peterson Institute for International Economics et qui est un *think tank* américain, et l'autre en novembre par le Centre d'études et de prospectives et d'informations internationales, le CEPPII, qui est un *think tank* français.

D'après le CEPPII, il y aura un impact sur le commerce mondial négatif d'un peu plus de 3 %, ce qui est loin d'être négligeable. C'est un peu moins que le choc de 2020, mais ça reste assez significatif. En termes de PIB et pour les pays émergents, sans surprise, il y a deux pays qui vont être le plus affectés, évidemment la Chine, entre 1 et 1,5 point de PIB de choc négatif à l'horizon de 2026, avec des mesures de rétorsion de la part des autres partenaires des États-Unis.

Ensuite un impact sur le Mexique, qui est un partenaire privilégié des États-Unis. Et selon la simulation du Peterson

Institute for International Economics, le pays serait affecté. On aura un impact sur le PIB mexicain de l'ordre de 1 point, ce qui n'est pas négligeable.

En revanche, ces simulations montrent que sur les autres pays émergents, les impacts ne sont pas si élevés que ça, ce qui nous semble un peu étonnant, parce que vu les menaces que profère Trump, on peut s'attendre à une contraction assez importante du commerce international.

Après, si on regarde par zone, une chose paraît évidente, c'est que l'Asie et même l'Amérique latine seront plus affectées que les pays d'Europe centrale, tout simplement parce que pour les deux premières zones, la part que représentent les États-Unis dans les exportations, se situe entre 10 et 20 %, tandis que pour les pays d'Europe centrale, c'est moins de 5 %, et 6 % pour la Turquie. Donc on a un impact direct plus important pour l'Asie et pour l'Amérique latine.

Cela dit, pour l'Amérique latine, les choses ne sont pas aussi évidentes, parce qu'on peut craindre que la guerre commerciale ait un impact négatif sur les prix des matières premières. Or, on sait que les pays d'Amérique latine sont de gros producteurs et exportateurs de matières premières.

Donc, même s'ils ne sont pas trop insérés dans les chaînes de valeur mondiales par rapport à l'Asie et l'Europe de l'Est, ils pourraient pâtir d'une baisse des cours des matières premières.

Emmanuel Laborde

On était là sur l'impact commercial, est-ce qu'il y a un impact financier à attendre aussi ?

François Faure

L'impact financier, oui évidemment. Ce qui a été dit par mes collègues, c'est en gros un dollar plus fort et des taux d'intérêt qui seraient plus élevés plus longtemps.

Ça, c'est un mix qui est assez mauvais pour les pays émergents, parce qu'il y a beaucoup d'investissements de portefeuille qui pourraient revenir vers les États-Unis selon le « *fly to quality effect* », bien connu pour les pays émergents.

Cela dit, par rapport au passé, la courroie de transmission est quand même moins importante. D'une part parce qu'en ce qui concerne les États, les États des pays émergents sont très largement endettés dans leur monnaie nationale et non pas en dollars.

D'autre part, même s'il y a des investissements de portefeuille qui peuvent se retirer du jour au lendemain, la part des investisseurs domestiques dans les dettes publiques nationales a beaucoup augmenté au cours des dernières années.

Donc, il pourrait y avoir un effet, mais il sera atténué, en tout cas sur les taux domestiques. Et de fait, on n'en voit pas beaucoup depuis les annonces de l'élection de Trump et de ses mesures.

Emmanuel Laborde

Deux exceptions à signaler tout de même sur cette question ?

François Faure

Alors deux exceptions, oui, tout à fait.

En ce qui concerne les États, c'est la Turquie et l'Égypte. Dans les deux cas, la part de la dette en devise est très importante. En revanche, il faut faire une distinction entre les deux pays.

Il y en a un pour lequel les finances publiques ont été plutôt assainies, voire même fortement améliorées. C'est le cas de la Turquie, puisqu'on s'attend à ce que le taux de dette publique ne soit que de l'ordre de 20 %, peut-être 25 % d'ici la fin de l'année ou début de l'année prochaine.

Donc, c'est quand même très peu. Et le déficit, pour l'instant, en dehors du coût de financement du tremblement de terre qui a eu lieu l'année dernière, est plutôt bien tenu. En revanche, pour l'Égypte, c'est un pays qui a besoin de financement extérieur pour pouvoir assurer le service de sa dette extérieure.

Donc, l'Égypte est beaucoup plus vulnérable que la Turquie.

Emmanuel Laborde

20 % pour la Turquie versus plus de 100 % pour la France, c'est juste pour avoir l'ordre de grandeur en tête. Effectivement, c'est significatif. Alors, quelle peut être la réaction de la Chine ? Puisqu'on sait que le commerce États-Unis-Chine est absolument primordial.

L'un ne peut pas se passer de l'autre. Leurs deux économies sont vraiment très liées. Ils sont dans une guerre économique larvée depuis des années. Qu'est-ce qu'on peut attendre comme réaction de la part de la Chine après ces annonces de Trump ?

François Faure

D'abord, on peut attendre tout simplement des rétorsions, des mesures équivalentes.

Il faut rappeler que depuis 2018, même si les États-Unis ont ouvert le feu en augmentant les tarifs douaniers, les Chinois ont répondu.

Le taux moyen de tarifs douaniers sur les produits américains est passé de 8% en 2018 à 20%. On n'est pas loin du 15% qu'évoquait Anis tout à l'heure. Puis, très récemment d'ailleurs, les Chinois ont décidé de réduire les ventes de certains matériaux qui sont critiques pour les États-Unis et de les interdire purement et simplement de la même façon que les Américains ont interdit la vente de puces électroniques aux fabricants chinois.

Donc il y a un jeu de rapports de force que les Chinois vont exercer. Parallèlement à cela, pour revenir sur la situation économique en Chine qui est assez difficile, le gouvernement va continuer de prendre des mesures pour soutenir la demande domestique de manière à compenser l'impact qu'il va forcément y avoir sur les exportations et qui expliquait les résultats des simulations.

Emmanuel Laborde

Alors quelles mesures ? On peut en lister quelques-unes ?

François Faure

Les Chinois vont utiliser toute la palette.

En matière de politique monétaire, les autorités chinoises vont continuer à baisser probablement les taux d'intérêt, ils vont essayer de stimuler l'achat de logements pour faire sortir le pays de sa crise immobilière.

En matière de politique budgétaire, les autorités vont probablement prendre des mesures pour continuer de soutenir le revenu des consommateurs et donc la consommation.

En ce qui concerne la politique de change, il est possible que les autorités monétaires acceptent une dépréciation du taux de change, ce qui avec la déflation que Stéphane mentionnait tout à l'heure, va rendre le taux de change réel, c'est-à-dire y compris l'impact des prix, encore plus compétitifs.

Les mesures concernent également la politique financière. Les Chinois ont décidé d'augmenter les émissions de dettes obligataires pour financer l'investissement public, pour pouvoir échanger la dette des véhicules de financement des collectivités locales qui pèsent sur les finances des collectivités locales et *in fine* pour essayer de soutenir l'investissement public.

Enfin, pour ce qui est de la politique industrielle, les autorités monétaires vont essayer de subventionner les secteurs et les entreprises qui peuvent gagner des parts de marché ailleurs qu'aux États-Unis, sachant que ce marché va se réduire si Trump met à exécution ces menaces protectionnistes.

Emmanuel Laborde

Entre ce qui a été annoncé et la réalité, il y a souvent un gap politiquement donc cela reste à voir.

Dernière question, est-ce qu'il y a des gagnants et des perdants pour les autres pays ? Et puis question dans la question, est-ce qu'il y en a qui pourraient profiter de la stratégie de contournement des mesures protectionnistes de la part de la Chine ?

François Faure

Le message n'est pas très simple mais globalement ce qui risque de se passer c'est que, je mets de côté l'Amérique latine qui est un cas très particulier, si on prend l'Asie et l'Europe centrale qui sont des pays purement industriels, l'Asie sera un peu mieux épargnée par les mesures imposées par Trump.

D'une part parce que naturellement ils sont mieux insérés dans les chaînes de valeurs chinoises et donc si les Chinois relocalisent leurs exportations, ils vont en bénéficier plus que les pays d'Europe centrale. Deuxièmement, en ce qui concerne les investissements directs, la relocalisation des exportations passe, en tout cas en ce qui concerne la stratégie chinoise, par une augmentation des investissements directs qui vont de pair, de manière à pouvoir délocaliser une production qui serait affectée par les tarifs douaniers vers d'autres pays.

Les investissements directs sont quand même beaucoup plus massifs et dirigés vers les pays d'Asie que les pays d'Europe centrale. Le Vietnam en bénéficie énormément mais aussi la Thaïlande et l'Indonésie. En Europe centrale, il y a deux cas particuliers qui sont la Hongrie et la Serbie, pays qui ont reçu beaucoup d'investissements directs mais de façon très récente et pas dans les mêmes proportions que les investissements de la Chine sur les pays d'Asie.

C'est le premier point.

Le deuxième point est que les pays d'Europe centrale, comme les autres pays d'ailleurs de la zone euro, vont être concurrencés frontalement par la Chine sur le marché européen parce que l'essentiel des produits qui sont exportés sont des produits finis.

Ce ne sont donc pas des produits complémentaires mais substituables. Donc les pays d'Europe centrale vont en pâtir de la même façon que les autres pays de la zone euro.

Et enfin, troisième point, en ce qui concerne les pays d'Europe centrale et également de la Turquie, les coûts salariaux et donc les coûts salariaux unitaires ont très fortement augmenté au cours des dernières années.

Il y a eu des rattrapages en termes de salaires réels très importants, à la fois en Europe centrale mais également en Turquie. Ce qui fait que l'évolution du taux de change réel de ces pays par rapport à la Chine est très défavorable pour ceux ce qui va rendre la concurrence des produits chinois encore plus vive.

00:39:31 - Emmanuel Laborde

Donc de beaux sujets à développer dans les prochaines conférences semestrielles en perspective. On a beaucoup de questions.

La première concerne, Anis, ton intervention sur les États-Unis. Je te la livre : l'autre dimension du *policy mix* que tu as évoquée rapidement tout à l'heure avec la détérioration de la situation budgétaire évoquée en creux.

Faut-il s'inquiéter de ces dérapages ? Plancher à billets qu'on a beaucoup connus, dette abyssale qui ne cesse de grimper aux États-Unis. Comment est-ce qu'on peut essayer de prolonger les courbes ?

Anis Bensaidani

De façon surprenante, ce sujet de la détérioration de la situation budgétaire des États-Unis a été relativement absent de la campagne présidentielle et ce, en dépit de l'immanquable détérioration des métriques.

Isabelle a mentionné tout à l'heure une dette publique qui est autour de 120% du PIB. Le déficit est actuellement autour de 6,5 points de PIB, ce qui constitue des niveaux inédits hors période de guerre et de récession. La situation est vouée à se poursuivre, à se détériorer plus amplement à l'avenir selon les diverses estimations du FMI ou du Congressional Budget Office.

Néanmoins, il est patent que cela ne soulève pas d'inquiétudes particulières aux États-Unis pour le moment. Ceci tient dans ce particularisme américain qui est soutenu par le fait que le pays émet la monnaie de réserve internationale et par le rôle central des bons du trésor américain sur les marchés financiers en tant que benchmark et en tant qu'actif sans risque.

Donc, il est clair que tout ceci protège en quelque sorte les États-Unis. Néanmoins, je pense que cette position singulière sera mise à l'épreuve dans les années à venir au fil de l'augmentation attendue de l'endettement public et si de nouveaux chocs macroéconomiques ou financiers devaient survenir.

En attendant, cette détérioration des métriques budgétaires n'est pas sans conséquences puisque les taux d'intérêt auxquels les États-Unis empruntent se sont tout de même sensiblement appréciés au cours des dernières années. La charge d'intérêts est de plus en plus importante avec l'effet d'éviction associé par rapport à d'autres dépenses publiques qui pourraient être jugées plus utiles ou plus productives.

Emmanuel Laborde

Une question concernant l'Europe pour toi Stéphane, il y en a même deux.

Finalement, est-ce que le salut de l'Europe ne dépendrait pas de la faculté de l'Allemagne à enfin soutenir son investissement alors même que les États-Unis et la Chine le font déjà ?

Stéphane Colliac

Oui, ça serait un réveil tardif parce que ça fait quelques années que l'Allemagne sous-investit notamment du point de vue de l'investissement public mais même au niveau de l'investissement dans l'industrie. Mais parfois, il faut des chocs pour se réveiller et voir ce qu'il faut faire.

Donc globalement, ça serait le positif dont parlait Isabelle tout à l'heure, c'est-à-dire une situation compliquée qui nous pose face à deux problématiques, soit trouver la solution, soit le déclin. Et cet arbitrage-là, l'Allemagne l'a déjà eu par le passé au moment des réformes sur le marché du travail en 2005 qui ont ouvert une période de croissance assez longue et assez positive où l'Allemagne surperformait au niveau de la croissance européenne.

C'est déjà une situation de basse croissance qui avait duré pendant longtemps de basses croissances et au terme, au bout du compte, on avait eu cette réaction et ce travail fait sur la compétitivité, sur la flexibilisation du marché du travail à l'époque, qui avait été une réforme très utile pour l'Allemagne.

Donc aujourd'hui, investir davantage, développer le potentiel de production dans les services, investir dans ce secteur, qui est l'avenir. La voiture est électrique mais elle aura aussi beaucoup de logiciels à l'intérieur. Il se trouve que la première capitalisation boursière du DAX, c'est SAP, donc ce n'est pas un hasard et c'est précisément ce qu'il faut faire à l'avenir, il faut plus de SAP en fait en Allemagne.

Emmanuel Laborde

Question peut-être "monde" : Est-ce que l'arrivée de Trump au pouvoir ne va pas accélérer les flux commerciaux au niveau des BRICS ? Les BRICS Brésil, Russie, Inde, Chine et South Africa et les BRICS qui continuent de s'élargir.

François Faure

Oui, en tout cas, en ce qui concerne déjà la Chine et le Brésil, c'est sûr, il y a déjà beaucoup de flux commerciaux mais ça ne peut que s'intensifier parce que, même si j'ai mis l'accent sur le marché européen qui va être une cible alternative pour la Chine face aux rétorsions américaines, les Chinois vont essayer d'étendre leurs marchés un peu partout et donc ils

vont le faire là où les marchés sont les plus importants, donc les grandes économies, à l'exception de la Russie pour des raisons très spécifiques, de manière à soutenir leur croissance.

Isabelle Mateos y Lago

Si je peux ajouter un mot, je crois que les économies émergentes, dans leur grande majorité, reconnaissent que le commerce international est un facteur important de croissance pour eux. Et donc c'est l'autre partie de l'équation qu'expose François : toutes ces économies ont envie de continuer à accroître leur participation à des chaînes de valeur mondiale, à jouer le rôle de connecteur le plus possible entre les différents blocs qui sont en train d'apparaître. C'est un phénomène qu'on observe déjà depuis quelque temps, cette montée des échanges Sud-Sud en quelque sorte et vraisemblablement ça ne pourra qu'être renforcé si les États-Unis s'engagent dans une direction encore plus protectionniste.

Emmanuel Laborde

Je vous fais une synthèse très rapide d'autres questions : est-ce que l'avenir ne serait pas finalement à investir plutôt qu'à exporter ?

Stéphane Colliac

Oui, effectivement, à chaque fois que les exportations ont "patiné", c'est la question qu'on s'est posée par le passé donc c'est une très bonne question et notamment par rapport à la réaction de l'Allemagne à ce qui peut se passer en termes de relations commerciales avec la Chine. Il y a une spécialisation de la Chine qui grignote la spécialisation allemande, ils vendent moins d'automobiles en Chine et les investissements directs allemands ont battu des records vers la Chine ces derniers trimestres donc c'est aussi ce qui pourrait être fait aux États-Unis. C'est aussi ce que feront les Chinois en Europe, au lieu d'exporter depuis la Chine, ils construiront leurs voitures et investiront sur place. Et c'est ce que pourrait faire l'Europe aussi aux États-Unis ; au lieu de construire en Europe voire au Mexique, construire aux États-Unis pour contourner ces barrières douanières.

Emmanuel Laborde

Merci à vous qui nous avez nourri de ces questions, d'où l'intérêt de nous suivre en direct pendant la première diffusion. Merci messieurs d'avoir été sur ce plateau et d'avoir apporté la richesse de vos interventions.

Isabelle, en revanche, tu vas rester avec nous bien évidemment parce que tu concluras tout à l'heure cette partie, nous passons au deuxième chapitre de cette conférence semestrielle et nous évoquons les enjeux énergétiques et climatiques.

00:46:26 - Emmanuel Laborde

Alors Pascal et Jean-Luc nous ont rejoints sur ce plateau, bonjour messieurs, bonjour à tous les deux. J'ai remercié les hommes qui étaient avec nous tout à l'heure car ils sont partis, Isabelle reste bien avec nous pour conclure tout à l'heure. Alors deuxième sujet, c'est peut-être la principale fracture entre les Républicains et les États-Unis, encore plus avec Trump qui affiche régulièrement ses idées climato-sceptiques, ce sont les questions énergétiques et climatiques qui vont plus que jamais diviser les États-Unis.

On sait que Trump est un fervent défenseur des énergies fossiles, il avait développé le gaz de schiste qui avait déjà été lancé sous l'ère Barack Obama mais il l'avait amplifié, il avait ouvert de nouvelles zones de forage en Alaska sur des endroits qui jusqu'ici étaient des zones protégées et interdites de prospection, on entend qu'il est vraiment très proactif, très pro-business. Tout au long de sa campagne il n'a cessé de continuer d'affirmer ses positions, très sincèrement ça fait partie de ses promesses et, au-delà du business, l'idée de défendre l'*American way of life* qui est très consommateur d'énergie, prendre sa voiture et faire des milliers de kilomètres, c'est très fréquent aux États-Unis et avoir accès à une énergie pas chère ça fait également partie de cette façon de vivre dont les Américains ne veulent pas se débarrasser. La solution de Trump c'est de mettre beaucoup d'énergie sur le marché pour faire baisser les prix, ça reste très accessible, est-ce que c'est aussi simple que ça ?

Pascal Devaux

Alors non forcément c'est toujours un peu plus compliqué que ça, et avant de répondre à ta question je vais d'abord remettre quelques éléments en perspective. Depuis le premier mandat de Trump en 2016, la production de pétrole américaine a augmenté de plus de 50%, donc c'est vraiment devenu un acteur majeur du marché. Depuis 2023, les États-Unis sont le premier exportateur mondial de pétrole et de gaz naturel liquéfié donc on peut dire sans aucune hésitation que les États-Unis ont une influence importante sur le marché du pétrole et donc sur les prix.

Pour revenir à ta question sur ces déclarations de campagne qui visent à augmenter la production de pétrole pour peser sur les prix, ce qu'il faut garder à l'esprit, c'est que le secteur pétrolier américain est dominé uniquement par des entreprises privées et que ce sont ces entreprises privées qui vont décider ou non d'investir dans des nouvelles capacités de production.

Donc, même si le gouvernement fédéral assouplit les réglementations pour faciliter de nouveaux forages notamment sur les terres fédérales qui représentent à peu près 25% des terres possibles exploitables, au final, ce seront quand même les entreprises privées qui vont maximiser leurs revenus et qui vont décider d'investir ou non.

Actuellement on est dans un marché du pétrole dont les prix sont plutôt orientés à la baisse et, par ailleurs, on a un coût de production des producteurs américains qui est relativement élevé notamment par rapport aux producteurs moyen-orientaux, par exemple.

Donc, on peut supposer que ces entreprises pétrolières américaines privées vont privilégier la redistribution de revenus à leurs actionnaires plutôt que d'investir dans des nouvelles capacités de production dans un marché dont les perspectives sont pour le moins incertaines voire très mitigées.

Emmanuel Laborde

Donc ce sera un premier frein à cette volonté strictement politique de Donald Trump, la réalité économique, la réalité, la vraie vie, il y a ce qu'on pense, ce qu'on souhaite et puis ce qui se passe dans les faits. Est-ce qu'il y aurait d'autres facteurs ?

En disant cela, j'ai un mot très fort en tête, et je pense que ceux qui nous suivent également, si on parle de géopolitique ?

Pascal Devaux

Oui tout à fait, c'est souvent deux termes associés : marché de l'énergie et géopolitique, ça va un peu ensemble.

La situation géopolitique internationale est très différente de ce qu'elle était par rapport au premier mandat de Trump et on a notamment un niveau de tension géopolitique beaucoup plus élevé au Moyen-Orient qui est bien sûr la principale zone de production de pétrole, et aussi de gaz dans une moindre mesure.

Un autre élément à prendre en compte par rapport à ce risque géopolitique au Moyen-Orient, c'est encore une fois cette déclaration de campagne qui voudrait interdire les exportations iraniennes de pétrole.

Pour l'instant les conséquences que ça pourrait avoir sur le marché du pétrole restent assez incertaines, ça va dépendre beaucoup des décisions des producteurs du Golfe. Les producteurs du Golfe sont les seuls qui disposent de capacités de production inexploitées qu'ils peuvent mettre sur le marché assez rapidement.

Donc soit ces producteurs du Golfe remettent du pétrole sur le marché pour compenser la baisse liée à la baisse des exportations iraniennes, donc ils regagnent des parts de marché, soit ils temporisent pour laisser le prix du pétrole remonter et donc faire augmenter leurs revenus qui sont essentiellement des revenus qui finissent dans les caisses des gouvernements des pays du Golfe.

Emmanuel Laborde

Là encore je reviens à la même conclusion qu'après ta réponse précédente, il y a une volonté politique, elle est très forte, mais il y a des réalités économiques, des réalités géopolitiques, il va falloir composer avec, la vérité sera entre les deux.

Pascal Devaux

Oui, tout à fait, et a priori on peut penser, en tout cas à court terme, que l'impact des décisions du gouvernement fédéral sera très limité et que l'augmentation de la production de pétrole américaine en 2025 va être essentiellement due à des gains de productivité, pas à des décisions politiques pour l'instant.

Et ça, ça entre aussi dans un cadre plus général où on a un marché du pétrole qui suit une tendance baissière, alors c'est à la fois dû à une demande qui est peu dynamique, notamment en raison du ralentissement chinois, et c'est dû aussi à l'augmentation de la production de pétrole des pays non-membres de l'OPEP, donc on a bien sûr les États-Unis, mais on a aussi le Canada et des pays d'Amérique du Sud, tels que le Brésil ou le Guyana.

Emmanuel Laborde

On évoque le pétrole depuis le début de cet entretien, il y a une autre source d'énergie qui est très importante et sur laquelle on ne peut pas faire l'impasse, c'est le gaz. Depuis la fin de Nord Stream, il y a une très forte dépendance de toute l'Europe aux gaz liquéfiés naturels qui viennent des États-Unis et qui arrivent par bateau.

Quid de cette source d'énergie ?

Pascal Devaux

Alors en effet, a priori, on peut penser que Trump aura plus d'impact sur le secteur gazier que sur le secteur pétrolier.

C'est vrai que c'est une question très importante pour la sécurité énergétique européenne. Le marché du gaz européen est actuellement assez tendu, essentiellement pour des raisons politiques. Depuis la forte baisse des exportations russes de gaz vers l'Europe, on continue à dépendre un peu du pétrole russe, mais beaucoup moins qu'avant bien sûr. Les États-Unis sont devenus le premier fournisseur de gaz naturel liquéfié à l'Europe : il y a environ 18% des importations totales de gaz qui proviennent des États-Unis et qui sont à destination de l'Europe, si on considère à la fois le gaz liquéfié et le gaz sous forme gazéifié.

Si on revient au marché du gaz américain, il faut vraiment distinguer les éléments de court terme et les éléments de moyen terme. À court terme, en fait, on assiste à un certain nombre de retards dans la mise en œuvre de nouvelles unités de liquéfaction de gaz, et ça devrait pousser un peu les prix du gaz américain à la hausse, en tout cas à court terme.

Emmanuel Laborde

On entend à chaque fois, quel que soit le domaine énergétique auquel on s'adresse, qu'il y a une volonté politique de faire vite, mais que la réalité sera plus à moyen terme. Les conséquences de la politique viendront à échéance six mois, un an, deux ans, je ne sais pas quelle échéance on peut donner, mais c'est du moyen terme.

Pascal Devaux

On est plutôt dans une échelle de temps de 4, 5, 6 ans, donc c'est un peu plus loin, et en effet les conséquences des

décisions fédérales se font sentir à moyen terme, ce sont essentiellement des actions qui vont impacter la réglementation, un peu comme sur le pétrole.

Donc on devrait avoir la fin du moratoire sur les nouvelles exportations de LNG, on devrait avoir des nouvelles autorisations de mise en œuvre d'unités de liquéfaction, donc tout ce nouveau gaz va arriver sur le marché à moyen terme. Ce qu'il faut voir aussi, c'est qu'à moyen terme, ce nouveau gaz va arriver sur le marché en même temps que d'autres producteurs qui vont aussi augmenter leur production, notamment le Qatar.

Le Qatar va augmenter sa production de plus de 60% à horizon 2028-2030. Donc à moyen terme, on aura beaucoup de gaz qui va arriver sur le marché, et il y a possiblement un risque de surabondance de gaz par rapport à la demande, donc évidemment, possiblement une pression à la baisse sur les prix du gaz à moyen terme.

Emmanuel Laborde

Merci beaucoup Pascal.

Jean-Luc, je me tourne vers toi. On entend à travers ces propos le souhait de Trump d'être très proactif sur tout ce qui est énergie fossile, que ce soit effectivement gaz ou pétrole. Ce qu'on entend aussi très clairement dans son discours, c'est son climato-scepticisme, et il a également presque verbalisé, en tout cas c'est comme ça qu'on l'interprète, un souhait de sortir les États-Unis des accords de Paris, qui datent de la COP 21, c'était en 2015.

Ce sont des accords qui, juste pour rappel, visent à limiter les émissions des différents gaz et effets de serre pour limiter le réchauffement de la planète. C'est un accord majeur à l'échelle mondiale, et Trump voudrait s'en affranchir.

Est-ce que finalement, le climat n'est pas le plus grand perdant de cette élection, pour faire simple ?

Jean-Luc Proutat

Il faut être honnête, ou réaliste : le retour aux affaires de Donald Trump n'est pas, a priori, une bonne nouvelle en matière de lutte contre le réchauffement climatique. Comme tu l'as dit, Trump se situe clairement dans le camp des climato-sceptiques, ce qui pose une véritable question lorsque l'on est amené à diriger un pays qui reste encore aujourd'hui l'un des principaux pourvoyeurs de gaz à effet de serre de la planète.

Donnons quelques chiffres. Depuis la révolution industrielle, les États-Unis sont responsables d'à peu près un quart des émissions cumulées de CO₂, et chaque Américain émet en moyenne 17 à 18 tonnes d'équivalent CO₂ à l'année. C'est deux fois plus qu'un Européen, 17 fois plus qu'un Africain, donc il est bien évident que les États-Unis ont un rôle majeur dans l'évolution du climat, et qu'il est difficile d'imaginer pouvoir progresser sans eux sur cette question.

Emmanuel Laborde

C'est un début un peu pessimiste, mais réaliste que tu nous proposes là. Alors cependant, il ne faut quand même pas confondre, parce que ça c'est important, Trump et les États-Unis. Déjà on est sur un espace fédéral, c'est-à-dire qu'il y a des gouverneurs qui sont là pour administrer chacun leur État avec des vraies volontés politiques, et si on regarde les chiffres, il y a quand même des signes d'encouragement puisque les États-Unis dans leur globalité ont commencé déjà à diminuer leurs émissions de gaz à effet de serre, tu confirmes ?

00:58:00 - Jean-Luc Proutat

Oui absolument, depuis une quinzaine d'années -et c'est une tendance lourde - les émissions de CO₂ des États-Unis ont baissé, d'à peu près 20% en cumulé.

Emmanuel Laborde

C'est significatif.

Jean-Luc Proutat

C'est moins qu'en Europe, mais tout de même assez remarquable. Ça a d'ailleurs continué sous la première présidence de Trump, ce qui est à noter.

Les États-Unis restent malgré tout largement dépendants des énergies fossiles, puisqu'elles représentent encore 80% de leur mix énergétique au niveau national, mais comme tu l'as dit, certains États qui ont pris de l'avance dans leur décarbonation jusqu'à se rapprocher des meilleurs standards européens.

Emmanuel Laborde

Alors celui dont on parle le plus souvent, c'est la Californie, c'est ça ?

Jean-Luc Proutat

C'est le cas le plus connu évidemment. La Californie produit déjà une électricité décarbonée à plus de 60%, grâce à mix entre nucléaire et énergie renouvelable.

Les dirigeants Californiens visent 100% à horizon 2030-2035 et ils ont de bonnes chances d'y parvenir pour ce qui est de

la production d'électricité.

Mais il y a d'autres exemples auxquels on ne pense pas spontanément, comme celui du Texas, qui est surtout connu pour son pétrole (et son univers impitoyable...)

00:59:09 - Emmanuel Laborde

Pour les moins de 20 ans, c'est une célèbre série qui s'appelait Dallas.

00:59:14 - Jean-Luc Proutat

Voilà. Or le Texas progresse à grande vitesse pour ce qui est de l'énergie solaire, avec des capacités de production qui rattrapent celles de la Californie.

Rappelons que le Texas est un État républicain, alors que la Californie est démocrate. Cela montre bien que la réalité du terrain dépasse le clivage des discours politiques et répond plus à des impératifs économiques

Car ce qui porte les énergies renouvelables, surtout le solaire et l'éolien, aux États-Unis comme ailleurs, c'est l'effondrement de leurs coûts.

Depuis une quinzaine d'années, l'éolien terrestre a baissé en coût de production de pratiquement 70% et le photovoltaïque de 90%. C'est là que se situe le moteur.

Emmanuel Laborde

Donc on entend également le souhait du Texas de rester un acteur dans l'énergie, que ce soit le pétrole ou les énergies renouvelables.

Jean-Luc Proutat

Exactement, ils changent de source graduellement.

Emmanuel Laborde

Et bien négocier leur virage.

Avec des tels résultats en termes d'augmentation de l'efficacité des panneaux solaires, de réduction des coûts, Trump ne peut pas faire grand-chose, on est d'accord ?

Jean-Luc Proutat

Je ne pense pas que la prochaine administration américaine puisse complètement mettre à plat l'Inflation Reduction Act, par exemple, qui encourage la transition énergétique des États-Unis, ne serait-ce que parce que cela peut s'avérer rentable et que les entreprises américaines y sont très attachées.

Cela dit, pour rebondir sur ce que disait Pascal, la transition énergétique peut se trouver freinée si, par exemple, l'affaiblissement des lois environnementales amenait à faire baisser considérablement le prix du gaz de schiste, qui rentrerait là un peu plus souvent dans les arbitrages qu'on peut faire entre différents systèmes.

Il ne faut pas oublier également qu'en matière de lutte contre le réchauffement climatique, tout ne se joue pas aux États-Unis, mais beaucoup sur le terrain de la coopération internationale, et notamment au niveau de l'aide que l'on peut apporter aux pays en développement pour qu'ils puissent eux-mêmes se décarboner.

Il s'agit de multilatéralisme, une notion à laquelle le président Trump n'est pas très attaché. De ce point de vue, le signal de la réélection de Trump n'est peut-être pas le meilleur que l'on puisse envoyer.

Emmanuel Laborde

Voilà pour ces éclairages qui j'espère vous auront donné une vision assez large des perspectives économiques qui nous attendent et puis leurs conséquences sur l'environnement et le climat.

Une question pour l'instant : pensez-vous que l'élection de Trump est responsable de l'échec de la dernière conférence sur le climat qui s'est tenue en Azerbaïdjan ?

C'était il y a une dizaine de jours je crois ?

Jean-Luc Proutat

Oui c'est ça.

Emmanuel Laborde

Et les résultats n'étaient pas extrêmement enthousiasmants ?

Jean-Luc Proutat

Ils ont pu paraître décevants, c'est vrai, mais ils sont quand même à relativiser. D'ailleurs cette question tombe bien puisqu'il va y avoir un podcast consacré à cette COP. Je donne donc rendez-vous à ceux qui nous écoutent prochainement. Dans la perspective de l'élection présidentielle américaine, certains acteurs ne se sont pas mobilisés autant qu'il aurait fallu. Peut-être que les résultats, notamment en termes de financement pour les pays émergents, n'ont pas été à la hauteur des enjeux.

Mais je ne parlerai quand même pas d'échec. Notamment il y a eu des avancées importantes sur le marché des échanges de crédit carbone par exemple.

Emmanuel Laborde

Alors c'est une question un peu piège, mais je la tente quand même. Il faut connaître le chiffre ou pas. Il n'y a pas de bonne réponse. Vous le savez ou pas, côté émissions, les États-Unis sont deux fois plus polluants que les Européens, dix fois plus que les Africains et par rapport aux Chinois ?

Jean-Luc Proutat

Deux fois plus également. Les émissions de CO2 par tête, c'est à peu près comparable maintenant entre l'Union européenne et la Chine. La Chine émet aujourd'hui beaucoup plus de CO2 que l'Union européenne, mais pour une population trois fois plus nombreuse. Les courbes des émissions par tête sont finalement en train de se rejoindre. Les États-Unis sont hors concours si l'on omet quelques pays pétroliers, comme ceux que couvre Pascal. En tant que grande puissance, ils affichent le taux de CO2 par tête le plus élevé.

Emmanuel Laborde

On en est au bout des questions pour l'instant.

Je me permets une ultime perspective. On a évoqué la sortie de Trump des accords de Paris. Ce sera réellement le cas où on peut imaginer que la communauté internationale va réagir et essayer de temporiser un petit peu ça ?

Jean-Luc Proutat

C'est difficile, et nous n'avons pas de boule de cristal. Isabelle aura peut-être une opinion mais je crois pour ma part que, eu égard à ce qui a été annoncé, cette sortie est plus probable qu'autre chose. À moins qu'un « adulte dans la pièce » rappelle que la politique de la chaise vide n'est jamais la meilleure.

Emmanuel Laborde

C'est une expression anglo-saxonne.

Jean-Luc Proutat

Si on pousse un peu le raisonnement, les États-Unis eux-mêmes ont intérêt à ce que les grands partenaires se décarbonent de manière accélérée. C'est un jeu auquel tout le monde a intérêt à participer. Mais je ne suis pas à la place du président élu.

Emmanuel Laborde

Nous suivrons le sujet et cela nous donnera sans aucun doute d'autres occasions de belles thématiques à développer durant ces conférences semestrielles. Merci beaucoup pour la qualité de vos interventions.

Isabelle, on va terminer avec toi si tu veux bien.

Alors, pour rester dans les expressions anglo-saxonnes, il y a le *takeaway* qu'on évoque quand on va prendre de la nourriture à emporter, *takeaway food*, mais ça marche aussi pour les conférences.

Quelles sont les idées, les deux idées forces par exemple à garder en tête après nos échanges d'un petit peu plus d'une heure cet après-midi ?

Isabelle Mateos y Lago

Certes, il ne faut pas se mentir, on est dans un environnement qui est lourd d'incertitudes et l'élection de Donald Trump ou le retour de Donald Trump aux affaires est à l'origine d'un certain nombre. Et puis il y en a d'autres, par ailleurs, y compris à l'extérieur du champ économique.

Mais je crois qu'il ne faut pas se laisser envahir par le pessimisme. Tout d'abord parce si les fondamentaux ne sont pas tous merveilleux, dans l'ensemble, ils sont quand même forts. Et ça, c'est une source de résilience pour les économies en

général.

Et puis surtout, les différents acteurs économiques qui vont se retrouver l'objet de chocs venant des États-Unis ont une capacité d'action, ont une capacité de réaction. Les banques centrales peuvent baisser leur taux, les différents ministères des Finances peuvent se remonter les manches et faire les réformes structurelles dont on parle depuis des années.

Et donc, c'est aussi une période d'opportunités, de changement accéléré. Et je crois qu'il faut surtout ne pas se laisser envahir par une forme de paralysie. On est dans un environnement très très dynamique, c'est déconcertant, mais il y a plein de choses à faire et il faut rester optimiste.

Emmanuel Laborde

Un très beau message de fin. Embrassons le changement avec enthousiasme.

Merci beaucoup Isabelle d'avoir ouvert et clos cette conférence. Merci à vous de nous avoir suivis. J'espère qu'on aura été à la hauteur de vos attentes. Vous, les quelques centaines qui nous avez suivis en direct et milliers qui visionneront le *replay*.

Passez de très bonnes fêtes de fin d'année et n'oubliez pas la prochaine conférence semestrielle, ce sera à la fin du mois de juin.

À très bientôt et bonne fin de journée.