

CONFÉRENCE SEMESTRIELLE | ÉCONOMIE MONDIALE : RÉTROSPECTIVE 2025, PERSPECTIVES 2026

TRANSCRIPTION

00:00:06 - Emmanuel Laborde

Bonjour à tous et merci de nous rejoindre, d'être en direct avec nous pour cette nouvelle conférence semestrielle des Études Économiques de BNP Paribas, notre rendez-vous biannuel qui nous permet tous les six mois de nous retrouver pour, pendant plus d'une heure, évoquer les grands sujets qui font l'actualité économique de la période. Un grand merci à vous d'être à chaque fois plus nombreux à nous rejoindre. On est toujours très agréablement surpris de découvrir les chiffres d'audience. Donc merci à tous les collaborateurs de BNP Paribas ainsi qu'aux clients qui nous rejoignent et qui promeuvent cet événement. Ça nous permet à chaque fois d'avoir des scores inégalés.

Et à ce sujet, cet événement étant ouvert depuis un petit peu plus d'un an maintenant, un disclaimer avec cette clause de non-responsabilité pour le faire en français. Sachez que 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.

Au programme aujourd'hui nous allons être évidemment dans l'air du temps comme nous le faisons à chaque fois et à l'image de ce qui se passe dans nos vies qu'elles soient professionnelles ou privées, cette fin d'année est toujours un moment charnière où on revient sur les grands moments qui ont fait l'année qui vient de s'écouler et où on commence à essayer de projeter dans l'avenir ce que pourrait être 2026, eh bien nous allons faire la même chose sur le plan macroéconomique avec trois grands sujets trois chapitres. Le premier sera consacré aux économies avancées en 2026 nous en parlerons avec Stéphane Colliac et Lucie Barrette. Le deuxième concernera cette fois-ci les économies émergentes que nous décrypterons avec Christine Peltier et Cynthia Kalasopatan Antoine.

Vos questions seront également comme d'habitude les bienvenues. Alors avec une petite différence sur la forme, nous n'allons pas les accueillir en direct, mais vous allez pouvoir les poser dans le chat et les modérateurs qui sont déjà à la barre pourront vous répondre instantanément.

On fait ça pour gagner un peu de temps parce qu'on a fait un choix éditorial, celui d'avoir un troisième sujet que nous allons retrouver tout à l'heure en fin d'émission. Nous aurons la chance d'avoir le président du conseil d'administration de BNP Paribas, Jean Lemierre, et c'est Isabelle Mateos y Lago, la cheffe économiste de BNP Paribas, qui sera avec lui pour un moment prospectif qui nous emmènera à une autre échelle, là encore sur 2026.

00:02:15 - Emmanuel Laborde

Vous avez le mode d'emploi.

00:02:19 - Emmanuel Laborde

Il est temps de débuter parce qu'on a beaucoup de choses à partager avec vous aujourd'hui. Alors évidemment, avant de partir en 2026, faisons une synthèse des grands événements qui ont marqué l'actualité de 2025. Et on va le faire tout de suite avec la responsable adjointe des Études Économiques. C'est Hélène Baudchon que je vais retrouver juste après ce jingle. Le temps pour moi de boire un verre d'eau très rapidement car il fait très chaud sur le plateau et je salut Hélène, bonjour.

00:02:49 - Hélène Baudchon

Bonjour Emmanuel, bonjour à tous ceux qui nous suivent en direct ou en replay.

00:02:52 - Emmanuel Laborde

Alors c'est un plaisir de t'avoir aujourd'hui. Tu as relevé ce challenge de résumer toute une année économique en seulement 10 minutes. On va commencer avec il y a 11 mois maintenant. Souvenons-nous, la planète entière, pas seulement économique, était en émoi puisque le président Trump arrivait pour un second mandat et commençait de façon assez forte son mandat d'un point de vue économique avec une augmentation massive des droits de douane à l'encontre à la fois des pays et puis de la quasi-totalité des secteurs économiques. Des annonces qui étaient inédites, tant sur le fond que sur la forme. On est 11 mois après, plus apaisés. Qu'est-ce que tu gardes en tête ?

00:03:27 - Hélène Baudchon

Le fait est que le retour de Donald Trump à la Maison-Blanche marque un tournant majeur et un double choc, un choc tarifaire et un choc d'incertitude. Alors c'est vrai que ce durcissement protectionniste était dans le programme économique du candidat Trump pendant la campagne présidentielle. Donc l'incertitude, en fait, elle vient des multiples



revirements des annonces du président Trump, depuis celles du *Liberation Day* du 2 avril. Ce jour-là, souvenons-nous, ont été annoncées l'instauration de droits de douane dits « réciproques » sur tous les pays du monde ou presque, qui n'avaient d'ailleurs de réciproque que le nom, doublé d'une augmentation importante de ces droits de douane, plus ou moins importante selon les pays et selon une logique assez incompréhensible.

00:04:12 – Emmanuel Laborde

C'est vrai, on a encore du mal aujourd'hui à avoir une bonne grille de lecture. Alors tout ça c'était il y a 11 mois, beaucoup de choses se sont passées depuis et on pourrait même dire qu'on a été dans une désescalade progressive, c'est plutôt une bonne nouvelle non ?

00:04:22 - Hélène Baudchon

En effet, c'est plutôt une bonne nouvelle. Aujourd'hui, les tarifs douaniers ont atterri à un niveau plus bas que ce qu'on pouvait redouter début avril. Mais le choc tarifaire, il est tout de même là et il est d'ampleur. Par exemple, on assiste à une multiplication par 7 environ du droit de douane effectif moyen sur les importations américaines de marchandises. Un droit de douane effectif moyen qu'on estime se situer aujourd'hui autour de 17% versus 2,3% en 2024. En outre, des incertitudes importantes subsistent et puis la grille tarifaire est devenue extrêmement complexe du fait des exemptions diverses et variées. Et tout ça en fait est préjudiciable à l'activité économique mondiale, les États-Unis étant probablement les plus exposés.

00:05:11 – Emmanuel Laborde

Donc un choc protectionniste, un refroidissement assez sévère des relations transatlantiques à cette époque et on s'en souvient encore. La bonne nouvelle c'est que l'Europe n'est pas restée inactive, les réactions sont arrivées assez rapidement et c'est le deuxième fait marquant de cette année. Quelle réaction as-tu noté de la part de l'Europe ?

00:05:25 - Hélène Baudchon

Le fait est que la bonne nouvelle, c'est que l'Europe a clairement entendu les alarmes qui ont retenti en 2024, notamment sous la forme des rapports Draghi, Letta et Noyer. Et ce sursaut de l'Europe est vraiment un choc positif qui fait face au choc négatif américain évoqué il y a un instant. Alors c'est vrai que l'Europe doit encore passer de ce stade de la prise de conscience à celui de l'action, que cette action reste lente, les progrès insuffisants comme encore relevés récemment par Mario Draghi. Christine Lagarde a aussi rappelé l'urgence à agir pour ne pas perdre plus de terrain et en faisant notamment du marché unique un vrai marché unique. Mais, en fait, sur ce sujet et sur d'autres fronts - et ce caractère multidimensionnel de la réponse européenne est un point fort à souligner, donc il y a des avancées et il nous semble aussi que ce nouvel élan devrait continuer de s'amplifier.

00:06:17 – Emmanuel Laborde

Il y a des avancées, tu viens de dire, on peut en lister quelques-unes, très concrètement ce serait ?

00:06:20 - Hélène Baudchon

Il faut noter par exemple les efforts de simplification, de pragmatisme aussi dans la machinerie réglementaire européenne (que ce soit dans les domaines de la tech, de la finance, de la concurrence). On notera aussi les progrès, petit à petit, vers une union de l'épargne et de l'investissement plus intégrée. On soulignera aussi la volonté de concilier compétitivité et souveraineté, sans oublier l'enjeu de la décarbonation. Et enfin, je pense qu'il faut saluer la célérité et l'importance de la double réponse de l'UE, au travers de l'accroissement marqué des dépenses militaires des plans européens et du plan d'investissement massif allemand. Et tout ça, en fait, a envoyé un signal positif pour la croissance.

00:07:03 – Emmanuel Laborde

Donc si je résume, début d'année 2025 quand même assez agité, pessimisme, optimisme, c'était un petit peu l'ascenseur émotionnel mais sur le plan économique. Et finalement, la bonne résistance de l'économie mondiale, comment est-ce qu'on explique ça ?

00:07:17 - Hélène Baudchon

D'abord commençons par essayer d'identifier quels sont les signes de cette résistance de l'économie mondiale. Elle s'appuie sur les économies avancées comme sur les économies émergentes. On l'observe notamment au travers de la révision en hausse des prévisions de croissance pour 2025, quand on compare par exemple les scénarios de prévision du printemps à ceux d'aujourd'hui. Autre indicateur, pour la plupart des pays que nous suivons, la croissance a marqué un ralentissement limité entre le second semestre 2024 et le premier semestre 2025. Les chiffres de croissance dont on dispose pour le troisième trimestre 2025 sont également plutôt positifs. Du côté des enquêtes sur le climat des affaires, elles se sont plutôt bien tenues, notamment dans le secteur manufacturier. Alors, c'est vrai que c'est un peu moins vrai du côté de la confiance des ménages. Et un dernier développement intéressant à mettre en avant pour 2025, c'est vrai que ça reste fragile, mais la zone euro, la croissance dans la zone euro est plutôt allée en se redressant quand la croissance américaine a marqué un ralentissement par rapport à 2024.

00:08:16 – Emmanuel Laborde

Alors là, tu viens de nous expliquer effectivement les signes de la résistance de la croissance. Ils sont probants, on est

bien là. Mais ma question, encore une fois, c'était comment on explique cette croissance ?

00:08:23 - Hélène Baudchon

Je citerai trois grands facteurs d'explication qui valent, une fois encore, pour les économies avancées comme pour les économies émergentes. On a tout d'abord la politique monétaire qui a globalement continué de s'assouplir. Deuxièmement, et c'est lié, les conditions financières globales sont restées favorables, combinant hausse des marchés actions, tendance baissière du dollar, du pétrole, resserrement des spreads du crédit. Et enfin, peut-être surtout, le commerce mondial lui-même qui a tenu bon, plus que prévu. Cela étant dit, j'ajouterais tout de suite qu'on pense que les pleins effets du choc tarifaire américain sont probablement encore devant nous. Mais jusqu'ici, le commerce mondial a plutôt bénéficié de la rapidité de la réorientation des flux d'échanges pour s'adapter au choc tarifaire. Celui-ci n'est peut-être pas non plus aussi mordant que les effets d'annonce de Donald Trump. Il y a eu beaucoup d'exemptions, j'en ai déjà parlé, beaucoup d'accords commerciaux ont été négociés. Et puis enfin, entre cette résistance du commerce mondial et l'essor des marchés actions, il y a un point commun important, c'est le boom de l'IA.

00:09:25 - Emmanuel Laborde

Et on aura l'occasion de l'évoquer tout à l'heure. On va revenir un peu sur la politique monétaire, plus spécifiquement sur la Fed et la BCE qui nous intéressent au plus près. Alors ça tombe bien, c'est toi avec tes équipes qui suivez ce sujet au gré des mois. 2025 marque donc un changement de position assez intéressant, assez marqué pour ces deux grandes banques centrales. Déjà, explique-nous ce qu'elles ont modifié l'une et l'autre ?

00:09:47 - Hélène Baudchon

En effet, en fait, ce qu'on a constaté depuis peu, c'est qu'elles ont échangé de place. Donc la Banque Centrale Européenne, depuis le mois de juillet, a pris la position du statu quo monétaire qui était tenu par la Fed jusqu'au mois d'août, pendant que la Fed, elle, a changé de place et a repris la position des baisses de taux qui étaient tenue par la BCE jusqu'au mois de juin.

00:10:08 - Emmanuel Laborde

Pourquoi un tel changement ? C'était pour répondre à quoi ?

00:10:10 - Hélène Baudchon

Ce renversement fait écho à un changement dans l'appréciation de l'équilibre des risques. Côté américain d'abord, la Fed se montre désormais plus soucieuse des risques baissiers sur l'emploi plutôt que des risques haussiers sur l'inflation, à cause des droits de douane toujours. Le fait est que le marché du travail américain a montré des signes assez nets de ralentissement du côté de la demande de travail comme de l'offre de travail. Le taux de chômage de ce fait n'a que peu remonté, mais le risque d'une détérioration plus brutale ne peut pas être écarté, ce que la Fed cherche à prévenir en rendant sa politique monétaire moins restrictive. Du côté de l'inflation, c'est vrai qu'elle reste environ un point au-dessus de la cible de 2%, qu'elle est orientée à la hausse, mais la remontée récente reste plutôt contenue et devrait continuer de rester contenue, suffisamment pour que la Fed n'ait pas à réagir à cette inflation élevée. Et on notera aussi que la Fed se montre assez divisée sur ses différents sujets et qu'elle a une complication supplémentaire à gérer, à savoir les menaces politiques qui pèsent sur son indépendance.

00:11:16 - Emmanuel Laborde

C'est vrai que c'est déjà un numéro d'équilibrisme que tu nous décris régulièrement, mais avec un Trump qui met la pression, ça ne va pas être simple. Ça nous donnera beaucoup matière à discussion. Côté BCE, quels sont les changements qu'on a observés ?

00:11:27 - Hélène Baudchon

En fait, la BCE, ce n'est pas souvent, et ça mérite d'être souligné, la BCE est dans une situation plus confortable que la Banque centrale américaine. Elle a pu continuer de baisser ses taux d'intérêt directeurs jusqu'en juin pour accompagner la baisse de l'inflation et le retour de l'inflation à proximité de la cible de 2%, apportant ce faisant un soutien à la croissance. Ensuite, avec la diminution, depuis l'été, des risques baissiers sur la croissance et toujours le maintien de l'inflation autour de la cible, la Banque Centrale Européenne a pu opter pour le statu quo monétaire. Et elle se retrouve de ce fait en bonne position, c'est-à-dire proche de la neutralité, alors que la Fed n'y est pas tout à fait.

00:12:07 - Emmanuel Laborde

Aujourd'hui, ce sera ma dernière question sur ce panorama de l'année, on est fin 2025, on a plusieurs cours qui peuvent devenir des indicateurs, les marchés américains qui sont très élevés, le CAC 40 qui est également sur des sommets, les marchés obligataires, on a également les prix de l'énergie et le cours de l'or, tout ça sont des indicateurs qui d'habitude nous permettent de mieux comprendre une situation et là on a l'impression qu'ils racontent tous un peu des histoires différentes, tu partages ce point de vue ?

00:12:33 - Hélène Baudchon

Le fait est qu'ils évoluent un peu en ordre dispersé, ils ne racontent pas la même histoire. Ça illustre, on va dire, assez bien la complexité et la diversité du monde actuel et des changements à l'œuvre. Donc on a d'un côté l'optimisme, à

toute épreuve jusqu'à présent, des marchés actions, américains en particulier, qui ont fait preuve la plupart du temps quand même d'une capacité assez étonnante à voir le verre à moitié plein. Ceci étant, face à cet emballage grandit aussi le risque d'un décrochage. Du côté du marché du pétrole, je dirais que là aussi une forme d'optimisme a prévalu dans le sens où les tensions géopolitiques n'ont pas eu d'effet majeur. Le marché est resté *drivé* par ses fondamentaux, avec un excès d'offre qui a contribué à peser sur les prix. Du côté des marchés obligataires, en revanche, ils ont fait montre de plus d'attention vis-à-vis de la situation budgétaire détériorée d'un certain nombre de pays avancés. Alors après, cette vigilance est restée sélective, discriminée et contenue, mais le risque d'une pression plus forte à la hausse sur les taux longs est un vrai point d'attention. Et puis enfin, pour terminer, effectivement, les prix de l'or qui se sont envolés, qui ont atteint des sommets, c'est un signal clair, compréhensible, mais isolé d'aversion pour le risque.

00:13:44 – Emmanuel Laborde

On aura donc besoin des économistes pour décrypter l'avenir économique de 2026. 00:13:48 – Emmanuel Laborde
Merci beaucoup Hélène.

00:13:50 - Emmanuel Laborde

On se projette sur l'année à venir en commençant avec les économies avancées. On a deux sujets, j'avais une chance sur deux. Et on le fait avec Stéphane et Lucie qu'on retrouve tout de suite. Allez, le temps de me déplacer sur le plateau et de changer de tablette. Bonjour à tous Stéphane et Lucie. Bonjour Emmanuel, bonjour à tous. Alors avec vous, on va s'intéresser effectivement aux économies avancées sur cette année 2026. Différents indicateurs vont nous donner un petit peu la tendance et on va commencer une fois n'est pas coutume par l'Europe qui nous intéresse au premier chef avec un premier indicateur qui en général est très riche d'enseignements, c'est la croissance Stéphane, que nous dit cet indicateur ?

00:14:40 - Stéphane Colliac

Il nous délivre un message plutôt positif. Si on regarde l'Europe, en particulier quand on regarde l'Allemagne, l'Italie et la France, on était en dessous de 1% de croissance en 2025. Et on devrait au moins atteindre cette marque en Italie et même la dépasser en Allemagne et en France en 2026. Ça, c'est un élément de fait positif. Ça nous donnerait une croissance en zone euro qui serait de 1,5%. Au Royaume-Uni qui n'est pas dans l'Union Européenne bien évidemment mais là aussi on aurait une croissance qui serait légèrement supérieure à 1%, 1,1%. Et puis n'oublions pas l'Espagne qui fait la course en tête et qui devrait continuer à faire la course en tête au-delà de 2% à nouveau en 2026.

00:15:13 – Emmanuel Laborde

Donc de très très bons indicateurs effectivement pour commencer. Comment est-ce qu'on explique cette perspective d'évolution ?

00:15:18 - Stéphane Colliac

Alors par un soutien budgétaire, en particulier en Allemagne, pas seulement mais principalement en Allemagne et lié au programme de réarmement, au programme de dépense en infrastructures en Allemagne en particulier. C'est un élément important et qui va monter en charge à partir du quatrième trimestre 2025 mais surtout dans l'année 2026 et ça devrait aider les autres pays aussi à croître. La baisse des taux d'intérêt a eu lieu par la BCE, mais c'est transmise aux taux d'intérêt que les banques octroient aux sociétés non financières, et aux taux d'intérêt de marché aussi. Donc ça, ça devrait être positif pour l'investissement des entreprises. Et puis si on fait un petit focus particulier sur la France, il y a un élément supplémentaire qui est la montée en charge de la production aéronautique, qui a comblé depuis quatre mois les trois quarts de son retard par rapport à l'avant-Covid, ce qui veut dire une hausse de 16% de la production.

00:16:06 – Emmanuel Laborde

On est effectivement sur des chiffres qui sont extrêmement positifs. On n'est encore qu'à la fin 2025, l'année n'est pas complètement terminée et pourtant ces développements que tu évoques, on commence déjà à les deviner, on sent des frémissements ?

00:16:19 – Lucie Barette

Oui, effectivement. Dans le secteur privé, on observe une amélioration des enquêtes de conjoncture, modérée mais visible tout de même. Et le secteur de la tech contribue également à cette dynamique. Dans le secteur manufacturier, les entreprises européennes disposent d'atouts majeurs en termes d'utilisation du big data, de l'intelligence artificielle ainsi que d'automatisation grâce à la robotique. Par habitant, l'Europe compte d'ailleurs 30% de plus que les États-Unis d'experts en intelligence artificielle dans sa main d'œuvre. Et cela se traduit sur le marché du travail puisque depuis fin 2019, près d'un tiers des créations nettes d'emplois dans la zone euro se situent dans le secteur des hautes technologies.

00:16:54 - Emmanuel Laborde

Quand on parle de l'IA, évidemment, on a un premier réflexe qui est de se tourner immédiatement vers les États-Unis qui sont très très en pointes là-dessus. Sur les US, justement, quelles sont vos attentes sur l'année à venir ?

00:17:04 - Stéphane Colliac

On s'attend à une croissance de l'ordre de 2%, ce qui est plutôt un bon niveau de croissance depuis que l'administration Trump est arrivée. Ça reste une bonne croissance. Maintenant, ça reste une croissance inéquitablement distribuée, avec



un scénario plutôt positif en termes d'investissement, et on va y revenir en particulier sur l'investissement en intelligence artificielle, mais plus mesuré, si on regarde la confiance des ménages, en particulier si on regarde les intentions de dépenses des ménages, c'est quelque chose qui est un peu moins positif désormais.

00:17:30 - Emmanuel Laborde

Quel est le rôle de cet investissement de l'IA ? Juste pour rappel, quand on écoute à la fois les infos économiques et même tous les médias s'en font l'écho, les investissements se chiffrent en centaines voire en milliers de dollars. C'est absolument vertigineux, difficile à conscientiser d'ailleurs, parfois pour un être humain. Au-delà de ça, plus généralement, l'investissement, on sent que c'est le nouveau moteur incontournable aujourd'hui de la croissance américaine, c'est ça, c'est la clé ?

00:17:52 - Stéphane Colliac

Oui, aux États-Unis et ailleurs d'ailleurs, puisque l'investissement, c'est l'une des conséquences des politiques industrielles qui sont menées. Les politiques, on les qualifie d'industrielles, mais il y a aussi du protectionnisme dedans. Avec la politique américaine de montée des droits de douane, l'un des objectifs qui vient ensuite, c'est la relocalisation des activités aux États-Unis. Et là-dessus, le modèle, c'est la Chine, puisqu'avec le plan China 2025, on a une montée en gamme du pays et un investissement dont la part en proportion du PIB ne se dément pas et est plutôt élevée. En Europe, on a le plan Draghi qui a été présenté. On a aussi les efforts de réarmement au travers de « Readiness 2030 » qui sont des éléments aussi de soutien à l'investissement en fine. Donc on est dans un moment favorable à l'investissement en règle générale. La politique monétaire joue son rôle puisqu'avec la baisse des taux d'intérêt, j'y reviens, on y reviendra de nouveau, on soutient l'investissement des entreprises puisque les taux des crédits aux entreprises ont baissé à la suite de la baisse des taux de la BCE. Ça c'est un élément positif aussi. Et ce rebond de l'investissement on le voit d'ores et déjà si on parle de ceci dans le contexte français. On voit depuis un an 1,2% de croissance de l'investissement des sociétés non financières européennes en termes réels. Alors pour répondre au début de ta question sur l'intelligence artificielle, ça fait la majeure partie de la croissance de l'investissement aux États-Unis qui est un moteur essentiel de la croissance américaine. Donc il serait fou de prétendre que ça n'a pas de rôle. C'est un rôle très positif pour la croissance américaine. Il y a du fond dans cet investissement puisque c'est là pour soutenir la croissance potentielle. Ça pourrait avoir quelques effets négatifs de marché dont on a déjà parlé. Mais il ne faut pas surestimer cet impact parce qu'on importe énormément des intrants qu'on intègre là-dedans, notamment les intrants produits en Asie, les semi-conducteurs notamment. Et donc l'effet sur la croissance, il ne faut pas le surestimer puisque c'est l'élément qui réduit cet impact.

00:19:46 – Emmanuel Laborde

Pour prendre un petit peu de recul toujours aux États-Unis, pendant très longtemps, ça a été la consommation des ménages qui a été le moteur. On l'observait. Est-ce que là, à l'aube de 2026, on aurait un peu changé de paradigme ? Est-ce que la consommation des ménages serait un peu devenue le parent pauvre de la croissance ? J'ose la comparaison ?

00:20:03 – Lucie Barette

Alors pas jusqu'à présent, mais la surperformance américaine en matière de consommation devrait prendre fin. Elle tenait en partie à des effets richesses, aujourd'hui fragilisés par les valorisations élevées des entreprises liées au développement de l'intelligence artificielle. Par ailleurs, le refroidissement du marché du travail américain devrait freiner l'appétit de dépenses des ménages américains. En Europe, l'amélioration des perspectives de croissance devrait au contraire soutenir un redressement de la consommation. On observe d'ailleurs que le marché du travail résiste mieux que ce qui était anticipé et que le taux de chômage est proche de son point bas à 6,3% en septembre. Néanmoins, les perspectives de consommation en Europe restent limitées, notamment en raison du rebond seulement modéré des salaires réels qui ne devrait pas compenser les pertes observées durant la période inflationniste.

00:20:47 – Emmanuel Laborde

Un autre point qui aura toute notre attention et qui va nous permettre de comprendre un peu ce que sera 2026, c'est évidemment l'évolution des taux d'intérêt. Les taux directeurs ont diminué, alors en ordre un petit peu dispersé. Quelle implication est-ce que cela peut avoir désormais sur les taux longs ? Est-ce qu'on peut lister quelques régions du monde et essayer d'y arrêter ces taux en le faisant au conditionnel, bien sûr ?

00:21:07 – Lucie Barette

Oui. Alors les banques centrales ont abaissé leur taux directeur, c'est particulièrement le cas de la BCE. Ça a permis de faire reculer les taux auxquels empruntent les entreprises non financières et les ménages. Mais cette baisse de taux arrive à son terme puisque la BCE devrait maintenir son *statu quo* monétaire en 2026 avec un taux directeur à 2% selon nos prévisions en raison de la stabilisation des risques inflationnistes autour de la cible de 2%. Aux États-Unis et au Royaume-Uni, la politique monétaire reste orientée à la baisse, mais ce chapitre devrait se clore en 2026 avec une dernière baisse de 25 points de base. Aux États-Unis, la détérioration du marché du travail a justifié cet assouplissement monétaire, mais la marge de manœuvre de la Fed devrait être limitée par la résilience de l'économie et les risques inflationnistes.

00:21:57 – Emmanuel Laborde

Et puis, il y a également le Japon que nous devons évoquer, puisqu'on parle beaucoup de lui en cette fin d'année. On est d'accord ? Très présent ?

00:22:03 - Stéphane Colliac

En effet. Et puis, pour de bonnes raisons, le Japon se distingue en termes de politique monétaire, puisque ce dont on commence à parler de nouveau pour le Japon, c'est d'une montée des taux d'intérêt. Il s'était interrompu en raison de la guerre commerciale avec les États-Unis, des tarifs douaniers américains et de l'incertitude que ça générerait. Mais l'inflation ne s'est pas particulièrement ralentie au Japon. Le taux de chômage est très bas, il est structurellement très bas, proche de 2%. Les migrations sont très contrôlées, donc ce n'est pas de ce côté-là que peut venir la planche de salut pour contrarier les pénuries de main-d'œuvre. Donc on est dans une situation d'économie très contrainte où les taux d'intérêt devront augmenter. Et en conséquence, la croissance en 2026 serait affectée, elle serait simplement de 0,7% au Japon.

00:22:48 – Emmanuel Laborde

Quelques mots également sur les taux souverains à présent, Lucie.

00:22:53 – Lucie Barette

Oui. Malgré ces politiques accommodantes, les taux longs souverains subissent une pression haussière tirée par l'augmentation des dettes publiques dans les pays avancés. Cette tendance devrait se poursuivre en zone euro avec la hausse attendue de l'endettement allemand. Tout ceci toutefois sans accentuation des spreads, y compris en France.

00:23:10 – Emmanuel Laborde

Dans ce contexte que vous décrivez là, est-ce que, comme ça a été le cas début 2025, on peut imaginer que la politique américaine pourrait être un petit peu, comment dire, celle qui va générer de l'incertitude sur 2026 ? On peut revoir un peu ce bis repetita ?

00:23:26 – Stéphane Colliac

Ça pourrait, alors il faudrait regarder sur quel aspect. L'aspect commercial a été celui sur lequel la politique américaine a été la plus perturbante en 2025. Normalement, ça devrait être une question plutôt réglée puisque des accords ont été signés, des accords commerciaux comme celui entre l'Union européenne et les États-Unis, qui a servi de modèle aussi à d'autres accords signés par la suite dans le monde. Mais si la Cour suprême devait mettre en cause ces accords, ces tarifs dits réciproques, on rouvrirait évidemment cette page-là, de fait. Mais au-delà de ça, normalement, c'est une page qui s'est majoritairement écrite en 2025, nous pensons. Par contre, il y a deux autres éléments qui pourraient également jouer les premiers rôles aux États-Unis. L'un, ça pourrait être la politique énergétique et la volonté d'avoir un prix bas de l'énergie, qui a été mentionné en 2025 déjà par l'administration, qui s'est traduit notamment par des subventions incitant au développement de l'activité de charbon. Mais on observe qu'en parallèle avec le développement de l'intelligence artificielle, la consommation électrique augmente, les prix de l'électricité augmentent également, et donc il y a manifestement davantage à faire pour réduire ce coût de l'énergie. Il pourrait y avoir un rôle de la résolution des conflits dans le monde, puisqu'on a eu le conflit au Proche-Orient qui s'est résolu en 2025. On a un conflit entre la Russie et l'Ukraine, qui sont deux pays qui produisent énormément de matières premières de plein de catégories différentes, dont des matières premières énergétiques. Et ça pourrait jouer un rôle sur le prix de l'énergie qui pourrait être abaissé si on avait une résolution de ces conflits-là.

00:25:05 – Emmanuel Laborde

Alors on va également suivre la Fed, on l'a déjà évoqué rapidement avec Hélène. Il y aura la Fed dans ses actions et puis il y aura, ça c'est un peu nouveau, la Fed dans ses relations avec le président Trump.

00:25:15 - Stéphane Colliac

Oui. Alors déjà en 2025, on a observé qu'il y avait une volonté d'avoir des taux d'intérêt plus bas de la Fed et même peut-être plus bas que ce que les fondamentaux économiques justifiaient. Et comme la Fed répond aux fondamentaux économiques, elle n'a pas baissé les taux au point où l'administration américaine l'aurait voulu. Et en 2026, il y a une occasion peut-être d'augmenter le contrôle pour l'administration sur la Fed, c'est le renouvellement du mandat de son gouverneur, Jérôme Powell, qui arrive à terme. Et donc un nouveau gouverneur qui va entrer en fonction. Avec le renouvellement de ce comité de politique monétaire aux États-Unis, on pourrait avoir un contrôle plus important et donc parvenir à avoir des taux d'intérêt plus bas. L'impact de prix d'énergie plus bas, de taux d'intérêt plus bas, pourrait être positif à court terme sur la croissance. C'est de fait ce qu'on pourrait voir. Mais si ça se faisait en réduisant la crédibilité de la Fed, ça pourrait avoir des effets négatifs à moyen terme. Et on a vu le gain qu'il y avait pu y avoir au début des années 80 pour Paul Volcker de monter les taux d'intérêt pour contrer l'inflation, pour par la suite avoir une inflation plus basse et une croissance non inflationniste. Et aller à l'inverse, évidemment, pourrait avoir des coûts.

00:26:19 – Emmanuel Laborde

Apprenons l'histoire et évitons de répéter les erreurs. On s'intéresse au taux de change euro-dollar. Alors, si on lissee sur l'année, en enlevant les plus hauts et les plus bas, on est sur une évolution en 2025 de 11% de l'euro face au dollar, ce qui est quand même assez conséquent. Alors, pour les plus anciens dont je fais partie, ça nous rappelle la période de l'euro-fort, ce qui est très intéressant lorsqu'on se déplace aux États-Unis, mais ce qui est un petit peu plus inquiétant du point de vue des économistes, notamment pour toutes les exportations qui viennent d'Europe. Dans quelles situations est-ce qu'on pourrait se retrouver, Lucie ?

00:26:48 – Lucie Barette

C'est d'abord le dollar qui s'est affaibli au premier semestre 2025 en raison de la nouvelle politique économique américaine. De son côté, l'euro a bénéficié au même moment de l'augmentation de la croissance et de la hausse des taux longs, notamment en Allemagne. Le taux de change s'est établi à 1,15 dollar par euro et il est toujours à ce niveau aujourd'hui. Et en 2026, nous anticipons qu'il devrait se rapprocher des 1,20 dollar par euro. Cela a deux conséquences. La première, c'est que la vigueur de l'euro renforce la désinflation. On voit par exemple qu'entre janvier et novembre 2025, la valeur en euros du baril de pétrole a diminué de 25%. Et la deuxième conséquence est moins favorable et concerne la compétitivité européenne avec l'appréciation de plus de 10% contre le dollar et les devises qui évoluent avec, dont le yuan chinois.

00:27:38 – Emmanuel Laborde

Alors tu évoques cette monnaie chinoise et ça va nous faire un pont parfait pour aller vers le second plateau, celui concernant les économies émergentes. Dernière question tout de même pour toi Stéphane justement à ce sujet-là. D'un point de vue commercial, est-ce que la Chine en 2026 pourrait devenir, je le mets entre guillemets, un plus gros problème pour l'Europe que ce que n'ont été les États-Unis sur l'année qui vient de s'écouler ?

00:27:59 - Stéphane Colliac

Oui, peut-être déjà, parce qu'on a observé qu'avec la montée des tarifs douaniers américains, la Chine vise en priorité désormais l'Union européenne pour ses nouveaux débouchés. Donc ça peut poser des problèmes, bien évidemment, puisque ça pose un problème industriel, la montée de la concurrence chinoise vis-à-vis de l'Allemagne, la montée en gamme chinoise, et ce que ça pose comme problème. Des problèmes également en termes de distribution, de canaux de distribution, en éliminant les intermédiaires, le commerce, il faut savoir que c'est à peu près 20% d'une économie. Donc en diminuant les intermédiaires, évidemment, ça concurrence les canaux habituels de commerce de gros et de commerce de détail. Et si on mesure à peu près l'écart de coût qui existe entre la Chine et l'Union européenne, les différentes études nous font arriver à un chiffre d'à peu près 30%. Donc quand on est en concurrence frontale, celle-ci est difficile de conjuguer avec un écart de ce niveau-là. Donc comment l'Union européenne pourrait faire pour se confronter à cette concurrence ? Évidemment, quand il y a des distorsions évidentes, un dumping évident, les droits de douane peuvent être une réponse, mais seulement dans ce cadre-là, pas une hausse généralisée des droits de douane. Et en parallèle de ça, mettre en application le plan Draghi. Développer les contenus riches en production locale dans la production européenne en est une autre. Et donc tout ce qui permettra de le faire sera une réponse à cette montée en gamme de la concurrence chinoise.

00:29:27 – Emmanuel Laborde

Un sujet qu'on avait déjà évoqué et qui reviendra très certainement dans l'actualité pour toutes les publications des Études Économiques. Merci à tous les deux. Nous allons passer maintenant à l'année 2026 dans les régions émergentes. Et le temps d'un très rapide jingle, nous sommes désormais avec Christine et Cynthia. Bonjour à toutes les deux.

00:29:55 – Christine Peltier et Cynthia Kalasopatan Antoine

Bonjour Emmanuel, bonjour à toutes et à tous.

00:29:58 – Emmanuel Laborde

Alors avec vous, on se projette donc à nouveau sur cette année 2026, mais à travers les économies émergentes que vous scrutez à longueur d'année pour les Études Économiques. On va commencer par une vision assez générale. On a entendu avec Hélène que les chiffres pour l'année 2025 à l'échelle mondiale étaient plutôt bons. Qu'en est-il de la croissance qui a plutôt bien résisté en 2025 ? Qu'est-ce qu'on attend pour l'année prochaine sur ces économies que vous scrutez ?

00:30:23 – Christine Peltier

Alors, premier élément de réponse, effectivement, les économies émergentes vont continuer de résister. Cependant, la croissance en moyenne va ralentir un peu. Cette croissance moyenne était de 4,2% en 2024. Elle devrait atteindre 4,1% en 2025 et elle devrait passer tout juste sous la barre des 4% en 2026.

00:30:39 – Emmanuel Laborde

Alors tu nous donnes les moyennes, on connaît le principe, il y a toujours des valeurs qui sont au-dessus, des valeurs qui sont en dessous. On va essayer de détailler ça un petit peu avec deux groupes. Quels sont, dans le premier groupe, les régions que l'on trouve, les endroits où il va y avoir un ralentissement de la croissance ?

00:30:59 – Christine Peltier

Deux principales régions vont connaître un ralentissement en 2026, c'est l'Asie et l'Amérique latine. Alors tout d'abord l'Asie, qui devrait afficher un ralentissement assez marqué, mais qui restera la région la plus dynamique. L'Asie dépend de son secteur exportateur. Or, les exportations ont performé beaucoup mieux que prévu depuis le début de l'année et elles devraient ralentir à court terme. De plus, les pays les plus avancés d'Asie émergente sont vulnérables au risque de retournement du cycle dans le secteur de l'IA.

00:31:31 – Christine Peltier

Donc, on s'attend à un ralentissement l'année prochaine.

00:31:33 – Emmanuel Laborde

Quand on parle de l'Asie, inévitablement, il faut qu'on s'arrête un peu sur les deux géants, que sont l'Inde et la Chine. Quelle tendance ?

00:31:40 - Christine Peltier

D'abord, en Inde, la croissance va rester une des plus fortes de la région, proche de 6,5% en 2026. Pour la Chine, dans un environnement externe qui devient moins porteur, la croissance dépendra davantage de la capacité des autorités à renforcer la confiance et la consommation des ménages. Or, on est assez pessimiste sur le rééquilibrage des sources de la croissance chinoise, en tout cas à court terme. Donc la croissance va ralentir modérément. Dans le même temps le secteur exportateur va rester, d'une part, un moteur essentiel de la croissance chinoise et, d'autre part, une arme stratégique dans la rivalité avec les États-Unis. Et cette dépendance vis-à-vis des exportations bien sûr continuera d'avoir des implications sur le reste du monde.

00:32:23 – Emmanuel Laborde

Autre zone géographique qui va nous intéresser c'est l'Amérique latine ?

00:32:26 - Christine Peltier

Oui, la croissance va ralentir en Amérique latine. C'est une région qui est moins exposée aux répercussions des droits de douane américains ou à l'essoufflement du commerce mondial par rapport à l'Asie. Mais c'est une région qui est exposée aux fluctuations des prix des matières premières. Et surtout les vulnérabilités macroéconomiques et en particulier des finances publiques, sont importantes, et vont contraindre la conduite des politiques économiques.

00:32:51 - Emmanuel Laborde

Alors il y a un autre groupe, celui où la croissance devrait connaître une accélération. On s'intéresse à eux désormais. Quelles sont les régions du monde qui seront concernées, Cynthia ?

00:33:00 – Cynthia Kalasopatan Antoine

Oui, alors deux régions vont accélérer, l'Afrique Moyen-Orient et l'Europe centrale. Commençons si tu veux bien par la région Afrique Moyen-Orient, qu'il est intéressant de mentionner. La croissance économique devrait progresser en 2026. Elle est tirée par la solide performance des pays du Golfe. Ces pays sont jusqu'à présent peu affectés par les turbulences géopolitiques ou la politique tarifaire des États-Unis. Et ils bénéficient à la fois des programmes de diversification économique et de la hausse de la production pétrolière décidée par l'OPEP+.

00:33:39 – Emmanuel Laborde

Autre région que tu citais, l'Europe centrale. Et là, c'est la consommation qui sera à nouveau le moteur de la croissance ?

00:33:48 - Cynthia Kalasopatan Antoine

Oui. En Europe centrale, la croissance économique devrait s'améliorer davantage en 2026. Et effectivement, elle sera principalement soutenue par la consommation.

00:33:59 - Cynthia Kalasopatan Antoine

Ce n'est pas tout.

L'investissement qui s'est nettement affaibli depuis plusieurs trimestres devrait repartir et ce, grâce aux fonds européens. Et c'est un point important. Il ne faut pas oublier qu'une bonne partie des fonds pour la reprise et la résilience est toujours en attente de transfert en faveur des pays d'Europe centrale. Et ils doivent être décaissés d'ici fin 2026.

00:34:20 - Emmanuel Laborde

Alors, Europe centrale, c'est quand même assez vaste. Est-ce qu'on peut se focaliser sur quelques pays qui pourraient se distinguer particulièrement ?

00:34:28 - Cynthia Kalasopatan Antoine

Oui, alors si on fait un zoom sur les pays de la région, il y en a un en particulier qui se démarque, il s'agit de la Pologne. L'économie polonaise a été parmi les plus performantes dans la région et ça sur la période post-Covid et grâce à une demande intérieure robuste. Et ce dynamisme devrait se poursuivre en 2026. Puis il y a un autre pays qui sera sous les projecteurs, il s'agit de la Bulgarie, qui fera son entrée dans la zone euro au 1er janvier 2026. Et mentionnons aussi la Turquie, on attend une croissance robuste l'an prochain si la situation politique ne compromet pas l'assouplissement de la politique monétaire.

00:35:12 – Emmanuel Laborde

Alors politique monétaire, c'est un mot qui nous intéresse également. C'est un très très bon indicateur pour se projeter dans l'avenir et comprendre un peu ce qui peut attendre ces régions. Politique monétaire et budgétaire que nous allons voir. On commence avec les politiques monétaires et financières qui devraient être assez favorables quand même dans l'ensemble. On peut être assez optimiste ?

00:35:29 – Christine Peltier

Oui, alors effectivement, certaines des conditions externes qui ont favorisé la désinflation et l'assouplissement des politiques monétaires dans les émergents en 2025, devraient persister. Donc on s'attend à la poursuite de l'assouplissement monétaire dans les émergents. C'est même un assouplissement qui devrait s'étendre à plus de pays puisqu'on attend des premières baisses de taux directeurs, notamment au Brésil ou en Hongrie. Cependant, la baisse moyenne des taux qui est attendue en 2026 devrait être plus modeste qu'en 2025. D'abord parce que le rythme de désinflation reste inégal. Par exemple, en Asie, l'inflation est déjà très basse. Elle pourrait remonter dans certains pays comme l'Inde. En Chine, ce sont les pressions déflationnistes qui devraient se réduire un peu. Au contraire en Europe centrale les pressions salariales restent importantes et en République tchèque ou en Hongrie par exemple, la hausse des prix immobiliers devrait aussi inciter les banques centrales à rester prudentes.

Par ailleurs, même si les risques liés aux conditions financières internationales restent limités à court terme, les flux de capitaux pourraient devenir plus volatiles et les épisodes de dépréciation des monnaies émergentes pourraient se multiplier en 2026, notamment à l'approche d'élections ou en raison d'inquiétudes au sujet des finances publiques. Et là, sur ces deux points, la Colombie et le Brésil seront des pays à surveiller.

00:36:52 - Emmanuel Laborde

Autre point important que je citais rapidement, les politiques budgétaires.

00:36:55 - Cynthia Kalasopatan Antoine

Alors, le déficit budgétaire et la dette publique sont en général plus élevés aujourd'hui qu'avant la crise du Covid. Donc les politiques budgétaires sont alors contraintes par la nécessité de stopper ou du moins freiner la hausse des ratios d'endettement. Le soutien budgétaire à la croissance devrait donc se réduire dans les prochaines années.

00:37:18 - Emmanuel Laborde

Quelques exemples quand même pour illustrer ça ?

00:37:20 - Cynthia Kalasopatan Antoine

En Europe centrale, l'ajustement budgétaire se fera très graduellement. En Turquie, la situation des finances publiques offre une certaine marge de manœuvre si besoin, même si le déficit budgétaire a augmenté. En Inde, les fragilités structurelles des comptes publics sont importantes, mais le gouvernement donne la priorité à la croissance et a récemment baissé les taux de TVA. En Chine, les finances publiques se dégradent depuis plusieurs années, mais le gouvernement et les collectivités locales conservent une certaine marge de manœuvre pour soutenir la croissance en 2026.

00:37:58 – Emmanuel Laborde

Alors tu viens de citer la Chine, on va évidemment continuer de s'intéresser à ce géant. L'évolution commerciale mondiale et le comportement de la Chine, c'est absolument essentiel pour comprendre ce qui va se passer l'année prochaine. La Chine va-t-elle rester aussi agressive dans sa conquête de nouveaux marchés à l'exportation ?

00:38:14 – Christine Peltier

C'est vrai que depuis le début de l'année, les entreprises chinoises ont mis en place des stratégies pour répondre au choc tarifaire américain, et aussi pour faire face à la faiblesse de la demande intérieure en Chine. Et donc ces entreprises chinoises ont redirigé leurs exportations vers le reste du monde. Elles ont gagné des parts de marché, grâce à des baisses de prix importantes et également grâce à une bonne compétitivité hors prix. Est-ce que tout cela va durer en 2026 ? Les entreprises chinoises pourraient ne pas avoir la même capacité pour rester aussi agressives dans leur guerre des prix. Le yuan est un petit peu moins faible aujourd'hui qu'il ne l'était en début d'année. De plus, depuis quelques mois, les autorités chinoises essaient de réduire les surcapacités de production.

00:38:58 – Christine Peltier

Ceci étant dit, il y a également le problème des droits de douane américains.

00:39:04 – Christine Peltier

Même si les États-Unis viennent d'abaisser les droits de douane sur les biens chinois, ces droits de douane restent élevés. Et les autres partenaires commerciaux pourraient multiplier les barrières protectionnistes. Donc au final, on peut penser que les exportations chinoises seront un peu moins dynamiques dans les prochains mois.

00:39:21 - Emmanuel Laborde

Alors un petit peu moins dynamiques, et pourtant les volontés politiques de Pékin sont encore très très ambitieuses, très agressives.

00:39:29 - Christine Peltier

Oui, c'est là le « problème ». On a déjà évoqué l'importance pour la Chine du moteur exportateur. Et le prochain plan quinquennal qui débutera en mars 2026 continuera de donner la priorité aux industries émergentes, à l'innovation, à l'autonomie technologique de la Chine. Donc l'accent sera mis sur des secteurs tels que les technologies de pointe, les énergies vertes bien sûr, l'intelligence artificielle et également l'aérospatiale. Et on peut prévoir que dans ces secteurs, certaines entreprises chinoises resteront très compétitives à l'international.

00:40:06 - Emmanuel Laborde

Toujours pour parler de la Chine, qui décidément est vraiment incontournable. Une autre question se pose, comment est-ce que la Chine va se positionner dans ses échanges commerciaux, avec l'Europe centrale en particulier ?

00:40:17 - Cynthia Kalasopatan Antoine

Alors il est vrai que la Chine est à la fois un concurrent et un partenaire. Il est vrai que la compétition est très intense et cela est reflété par les gains de part de marché de la Chine en Europe centrale. Mais la Chine se positionne aussi comme un partenaire important dans la région. Notamment, elle augmente les investissements directs étrangers. Cela concerne principalement le secteur automobile, notamment en Slovaquie et en Hongrie.

00:40:48 - Emmanuel Laborde

Alors tu as cité le mot automobile, ça me fait une transition absolument parfaite, puisque l'automobile c'est un des piliers de l'économie en Europe centrale. Comment ça se déroule ?

00:40:58 - Cynthia Kalasopatan Antoine

Alors en Europe centrale, la tendance, enfin elle se démarque nettement de la tendance observée (en Europe de l'ouest). En fait, les exportations de voitures et de pièces détachées ont tenu bon dans la région et ça depuis le début de l'année. Cela s'explique par une dynamique intra-Union européenne solide. Et le soutien vient aussi de la diversification des débouchés commerciaux, notamment vers le Royaume-Uni et la Turquie.

00:41:25 – Emmanuel Laborde

Alors si on prolonge les courbes, quelles perspectives pour 2026 dans ce secteur ?

00:41:29 - Cynthia Kalasopatan Antoine

Alors à court terme, je dirais qu'il y a une certaine résilience pour les exportations, notamment pour les produits automobiles. L'Europe centrale reste compétitive, même si les devises locales se sont appréciées. Les coûts de production sont avantageux, puisque les salaires sont plus faibles en Europe centrale par rapport aux pays d'Europe de l'Ouest. Et puis, au-delà de ça, il faut mentionner que les craintes d'une pénurie mondiale de pièces détachées qui s'étaient accentuées en octobre dernier tendent à se dissiper. Par contre, il faut quand même garder en tête que l'industrie automobile reste très intégrée dans la chaîne de production mondiale. En tout cas, elle est exposée à un éventuel choc d'approvisionnement. On a vu récemment les tensions autour de Nexperia.

00:42:26 - Emmanuel Laborde

Merci beaucoup. Il est 16h44 pour vous qui nous suivez en direct. Allez, quelques secondes juste pour avoir un autre point, chacune, qu'il faudra surveiller pour l'année prochaine avant de passer à notre troisième plateau. En quelques secondes, Christine.

00:42:39 - Christine Peltier

Evidemment, les risques géopolitiques restent élevés. Et puis, je vais mentionner aussi toutes les élections qui auront lieu dans les pays émergents.

00:42:46 - Christine Peltier

Le calendrier électoral 2026 sera chargé.

00:42:47 - Emmanuel Laborde

Cynthia ?

00:42:49 - Cynthia Kalasopatan Antoine

En Europe centrale, les dépenses en matière de défense feront partie des priorités en 2026. On suivra aussi l'avancée des investissements dans l'intelligence artificielle.

00:43:01 - Emmanuel Laborde

Merci beaucoup. Il est temps de passer donc à notre troisième et assez exceptionnel plateau. La cheffe économiste de BNP Paribas reçoit Jean Lemierre. C'est juste après ce jingle.

00:43:12 - Isabelle Mateos y Lago

Bonjour Jean Lemierre, merci d'être avec nous pour clore cette conférence des Études Économiques.

00:43:26 - Isabelle Mateos y Lago

Après avoir entendu un tableau très riche peint par nos collègues, on va essayer de prendre un petit peu de hauteur avec vous. En commençant par revenir sur l'année 2025, c'est la fin du premier quart du siècle.

00:43:40 - Isabelle Mateos y Lago

D'une certaine manière, il me semble qu'à pas mal d'égards,

00:43:43 - Isabelle Mateos y Lago

il y aura un avant et un après, même si je sais que vous avez une perspective un petit peu différente. Mais de mon point de vue, il y a au moins quatre dimensions essentielles sur lesquelles on part maintenant sur des bases nouvelles. Sur le plan de l'ordre économique international, on croyait qu'il y avait des règles du jeu commercial. Il semble qu'il n'y en ait plus. Sur le plan géopolitique, on avait une idée à peu près claire de qui sont nos alliés, qui sont nos ennemis. Pareil, c'est plus compliqué. Sur le plan de l'intelligence artificielle, alors certes, ça existe depuis les années 50 et Chat GPT depuis trois ans, mais je crois que c'est vraiment l'année où cette intelligence artificielle a fait irruption dans nos vies professionnelles et personnelles.

00:44:24 - Isabelle Mateos y Lago

Et puis peut-être la question des *stablecoins* qui, avec le « Genius Act », passent d'un coin obscur de la finance à peut-être plus proche de son centre.

00:44:34 - Isabelle Mateos y Lago

Donc voilà, pour amorcer cette question sur que retenir de 2025. Mais dites-nous ce que vous en pensez.

00:44:40 - Jean Lemierre

Eh bien, bonjour.

00:44:43 - Jean Lemierre

Vous faites un portrait assez large quand même de 2025. Moi, je retiendrai d'abord de 2025, les décisions de la politique américaine. Les décisions de politique américaine sont structurelles. Pour moi, il y en a deux très grandes. La politique commerciale et puis la dérégulation qui, en tous les cas, dans notre métier de banquier, a un rôle particulièrement important. Alors, parlons d'abord une minute des politiques tarifaires. Les politiques tarifaires... C'est deux choses. C'est l'affirmation d'une volonté de réindustrialiser les États-Unis. Alors c'est du commerce. Oui, ça fait voler en éclats les pratiques habituelles. Ça fait voler en éclats la manière de discuter. Mais fondamentalement, ça dit une chose extraordinairement importante qui est : les États-Unis ont trop concédé de leur industrie. Ils en ont profité avec des prix faibles, avec des produits de grande qualité, mais ils veulent réindustrialiser. On peut avoir un débat sur ce que ça veut dire, mais je crois que c'est le premier message qui est un message extrêmement profond. Alors, peut-être deux remarques. La première, ce n'est pas nouveau. M. Biden disait à peu près la même chose avec IRA, il ne mettait pas des tarifs, mais il donnait des subventions. Je ne suis pas sûr que ses prédécesseurs, notamment M. Obama, n'aient pas dit à peu près les mêmes choses avec un pivot sur l'Asie qui n'est pas récent, enfin la Chine, le leadership.

00:46:20 - Jean Lemierre

Donc...

00:46:20 - Jean Lemierre

Donc, la réindustrialisation des États-Unis est affirmée au printemps 2025 d'une manière très forte, très grande. On va voir si elle se réalise, mais en tous les cas, c'est un des pivots de la politique américaine. Le deuxième, c'est la dérégulation. La dérégulation, c'est la suite un peu de 2008. 2008, on a très peur, on protège beaucoup, on construit des règles très profondes, et puis tout d'un coup, on dit,... Alors, voilà, 2025, c'est quand même ça pour moi. C'est deux mouvements beaucoup plus structurels, qu'on ne le dit souvent, beaucoup plus profonds, je l'ai dit sur la politique tarifaire. Ce sont des mouvements longs et profonds. Sur la politique industrielle, je rappelle que la Chine mène une politique industrielle depuis Deng Xiaoping. La Chine n'est pas attirée par la consommation mais par la politique industrielle. L'Europe est la seule qui raisonne aujourd'hui encore autrement. Bon. Et c'est une interpellation profonde de l'Europe. Que doit faire l'Europe dans le monde de réindustrialisation nord-américain et d'industrialisation de poursuites chinoises avec l'intelligence artificielle comme vous l'avez dit ? Et puis sur la dérégulation, c'est un peu la même chose. L'Europe est un continent qui sait réguler, qui sait le faire, qui l'a fait abondamment et dans beaucoup de secteurs, et qui

est en train de vivre un écart transatlantique assez puissant. Donc voilà, 2025, pour moi, c'est ça, réindustrialisation, dérégulation, interpellation du système européen. Le système européen a compris, c'est le rapport Draghi, le rapport Letta, le système européen a réagi, l'intelligence européenne a réagi, on va attendre 2026 pour voir si l'intelligence a trouvé la réponse en tous les cas à ces interpellations.

00:48:14 - Isabelle Mateos y Lago

Très bien, mais justement, oui, en fait, l'intelligence européenne, effectivement, Draghi, Letta, c'était même 2024.

00:48:20 - Isabelle Mateos y Lago

Donc, d'une certaine manière, ils avaient vu venir le tournant américain. Il y a eu beaucoup de discours en 2025 venant d'Europe, disant « Ah oui, le rapport Draghi, c'est formidable, on avance, on commence à faire pas mal de choses. »

00:48:33 - Isabelle Mateos y Lago

D'ailleurs, il y a vraiment, littéralement, beaucoup de chantiers en cours, à la fois sur le plan de la politique industrielle et sur le plan de la simplification administrative, puisque c'est le terme d'usage. Est-ce que néanmoins, on peut être confiant que l'Europe s'est effectivement vraiment réveillée, qu'elle a saisi le message et que cet effort qui vient d'être amorcé va vraiment se poursuivre et donner ses fruits ou est-ce que vous êtes un peu sceptique encore ?

00:48:58 - Jean Lemierre

Alors d'abord, on l'a dit.

00:49:00 - Jean Lemierre

On l'a dit au printemps 2025.

00:49:02 - Jean Lemierre

Non seulement on l'a dit, mais les investisseurs l'ont fait. Ça a été une espèce de réveil de l'Europe, le moment de l'Europe.

00:49:10 - Jean Lemierre

Bon.

00:49:10 - Jean Lemierre

Il s'est un peu estompé quand même. Ce qu'on a appelé le moment de l'Europe, il est toujours là, mais de manière quand même plus faible. Je crois que l'Europe est... Peut-être pour répondre à votre question, il faut évoquer un autre sujet pour l'Europe qui est très important, qui est la guerre, qui est la menace. L'Europe a vécu depuis 20 ans dans une menace réelle qui est celle du terrorisme. Le terrorisme impliquait beaucoup d'enjeux et malheureusement de souffrance sur les territoires européens et beaucoup d'engagement à l'extérieur des territoires européens. Aujourd'hui, l'Europe connaît une menace à sa frontière, l'Ukraine et l'Europe. On connaît les souffrances terribles au Moyen-Orient, Gaza. Tout ça sont des enjeux qui sont tout d'un coup venus au centre des préoccupations européennes, qui conduisent à des interrogations sur quelle défense, quelle solidarité, quel soutien, quelle armée, quel équipement, quelle industrie ? Et on voit à quel point ces enjeux... ont été pris en compte par l'Allemagne notamment. Donc on a bien trois ou quatre grands enjeux européens sur lesquels l'Europe essaie de bouger. Alors il y a des réponses qui sont des réponses... D'abord, je serais positif. Il y a des éléments de réponse. On le voit. L'élément de réponse, je trouve le plus fort, c'est l'Allemagne. L'Allemagne, qui avec beaucoup de créativité budgétaire, beaucoup d'audace politique, franchit un certain nombre de règles allemandes et fait ce que le Fonds monétaire, ce que l'OCDE lui conseille depuis 20 ans, met un peu d'argent sur la table, s'endette un peu, investit ce qu'elle avait besoin de faire et qu'elle fait. Après, on peut avoir un débat sur la manière de le faire, le temps que ça va prendre, mais c'est fait, en tous les cas, la décision a été prise en 2025 et c'est tout à fait remarquable. La Commission européenne a lancé un certain nombre d'initiatives sur l'Union des marchés de capitaux, sur l'industrialisation. Mais fondamentalement, l'Europe n'a pas encore délivré ce qu'elle devrait faire. Et il y a des raisons à ça. La première raison, c'est que l'Europe se vit encore comme un marché ouvert et dans lequel la question est de veiller à ce que les règles de fonctionnement d'un marché transparent et concurrentiel soient respectées. C'est très bien, je suis d'accord, sauf que nous sommes probablement les seuls. Avec la réindustrialisation américaine, avec la poursuite de l'industrialisation chinoise, l'Europe est confrontée à ce défi. Au fond, il faut faire quoi ? Est-ce qu'il faut continuer à gérer ces règles ou bien est-ce qu'il faut introduire non pas du protectionnisme, mais je vais y revenir, mais introduire des clauses de sauvegarde ? Face à des pressions très fortes, non seulement les négocier, protéger, négocier encore, essayer de trouver des accords ? C'est ce que l'Europe doit faire et sait relativement bien faire, il n'y a pas de difficulté. Mais pour l'instant, l'Europe se cherche un peu sur ces sujets.

00:52:31 - Jean Lemierre

Pourquoi ?

00:52:31 - Jean Lemierre

Parce qu'au fond, il y a un débat relativement simple. C'est que quand on parle de remanufacturing, on parle de

consommateur, on parle de producteur. La Chine comme les États-Unis ont mis au premier plan le producteur avant le consommateur. Alors là aussi, c'est discutable. On voit bien ce qui se passe aux États-Unis et les risques politiques aux États-Unis de trop mettre de côté le consommateur. L'Europe a choisi le consommateur. Et il y a un débat en Europe qui n'est pas achevé sur le bon équilibre entre favoriser le consommateur, ce qui est légitime, et aider quand même les producteurs. Il y a beaucoup de demandes, beaucoup d'idées, il y a eu beaucoup de choses exprimées. Le nouvel équilibre n'est pas encore fait. Donc j'espère qu'il va se faire assez rapidement. Sur l'Union des marchés de capitaux, on est à peu près dans la même situation, on en parle depuis 10 ans.

00:53:22 - Jean Lemierre
L'Europe est le continent riche,

00:53:24 - Jean Lemierre
où nous avons une épargne longue considérable.

00:53:26 - Jean Lemierre
On a du mal à mobiliser l'épargne longue européenne pour les besoins longs de l'Europe.

00:53:31 - Jean Lemierre
Et l'Europe a des besoins longs dans la recherche, dans les fonds propres des entreprises. On a beaucoup de mal à faire de l'*equity* au sens américain du terme, notamment pour l'innovation technologique. Et puis, on a un effort de défense à assumer.

00:53:49 - Jean Lemierre
On a beaucoup de demandes.

00:53:50 - Jean Lemierre
Alors, je suis assez confiant. Je pense que 2026, ça va être une année de réalisation.

00:53:57 - Jean Lemierre
L'Europe est une démocratie.

00:53:58 - Jean Lemierre
Il faut mettre les États, la Commission, le Parlement européen d'accord. Il faut que, pas à pas, on avance. Je suis assez confiant. Je pense qu'on devrait y arriver. Franchement, l'interpellation à l'égard de l'Europe est très très forte. La contrainte externe sur l'Europe est très très forte. Et si nous voulons préserver notre modèle social européen, ce qui est quand même notre objectif collectif, financer notre protection sociale dans un continent qui quand même vieillit, il va falloir bouger. Il va falloir faire ça.

00:54:33 - Jean Lemierre
On en a les moyens.

00:54:34 - Isabelle Mateos y Lago
C'est peut-être là qu'il y a un peu moins d'opposition entre la dimension consommateur et la dimension producteur, puisque finalement, le consommateur, il a aussi envie de garder son modèle de protection sociale.

00:54:44 - Jean Lemierre
C'est là, normalement, qu'on devrait réconcilier les choses.

00:54:49 - Isabelle Mateos y Lago
Vous avez mentionné la Chine. La Chine a dû faire face cette année à la quasi-fermeture, en tout cas, l'obstruction du marché américain s'est repositionnée sur d'autres marchés, notamment l'Europe, qui accuse maintenant un déficit commercial très large vis-à-vis de la Chine. Vous y partez demain dans la délégation du président de la République. Quel est, selon vous, le message que l'Europe devrait apporter à la Chine ?

00:55:18 - Jean Lemierre
Celui du partenariat. Le partenariat a été créé il y a longtemps. Il a été créé à l'initiative de Deng Xiaoping, qui a ouvert la Chine et a commencé à créer un partenariat avec les capitaux, la technologie, le savoir-faire et les marchés occidentaux. Mais ce partenariat, il ne faut pas qu'il soit figé. Il est en train d'évoluer. La Chine d'aujourd'hui n'est pas la Chine de Deng Xiaoping. La Chine va avoir à peu près, dans quelques années, représenté 50% de la capacité industrielle mondiale. Tout de même, il faut le prendre en compte. L'innovation est considérable. L'intelligence artificielle fait des progrès. Une des grandes forces chinoises, c'est la capacité à mobiliser l'intelligence artificielle dans la production manufacturière. Ce sont

des éléments concurrentiels très forts. Dans le même temps, la Chine a besoin de marcher. Donc on voit bien qu'il y a un équilibre entre une ouverture totale et le risque d'être submergé par des productions industrielles, puis la fermeture totale au risque de créer des conflits très importants, de perdre des opportunités et de créer du chômage. C'est l'intérêt de personne. Donc il faut repenser cet équilibre. Si on met de côté les questions de leadership, l'Europe n'est pas un continent de leadership. Les États-Unis ont un combat de leadership, une aspiration au leadership. L'Europe ne l'a pas, ou en tous les cas ne l'a plus. Après avoir fait beaucoup de tentatives, à compris que le leadership politique n'était peut-être pas la voie européenne à privilégier. Et le monde le lui rappelle régulièrement, à juste titre. En revanche, l'Europe est un continent, encore une fois, riche, disposant d'une épargne extrêmement abondante, de talents très élevés et de capacité et de la volonté à coopérer.

00:57:16 - Jean Lemierre

Donc il faut qu'on retrouve un équilibre. Et l'enjeu me paraît être là.

00:57:20 - Jean Lemierre

C'est-à-dire que l'équilibre en matière commerciale, il est fait de volumes d'exportation, de tarifs, de quotas, de volumes d'investissement, de partenariats. Il y a deux domaines assez évidents. L'ouverture du marché... Pourquoi pas ? Et la technologie, c'est nécessaire. Donc on voit bien qu'il y a des ingrédients très forts. Moi je suis convaincu que, quelles que soient les déclarations des uns et des autres, on a intérêt à ce partenariat. L'Europe a intérêt à de la technologie et du savoir-faire. La Chine a intérêt à avoir un marché solvable. Et dans un monde dans lequel, effectivement, le commerce et l'investissement se sont concentrés, pas que sur l'Europe, l'Asie du Sud-Est également est une très grande destinatrice de l'exportation chinoise, on voit qu'il y a matière à un équilibre possible. Malheureusement, le rééquilibrage, ça prend du temps, ça passe par des phases parfois difficiles, on le voit, des péripeties un peu improbables, où on voit le cognac qui est pris en otage d'un débat sur la voiture électrique. Mais voilà, c'est ça les repositionnements et j'espère que la Commission européenne, les chefs d'État européens et les entreprises européennes, en tout cas ce sera mon message pour les entreprises françaises, participent de ce rééquilibrage.

00:58:44 - Isabelle Mateos y Lago

Ce rééquilibrage, c'est un petit peu le terme qu'a utilisé le président Trump quand il a lancé sa grande offensive commerciale au début de l'année. Est-ce que, de votre point de vue, ça peut passer par une phase de tension, de crispation entre l'Union européenne et la Chine ? Ou vous pensez qu'il y a quand même suffisamment d'intelligence, finalement, de part et d'autre, pour que les choses puissent rester relativement harmonieuses ?

00:59:10 - Jean Lemierre

Donnons le privilège à l'intelligence. Donc si on privilégie l'intelligence, normalement on devrait voir assez vite... Peut-être une difficulté quand même derrière votre question, qu'il y ait une difficulté européenne. L'Europe c'est 27 États, nous n'avons pas nécessairement la même lecture, les mêmes intérêts, ce n'est pas un sujet chinois bien sûr, c'est un sujet européen. Et il faut à tout le moins pour arriver à un résultat, comme on dit en Chine, harmonieux dans le temps. Et encore une fois, il n'y a que des raisons pour qu'il y ait ce type d'harmonie, que nous soyons entre-européens cohérents et solidaires. Là aussi, l'intelligence doit prévaloir.

00:59:55 - Isabelle Mateos y Lago

Très bien. Et peut-être pour finir sur une note qui, j'espère, sera une note d'optimisme. L'Ukraine, vous y étiez il n'y a pas si longtemps. C'est important pour nous, pour le groupe, pour tout le monde, pour l'Europe, un sujet majeur. Depuis quelques jours, il semble que les choses avancent dans une direction un peu moins, un peu plus prometteuse, disons, que les... les semaines et les mois précédents, comment est-ce que vous voyez évoluer la situation et quelles opportunités vous voyez pour l'Europe au fur et à mesure qu'on l'espère, on se rapproche d'une fin de ce conflit ?

01:00:36 - Jean Lemierre

D'abord, l'Ukraine, ce qui se passe en Ukraine est une tragédie. Et, comment dire, le combat pour l'Ukraine, c'est un combat pour l'Europe. La raison d'être mobilisée en faveur de l'Ukraine, c'est l'Europe. C'est bien sûr les Ukrainiens, nous sommes d'accord, mais c'est l'Europe. Et c'est un enjeu européen extraordinairement important. Je ne pense pas qu'il y ait de distance entre l'intérêt de l'Ukraine et l'intérêt européen en termes de paix. Ma deuxième remarque, c'est que la paix, et vous l'avez évoqué, la reconstruction... la reconstruction politique, économique, financière de l'Ukraine passe par une paix stable, durable, et c'est difficile. L'histoire de l'Europe est pleine de débats de cette nature. C'est un débat que l'Europe a dû affronter à plusieurs reprises dans son histoire récente. Donc nous comprenons... Et je pense que les Européens ont une réflexion et malheureusement une expérience à faire partager. Et il n'y a pas de reconstruction sans perspective de paix durable. C'est malheureusement ce que nous savons assez bien. Et nous avons besoin, l'Ukraine a besoin de se reconstruire, a besoin de reconstruire son infrastructure, son système électrique, son système d'approvisionnement d'eau, son système de transport et puis de développer de l'activité économique. Elle en a les atouts. Elle a une population d'une résilience étonnante qui est extraordinairement résiliente, imaginative, créative, pleine de ressources technologiques. Donc l'Ukraine sait le faire. Nous savons l'appuyer. Encore faut-il que le cadre soit un cadre de stabilité, de paix et pas d'incertitudes et de conflits à venir. C'est un vœu facile à formuler. Je sais combien c'est difficile à mettre en œuvre, combien il y a de tensions et d'enjeux derrière tout ceci. Mais pour le continent européen, pour nous tous, c'est absolument indispensable.

01:02:52 - Isabelle Mateos y Lago

Très bien.

01:02:54 - Isabelle Mateos y Lago

Merci beaucoup d'avoir partagé ces perspectives et puis de terminer sur ce mot de résilience, ce concept de résilience qui vraiment, je crois, a été la caractéristique finalement du système.

01:03:03 - Jean Lemierre

Si vous me permettez, je ferai une remarque, puisque vous y avez fait allusion. J'étais en Ukraine récemment. Je caractériserai, ce que j'ai vu, la résilience que j'ai vue comme reposant sur une extraordinaire loyauté entre Ukrainiens. De ceux qui sont au front, de ceux qui sont à l'arrière, de ceux qui travaillent, de ceux qui souffrent, il y a une profonde loyauté interne à la société, et il y a une vitalité extraordinaire. Je pense que plus que la résilience, le message ukrainien, c'est la vitalité.

01:03:40 - Isabelle Mateos y Lago

Très bien. Terminons là-dessus.

01:03:43 - Isabelle Mateos y Lago

Merci beaucoup d'être venu parmi nous.

01:03:44 - Emmanuel Laborde

Merci beaucoup Jean Lemierre, Isabelle Mateos y Lago de cet entretien qui vient donc clore cette conférence semestrielle des Études Économiques. Un grand merci également à tous les économistes qui ont travaillé à la préparation et la présentation de cette conférence. Merci à vous de nous avoir suivis. N'hésitez pas à promouvoir ce rendez-vous pour que le Replay ait encore beaucoup de succès. Très bonne fin d'année et rendez-vous en 2026 pour d'autres conférences.

À bientôt.