



Les transformations du monde # 3

Philippe Waechter Chef Economiste



Economie globale et Géopolitique Comment se projeter à moyen terme ?

Le monde change et pour longtemps.

La globalisation avec une forme de cohérence est du passé; il n'y aura pas de retour en arrière.

Voilà le défi auquel les économies du monde entier sont confrontées. C'est aussi un défi pour tous les acteurs de l'économie. Les institutions vont voir leur positionnement changer puisque le monde devient plus hétérogène. Le FMI, la Banque Mondiale n'auront plus le même statut car les Etats-Unis considèrent désormais qu'il s'agit d'institutions des pays occidentaux et que la Chine devrait, parmi d'autres, en être exclus. Le rôle des banques centrales sera repensé dans une hiérarchie nouvelle avec les décideurs gouvernementaux.

Le monde restera interdépendant, la globalisation, de fait, reste un facteur majeur de l'économie mondiale mais les décisions sont désormais plus locales, mues par des intérêts régionaux.

L'origine de ce changement de repères se trouve dans la spectaculaire concurrence technologique et politique qui oppose les Etats-Unis et la Chine. Les choix faits de part et d'autre de l'océan Pacifique se traduisent par des cheminements et des trajectoires qui ne sont plus compatibles et que les décideurs à Washington et à Pékin ne souhaitent plus rendre cohérentes. L'interdépendance des échanges ne se complètent plus d'une interdépendance des moyens pour innover. La bataille récente, et qui n'est pas finie, sur les semi-conducteurs et l'IA en témoigne.

L'Europe est en retrait dans cette bataille de géants. Elle n'a pas les arguments pour décider par elle-même car ses propres systèmes d'informations sont fortement dépendants des Gafam. En conséquence, elle penche davantage vers l'allié américain que vers la Chine pourtant plus innovant et détenant les clefs technologiques de demain.

Le monde n'est plus aussi ouvert et les opportunités sont plus locales. Cela doit nous obliger à réfléchir à la forme de l'équilibre global. Dani Rodrick avait mis en lumière ce trilemme entre globalisation, souveraineté nationale et intégration politique, les 3 options n'étant pas toutes compatibles en même temps. Dès lors, et c'est le point qui nous préoccupe, est ce que dans une économie globalisée, l'arbitrage doit se faire sur une intégration politique plus forte ou sur un choix de souveraineté nationale ? L'analyse des dernières années suggère que les choix ont été plutôt vers l'intégration politique en indiquant que les orientations étaient prises pour qu'il y ait une forme de développement cohérent. Les options plus récentes tendent davantage vers la souveraineté nationale. C'est ce basculement qui va paver nos anticipations de croissance et d'inflation pour les années qui viennent.

Cette bascule géopolitique, l'importance que font porter les choix locaux, s'assimilent à un choc persistant. La littérature sur ce type de situation plaide pour une croissance un peu moins solide, il faut s'adapter à une nouvelle logique, et pour un taux d'inflation un peu plus fort pour prendre en compte les ajustements nécessaires dans ce nouvel équilibre.

Ce document rend compte des chocs qui bousculent l'économie globale et présente les impacts, en tendance, sur la croissance, l'inflation aux Etats-Unis, en Chine et en zone Euro.

Pour les économistes, le défi le plus important est d'intégrer de nouvelles dimensions à l'analyse de la situation économique. Aujourd'hui, la géopolitique est ce challenge. Elle bouscule les perspectives et modifie les paramètres sur lesquels il était possible de s'appuyer pour être pertinent. La géopolitique traduit à la fois une dimension de rapport de force entre les pays mais aussi un jeu d'alliances et d'intérêts communs.

Cette dimension particulière n'avait pas été au cœur des interrogations durant la montée en force de la globalisation. Le monde était ouvert, marqué par d'importantes opportunités. Chaque pays avait peu ou prou intérêt à jouer avec les mêmes règles que les autres qu'ils soient alliés ou concurrents.

En suivant les mêmes règles, chaque pays, chaque entreprise avait la perception de faire un choix gagnant.

Pour profiter des opportunités, les implantations, les transferts de technologies et les paris les plus audacieux ont caractérisé les comportements.

Les tensions qui pouvaient exister n'étaient que temporaires, effacées par l'intérêt commun.

La régulation relevait de l'action des banques centrales avec la Federal Reserve jouant le rôle du prêteur en dernier ressort. La globalisation financière avait débuté avec l'arrivée à la Maison-Blanche de Ronald Reagan et les institutions régulatrices ont pris formes lors des Accords du Plaza en septembre 1985.

La dynamique des marchés financiers a donc fonctionné avec la Fed comme régulateur et les autres banques centrales comme relais.

Les politiques économiques des gouvernements étaient en retrait pour ne pas pénaliser la compétitivité des économies largement conditionnée par la dynamique financière. Une illustration de ce comportement est la trajectoire suivie partout par le taux d'imposition sur les sociétés. La baisse tendancielle constatée dans la plupart des pays a traduit la volonté d'attirer des investissements afin d'améliorer la compétitivité des économies.

L'application de ces règles du jeu se sont traduites par la période dites de la Grande Modération dans les pays occidentaux. Elle était caractérisée par des taux de croissance et d'inflation stables et peu volatils.

Dans le même temps, les pays émergents ont bénéficié d'un cadre qui leur a permis de recevoir de nombreux investissements étrangers. Dès lors, ils ont connu une période de croissance forte avec la Chine comme leader et comme source d'impulsion pour nombre d'entre eux.

C'est ce cadre qui a changé.

Désormais, les décisions reposent sur des contraintes et des ressorts plus locaux. Il existe toujours des opportunités, les économies restent interdépendantes mais les décisions sont désormais davantage conditionnées par la dimension locale.

Cela se traduit par une hiérarchie différente entre les politiques économiques. La politique industrielle est à nouveau une priorité. L'Inflation Reduction Act et les politiques de tarifs douaniers aux Etats-Unis traduisent cette rupture.

Sous un autre angle, on voit le rôle que se donne le président américain dans la gestion des décisions à effet immédiat. Ses choix conditionnent aussitôt l'ensemble des acteurs de l'économie y compris la Federal Reserve et éventuellement indépendamment d'elle.

Le bouleversement des règles et de la hiérarchie des politiques économiques altéreront durablement les profils des économies.

Ces risques seront compensés par des chocs technologiques durables liés à l'IA. L'avantage sera à celui qui innovera vite et qui diffusera rapidement les innovations dans l'économie. Cela discriminerà les pays.

Les ajustements auront aussi un impact sur l'inflation. Le nouveau cadre, les nouvelles règles, la décarbonation et l'IA vont transformer l'économie, donnant aux prix une capacité nouvelle d'ajustement. Le taux d'inflation pourrait ne plus être systématiquement cohérent avec les objectifs des banques centrales.

Les raisons de la bascule

Il y a quatre raisons pour comprendre le changement de paradigme.

La **première** est la conséquence de la pandémie et des contraintes qui ont résulté de la réouverture de l'économie.

Cette période, marquée par le besoin de produits pharmaceutiques pour lutter contre la maladie puis par la pénurie de semi-conducteurs et d'autres produits technologiques, a révélé la dépendance des pays occidentaux vis-à-vis des pays émergents. La politique industrielle est redevenue une priorité, un peu comme après le premier choc pétrolier des années 1970.

Dès lors, les décisions de politique économique sont devenues conditionnées par des objectifs plus proches. L'Inflation Reduction Act mis en place par Joe Biden à l'été 2022 en est le symbole.

La **deuxième raison** est la prise en compte progressive des effets de la globalisation sur l'emploi et les inégalités au sein des pays développés.

Le "premier choc chinois" montrait le transfert des emplois peu ou mal qualifiés des pays développés vers la Chine.

Les entreprises globalisées aussi ont contribué à cette critique de la globalisation en augmentant les inégalités de revenus. Ces dimensions ont pu être utilisées politiquement faisant basculer l'opinion publique dans certains pays. Sans résoudre toutes les questions, les mesures plus locales tentent d'inverser la tendance.

La **troisième raison** est l'arrivée de Xi Jinping à Pékin. Par rapport à ses prédécesseurs, il a une vision plus politique de son rôle de président mais aussi du positionnement de la Chine dans le monde.

En interne, le pouvoir est plus personnel mais Xi réaffirme le poids du parti communiste comme facteur structurant.

Il définit le rêve du renouveau national et définit la Chine comme alternative à l'Occident.

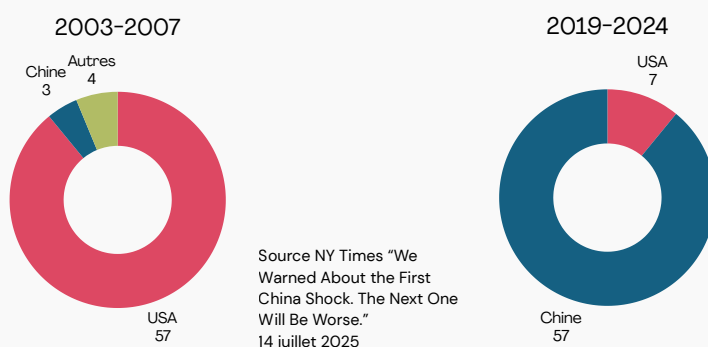
La Chine est ainsi positionnée différemment, ne voulant pas se laisser enfermer dans un cadre principalement économique dépendant des Etats-Unis.

La **quatrième et principale raison** est la concurrence technologique entre les Etats-Unis et la Chine. C'est le facteur majeur qui marquera les prochaines années, le "second choc chinois". La Chine, peu productive et fabriquant des produits de médiocre qualité lors de son adhésion à l'Organisation Mondiale du Commerce (OMC) en décembre 2001, a investi massivement dans la technologie, dans l'éducation et a bénéficié d'importants transferts de technologies. De la sorte, elle est progressivement apparue comme un rival aux Etats-Unis et peut parfois, désormais, s'y comparer. L'Empire du milieu pointe même en avance, dès à présent, sur les technologies de rupture.

Pour se rendre compte du basculement, une étude rapportée par le New York Times du 14 juillet 2025, indique que sur la période 2003-2007 et un total de 64, les Etats-Unis étaient leader sur 57 de ces technologies de rupture contre 3 seulement où la Chine était leader.

Sur la période 2019-2023, la Chine était en avance sur 57 de ces technologies et les Etats-Unis ne devançaient les Chinois que dans 7 d'entre elles.

Leadership dans les technologies de rupture



Les Etats-Unis qui avaient le leadership sur ces secteurs et les revenus qui en découlaient sont maintenant sur la défensive. C'est la lecture que l'on peut faire de la politique de Donald Trump vis-à-vis de Pékin mais aussi de la réponse de Xi aux actions de la Maison-Blanche.

La rupture est majeure car l'impulsion technologique n'est plus le monopole des USA. La Chine veut être indépendante des Etats-Unis et ainsi avoir la capacité de dire non. C'est tout l'enjeu du jeu de go entre Pékin et Washington.

En outre, la Chine a aussi une puissance politique qui divise et que Xi souhaite comparable, à terme, à celle de Washington. Cette affirmation s'est nettement accentuée après le début de la guerre en Ukraine. La Chine n'a pas voté les sanctions contre la Russie. Elle cherche aussi à créer les institutions qui lui permettront une plus grande capacité à définir et à mettre en œuvre ses choix, c'était encore le cas lors du sommet de l'Organisation de Coopération de Shanghai à la fin du mois d'août.

Les Etats-Unis et la Chine sont toujours interdépendants avec des échanges très intenses mais désormais ils ne partagent plus les mêmes objectifs globaux tant sur l'économie que sur le politique. C'est un événement qui bouleverse le paradigme qui existait.

Les changements à court terme

Ce changement de repère s'est traduit par une montée des tensions. Le cadre plutôt coopératif et coordonné qui prévalait s'est transformé en un rapport de force.

Les relations internationales reflètent désormais des tensions systématiques.

Les rapports entre la Chine, l'Europe et les Etats-Unis se construisent à partir de décisions unilatérales.

Une mesure du rapport de force

Ce nouveau cadre défini par le rapport de force est illustré par la nomination de Dan Katz, l'ancien directeur de cabinet de Scott Bessent, au poste de numéro 2 du FMI.

Ses orientations rapidement exprimées marquent la volonté de réserver les institutions telles que le FMI et la Banque Mondiale aux pays occidentaux quitte à exclure la Chine et pourquoi pas l'Inde.

C'est aussi un choix de ne plus cibler le climat comme un objectif macro-global. Le vocabulaire sur la transition énergétique a d'ailleurs disparu du discours d'ouverture de la directrice générale du FMI lors de la session d'octobre 2025.

La Chine ne devrait plus, si on le suit, participer aux travaux des pays occidentaux, poussant Pékin à s'inscrire dans de nouvelles institutions. La question du climat est encore plus large car l'Europe mais aussi de nombreux autres pays sont partis prenantes.

L'économie globale a besoin d'institutions communes pour connaître un développement harmonieux. Ce ne sera plus le cas si l'on suit le nouveau numéro 2 du FMI.

Le multilatéralisme en question

La remise en cause du leadership des Etats-Unis par la Chine bouscule le cadre multilatéral qui prévalait depuis la création du GATT en 1947 puis de l'OMC à partir de 1994. De 23 pays au départ, son champ s'était élargi au fil du temps. L'objectif a toujours été de mettre en œuvre des règles communes afin de faciliter et d'intensifier les échanges de biens. Tous les pays participants ont bénéficié de cet environnement pour s'inscrire dans le concert commercial des échanges internationaux. Ce cadre avait les Etats-Unis comme leader et comme pourvoyeur de biens publics internationaux tels le dollar et les capacités de financement.

Les USA de Trump ne veulent plus assumer ce cadre multilatéral qui ne rend pas compte de la puissance américaine.

La Chine qui veut devenir leader a aussi des velléités d'autonomie via les « routes de la soie » qui ne sont que des moyens pour échapper aux règles communes.

Dans un système multiple, il faut un leader avec des règles claires. Deux leaders et ce sont des règles qui se chevauchent et font perdre de l'efficacité à l'ensemble du système. C'est vers cette absence de cadre unifié que nous nous dirigeons.

Les changements à moyen terme

L'architecture qui se dessine sera multipolaire. La Chine, les Etats-Unis et l'Europe, plus l'Inde, l'Asie, l'Afrique et l'Amérique latine peuvent vouloir définir un cadre qui leur est propre. Bien sûr, une hiérarchie va se définir et la Chine et les USA seront leaders à la fois sur l'économie mais aussi sur la politique globale. A l'Europe et aux autres régions de faire des choix qui leur permettront de définir plus facilement leurs orientations.

Cette multipolarisation devrait se traduire par des modes de fonctionnement et des règles distinctes. C'est une source de perte d'efficacité du modèle global. C'est aussi une interrogation sur le choix de la monnaie internationale.

Certes le dollar n'est pas remis en cause mais la Chine pourrait vouloir faire le choix d'une autre monnaie pour réduire encore sa dépendance aux USA. L'Europe aussi pourrait faire un choix similaire. Mais comment gérer alors un modèle multipolaire mais toujours interdépendant à plusieurs monnaies ? Les expériences historiques ne permettent pas de conclure sur une grande efficacité.

En outre, s'il y a multipolarité, est ce que les banques centrales fonctionneront elles aussi avec les mêmes règles qu'auparavant. Jusqu'à présent, les Etats-Unis, via la Federal Reserve, sont prêteur en dernier ressort. Sera-ce toujours le cas en cas de multipolarité ? En outre, la question du statut de la banque centrale américaine est posée par la nouvelle administration. Conservera-t-elle la même mission une fois Jay Powell parti de sa présidence ?

C'est une question à laquelle on n'échappe pas. Mais dans ce cas, en cas de choc, par quel biais s'opèrera la solidarité pour éviter la propagation du choc dans l'espace et la durée ? Cet accomplissement des banques centrales sous l'égide de la Fed serait remis en cause et pèserait sur la croissance.

Une **deuxième conséquence** de ces rapports de force est le souhait de faire contribuer les autres pays à son propre développement. Les Etats-Unis ont clairement mis ce point en avant dans les négociations commerciales. Le Japon doit investir 550 milliards de dollars aux USA, l'Union Européenne 600 et la Corée du sud 350. C'est une forme de subventionnement en contrepartie de la bienveillance américaine.

Par ailleurs, la hausse de la dette publique aux Etats-Unis devrait s'accélérer au cours des prochaines décennies. Selon le Congressional Budget Office, la dette publique détenue par le public serait de 100% du PIB en 2025 et de 156% en 2055. Pour financer cette dette supplémentaire, les Etats-Unis ont fait passer une loi sur les cryptomonnaies, le Genius Act, au cours de l'été.

Elle permet notamment le financement de cette dette par des entreprises privées et des institutions bancaires avec pour contrepartie l'émission de stablecoins.

Celles-ci achètent de la dette publique U.S. et émettent en contrepartie des jetons dont la valeur est de 1 dollar. Cet achat d'actif va financer le Trésor américain tout en émettant l'équivalent d'un dollar en signe monétaire.

C'est une forme de financement monétaire du déficit public avec des jetons qui seront détenus par le monde entier.

La multiplication des signaux monétaires seront une source d'instabilité monétaire au risque de peser sur la croissance globale. La quasi-monnaie émise ne sera pas garantie par la banque centrale US, le marché est principalement en dollar aujourd'hui, et pourrait connaître des crises de liquidité si l'entreprise qui les a émis est en difficulté.

Une dernière remarque : l'indépendance des banques centrales avait pour objectif d'interdire le financement monétaire des déficits publics afin de ne pas engendrer de déséquilibres inflationnistes. Les Etats-Unis reviennent sur ce choix majeur.

Une troisième conséquence à moyen terme est la lutte contre le changement climatique. Depuis l'Accord de Paris, c'était un élément premier des choix publics internationaux, ce n'est plus forcément le cas. Pourtant, tous les indicateurs suggèrent que le climat et l'environnement terrestre se dégradent.

Récemment, le Potsdam Institute faisait l'actualité en soulignant l'acidité excessive des océans. L'Université d'Exeter au Royaume Uni s'alarme du dépassement de point d'irréversibilité.

La hausse de la température est telle que certains facteurs dégradés le sont à tout jamais. Il n'y a plus de retour en arrière.

Ces phénomènes pénalisent la croissance globale en redistribuant les cartes de façon parfois peu compatible avec les modes de fonctionnement de l'économie globale. Et plus on tarde collectivement, plus les impacts négatifs seront importants.

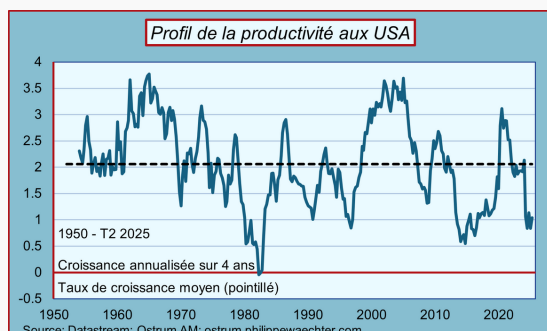
En outre, au regard des choix qui sont fait, on aura besoin collectivement des technologies pour faire face aux dégradations constatées. Sous cet angle, la Chine marque des points face aux Etats-Unis qui ont remis ce dossier au-dessous de la pile.

Le contrepoint

Ces changements dans les règles de fonctionnement de l'économie seront en partie compensées par l'Intelligence Artificielle (IA).

Cette technologie a la capacité de faire la synthèse des innovations observées depuis une vingtaine ou une trentaine d'années.

Jusqu'à présent, ces innovations n'ont pas engendré des gains de productivité significatifs à l'échelle macroéconomique. Mais la densité du progrès technique accumulé devrait donner à l'IA, la capacité de créer un environnement qui rendra ces innovations plus cohérentes et plus efficaces à l'échelle globale. C'est un changement radical qui, sans bercer dans le techno-optimisme, permettra de doper la productivité et de limiter l'impact négatif des changements de règles et de la montée des rapports de force.



Mais cette bataille de l'IA est avant tout entre Américains et Chinois.

Pour l'Europe, l'innovation doit être un enjeu majeur tel que souligné par le rapport Draghi en septembre 2025. Ces investissements doivent être de taille importante car il n'y a pas de petits joueurs.

L'autre dimension est la vitesse de diffusion de ces innovations. De ce point de vue, l'Europe est aussi à la traîne des Etats-Unis et de la Chine.

Cette orientation nécessaire pour garantir l'autonomie de la zone Euro est aussi un facteur de différenciation entre les économies. L'Europe ne peut pas se permettre d'être absente, à elle de trouver les chemins de traverse qui lui donneront sa spécificité. C'est ainsi aussi un objectif politique à côté de l'impératif économique. Il faut que les Européens choisissent collectivement une voie cohérente.

C'est cette dimension politique que désormais l'Europe doit cultiver. La dynamique de l'innovation en Europe doit être Européenne pour s'inscrire dans la durée et bénéficier à l'ensemble des Européens et des territoires. C'est d'ailleurs un enjeu que l'on retrouve à tous les étages des défis européens. La question de l'IA, celle des dépenses militaires et celle de l'intégration du marché européen sont identiques.

Quels impacts sur la croissance et l'inflation ?

L'histoire s'accélère et est désormais orientée par une succession de chocs auxquels l'économie globale devra s'adapter.

Certains chocs seront persistants, l'IA, la création de nouvelles institutions, la démographie alors que d'autres auront des ajustements plus rapides.

Le bilan ne suggère pas une accélération permanente de la croissance car ces dynamiques d'adaptation ont des coûts qui pénalisent les échanges, la capacité à innover, à investir et à échanger. En outre, le lent changement de la structure de la population est élément qui plaide pour une consommation moins dynamique. C'est ce que l'on voit en Europe, c'est aussi sous l'éclairage de la prudence ce que l'on voit en Chine.

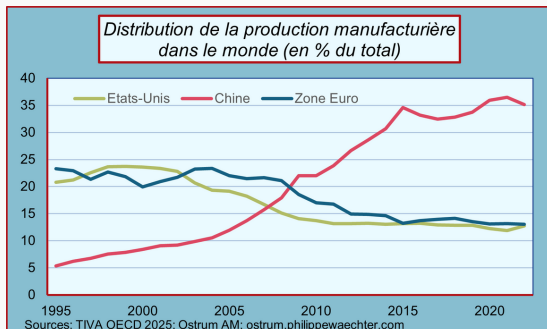
Une série d'adaptations pas toujours coordonnées se traduiront aussi par des pressions sur les prix car si dans un monde ouvert les prix sont un atout de compétitivité, dans un environnement plus vertical, les prix peuvent être davantage une source d'ajustement macroéconomique.

Le cadre global est donc celui d'une économie toujours fortement interdépendante mais avec des choix qui privilégient davantage les évolutions locales.

L'économie globale n'apparaîtra plus alors comme un continuum mais comme des blocs articulés les uns aux autres.

Les monnaies, dès lors, auront une plus grande nécessité à s'ajuster puisque les options de politique économique seront davantage conditionnées par la politique des gouvernements que par celle des banques centrales.

Ce cadre est original dans ce que l'interdépendance est inévitable lorsque la Chine représente plus de 30% de la production manufacturière mondiale mais avec des choix économiques et politiques davantage conditionnés par un cadre politique, plus local et moins ouvert au monde.



C'est cette problématique qui est importante.

Chaque pays ou région veut pouvoir décider de sa propre trajectoire tout en étant très dépendant du reste du monde.

C'est pour cela que les accords commerciaux pourront être fluctuants et pas forcément durables. Les relations entre la Chine et les Etats-Unis illustrent bien ce phénomène.

Analysons les phénomènes qui pourraient se produire aux Etats-Unis, en Chine et en zone Euro compte tenu du cadre qui prévalait et désormais des choix qui sont et seront faits. La croissance et l'inflation n'auront pas les mêmes allures partout et ce sont ces différences qui vont importer.

Les Etats-Unis

Les Etats-Unis sont, parmi les trois grandes régions regardées, celle qui sera a priori la moins affectée par l'ensemble de ces changements.

Sur la période récente, la dynamique de l'économie américaine a été tirée par deux phénomènes majeurs ; un déficit public de grande ampleur et l'impact de l'IA. Ces deux éléments ne seront pas affectés dans le court terme. Les émissions du Trésor pour financer les impasses budgétaires seront assurées si nécessaire par le reste du monde y compris via les stablecoins. De fait la politique budgétaire restera très accommodante. L'IA, toutes choses égales par ailleurs, restera un moteur de la croissance américaine.

Cependant, dans le mode de fonctionnement de l'économie américaine, deux facteurs pourraient avoir des effets de façon endogène.

Le premier est l'arrêt des flux migratoires. C'est ici un phénomène spécifique résultant de la politique explicite de Donald Trump. C'est forcément une source de préoccupation pour le momentum du cycle puisque la majeure partie de l'augmentation de la population active depuis 2000 a été le fait des arrivées des migrants. Selon le Census Bureau, la hausse de la population active de 25 à 54 ans s'explique à hauteur des trois-quarts par des flux migratoires entrants.

Le coup d'arrêt de la Maison Blanche change la donne et rend la lecture de la dynamique du marché du travail plus complexe. On constate déjà des pénuries de main d'œuvre dans certaines industries. Les jeunes américains arrivent moins nombreux sur le marché du travail. Si cette situation se prolongeait ne doutons pas qu'elle pénaliserait la croissance potentielle américaine.

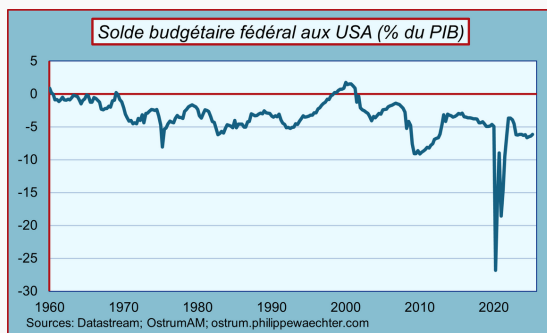
Le second porte sur les inégalités de revenus. Désormais, 50% de la consommation des ménages US est portée par 10% de la population ayant les revenus les plus élevés alors que les taux de défaut sur les crédits augmentent rapidement.

Le budget voté va amplifier cette divergence.

Les baisses d'impôts concernent les plus fortunés alors que les aides sociales seront réduites. La société américaine va se polariser et se dissocier. Cela ne peut pas être une source de croissance harmonieuse.

En outre, la dynamique politique de la Maison Blanche divise les Américains. Les chocs à répétition ne plaident pas pour une prise de risque excessive. Non pas à l'échelle des entreprises de la tech mais pour le reste du tissu économique.

C'est pour l'ensemble de ces raisons que la croissance américaine n'accélèrera pas. L'hétérogénéité qui y est instillée actuellement sera une source d'expansion plus lente. Son impact sera limité à court terme mais les tendances plaident pour une économie qui perde en attractivité.

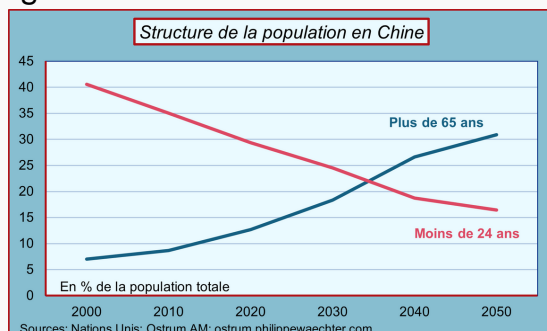


La Chine

La dynamique de l'économie chinoise est caractérisée par une demande interne insuffisante, très inférieure à celle des pays occidentaux, un secteur immobilier qui reste très fragile, une technologie en plein essor mais d'importantes surcapacités et inefficacités dans l'industrie.

En outre, l'économie chinoise doit faire face à une démographie qui change rapidement. Le pic de sa population a été constaté en 2021 et, conséquence de la longue politique de l'enfant unique, la part de la population de plus de 65 ans va s'accroître très vite, passant de 12.7% de la population totale en 2020 à 31% en 2050. Dans le même temps, la part des moins de 24 ans passera de 29.4% à 16.5%.

Cela va être une source supplémentaire de perturbation car les structures sociales et la redistribution sont insuffisantes pour limiter le risque pour le consommateur. Il faut donc consacrer une part plus importante que dans les pays occidentaux à l'épargne qui sera nécessaire pour faire face aux dépenses dans le futur. Les Chinois sont leur propre assureur. Les évolutions évoquées ne vont pas inverser cette tendance. L'objectif pour le gouvernement de Pékin n'est finalement que de maintenir les dépenses des ménages à un niveau suffisamment élevé mais sans jamais pouvoir converger vers les standards occidentaux.



Cette situation fragilise le consommateur qui est déjà pris au piège d'un immobilier dont la dynamique s'est inversée il y a quelques années. Ce consommateur a son patrimoine en immobilier et sa structure financière d'emprunt est aussi dépendante de ce secteur.

Le secteur fort, et qui a été renforcé dans les objectifs du plan quinquennal, est la technologie. On l'a évoqué, la Chine est devenue leader sur certains aspects et entend bien accentuer cette étreinte sur le reste du monde.

Ce sera aussi un renouvellement dans l'ensemble du secteur productif de l'économie. L'immobilier avait été le fer de lance, remplacé ensuite par l'industrie plus traditionnelle comme l'automobile. C'est désormais la technologie qui a ce rôle d'impulsion sur l'ensemble de l'économie chinoise avec l'obligation néanmoins de gérer l'immobilier tout en structurant l'industrie plus traditionnelle.

C'est ainsi que l'efficacité requise va se traduire par la diminution d'un grand nombre de constructeurs automobiles. La capacité de production est de 60 millions de véhicules (40 thermiques, 20 électriques) pour un marché mondial du neuf de 90 millions. Il faut donc rationaliser et réduire le nombre de constructeurs. C'est une opération normale mais qui aura forcément un coût persistant sauf si la demande mondiale de modèles chinois augmente de façon soutenue. Il faut insister sur le secteur de l'auto car dans tous les grands pays, ce secteur est structurant dans l'industrie.

Il faudra pour l'industrie trouver une nouvelle forme d'impulsion.

Le choix de Pékin est de penser que la technologie aura cette capacité.

Deux éléments supplémentaires

L'accent mis sur la technologie et la concurrence avec les Etats-Unis vont se traduire par une économie moins ouverte et plus sécurisée. Cela pourrait entraîner des mouvements de localisation des entreprises et des lieux de production.

L'autre point est que la production rapide doit trouver des débouchés. Les exportations seront toujours la voie de dégagement dans le cycle chinois. Les surcapacités chinoises étant importantes, cela se traduira par des produits chinois bon marché.

L'économie chinoise bascule et repense son mode de fonctionnement.

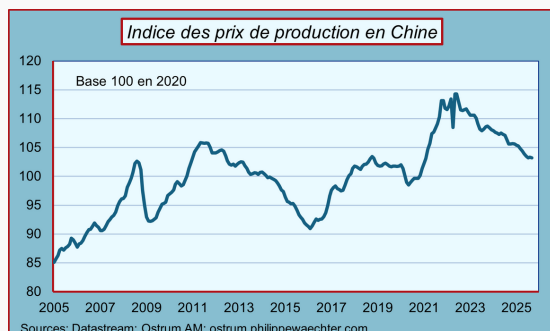
Trois éléments à retenir

1- L'accent mis sur la technologie. C'est une constante depuis l'arrivée de Xi à Pékin et cet objectif a été réitéré dans le nouveau plan quinquennal. Cela veut dire que les autres pays concurrents avec les Etats-Unis en premier plan devront s'attendre au maintien d'un rapport de force sur cette question. C'est aussi pour cela qu'en fonction des avancées des uns et des autres, les accords commerciaux ne seront que temporaires.

2- Le deuxième point est la nécessité de maintenir un socle robuste sur la demande interne. Avec une population qui vieillit et un cadre social mal adapté, il ne faut pas imaginer, pour la consommation et son poids dans le PIB, une convergence rapide vers les standards occidentaux.

3- Le troisième aspect est que la production est destinée à trouver des débouchés dans le reste du monde. La Chine ne va pas se replier sur elle-même mais souhaite pouvoir accentuer son emprise. On le voit déjà en Afrique, au Brésil avec l'accord sur le soja et le poids qu'a l'Empire du milieu dans les échanges auriverde. Compte tenu des très importantes capacités de production de la Chine, les tensions sur les prix seront réduites. (l'indice des prix de production évolue peu (cf. graphe ci-dessous))

Dès lors, les produits chinois vont vite concurrencer les produits européens au risque de les dépasser. C'est un enjeu majeur pour l'Europe. Certes cela tirera l'inflation européenne vers le bas mais cela limitera la capacité concurrentielle des entreprises européennes, notamment dans l'industrie. Il y a un risque de déclassement marqué pour l'Europe.



Zone Euro

La dynamique de la zone euro depuis la grande récession a reflété l'inscription de la région dans la dynamique mondiale. L'Allemagne a bénéficié longtemps des impulsions résultant d'exportations très dynamiques vers l'Asie et la Chine en particulier.

Cette impulsion faisait tourner les entreprises outre-Rhin et ce choc positif se diffusait dans le reste de l'Europe. La zone euro profitait ainsi d'un monde qui allait bien. Le développement de l'emploi et des revenus a alimenté la demande interne, créant les conditions pour une croissance soutenue.

Cet environnement a changé après la pandémie. Trois éléments ont été importants.

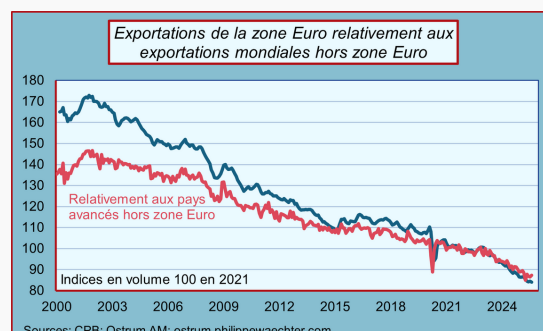
Le premier est la relance globale à l'échelle de l'Europe. L'Italie et l'Espagne parmi les grands pays en ont particulièrement profité. Cet effet de relance a été un coup de fouet facilitant le rattrapage après la crise sanitaire.

Le deuxième est la forte progression de l'emploi un peu partout dans la zone euro. (Trouver un chiffre) cela a accompagné et accentué le rattrapage de sortie de la crise épidémique.

Le dernier élément depuis l'été 2022 est l'inversion de la dynamique des exportations allemandes vers la Chine. A partir de cette date, le cycle allemand s'est infléchi et la dynamique de rattrapage s'est interrompue.

Depuis ce moment, la croissance de la zone euro n'a été que de 0.8% en rythme annualisé. La demande interne et la politique budgétaire n'ont pas été capable de prendre le relais de l'extérieur pour disposer d'une croissance suffisante.

On voit sur le graphe l'essoufflement des exportations européennes depuis le début des années 2000.



La politique monétaire de la BCE n'a pas été particulièrement accommodante puisque la baisse de taux d'intérêt jusqu'à 2% s'est accompagnée, depuis le T1 2022, d'une réduction très rapide du bilan de la banque centrale (2 fois plus vite que la Fed). Cela se traduit notamment par un euro cher face au dollar mais aussi face au yuan. Les conditions financières des entreprises en sont affectées.

Le monde devient plus complexe et il serait hasardeux de parier sur le retour du modèle qui fonctionnait avant la pandémie. On ne peut plus faire le pari d'une impulsion extérieure qui irriguerait l'ensemble de la zone euro. Le graphe sur les exportations de la zone Euro est suffisamment explicite pour cela.

L'Europe doit trouver son modèle

Elle doit trouver les moyens d'une politique plus autonome.

Le cadre doit être celui défini dans les rapports Draghi et Letta.

Le premier, mise sur une capacité à innover de la zone euro.

Le second souhaite une plus grande intégration du marché intérieur européen. L'objectif est de créer des entreprises innovantes de tailles européennes capable de profiter de l'ensemble de la zone et des effets d'échelle.

C'est aussi une recherche d'autonomie énergétique pour réduire la dépendance aux producteurs américains, russes ou qataris.

Tant que ces options ne seront pas levées, la capacité de la zone euro à retrouver une croissance rapide est de probabilité réduite.

Par rapport au modèle antérieur de la zone Euro, très dépendant des impulsions extérieures, il faut changer de paradigme pour se concentrer sur le développement de la dynamique interne de la zone.

La **relance allemande** entre directement dans cette nouvelle logique. Des dépenses fortes sur les infrastructures et sur le militaire. La contrainte constitutionnelle sur l'endettement public ayant été levée, le gouvernement de Friedrich Merz pourra mettre en œuvre cette stratégie spécifique pour redonner une allure plus robuste à la croissance européenne.

Les estimations oscillent autour de 0.2% de croissance en plus pour la zone chaque année d'ici à 2030 avec un pic à 0.4% en 2027/28.

Deux remarques sur le plan de relance allemand et la relance des dépenses militaires.

La première est la nécessité d'une main d'œuvre abondante pour la réalisation du plan de relance sur les infrastructures. L'Allemagne souffre du vieillissement de sa population. Les estimations faites suggèrent que pour la mise en place du plan, il faudra une main d'œuvre supplémentaire de 1.5 millions de personnes. Des ingénieurs au manoeuvre, le champ des besoins est très large.

Mais la société allemande reste marquée par le flux d'un million de personnes en 2015 avec une intégration limitée. Politiquement, le parti politique qui progresse le plus rapidement est l'AfD dont la ligne est anti-migratoire.

Pour le chancelier Merz, c'est un défi politique fort.

En outre, il faudra convaincre les allemands dans la durée quant à la nécessité d'avoir un déficit public durablement élevé hors période de choc cyclique.

La deuxième remarque porte sur l'augmentation des dépenses militaires, en Allemagne et dans le reste de l'Europe. On imagine bien que la hausse des dépenses va profiter au cycle européen. Pourtant, là aussi il faut apporter de la nuance.

Depuis la chute du Mur de Berlin, les choix militaires européens se sont traduits par une baisse des dépenses, ce sont les fameux dividendes de la paix en l'absence de menace majeure. Les opérations militaires ont pris la forme d'opérations de stabilisation, de contre-terrorisme et de missions expéditionnaires. Enfin, les choix faits sur le matériel et les investissements étaient conditionnés par l'interopérabilité avec les Etats-Unis, leader des opérations au sein de l'Otan.

Les évolutions récentes prennent le contrepied des options du passé. La Russie est devenue une menace majeure après l'invasion de l'Ukraine et l'Europe de l'Est est en première ligne.

La stratégie américaine sur l'Otan oblige les Européens à adopter une stratégie de de-risking face aux Etats-Unis.

L'analyse fait apparaître une situation où les objectifs de moyen et long terme permettront à l'Europe de connaître davantage d'autonomie dans la gestion de sa stratégie militaire mais aussi dans sa capacité à produire du matériel.

Cependant, à court terme, l'Europe est contrainte par plusieurs facteurs.

Le premier est une réactivité différenciée selon les pays. La partie orientale de l'Europe réagit plus vite et plus fortement que la partie occidentale.

Le second est que la base industrielle est une faiblesse et une fragilité dans la constitution d'un arsenal militaire important.

Le troisième est que les situations sont très contrastées selon le type d'armes.

La quatrième contrainte est la nécessité de réduire la dépendance aux Etats-Unis.

L'aspect à retenir de ce renouvellement des dépenses militaires est un effet budgétaire positif mais réparti dans le temps et qui, à court terme, profitera aux Etats-Unis qui disposent déjà d'une capacité industrielle robuste.

Trois choses à retenir pour la zone Euro

La première est que l'inversion de la tendance au ralentissement tendanciel de la croissance reposera sur un effort d'investissement important dans la durée. C'est l'élément clé pour nourrir la demande interne et permettre une meilleure autonomie. Le rapport Draghi n'est encore qu'une trame qui a besoin d'être nourrie. L'effort, que Draghi mesurait à l'équivalent de 5 points de PIB n'est pas encore perceptible.

Le deuxième point est que le vieillissement de la population se traduira nécessairement par un afflux de population étrangère si l'objectif est de soutenir l'activité notamment via les plans de relance et de garder un système social stable via un partage du revenu équitable entre les générations.

Le troisième aspect est un ajustement nécessaire en liaison avec les objectifs de réduction des émissions carbonées. Malgré les révisions, l'Europe reste volontariste et pour cela doit renouveler son effort sur la décarbonation des entreprises et des logements. Ce doit être un élément structurant et un moyen de soutenir l'activité.

Dans ce cadre, la politique coordonnée des gouvernements sera nécessaire et la Banque Centrale Européenne devra davantage agir comme a pu le faire la Federal Reserve américaine dans le passé en soutenant l'activité.

L'autre dimension en zone Euro sera celle de **l'inflation**.

Avec une économie plus locale, le marché du travail va redevenir plus local lui aussi.

Au début des années 2000, les salariés avaient perdu une grande partie de leur pouvoir de négociation avec l'ouverture de l'économie et la capacité des entreprises à transférer de l'activité à l'autre bout du monde. Cette confiscation du pouvoir de négociation s'était traduite par une progression modeste des salaires et finalement une limitation du biais haussier de l'inflation.

Cet équilibre change. Le marché devient progressivement plus local et les salariés vont retrouver du pouvoir de négociation.

Cet aspect est d'autant plus important que la question du partage des revenus entre actifs et inactifs va être partout pertinente. Les actifs devront être incités à travailler et ils demanderont un salaire et du pouvoir d'achat supplémentaire.

Cela aura une incidence sur l'inflation qui en tendance sera un peu plus forte que la cible de la BCE.

Les risques géopolitiques

Les profils anticipés de la croissance et de l'inflation ne peuvent pas, à un horizon de moyen terme, caler une récession ou un choc d'une nature déstabilisante à une date donnée.

En revanche, il faut être capable d'énoncer les chocs qui pourraient avoir un caractère déstabilisant pour l'économie dans la durée.

Les probabilités de ses événements n'apparaissent pas nuls aujourd'hui mais ils ne peuvent être datés même si leur occurrence peut être attendue dans les prochaines années. C'est pour cela qu'il me paraît important de les signaler.

Le **premier risque** est celui d'un ajustement fort des marchés boursiers américains. A un horizon de moyen terme, ce type de choc ne peut être évacué.

La surévaluation des entreprises de la Tech fait peser un risque en cas de retournement brutal puisque les portefeuilles financiers, de part le monde, sont fortement alloués sur les actions.

Gita Gopinath, l'ancienne numéro 2 du FMI, a calculé qu'un choc équivalent à celui de la nouvelle économie au tout début des années 2000 se traduirait par une perte de valeur équivalente à 70% du PIB américain de 2024.

Un tel choc pourrait provoquer une récession globale.

C'est pour cela que la Fed doit être prudente dans sa stratégie car un signal éventuel de hausse des taux d'intérêt est souvent ce qui fait basculer les anticipations des investisseurs. C'est pour cela qu'à court terme, la banque centrale américaine n'a pas d'autres choix que de relâcher sa politique monétaire. C'est une explication de l'arrêt de la réduction de son bilan dans un premier temps puis une probable reprise des achats. L'atterrissage du marché des actions doit se faire en douceur.

Le **deuxième type de risque** est une riposte politique de la Chine alors que les USA et la Chine sont en concurrence brutale sur l'IA.

La cible serait Taïwan. Les semi-conducteurs de l'entreprise TSMC est au cœur du développement de l'IA. Une intervention de la Chine à Taïwan aurait un impact majeur sur le profil de l'économie mondiale.

Bloomberg estime qu'une telle intervention pourrait faire chuter davantage le PIB mondial que la grande récession de 2008/2009.

Ce risque est dépendant de la montée des tensions entre la Chine et les Etats-Unis. La rencontre de Xi et de Trump lors du sommet de l'Asean est intéressante puisqu'elle indique que pour l'instant aucun des deux pays ne souhaite la rupture. On ne peut pas aller plus loin car il faut être conscient que dans le rapport de force entre les deux pays, tout accord, pour l'instant ne peut qu'être temporaire.

Au regard des choix faits par la Chine pour les 5 années qui viennent, les marges de négociation avec les US pour accentuer le leadership chinois sont importantes. Le plénum chinois a réitéré la volonté d'être le leader sur la technologie.

Le **troisième risque** est européen si la Russie tentait de tester la résilience politique de l'Europe. Cela a peut-être commencé avec les drones circulant ici et là dans les pays d'Europe de l'Est et sur les aéroports plus à l'ouest.

Sous forme de **quatrième risque**, on peut aussi imaginer une alliance objective entre la Chine, la Russie et l'Iran pour bousculer les institutions, les routes commerciales mondiales et perturber le marché de l'énergie via le détroit d'Ormuz. Ce n'est pas une probabilité forte mais ce piège apparaît comme une forme de dissuasion pour limiter l'activisme des occidentaux en général et des américains en particulier. Ce scénario n'apparaît pas comme étant le plus probable mais il faut le mentionner car les tensions pourraient s'accroître et ce serait une réponse possible.

Un **cinquième risque** global est politique.

L'apparition d'une série de régimes autocratiques ne peut que soulever des questions. Aux régimes presque habituels, où auxquels on est habitué, en Russie, en Chine ou ailleurs dans les pays émergents, se greffe la prise de pouvoir de Donald Trump aux Etats-Unis et le poids des régimes populistes en Europe.

Si le modèle qui se dessine est davantage conditionné par des considérations locales, les relations internationales et la démocratie deviennent des constructions risquées.

Pour l'Europe, la dimension politique est toujours l'élément clé de la construction des institutions. Cela l'est d'autant plus que le monde se polarise. Tant que les dynamiques étaient mues par l'économie, la politique pouvait être en retrait. Lorsque le monde se morcelle et que les décisions deviennent locales alors la construction politique est majeure. L'Europe doit désormais réussir ce qu'elle n'a pas réussi en 1953 pour continuer d'exister collectivement.

5. Un dernier risque réside dans la concentration des données au sein des entreprises technologiques. Elles sont principalement américaines et sont au cœur de l'impasse entre la Maison-Blanche et la Commission européenne. L'Europe est d'ailleurs peut être en train de craquer comme l'indiquait un article du FT le week-end du 8 novembre. La Commission serait prête à faire le choix de ne plus contraindre autant les Gafam.

L'enjeu ici est majeur pour la démocratie puisque les données détenues dans quelques serveurs permettent pour les détenteurs de cette information de cibler les populations en fonction des données économiques, politiques, financières ou autres qu'elle peuvent détenir.

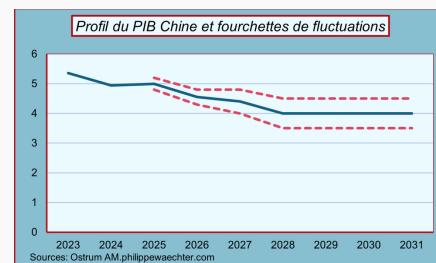
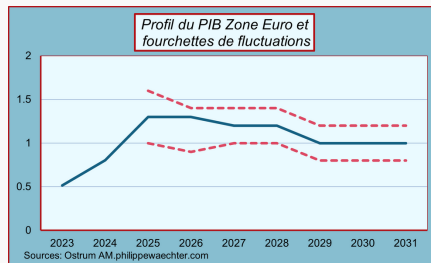
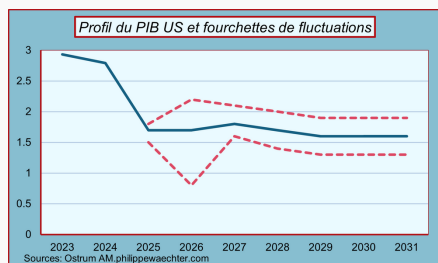
C'est un moyen de chaos puisque chacun aura accès à l'information qu'il souhaite lire, voir ou entendre. Les grands débats disparaissent de fait.

C'est aussi une façon de reconstruire l'Histoire puisque l'information distillée par les détenteurs d'informations est ciblée par type de population. On écrit l'Histoire que l'on veut et la proximité des Gafam avec la Maison-Blanche ne rassure pas. Le basculement des choix politiques des différents patrons des Gafam est préoccupant. Les orientations récentes prises par Bill Gates sur le climat en sont un bon exemple. C'est pour cela que le retard européen est vraiment préoccupant. Dans un monde tenu par des gouvernements autocrates, la concentration de l'information fait peser un risque lourd sur la démocratie. L'Europe aurait pu être ce contrepouvoir mais elle n'est pas au rendez-vous de l'Histoire.

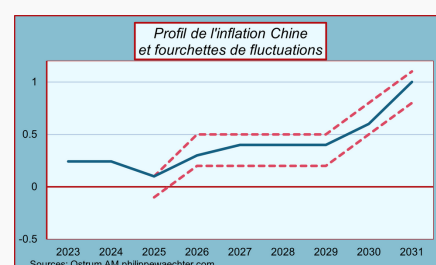
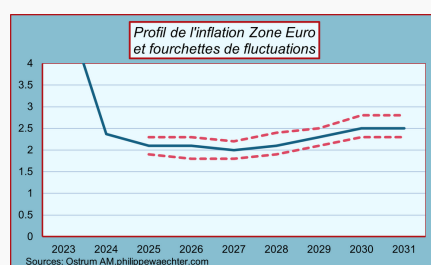
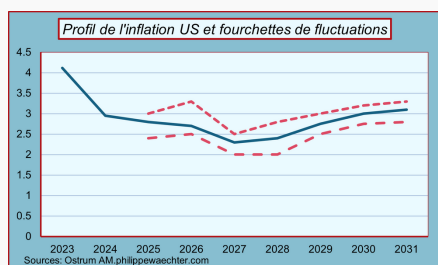
Les transformations du monde #3

Philippe Waechter Chef Economiste

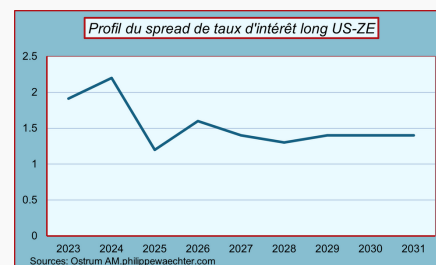
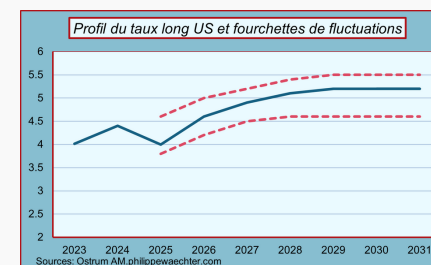
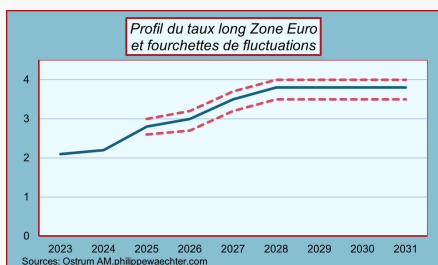
Perspectives de croissance



Perspectives d'inflation



Perspectives de taux d'intérêt



Mentions légales

Ostrum Asset Management

Société de gestion de portefeuille agréée par l'Autorité des marchés financiers sous le n° GP-18000014 du 7 août 2018. Société anonyme au capital de 50 938 997 € – 525 192 753 RCS Paris – TVA : FR 93 525 192 753. Siège social : 43, avenue Pierre Mendès-France – 75013 Paris – www.ostrum.com

Ce document est destiné à des clients professionnels, au sens de la Directive MIF. Il ne peut être utilisé dans un but autre que celui pour lequel il a été conçu et ne peut pas être reproduit, diffusé ou communiqué à des tiers en tout ou partie sans l'autorisation préalable et écrite de Ostrum Asset Management.

Aucune information contenue dans ce document ne saurait être interprétée comme possédant une quelconque valeur contractuelle. Ce document est produit à titre purement indicatif. Il constitue une présentation conçue et réalisée par Ostrum Asset Management à partir de sources qu'elle estime fiables.

Ostrum Asset Management se réserve la possibilité de modifier les informations présentées dans ce document à tout moment et sans préavis et ne constitue en aucun cas un engagement de la part de Ostrum Asset Management.

Ostrum Asset Management ne saurait être tenue responsable de toute décision prise ou non sur la base d'une information contenue dans ce document, ni de l'utilisation qui pourrait en être faite par un tiers. Les chiffres cités ont trait aux années écoulées. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Les références à un classement, un prix ou à une notation d'un OPCVM/FIA ne préjugent pas des résultats futurs de ce dernier.

Les analyses et les opinions mentionnées dans le présent document représentent le point de vue de (des) l'auteur (s) référencé (s). Elles sont émises à la date indiquée, sont susceptibles de changer et ne sauraient être interprétées comme possédant une quelconque valeur contractuelle.

Dans le cadre de sa politique de responsabilité sociétale et conformément aux conventions signées par la France, Ostrum Asset Management exclut des fonds qu'elle gère directement toute entreprise impliquée dans la fabrication, le commerce et le stockage de mines anti-personnel et de bombes à sous munitions.

Natixis Investment Managers

Le présent document est fourni uniquement à des fins d'information aux prestataires de services d'investissement ou aux autres Clients Professionnels ou Investisseurs Qualifiés et, lorsque la réglementation locale l'exige, uniquement sur demande écrite de leur part. Le présent document ne peut pas être utilisé auprès des clients non-professionnels. Il relève de la responsabilité de chaque prestataire de services d'investissement de s'assurer que l'offre ou la vente de titres de fonds d'investissement ou de services d'investissement de tiers à ses clients respecte la législation nationale applicable.

En France: Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers International – Société de gestion de portefeuilles agréée par l'Autorité des Marchés Financiers sous le n° GP 90-009, société anonyme immatriculée au RCS de Paris sous le numéro 329 450 738. Siège social: 43 avenue Pierre Mendès France, 75013 Paris.

Au Luxembourg: Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers S.A. – Société de gestion luxembourgeoise agréée par la Commission de Surveillance du Secteur Financier, société anonyme immatriculée au RCS de Luxembourg sous le numéro B115843, 2, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg, Grand-Duché de Luxembourg.

En Belgique: Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers S.A., Belgian Branch, Louizalaan 120 Avenue Louise, 1000 Brussel/Bruxelles, Belgium.

En Suisse Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers, Switzerland Sàrl, Rue du Vieux Collège 10, 1204 Genève, Suisse ou son bureau de représentation à Zurich, Schweizergasse 6, 8001 Zürich.

Les entités susmentionnées sont des unités de développement commercial de Natixis Investment Managers, la holding d'un ensemble divers d'entités de gestion et de distribution de placements spécialisés présentes dans le monde entier. Les filiales de gestion et de distribution de Natixis Investment Managers mènent des activités réglementées uniquement dans et à partir des pays où elles sont autorisées. Les services qu'elles proposent et les produits qu'elles gèrent ne s'adressent pas à tous les investisseurs dans tous les pays.

Bien que Natixis Investment Managers considère les informations fournies dans le présent document comme fiables, y compris celles des tierces parties, elle ne garantit pas l'exactitude, l'adéquation ou le caractère complet de ces informations.

La remise du présent document et/ou une référence à des valeurs mobilières, des secteurs ou des marchés spécifiques dans le présent document ne constitue en aucun cas un conseil en investissement, une recommandation ou une sollicitation d'achat ou de vente de valeurs mobilières, ou une offre de services. Les investisseurs doivent examiner attentivement les objectifs d'investissements, les risques et les frais relatifs à tout investissement avant d'investir. Les analyses et les opinions mentionnées dans le présent document représentent le point de vue de (des) l'auteur (s) référencé(s). Elles sont émises à la date indiquée, sont susceptibles de changer et ne sauraient être interprétées comme possédant une quelconque valeur contractuelle.

Le présent document ne peut pas être distribué, publié ou reproduit, en totalité ou en partie.

Tous les montants indiqués sont exprimés en USD, sauf indication contraire.