

# LA ZONE EURO

## HISTORIQUE DE L'EURO (17)

L'année 2024

**Christian BIALÈS**

Ancien élève de l'École normale supérieure Paris-Saclay  
Agrégé de l'Université

Professeur honoraire de Chaire Supérieure  
en Économie et Gestion

[www.christian-biales.fr](http://www.christian-biales.fr)

Ce site se veut évolutif. Pour cela il fait l'objet d'un enrichissement documentaire régulier.

© Les textes édités sur ce site sont la propriété de leur auteur.

Le code de la propriété intellectuelle n'autorise, aux termes de l'article L122-5, que les reproductions strictement destinées à l'usage privé.

Pour toute utilisation de tout ou partie d'un texte de ce site, nous vous demandons instamment d'indiquer clairement le nom de l'auteur et la source :

**CHRISTIAN BIALÈS**

Professeur honoraire de Chaire Supérieure en Économie et Gestion  
Montpellier (France)

**[www.Christian-Biales.fr](http://www.Christian-Biales.fr)**

Tout autre usage impose d'obtenir l'autorisation de l'auteur.

Vous pouvez aussi [mettre un lien vers cette page](#)

**Avertissement** : dans ces différents documents, les faits sont relatés en caractères « Times ».

Ce qui est écrit en caractères « baskerville » correspond à des explications « objectives » que je donne de ces faits.

Ce qui écrit en caractères « Apple Chancery » correspond à des points de vue strictement personnels.

• **Janvier 2024** ->

Le lundi 1<sup>er</sup>, après l'Espagne et avant la Hongrie, la Belgique prend pour six mois la présidence tournante du Conseil de l'Union européenne. Elle aura à traiter essentiellement les dossiers environnementaux et migratoires.

Le vendredi 5, Eurostat publie la statistique suivante sur l'inflation en zone euro :

« Le taux d'inflation annuel de la zone euro est estimé à 2,9% en décembre 2023, contre 2,4% en novembre selon une estimation rapide publiée par Eurostat, l'office statistique de l'Union européenne.

S'agissant des principales composantes de l'inflation de la zone euro, l'alimentation, alcool & tabac devrait connaître le taux annuel le plus élevé en décembre (6,1%, comparé à 6,9% en novembre), suivi des services (4,0%, stable comparé à novembre), des biens industriels hors énergie (2,5%, comparé à 2,9% en novembre) et de l'énergie (-6,7%, comparé à -11,5% en novembre) ».

**Taux d'inflation (%) mesurés par les IPCH**

	Taux annuel							Taux mensuel
	Déc 22	Juil 23	Août 23	Sep 23	Oct 23	Nov 23	Déc 23	Déc 23
<b>Belgique</b>	10,2	1,7	2,4	0,7	-1,7	-0,8	<b>0,5e</b>	1,1e
<b>Allemagne</b>	9,6	6,5	6,4	4,3	3,0	2,3	<b>3,8e</b>	0,2e
<b>Estonie</b>	17,5	6,2	4,3	3,9	5,0	4,1	<b>4,3e</b>	0,0e
<b>Irlande</b>	8,2	4,6	4,9	5,0	3,6	2,5	<b>3,2e</b>	0,4e
<b>Grèce</b>	7,6	3,5	3,5	2,4	3,8	2,9	<b>3,7e</b>	0,1e
<b>Espagne</b>	5,5	2,1	2,4	3,3	3,5	3,3	<b>3,3e</b>	0,0e
<b>France</b>	6,7	5,1	5,7	5,7	4,5	3,9	<b>4,1e</b>	0,1e
<b>Croatie</b>	12,7	8,0	8,4	7,4	6,7	5,5	<b>5,4e</b>	-0,3e
<b>Italie</b>	12,3	6,3	5,5	5,6	1,8	0,6	<b>0,5e</b>	0,2e
<b>Chypre</b>	7,6	2,4	3,1	4,3	3,6	2,4	<b>1,9e</b>	-1,2e
<b>Lettonie</b>	20,7	6,6	5,6	3,6	2,3	1,1	<b>0,9e</b>	-0,7e
<b>Lituanie</b>	20,0	7,2	6,4	4,1	3,1	2,3	<b>1,6e</b>	-0,6e
<b>Luxembourg</b>	6,2	2,0	3,5	3,4	2,1	2,1	<b>3,2e</b>	-0,4e
<b>Malte</b>	7,3	5,6	5,0	4,9	4,2	3,9	<b>3,6e</b>	-0,2e
<b>Pays-Bas</b>	11,0	5,3	3,4	-0,3	-1,0	1,4	<b>1,0e</b>	0,2e
<b>Autriche</b>	10,5	7,0	7,5	5,8	4,9	4,9	<b>5,7e</b>	0,5e
<b>Portugal</b>	9,8	4,3	5,3	4,8	3,2	2,2	<b>1,8e</b>	-0,8e
<b>Slovénie</b>	10,8	5,7	6,1	7,1	6,6	4,5	<b>3,8e</b>	-0,6e
<b>Slovaquie</b>	15,0	10,3	9,6	9,0	7,8	6,9	<b>6,6e</b>	-0,1e
<b>Finlande</b>	8,8	4,2	3,1	3,0	2,4	0,7	<b>1,6e</b>	0,5e

e estimation Données sources: [prc\\_hicp\\_manr](#)

La veille, le jeudi 4, l'INSEE a publié une statistique concernant l'évolution de l'indice des prix à la consommation (IPC) en France, qui aboutit au même constat d'une augmentation entre novembre et décembre : « Sur un an, selon l'estimation provisoire réalisée en fin de mois, les prix à la consommation augmenteraient de 3,7 % en décembre 2023, après +3,5 % en novembre. Cette hausse de l'inflation serait due à l'accélération sur un an des prix de l'énergie et des services. Les prix des produits manufacturés et de l'alimentation ralentiraient de nouveau.

Sur un mois, les prix à la consommation rebondiraient très légèrement en décembre 2023 (+0,1 % après -0,2 % en novembre). Les prix des services notamment rebondiraient, tirés par ceux des transports. Ceux

de l'alimentation seraient stables sur un mois : la hausse des prix des produits frais serait contrebalancée par la baisse de ceux de l'alimentation hors frais. Les prix des produits manufacturés et ceux de l'énergie diminueraient par rapport au mois précédent.

Sur un an, l'indice des prix à la consommation harmonisé augmenterait de 4,1 % en décembre 2023, après +3,9 % en novembre. Sur un mois, il augmenterait très légèrement (+0,1 % après -0,2 % le mois précédent) ».

Le lundi 8, l'OFCE publie un article de S. Bock, A. Elewa et S. Guillou qui est en relation avec la volonté de réindustrialiser la France :

« Alors qu'existe un consensus sur les effets négatifs de la désindustrialisation et que l'on s'interroge sur la capacité des gouvernements à honorer les promesses de réindustrialisation (Cour des Comptes, 2023), il est utile de s'attarder sur la dynamique de la spécialisation productive française au cours de la dernière décennie pour remettre en perspective ce processus. On trouve dans le Rapport sur le tissu productif français publié par l'OFCE le 12 octobre 2023 des éléments d'appréciation de la réalité de la désindustrialisation. Mettre cette dernière en perspective de la dynamique de l'ensemble du tissu productif permet d'une part de mieux en apprécier l'amplitude et d'autre part de tempérer les inquiétudes qui y sont associées.

Confortant la tendance à la tertiarisation des économies, le rapport sur le tissu productif français au cours de la dernière décennie met en évidence la résilience du manufacturier haute technologie (HT) et le dynamisme des services des TIC et plus généralement des activités intensives en emplois numériques ».

Le mardi 9, Eurostat publie une statistique sur le taux de chômage :

Chômage total corrigé des valeurs

	Taux (%)				
	Nov 22	Août 23	Sept 23	Oct 23	Nov 23
Zone euro	6,7	6,5	6,5	6,5	6,4
UE	6,1	6,0	6,0	6,0	5,9
Belgique	5,7	5,3	5,4	5,6	5,6
Bulgarie	3,9	4,5	4,4	4,4	4,3
Tchéquie	2,7	2,5	2,7	2,8	2,4
Danemark	4,7	4,3	4,7	5,3	4,8
Allemagne	3,0	3,0	3,1	3,1	3,1
Estonie	5,4	7,3	6,5	6,2	6,1
Irlande	4,5	4,5	4,7	4,7	4,8
Grèce	11,9	10,6	10,1	9,4	9,4
Espagne	12,9	11,9	12,0	12,0	11,9
France	7,2	7,4	7,3	7,3	7,3
Croatie	6,8	6,5	6,5	6,4	6,4
Italie	7,9	7,5	7,6	7,7	7,5
Chypre	7,2	6,0	5,9	5,9	5,8
Lettonie	6,9	6,6	6,5	6,5	6,6
Lituanie	6,1	6,7	6,9	6,5	6,5
Luxembourg	4,9	5,3	5,5	5,6	5,7
Hongrie	3,7	4,0	4,0	4,1	4,1
Malte	2,9	2,5	2,6	2,5	2,5
Pays-Bas	3,6	3,6	3,7	3,6	3,5
Autriche	5,5	5,4	5,5	5,1	4,9
Pologne	2,9	2,8	2,8	2,8	2,8
Portugal	6,5	6,3	6,6	6,6	6,6
Roumanie	5,7	5,5	5,5	5,4	5,4
Slovénie	3,6	3,8	3,9	4,1	4,2
Slovaquie	6,0	5,8	5,8	5,8	5,8
Finlande	6,9	7,3	7,3	7,4	7,4
Suède	7,3	7,7	7,8	7,9	7,9
Islande	4,1	3,1	4,1	3,1	2,8
Norvège	3,3	3,6	3,6	3,6	3,7
Suisse	4,4	4,0	4,2	:	:
États-Unis	3,6	3,8	3,8	3,9	3,7

: Données non disponibles

Données sources : une\_rt\_m (taux) et une\_rt\_m (en milliers de personnes)

Le lundi 15 et le mercredi 17, Eurostat publie les statistiques suivantes :

### Commerce UE – données non corrigées des variations saisonnières mrds €

Flux	Nov 22	Nov 23	Croissance	Jan-Nov 22	Jan-Nov 23	Croissance
Exportations extra-UE	237,6	225,5	-5,1%	2 352,1	2 352,5	0,0%
Importations extra-UE	259,5	206,3	-20,5%	2 775,1	2 327,0	-16,1%
Balance commerciale, extra-UE	-22,0	19,2		-423,1	25,5	
Commerce intra-UE	388,0	358,5	-7,6%	3 921,1	3 806,7	-2,9%

Données sources: ext\_st\_eu27\_2020sitc

### Principaux produits – UE mrds €

	Exportations extra-UE			Importations extra-UE			Balance commerciale	
	Jan-Nov 22	Jan-Nov 23	Croissance	Jan-Nov 22	Jan-Nov 23	Croissance	Jan-Nov 22	Jan-Nov 23
<b>Total</b>	<b>2 352,1</b>	<b>2 352,5</b>	<b>0,0%</b>	<b>2 775,1</b>	<b>2 327,0</b>	<b>-16,1%</b>	<b>-423,1</b>	<b>25,5</b>
<b>Matières premières:</b>	<b>424,1</b>	<b>382,7</b>	<b>-9,8%</b>	<b>1 017,2</b>	<b>730,3</b>	<b>-28,2%</b>	<b>-593,2</b>	<b>-347,6</b>
Produits alimentaires	187,9	189,2	0,7%	136,2	132,4	-2,8%	51,7	56,8
Produits de base	70,2	62,5	-11,0%	116,3	89,7	-22,9%	-46,0	-27,1
Énergie	165,9	131,0	-21,0%	764,8	508,2	-33,6%	-598,9	-377,3
<b>Articles manufacturés:</b>	<b>1 895,8</b>	<b>1 934,2</b>	<b>2,0%</b>	<b>1 714,9</b>	<b>1 575,3</b>	<b>-8,1%</b>	<b>180,9</b>	<b>358,9</b>
Produits chimiques	509,3	484,2	-4,9%	338,0	301,6	-10,8%	171,4	182,6
Machines et véhicules	862,6	941,0	9,1%	760,0	750,1	-1,3%	102,6	190,8
Autres articles manuf.	523,9	509,0	-2,8%	617,0	523,5	-15,2%	-93,1	-14,6
Autres	32,2	35,7	10,9%	43,0	21,5	-50,0%	-10,8	14,2

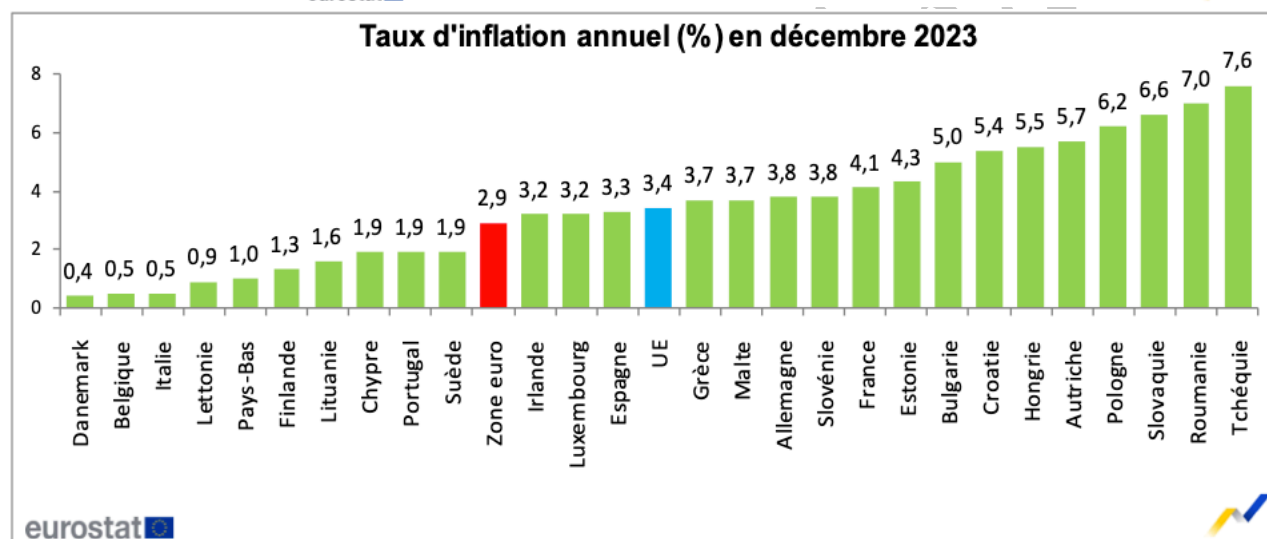
Données sources : ext\_st\_eu27\_2020sitc

### Principaux partenaires commerciaux – UE mrds €

	Exportations de l'UE vers:			Importations de l'UE depuis:			Balance commerciale	
	Jan-Nov 22	Jan-Nov 23	Croissance	Jan-Nov 22	Jan-Nov 23	Croissance	Jan-Nov 22	Jan-Nov 23
<b>États-Unis</b>	<b>467,3</b>	<b>462,5</b>	<b>-1,0%</b>	<b>330,3</b>	<b>315,4</b>	<b>-4,5%</b>	<b>137,1</b>	<b>147,1</b>
<b>Chine</b>	<b>210,0</b>	<b>205,3</b>	<b>-2,2%</b>	<b>581,9</b>	<b>478,3</b>	<b>-17,8%</b>	<b>-371,9</b>	<b>-273,1</b>
<b>Royaume-Uni</b>	<b>304,7</b>	<b>310,9</b>	<b>2,0%</b>	<b>201,3</b>	<b>167,4</b>	<b>-16,8%</b>	<b>103,4</b>	<b>143,5</b>
<b>Suisse</b>	<b>172,6</b>	<b>175,1</b>	<b>1,4%</b>	<b>133,8</b>	<b>128,9</b>	<b>-3,7%</b>	<b>38,8</b>	<b>46,2</b>
<b>Turquie</b>	<b>90,2</b>	<b>102,6</b>	<b>13,7%</b>	<b>91,4</b>	<b>88,2</b>	<b>-3,5%</b>	<b>-1,1</b>	<b>14,4</b>
<b>Norvège</b>	<b>62,0</b>	<b>56,5</b>	<b>-8,9%</b>	<b>147,4</b>	<b>109,6</b>	<b>-25,6%</b>	<b>-85,5</b>	<b>-53,1</b>
<b>Japon</b>	<b>65,7</b>	<b>58,9</b>	<b>-10,4%</b>	<b>64,3</b>	<b>65,2</b>	<b>1,4%</b>	<b>1,4</b>	<b>-6,3</b>
<b>Corée du Sud</b>	<b>54,3</b>	<b>52,1</b>	<b>-4,1%</b>	<b>65,9</b>	<b>68,0</b>	<b>3,2%</b>	<b>-11,6</b>	<b>-15,9</b>
<b>Inde</b>	<b>42,7</b>	<b>43,9</b>	<b>2,8%</b>	<b>62,9</b>	<b>60,9</b>	<b>-3,2%</b>	<b>-20,2</b>	<b>-17,0</b>
<b>Russie</b>	<b>51,1</b>	<b>35,6</b>	<b>-30,3%</b>	<b>192,4</b>	<b>46,9</b>	<b>-75,6%</b>	<b>-141,3</b>	<b>-11,3</b>

Données sources: ext\_st\_eu27\_2020sitc

eurostat



eurostat

Le vendredi 19, l'INSEE publie un article de Gilles Le Garrec sur la fécondité en Europe, au moment-même où plusieurs pays, dont la France, s'inquiètent de leur évolution démographique.

Nous en reproduisons deux schémas et le paragraphe consacré aux dépenses sociales publiques pour les familles :

Figure 1. Les taux de fécondité dans l'Union européenne en 2021

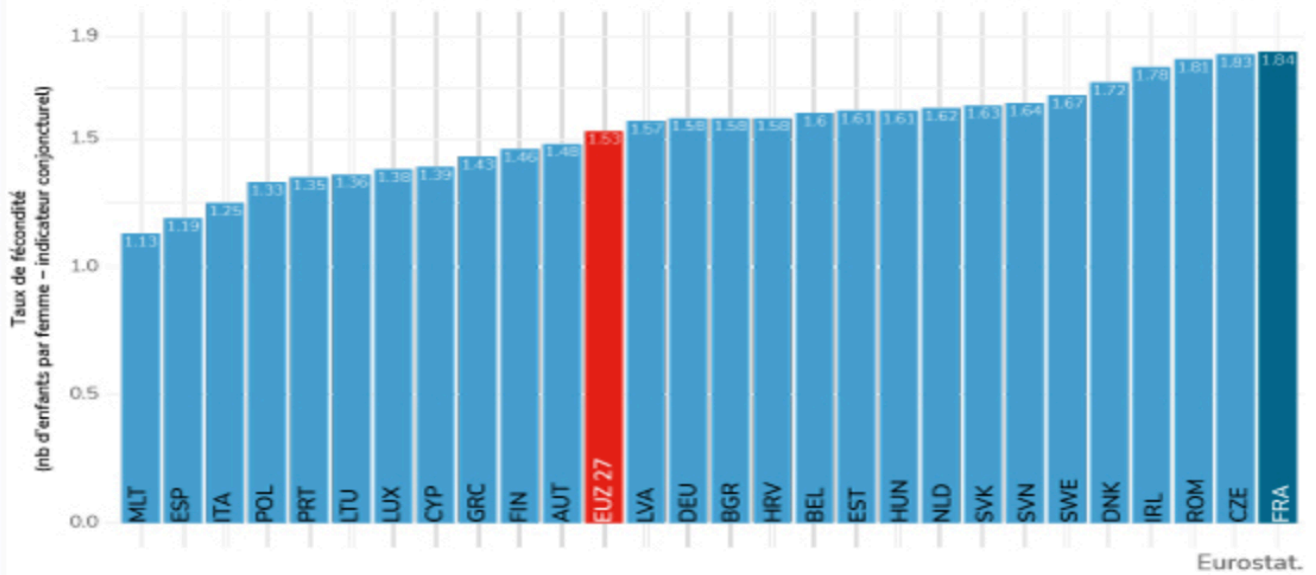
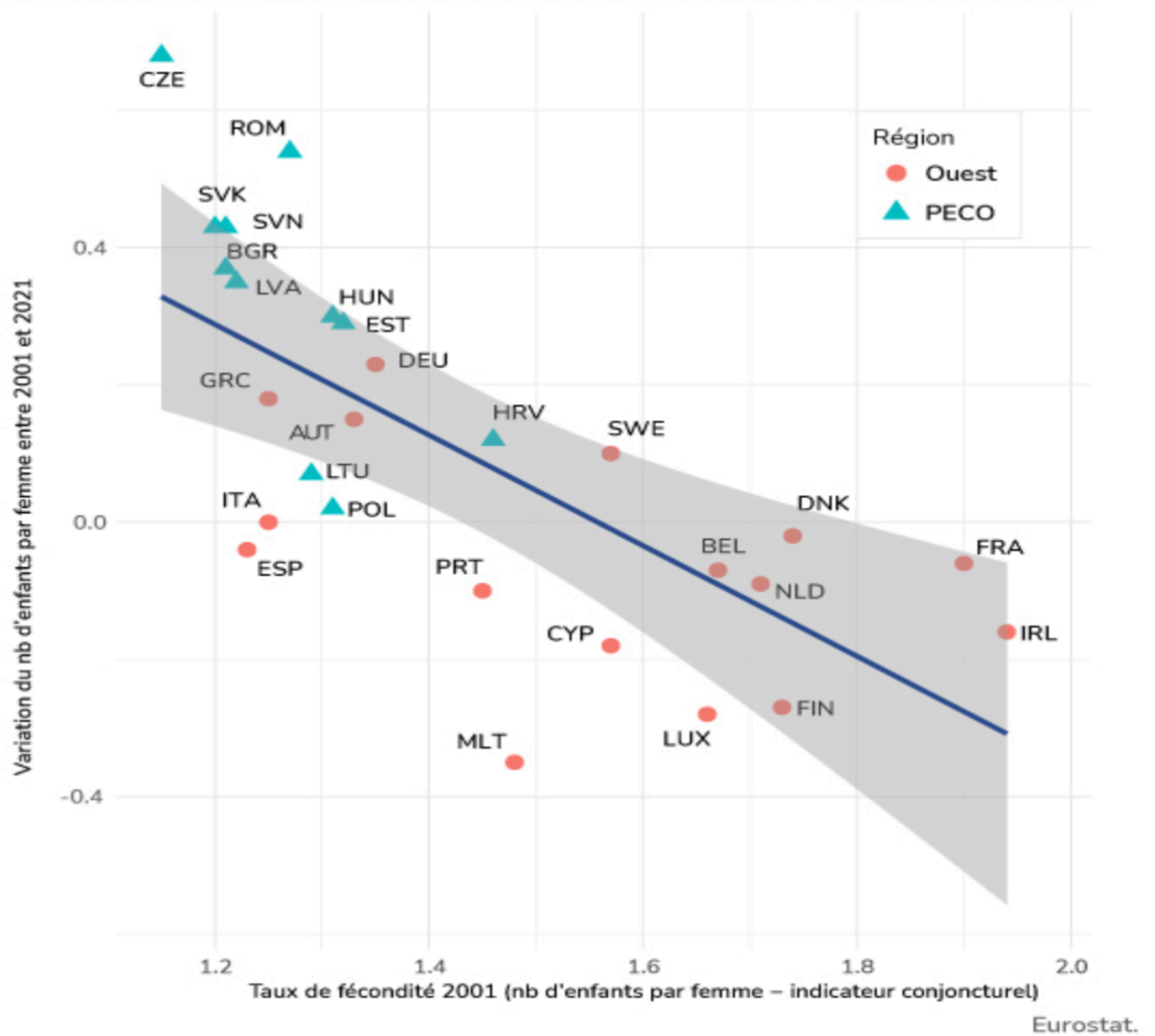
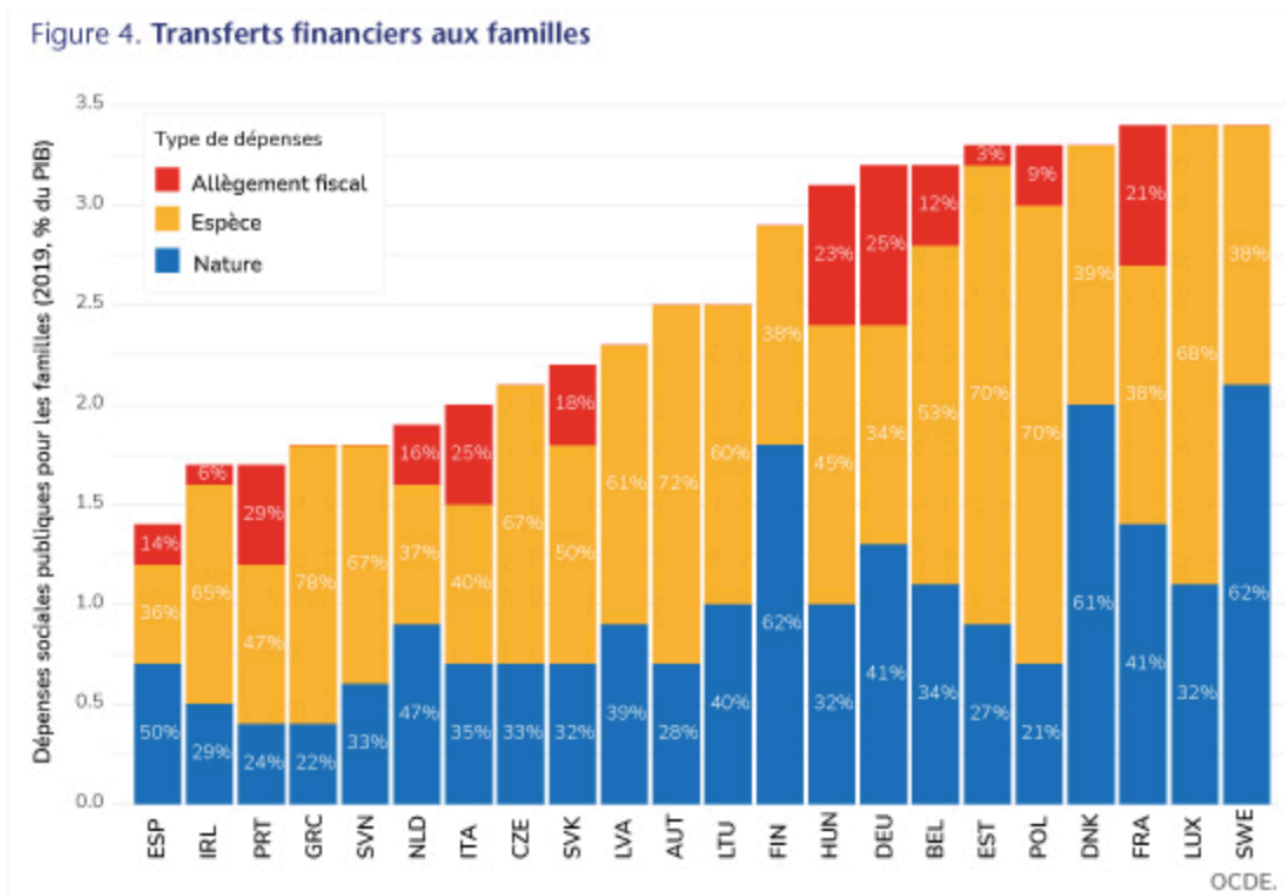


Figure 2. Vers une convergence des taux de fécondité de l'Union européenne



« À la recherche des facteurs déterminant la fécondité, en complément de la mortalité, de nombreuses études se sont penchées sur les dépenses sociales destinées aux familles. L'idée sous-jacente est que la réduction du coût lié à l'enfant devrait stimuler la fécondité. Mais dans quelle mesure ? Les transferts financiers destinés aux familles se déclinent en trois catégories : en espèces, en nature, ou sous forme d'allègements fiscaux. Certains de ces transferts sont liés à une prime à la naissance, intervenant ainsi une seule fois au cours de la vie de l'enfant, tandis que la plupart sont octroyés de manière régulière, parfois soumis à des conditions de ressources, et ce jusqu'à ce que l'enfant atteigne un certain âge. Comme illustré sur la [Figure 4](#), selon la base de données sur les familles de l'OCDE, au sein de l'Union européenne, le montant total de ces transferts varie en 2019, de 1,4% du PIB en Espagne à 3,4% en France, en Suède et au Luxembourg. Parmi ces trois derniers pays, la France se distingue en étant le seul à mettre en œuvre des allègements fiscaux, représentant 21% du total. La Suède quant à elle privilégie les prestations en nature (61% des dépenses) tandis que le Luxembourg opte majoritairement pour les versements en espèces (68% des dépenses). Bien que tous les transferts aux familles ne soient pas explicitement orientés vers des objectifs natalistes (mais plutôt destinés à compenser le coût d'éducation des enfants, à réduire leur risque de pauvreté ou à améliorer leur niveau de vie), il semble que, dans les pays de l'Union européenne (hors PECO), un soutien financier plus généreux soit corrélé à une fécondité plus élevée. D'un côté, les pays du sud de l'Europe tels que l'Espagne, le Portugal, la Grèce et l'Italie se caractérisent par une faible fécondité et un faible soutien financier aux familles (1,4% du PIB en Espagne, 1,7% au Portugal, 1,8% en Grèce et 2% en Italie). À l'inverse, la France, ainsi que deux pays nordiques, le Danemark et la Suède, affichent des taux de fécondité supérieurs à 1,7 enfant par femme (en 2019), associés à des dépenses sociales en soutien des familles plus de deux fois supérieures à l'Espagne (3,4% du PIB en France et en Suède, 3,3% au Danemark). Bien que les études convergent généralement dans l'observation d'un effet positif des transferts financiers sur la fécondité, elles s'accordent également sur leur impact limité, voire faible. Par exemple, les résultats d'Ekert (1986) attribuent un supplément de seulement 0,2 enfant par femme aux dépenses de politique familiale française, représentant alors 16% du coût total d'un enfant (voir Gauthier and Philipov (2008) et Thévenon (2014) pour des revues de la littérature). Certaines études précisent par ailleurs que les aides financières auraient davantage d'impact sur le calendrier des naissances, effet capté par l'indice conjoncturel (somme des taux de fécondité par âge d'une année), et très peu sur la descendance finale (somme des taux de fécondité par âge d'une génération). L'effet serait ainsi plus transitoire que permanent. Gauthier and Philipov (2008) et Sobotka, Matysiak, and Brzozowska (2019) soulignent enfin que l'instabilité des politiques familiales, marquée par des réformes trop fréquentes et l'annulation intempestive de certaines mesures, aurait rendu la politique familiale de certains pays imprévisible, illisible et peu fiable. Cela limiterait la capacité des ménages à l'intégrer dans leur projet d'enfant. Selon Spéder (2016), c'est notamment le cas en Hongrie (comme dans beaucoup de pays d'Europe de l'est depuis l'effondrement de l'URSS) même si les transferts financiers y sont substantiels, supérieur à 3% du PIB en 2019.

Figure 4. Transferts financiers aux familles



En définitive, au-delà des aides financières (mais aussi d'autres facteurs : culturels, niveaux de vie, politique, ...), l'élément qui semble faire consensus dans la littérature pour expliquer les niveaux de fécondité dans l'Union européenne au cours de la période récente est la plus ou moins grande flexibilité offerte aux femmes pour concilier vie familiale et vie professionnelle. Ce consensus repose sur le constat que les pays affichant une fécondité plus élevée ont également, en moyenne, des taux d'emploi des mères (d'enfants de moins de 15 ans) plus élevés, dépassant les 80% en Suède et au Danemark, par exemple, et restant inférieurs à 60% en Italie en 2020. Dans ce contexte, la littérature met particulièrement en avant l'importance de l'accès aux infrastructures de garde des jeunes enfants, facilitant le retour précoce des femmes sur le marché du travail. L'effet positif mis en exergue est non seulement constaté sur l'indice conjoncturel, mais aussi sur la descendance finale, témoignant d'un impact durable (Sobotka, Matysiak, and Brzozowska (2019)) ».

Ce même vendredi 19, l'OCDE publie un article « Un équilibre précaire ? Instabilité des revenus et insécurité économique en Europe », dont voici la présentation :

« Les mutations économiques et technologiques des dernières décennies ont rendu les perspectives économiques individuelles plus incertaines. Si les formes d'emploi atypiques et la transformation numérique ont ouvert le champ des possibles, elles ont aussi, comme les grands chocs économiques récents, exposé de nombreuses personnes à une fluctuation de leurs revenus, un phénomène désigné sous le nom « d'instabilité des revenus ». Dans la mesure où la situation professionnelle et personnelle des individus peut changer à plusieurs reprises au cours d'une même année, ce rapport s'appuie sur de nouvelles techniques pour déterminer les personnes les plus exposées à l'instabilité des revenus dans les pays européens de l'OCDE, et étudie les retombées de cette instabilité sur la vie quotidienne, la mobilité sociale et les inégalités. L'instabilité des revenus peut être difficile à gérer pour les personnes qui ne disposent pas des ressources financières nécessaires pour lisser leurs revenus. Dans ce rapport, les personnes qui sont à la fois exposées à l'instabilité des revenus et vulnérables dans ce contexte sont considérées en situation d'insécurité économique. L'insécurité économique touche principalement les personnes qui ont des liens ténus avec le marché du travail et celles qui ne sont pas en situation de profiter des avantages tirés de la transformation numérique. Les personnes exposées au risque d'insécurité

économique sont plus susceptibles que les autres d'être inquiètes quant à la possibilité de perdre leur emploi et, comme en attestent d'autres recherches, de connaître des problèmes de santé, de souffrir d'insécurité alimentaire et d'obtenir de mauvais résultats en termes de développement dans l'enfance, autant de freins potentiels à la mobilité sociale. Enfin, le rapport passe en revue une panoplie de mesures conçues pour améliorer la réactivité des systèmes de protection sociale, de sorte à mieux soutenir les personnes aux revenus très instables ; il étudie en outre différentes pistes d'action pour aider les plus exposés au risque d'insécurité économique à se constituer des réserves financières ».

Lundi 22, le Président Macron a fait un discours au Bundestag à la mémoire de Wolfgang Schäuble, l'ancien ministre allemand de l'économie, considéré comme l'homme de la rigueur budgétaire : « 'Allemagne a perdu un homme d'État, l'Europe a perdu un pilier, la France a perdu un ami ». C'est W. Schäuble lui-même qui a tenu à ce qu'un Français s'exprime au Bundestag à cette occasion. Cela explique le propos d'E. Macron : « Je mesure tout ce que la demande de Wolfgang Schäuble de permettre à un Français de parler au Bundestag dit de la confiance de nos deux pays. Ce qu'elle mesure de notre histoire, et ce qu'elle présage de notre avenir. Si aujourd'hui vous entendez un Français parler au Bundestag, vous le devez aussi à l'amitié de ce grand Allemand ».

Le hasard veut que ce même jour, Eurostat publie des statistiques sur le déficit public et la dette publique de la zone euro :

**Excédent (+) / déficit (-) des administrations publiques, corrigé par les variations saisonnières\***

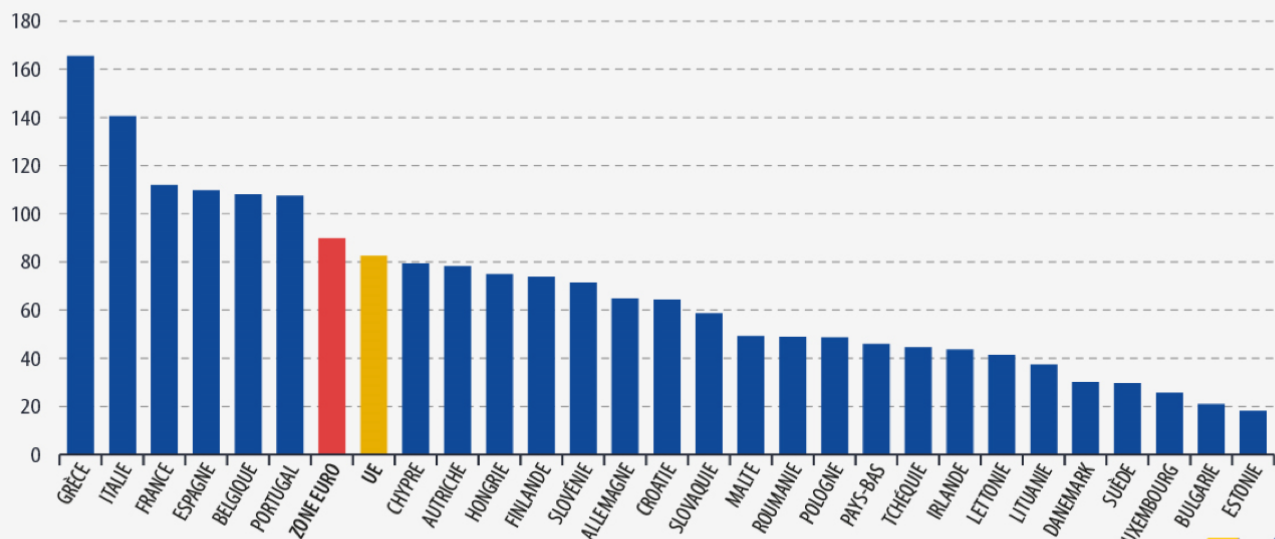
	en % du PIB									Variation par rapport au trimestre précédent, en points de pourcentage du PIB								
	2021T3	2021T4	2022T1	2022T2	2022T3	2022T4	2023T1 <sup>p</sup>	2023T2 <sup>p</sup>	2023T3 <sup>p</sup>	2021T4	2022T1	2022T2	2022T3	2022T4	2023T1 <sup>p</sup>	2023T2 <sup>p</sup>	2023T3 <sup>p</sup>	
Zone euro 20	-4,0	-3,6	-2,6	-2,6	-4,0	-5,1	-3,0	-3,0	<b>-2,8</b>	0,4	0,9	0,1	-1,5	-1,0	2,1	0,0	<b>0,2</b>	
Zone euro 19	-4,0	-3,6	-2,7	-2,6	-4,1	-5,1	-3,0	-3,0	<b>-2,8</b>	0,4	0,9	0,1	-1,5	-1,0	2,1	0,0	<b>0,2</b>	
UE	-3,5	-3,4	-2,3	-2,3	-3,8	-4,9	-2,8	-3,0	<b>-2,8</b>	0,1	1,0	0,1	-1,5	-1,1	2,0	-0,2	<b>0,2</b>	
Belgique	-6,9	-3,5	-2,1	-3,8	-4,3	-4,0	-3,7	-4,0	<b>-4,1</b>	3,4	1,4	-1,7	-0,5	0,3	0,3	-0,3	<b>-0,1</b>	
Bulgarie	-0,8	-8,7	-3,9	-3,9	-6,6	3,3	-3,7	-4,4	<b>-6,6</b>	-7,8	4,8	0,0	-2,7	9,9	-7,0	-0,6	<b>-2,3</b>	
Tchéquie	-4,3	-3,8	-2,4	-2,8	-4,3	-3,3	-3,3	-2,9	<b>-3,1</b>	0,5	1,4	-0,5	-1,5	1,1	0,0	0,4	<b>-0,1</b>	
Danemark	5,0	3,2	3,3	3,4	3,1	3,3	3,6	2,8	<b>2,7</b>	-1,7	0,1	0,1	-0,3	0,3	0,3	-0,7	<b>-0,2</b>	
Allemagne	-1,7	-3,0	-0,4	-1,2	-2,6	-5,7	-2,4	-1,9	<b>-0,9</b>	-1,3	2,6	-0,7	-1,4	-3,1	3,3	0,4	<b>1,0</b>	
Estonie	-2,0	0,0	-1,2	1,1	-1,1	-2,6	-2,5	-0,7	<b>-3,2</b>	2,0	-1,2	2,3	-2,2	-1,5	0,1	1,7	<b>-2,5</b>	
Irlande	-1,1	1,2	1,1	1,6	2,5	1,4	2,5	2,2	<b>1,6</b>	2,3	-0,1	0,6	0,9	-1,1	1,1	-0,3	<b>-0,6</b>	
Grèce	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	
Espagne	-6,9	-4,0	-3,5	-4,6	-4,9	-5,9	-2,6	-4,9	<b>-4,3</b>	2,9	0,5	-1,1	-0,4	-1,0	3,3	-2,4	<b>0,6</b>	
France	-4,7	-4,6	-4,6	-3,7	-4,8	-6,1	-4,4	-4,4	<b>-4,8</b>	0,1	0,0	1,0	-1,2	-1,2	1,7	0,0	<b>-0,3</b>	
Croatie	-1,1	-0,2	1,0	0,5	-0,3	-0,4	-0,6	0,1	<b>2,2</b>	0,8	1,3	-0,5	-0,8	-0,2	-0,2	0,7	<b>2,1</b>	
Italie	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	
Chypre	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	
Lettonie	-4,1	-5,6	-3,7	-4,8	-3,7	-5,3	-3,0	-0,2	<b>-5,0</b>	-1,5	1,9	-1,0	1,0	-1,6	2,3	2,7	<b>-4,8</b>	
Lituanie	-0,4	-0,3	1,6	0,9	0,4	-5,4	-0,9	0,3	<b>0,8</b>	0,0	1,9	-0,7	-0,6	-5,8	4,5	1,2	<b>0,4</b>	
Luxembourg	-0,5	1,8	1,3	0,2	-0,7	-1,8	0,0	-0,2	<b>0,5</b>	2,3	-0,4	-1,1	-0,9	-1,0	1,7	-0,2	<b>0,7</b>	
Hongrie	-6,9	-5,7	-3,7	-4,6	-7,6	-8,7	-10,0	-6,1	<b>-5,7</b>	1,2	2,0	-0,9	-2,9	-1,1	-1,3	3,9	<b>0,4</b>	
Malte	-7,5	-7,7	-6,1	-3,1	-5,1	-6,9	-2,3	-2,9	<b>-2,2</b>	-0,2	1,5	3,0	-2,0	-1,7	4,6	-0,7	<b>0,7</b>	
Pays-Bas	-1,3	-0,7	-0,3	1,1	-1,2	0,0	-0,2	0,3	<b>0,4</b>	0,6	0,3	1,4	-2,2	1,2	-0,2	0,6	<b>0,1</b>	
Autriche	-2,4	-2,2	-3,5	-0,2	-5,2	-5,2	-2,2	-1,7	<b>-3,9</b>	0,2	-1,3	3,4	-5,0	0,0	3,0	0,5	<b>-2,2</b>	
Pologne	-0,6	-2,8	-0,8	-1,1	-3,6	-8,3	-2,5	-4,7	<b>-5,5</b>	-2,3	2,0	-0,3	-2,5	-4,7	5,8	-2,2	<b>-0,8</b>	
Portugal	-1,7	-0,9	0,4	2,7	1,4	-5,5	2,2	2,2	<b>2,5</b>	0,9	1,2	2,3	-1,2	-6,9	7,7	0,0	<b>0,3</b>	
Roumanie	-4,4	-8,7	-5,8	-5,3	-5,7	-8,5	-5,3	-7,6	<b>-4,2</b>	-4,3	2,9	0,5	-0,4	-2,7	3,2	-2,4	<b>3,4</b>	
Slovénie	-5,2	-4,2	-2,4	-3,4	-3,3	-2,8	-3,4	-3,0	<b>-4,0</b>	1,0	1,8	-1,0	0,1	0,4	-0,6	0,5	<b>-1,1</b>	
Slovaquie	-3,3	-5,3	-2,0	-1,8	-1,4	-2,8	-4,3	-5,1	<b>-7,0</b>	-1,9	3,3	0,2	0,5	-1,5	-1,5	-0,8	<b>-1,9</b>	
Finlande	-2,2	-0,5	-1,9	0,5	-0,2	-0,5	-1,2	-2,9	<b>-2,1</b>	1,7	-1,3	2,4	-0,7	-0,3	-0,7	-1,6	<b>0,8</b>	
Suède	0,7	0,7	1,3	2,7	0,8	0,1	-0,1	-0,8	<b>-0,3</b>	0,0	0,6	1,4	-1,9	-0,8	-0,2	-0,7	<b>0,5</b>	
Islande**	-7,6	-7,9	-2,0	-3,6	-5,2	-4,6	-3,7	-3,0	<b>-3,6</b>	-0,3	5,9	-1,6	-1,6	0,5	0,9	0,7	<b>-0,6</b>	
Suisse	0,3	0,7	1,0	1,2	1,3	1,4	1,4	1,4	<b>1,4</b>	0,4	0,3	0,2	0,1	0,1	0,0	0,0	<b>0,0</b>	

\* Corrigées des variations saisonnières et des effets de calendrier. Données pour l'UE et pour la zone euro résultant d'une combinaison d'estimations nationales et d'Eurostat.  
 \*\* PIB désaisonnalisé utilisé comme dénominateur : Données confidentielles ou estimées par Eurostat p Données provisoires  
 Données sources: gov\_10q\_ggnfa



## Ratio dette publique/PIB, 2023T3

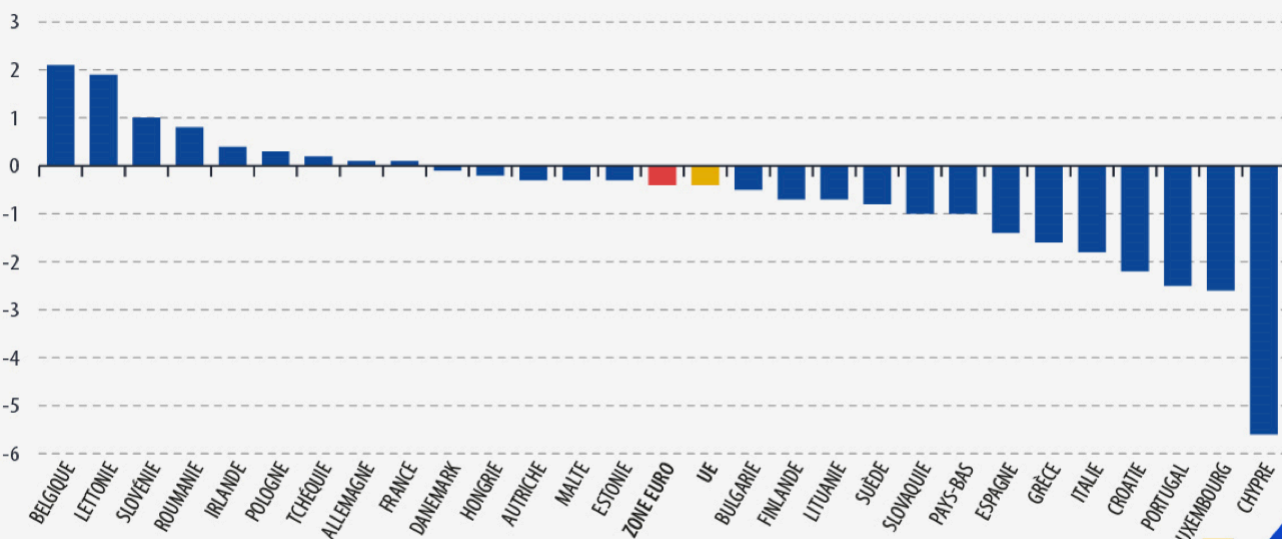
En pourcentage



eurostat

## Variations du ratio dette publique/PIB, 2023T3 par rapport à 2023T2

En points de pourcentage



eurostat

eurostat

Le jeudi 25, réunion du Conseil des gouverneurs de la BCE sur la politique monétaire.

En voici le communiqué de presse :

« Le Conseil des gouverneurs a décidé ce jour de laisser inchangés les trois taux d'intérêt directeurs de la BCE. Les informations disponibles confirment globalement sa précédente évaluation des perspectives d'inflation à moyen terme. Outre un effet de base haussier lié à l'énergie sur l'inflation globale, la tendance baissière de l'inflation sous-jacente s'est poursuivie, et la transmission des hausses passées des taux d'intérêt aux conditions de financement reste vigoureuse. Les conditions de financement strictes freinent la demande, contribuant ainsi au ralentissement de l'inflation.

Le Conseil des gouverneurs est déterminé à assurer le retour au plus tôt de l'inflation au niveau de son objectif de 2 % à moyen terme. Sur la base de son évaluation actuelle, le Conseil des gouverneurs considère que les taux d'intérêt directeurs de la BCE se situent à des niveaux qui, maintenus pendant une

durée suffisamment longue, contribueront fortement à atteindre cet objectif. Les futures décisions du Conseil des gouverneurs feront en sorte que ses taux directeurs soient fixés à des niveaux suffisamment restrictifs, aussi longtemps que nécessaire.

Le Conseil des gouverneurs maintiendra une approche s'appuyant sur les données pour déterminer de manière appropriée le degré et la durée de cette orientation restrictive. Plus particulièrement, les décisions du Conseil des gouverneurs relatives aux taux d'intérêt seront fondées sur son évaluation des perspectives d'inflation compte tenu des données économiques et financières, de la dynamique de l'inflation sous-jacente et de la force de la transmission de la politique monétaire.

#### *Taux d'intérêt directeurs de la BCE*

Le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement ainsi que ceux de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt demeureront inchangés, à respectivement 4,50 %, 4,75 % et 4,00 %.

#### *Programme d'achats d'actifs et programme d'achats d'urgence face à la pandémie*

Le portefeuille du programme d'achats d'actifs (*asset purchase programme*, APP) se contracte à un rythme mesuré et prévisible, car l'Eurosystème ne réinvestit plus les remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance.

Au cours du premier semestre 2024, le Conseil des gouverneurs entend poursuivre le réinvestissement intégral des remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance acquis dans le cadre du PEPP. Il prévoit de réduire le portefeuille du PEPP de 7,5 milliards d'euros par mois en moyenne au second semestre de l'année. Le Conseil des gouverneurs entend mettre un terme aux réinvestissements dans le cadre du PEPP fin 2024.

Le Conseil des gouverneurs continuera de faire preuve de flexibilité dans le réinvestissement des remboursements des titres arrivant à échéance détenus dans le portefeuille du PEPP, afin de contrer les risques liés à la pandémie qui pèsent sur le mécanisme de transmission de la politique monétaire.

#### *Opérations de refinancement*

À mesure du remboursement par les banques des montants empruntés dans le cadre des opérations ciblées de refinancement à plus long terme, le Conseil des gouverneurs évaluera régulièrement la contribution des opérations de prêt ciblées et de ces remboursements à son orientation de politique monétaire.

\*\*\*

Le Conseil des gouverneurs se tient prêt à ajuster l'ensemble de ses instruments, dans le cadre de son mandat, pour assurer le retour de l'inflation vers son objectif de 2 % à moyen terme et pour préserver la bonne transmission de la politique monétaire. En outre, l'instrument de protection de la transmission est disponible pour lutter contre une dynamique de marché injustifiée, désordonnée qui représente une menace grave pour la transmission de la politique monétaire à l'ensemble des pays de la zone euro, ce qui permettra au Conseil des gouverneurs de remplir plus efficacement son mandat de maintien de la stabilité des prix ».

*La BCE opte donc pour le statu quo : même si la désinflation est bien là, la BCE reste prudente car elle attend d'avoir une vision plus claire de l'avenir. En tous les cas, il y a peu de chances que la baisse des taux soit enclenchée avant juin, et il faudra être sûr pour cela que l'inflation est totalement maîtrisée.*

- Février 2024 ->

Le jeudi 1<sup>er</sup>, Eurostat publie les statistiques suivantes :

### Chômage total corrigé des variations

	Taux (%)				
	Déc 22	Sept 23	Oct 23	Nov 23	Déc 23
Zone euro	6,7	6,5	6,5	6,4	6,4
UE	6,1	6,0	6,0	5,9	5,9
Belgique	5,7	5,4	5,6	5,6	5,7
Bulgarie	4,0	4,4	4,4	4,3	4,3
Tchéquie	2,3	2,7	2,9	2,5	2,8
Danemark	4,8	4,7	5,3	4,9	5,0
Allemagne	3,0	3,1	3,1	3,1	3,1
Estonie	5,3	6,5	6,2	6,3	6,3
Irlande	4,3	4,7	4,8	4,8	4,9
Grèce	12,2	10,2	9,3	9,4	9,2
Espagne	13,0	11,9	11,9	11,8	11,7
France	7,2	7,3	7,3	7,3	7,3
Croatie	6,7	6,5	6,5	6,4	6,4
Italie	7,9	7,5	7,6	7,4	7,2
Chypre	7,0	5,9	5,9	5,9	6,1
Lettonie	6,6	6,5	6,5	6,6	6,6
Lituanie	6,1	6,9	6,5	6,5	6,3
Luxembourg	4,8	5,5	5,5	5,7	5,5
Hongrie	3,7	4,0	4,1	4,1	4,2
Malte	3,0	2,5	2,5	2,4	2,4
Pays-Bas	3,5	3,7	3,6	3,5	3,6
Autriche	4,9	5,5	5,1	4,9	5,6
Pologne	2,8	2,8	2,8	2,8	2,7
Portugal	6,7	6,6	6,7	6,6	6,6
Roumanie	5,6	5,5	5,4	5,4	5,4
Slovénie	3,5	3,9	4,1	4,2	4,2
Slovaquie	6,0	5,9	5,8	5,8	5,8
Finlande	6,9	7,3	7,4	7,4	7,4
Suède	7,3	7,8	7,9	8,0	8,0
Islande	3,1	4,1	3,1	2,8	3,8
Norvège	3,4	3,6	3,6	3,7	3,7
Suisse	4,3	4,2	:	:	:
États-Unis	3,5	3,8	3,8	3,7	3,7

: Données non disponibles

Données sources : une\_rt\_m (taux) et une\_rt\_m (en milliers de personnes)

### Taux d'inflation annuel et de ses composantes (en %) dans la zone euro

	Poids (%)	Taux annuel							Taux mensuel
		2024	Jan 23	Août 23	Sep 23	Oct 23	Nov 23	Déc 23	Jan 24
<b>Ensemble de l'IPCH</b>	1000,0	8,6	5,2	4,3	2,9	2,4	2,9	<b>2,8e</b>	-0,4e
Ensemble hors:									
> énergie	900,6ep	7,3	6,3	5,5	4,9	4,3	4,0	<b>3,8e</b>	-0,5e
> énergie, aliments non transformés	857,2ep	7,1	6,2	5,5	5,0	4,2	3,9	<b>3,6e</b>	-0,6e
> énergie, alimentation, alcool & tabac	705,9ep	5,3	5,3	4,5	4,2	3,6	3,4	<b>3,3e</b>	-0,9e
Alimentation, alcool & tabac	194,7ep	14,1	9,7	8,8	7,4	6,9	6,1	<b>5,7e</b>	1,0e
> aliments transformés y compris alcool & tabac	151,3ep	15,0	10,3	9,4	8,4	7,1	5,9	<b>5,3e</b>	0,9e
> aliments non transformés	43,4ep	11,3	7,8	6,6	4,5	6,3	6,8	<b>7,0e</b>	1,3e
Énergie	99,4ep	18,9	-3,3	-4,6	-11,2	-11,5	-6,7	<b>-6,3e</b>	0,9e
Biens industriels hors énergie	257,0ep	6,7	4,7	4,1	3,5	2,9	2,5	<b>2,0e</b>	-2,4e
Services	448,9ep	4,4	5,5	4,7	4,6	4,0	4,0	<b>4,0e</b>	-0,1e

e estimation p provisoire

## Taux d'inflation (%) mesurés par les IPCH

	Taux annuel							Taux mensuel
	Jan 23	Août 23	Sep 23	Oct 23	Nov 23	Déc 23	Jan 24	Jan 24
<b>Belgique</b>	7,4	2,4	0,7	-1,7	-0,8	0,5	<b>1,5e</b>	-0,7e
<b>Allemagne</b>	9,2	6,4	4,3	3,0	2,3	3,8	<b>3,1e</b>	-0,2e
<b>Estonie</b>	18,6	4,3	3,9	5,0	4,1	4,3	<b>5,0e</b>	1,3e
<b>Irlande</b>	7,5	4,9	5,0	3,6	2,5	3,2	<b>2,7e</b>	-1,4e
<b>Grèce</b>	7,3	3,5	2,4	3,8	2,9	3,7	<b>3,2e</b>	-0,9e
<b>Espagne</b>	5,9	2,4	3,3	3,5	3,3	3,3	<b>3,5e</b>	-0,2e
<b>France</b>	7,0	5,7	5,7	4,5	3,9	4,1	<b>3,4e</b>	-0,2e
<b>Croatie</b>	12,5	8,4	7,4	6,7	5,5	5,4	<b>4,8e</b>	-0,3e
<b>Italie</b>	10,7	5,5	5,6	1,8	0,6	0,5	<b>0,9e</b>	-1,1e
<b>Chypre</b>	6,8	3,1	4,3	3,6	2,4	1,9	<b>2,0e</b>	-1,4e
<b>Lettonie</b>	21,4	5,6	3,6	2,3	1,1	0,9	<b>1,0e</b>	0,7e
<b>Lituanie</b>	18,5	6,4	4,1	3,1	2,3	1,6	<b>1,0e</b>	0,1e
<b>Luxembourg</b>	5,8	3,5	3,4	2,1	2,1	3,2	<b>3,0e</b>	-0,4e
<b>Malte</b>	6,8	5,0	4,9	4,2	3,9	3,7	<b>3,6e</b>	-0,5e
<b>Pays-Bas</b>	8,4	3,4	-0,3	-1,0	1,4	1,0	<b>3,1e</b>	0,2e
<b>Autriche</b>	11,6	7,5	5,8	4,9	4,9	5,7	<b>4,3e</b>	-0,4e
<b>Portugal</b>	8,6	5,3	4,8	3,2	2,2	1,9	<b>2,6e</b>	-0,1e
<b>Slovénie</b>	9,9	6,1	7,1	6,6	4,5	3,8	<b>c</b>	c
<b>Slovaquie</b>	15,1	9,6	9,0	7,8	6,9	6,6	<b>4,3e</b>	0,6e
<b>Finlande</b>	7,9	3,1	3,0	2,4	0,7	1,3	<b>0,7e</b>	-0,1e

e estimation c confidentielles Données sources: [prc\\_hicp\\_manr](#)

Le samedi 10, « La fumée blanche est sortie samedi, peu après 2 heures du matin. Au terme d'un marathon de 16 heures de négociations mené par le ministre des Finances belge, Vincent Van Peteghem, le Parlement européen et les États membres de l'UE ont finalement trouvé un accord sur les nouvelles règles budgétaires de l'UE. L'enjeu : garantir des finances publiques saines tout en préservant la capacité d'investissement de l'UE.

La proposition initiale de la Commission d'avril 2023 accordait une grande flexibilité aux capitaux pour définir leur trajectoire budgétaire, sur la base d'une analyse de soutenabilité de la dette et en prenant comme indicateur clé les dépenses primaires nettes. Mais les Vingt-Sept avaient ajouté, en décembre dernier [le 21], des sauvegardes automatiques beaucoup plus contraignantes.

L'Allemagne et ses alliés dits “frugaux” sont parvenus à imposer des réductions automatiques de dette et de déficit aux pays dont le ratio d'endettement dépasse 60 % du PIB (pourcentage hérité des années 1990).

De nombreux eurodéputés, notamment chez les écologistes et les sociaux-démocrates, voulaient revenir sur ces clauses sévères qui, selon eux, vont empêcher de procéder aux colossaux investissements dans la transition énergétique, le numérique et la défense dont l'Europe a besoin. Ils soulignent que la discipline budgétaire à laquelle Berlin s'est astreint depuis l'instauration en 2009 d'un “frein à dette” a conduit à une impressionnante dégradation des infrastructures en Allemagne et à un grand retard dans la digitalisation. Dans les faits, les parlementaires avaient très peu de marge, l'accord entre États membres ayant déjà nécessité des mois de tractations entre argentiers pour aboutir. Ils ont pu obtenir des garanties sur la prise en compte de l'investissement public dans des domaines stratégiques. Le Parlement était aussi sous la pression du calendrier législatif. Compte tenu des délais de procédure (vérifications juridiques, traductions), il fallait absolument conclure cette semaine pour que le texte puisse être voté en session plénière à Strasbourg en avril, avant la pause parlementaire qui précédera les élections européennes de juin.

“Les nouvelles règles permettront aux pays de l'UE d'investir dans leurs atouts tout en consolidant leurs finances publiques”, a salué de manière oecuménique la présidente de la Commission européenne, Ursula von der Leyen, sur le réseau social X. Même son commissaire aux Affaires économiques, Paolo

Gentiloni, qui n'avait caché sa déception face à l'accord au Conseil de décembre, a fait contre mauvaise fortune bon cœur : «Même si l'accord final est plus complexe que notre proposition initiale, il préserve ses éléments fondamentaux : une planification de moyen terme, une plus grande appropriation par les États membres de leur trajectoire dans un cadre commun, un ajustement budgétaire plus graduel qui reflète les engagements d'investissement et de réforme.»

L'accord trouvé samedi doit s'appliquer à partir de 2025. Cette année, les anciennes règles (suspendues entre 2020 et 2023 pour cause de Covid et de guerre en Ukraine) s'appliquent en théorie. La Commission examinera les budgets nationaux à la lumière des recommandations qu'elle a faites en 2023. Au printemps, Bruxelles devrait mettre une douzaine d'États membres en procédure de déficit excessif, dont la France. Reste à voir si le sujet s'invitera dans la campagne des européennes de juin. L'économiste et eurodéputée socialiste Aurore Lalucq a déjà dénoncé une «erreur politique qui servira aux populistes». Selon elle, «on a besoin d'investissements dans l'industrie, dans la défense, dans la transition écologique, c'est ça l'urgence aujourd'hui, ce n'est pas de remettre au goût du jour des règles absurdes économiquement.» ». (Karl De Meyer dans Les Echos du 10/2/2024)

Le Conseil européen donne de l'accord de ce samedi le communiqué suivant :

« Les négociateurs du Conseil et du Parlement européen sont parvenus aujourd'hui à un accord politique provisoire sur la proposition de réforme du cadre de gouvernance économique de l'UE.

L'objectif principal de la réforme est de garantir des finances publiques saines et durables, tout en promouvant une croissance durable et inclusive dans tous les États membres par le biais de réformes et d'investissements.

«Les nouvelles règles amélioreront considérablement le cadre existant et garantiront des règles efficaces et applicables pour tous les pays de l'UE. Ils préserveront des finances publiques équilibrées et durables, mettront davantage l'accent sur les réformes structurelles et favoriseront les investissements, la croissance et la création d'emplois dans toute l'UE. Je suis heureux que nous ayons trouvé un accord équilibré qui permettra désormais une mise en œuvre rapide.» (Vincent Van Peteghem, Ministre belge des Finances)

Le Conseil et le Parlement sont convenus de maintenir l'objectif global de la réforme consistant à réduire les ratios d'endettement et les déficits de manière progressive, réaliste, durable et favorable à la croissance, tout en protégeant les réformes et les investissements dans des domaines stratégiques tels que le numérique, l'environnement, le social ou la défense. Dans le même temps, le nouveau cadre offrira une marge appropriée pour des politiques anticycliques et remédiera aux déséquilibres macroéconomiques.

L'accord maintient également l'obligation pour les États membres de soumettre des plans structurels budgétaires nationaux à moyen terme.

La Commission soumettra une « trajectoire de référence » (anciennement appelée « trajectoire technique ») aux États membres dont la dette publique dépasse 60 % du produit intérieur brut (PIB) ou dont le déficit public dépasse 3 % du PIB. L'accord provisoire prévoit un pré-dialogue facultatif et factuel entre les États membres et la Commission.

La trajectoire de référence indique comment les États membres peuvent garantir qu'à la fin d'une période d'ajustement budgétaire de quatre ans, la dette publique suive une trajectoire vraisemblablement descendante ou reste à des niveaux prudents à moyen terme.

L'accord provisoire contient deux garanties auxquelles la trajectoire de référence doit se conformer, la sauvegarde de viabilité de la dette, pour garantir une diminution des niveaux d'endettement, et la sauvegarde de résilience du déficit, pour fournir une marge de sécurité inférieure à la valeur de référence du déficit du Traité de 3% du PIB, en afin de créer des tampons budgétaires.

Sur la base de la trajectoire de référence, les États membres intègrent ensuite la trajectoire d'ajustement budgétaire, exprimée sous forme de trajectoires de dépenses nettes, dans leurs plans structurels budgétaires nationaux à moyen terme. Les plans, y compris les trajectoires de dépenses nettes, doivent donc être approuvés par le Conseil. L'accord prévoit qu'un compte de contrôle enregistrera les écarts par rapport aux trajectoires de dépenses nettes spécifiques au pays.

Les nouvelles règles encourageront davantage les réformes structurelles et les investissements publics en faveur de la durabilité et de la croissance. Les États membres seront autorisés à demander une prolongation de la période d'ajustement budgétaire de quatre ans jusqu'à sept ans maximum, s'ils mettent en œuvre certaines réformes et investissements qui améliorent la résilience et le potentiel de croissance,

soutiennent la viabilité budgétaire et répondent aux priorités communes de l'UE. Il s'agit notamment de parvenir à une transition équitable, verte et numérique, de garantir la sécurité énergétique, de renforcer la résilience sociale et économique et, si nécessaire, de renforcer les capacités de défense.

Prochaines étapes :

L'accord politique provisoire sur le volet préventif du cadre de gouvernance économique est soumis à l'approbation du Conseil au sein du comité des représentants permanents et de la commission des affaires économiques du Parlement avant de passer par un vote formel au Conseil et au Parlement. Une fois adopté, le texte sera publié au Journal officiel de l'UE et entrera en vigueur le lendemain.

Le règlement sur le volet correctif et la directive sur les exigences relatives aux cadres budgétaires des États membres exigent uniquement que le Parlement européen soit consulté.

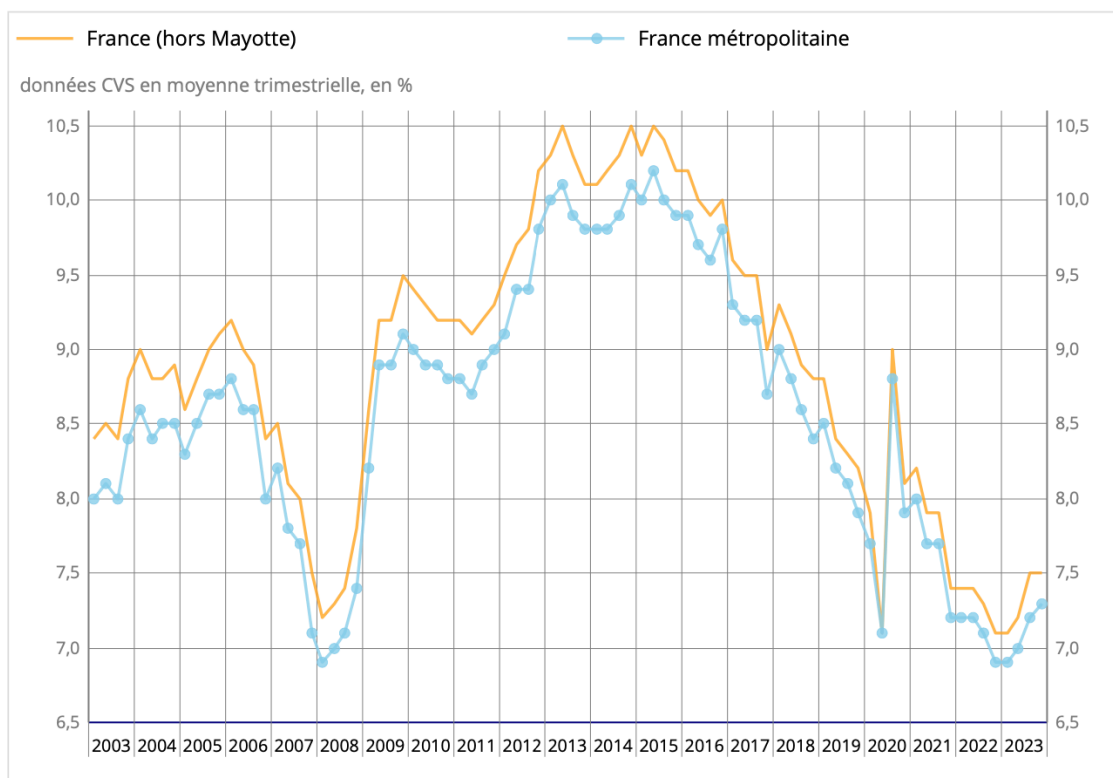
L'objectif est de les adopter au Conseil en même temps que le volet préventif ».

Par conséquent, l'assouplissement des règles dont il est question ne concerne en définitive que les modalités de la période intermédiaire pour revenir aux seuils initiaux (3% et 60%) qui ne sont pas changés : ces nouvelles règles imposent aux États membres dont le ratio dette publique / PIB annuel est supérieur à 90% de réduire leur dette d'un point de pourcentage par an en moyenne. Les pays dont le niveau d'endettement se situe entre 60% et 90% de leur PIB annuel devront réduire leur ratio d'endettement de 0,5 point de pourcentage par an en moyenne. Par ailleurs, les pays devront essayer de maintenir leur déficit en dessous de 1,5% du PIB annuel, donc en-dessous de la limite officielle, pour leur permettre de répondre aux dépenses qui n'ont pas pu être anticipées.

Le lundi 12, le blog du CEPII publie un billet de P. Cotteriaz et V. Vicard sur la responsabilité des multinationales françaises dans la dégradation du solde commercial de la France.

Le mardi 13, l'INSEE publie une statistique sur le chômage en France :

## Taux de chômage au sens du BIT



Estimation à +/- 0,3 point près du niveau du taux de chômage et de son évolution d'un trimestre à l'autre.

Champ : personnes de 15 ans ou plus, vivant en logement ordinaire

Source : Insee, enquête Emploi

## Taux de chômage BIT

Données CVS, en moyenne trimestrielle

	En % de la population active		Variation en points depuis			Milliers
	2023T3	2023T4	2023T3	2022T4	2019T4	2023T4
<b>Personnes au chômage</b>	<b>7,5</b>	<b>7,5</b>	<b>0,0</b>	<b>0,4</b>	<b>-0,7</b>	<b>2 330</b>
15-24 ans	17,7	17,5	-0,2	0,6	-4,2	591
25-49 ans	6,8	7,0	0,2	0,5	-0,3	1 244
50 ans ou plus	5,1	5,0	-0,1	0,0	-0,8	495
<b>Hommes</b>	<b>7,5</b>	<b>7,6</b>	<b>0,1</b>	<b>0,3</b>	<b>-0,7</b>	<b>1 204</b>
15-24 ans	18,8	18,1	-0,7	-0,5	-2,4	329
25-49 ans	6,5	6,9	0,4	0,4	-0,5	623
50 ans ou plus	5,0	5,1	0,1	0,3	-0,9	252
<b>Femmes</b>	<b>7,5</b>	<b>7,4</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,5</b>	<b>-0,7</b>	<b>1 126</b>
15-24 ans	16,4	16,7	0,3	1,9	-6,5	262
25-49 ans	7,1	7,1	0,0	0,7	0,0	621
50 ans ou plus	5,2	4,9	-0,3	-0,3	-0,7	243
<i>Personnes au chômage de longue durée</i>	<i>1,7</i>	<i>1,8</i>	<i>0,1</i>	<i>-0,1</i>	<i>-0,4</i>	<i>571</i>

Champ : France hors Mayotte, personnes de 15 ans ou plus vivant en logement ordinaire

Source : Insee, enquête Emploi

Le mercredi 14 et le jeudi 15, Eurostat publie les statistiques suivantes :

www.christian

### Taux de croissance de l'emploi en personnes

	Pourcentage de variation par rapport au trimestre précédent (basé sur des données corrigées des variations saisonnières)				Pourcentage de variation par rapport au même trimestre de l'année précédente (basé sur des données non désaisonnalisées)			
	2023T1	2023T2	2023T3	2023T4	2023T1	2023T2	2023T3	2023T4
Zone euro	0,5	0,1	0,2	0,3	1,7	1,4	1,3	1,3
UE	0,5	0,1	0,2	0,3	1,5	1,2	1,2	1,2

Données sources: [tec00108](#) (évolution trimestrielle), [teina305](#) (évolution annuelle) et [tec00109](#) (niveaux)

### Taux de croissance du PIB en volume

(basés sur des données corrigées des variations saisonnières\*)

	Pourcentage de variation par rapport au trimestre précédent				Pourcentage de variation par rapport au même trimestre de l'année précédente			
	2023T1	2023T2	2023T3	2023T4	2023T1	2023T2	2023T3	2023T4
Zone euro	0,1	0,1	-0,1	0,0	1,3	0,6	0,0	0,1
UE	0,1	0,1	-0,1	0,1	1,1	0,5	0,0	0,3
Belgique	0,4	0,3	0,4	0,4	1,7	1,3	1,4	1,6
Bulgarie	0,3	0,4	0,4	0,5	2,4	2,0	1,8	1,6
Tchéquie	0,1	0,1	-0,6	0,2	-0,3	-0,4	-0,8	-0,2
Danemark	0,9	-0,7	-0,7	:	2,7	1,0	-0,3	:
Allemagne	0,1	0,0	0,0	-0,3	-0,1	0,1	-0,3	-0,2
Estonie	-0,8	-0,6	-1,3	-0,4	-3,8	-3,3	-4,0	-3,0
Irlande	-1,9	-0,4	-1,9	-0,7	2,4	-0,4	-5,6	-4,8
Grèce	0,1	1,1	0,0	:	1,9	2,6	2,1	:
Espagne	0,5	0,5	0,4	0,6	4,1	2,0	1,9	2,0
France	0,0	0,7	0,0	0,0	0,9	1,2	0,6	0,7
Croatie	0,9	1,5	0,3	:	1,6	2,2	3,0	:
Italie	0,6	-0,3	0,1	0,2	2,1	0,3	0,1	0,5
Chypre	0,8	-0,5	1,1	0,8	3,2	2,2	2,2	2,3
Lettonie	-0,5	-0,3	0,2	0,4	-0,4	-0,8	0,0	-0,2
Lituanie	-1,9	2,4	0,0	-0,3	-2,3	0,7	0,1	0,3
Luxembourg	0,9	-0,2	-0,1	:	-1,6	-1,4	-1,8	:
Hongrie	-0,3	-0,1	0,8	0,0	-1,1	-2,1	-0,2	0,4
Malte	0,5	1,9	2,4	:	6,4	6,0	7,1	:
Pays-Bas**	-0,5	-0,4	-0,3	0,3	1,7	-0,2	-0,7	-0,3
Autriche	0,1	-1,1	-0,5	0,2	1,7	-1,3	-1,6	-1,3
Pologne	0,7	-0,1	1,1	0,0	-1,3	-0,4	0,3	1,7
Portugal	1,5	0,1	-0,2	0,8	2,5	2,6	1,9	2,2
Roumanie	-0,7	1,3	0,8	-0,4	1,0	2,8	3,2	1,0
Slovénie	0,3	1,1	0,0	1,1	1,2	1,8	1,9	2,6
Slovaquie	0,2	0,4	0,2	0,3	0,9	1,2	1,1	1,2
Finlande**	0,0	0,3	-0,9	-0,4	0,3	-0,3	-1,2	-1,3
Suède**	0,7	-0,6	-0,1	0,1	1,5	-0,4	-1,4	0,0
Islande***	1,3	1,6	-3,8	:	5,6	3,3	1,7	:
Norvège	0,2	-0,5	-0,5	:	2,6	1,0	-1,4	:
Suisse	0,3	-0,1	0,3	:	1,5	0,4	0,4	:
États-Unis	0,6	0,5	1,2	0,8	1,7	2,4	2,9	3,1

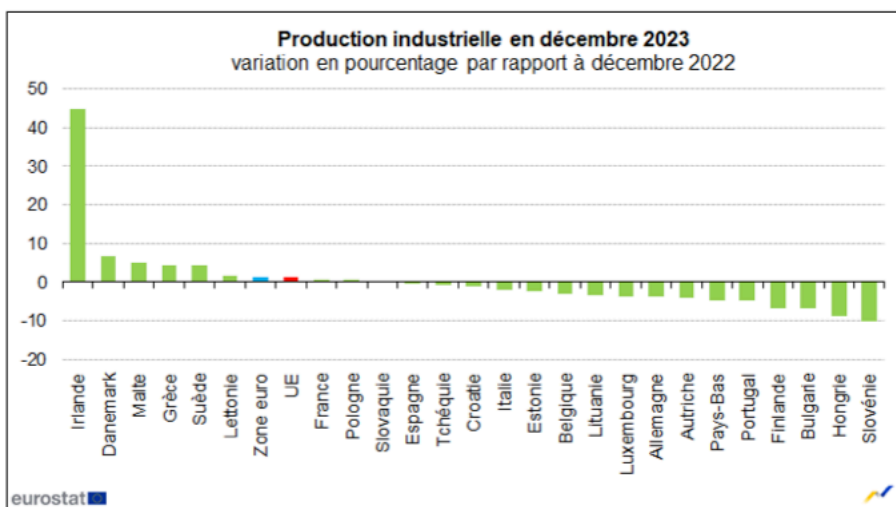
: Données non disponibles

\* Les taux de croissance par rapport au trimestre précédent et au même trimestre de l'année précédente présentés dans le tableau sont généralement basés sur des données corrigées des variations saisonnières, du fait que les données non corrigées ne sont généralement pas transmises pour la compilation des estimations rapides du PIB.

\*\* Pourcentage de variation par rapport au même trimestre de l'année précédente calculé sur la base des données corrigées des effets de calendrier.

\*\*\* Les données corrigées des variations saisonnières ne sont pas corrigées des effets de calendrier pour l'Islande.

Données sources: [namq\\_10\\_gdp](#) et [nqid\\_10\\_gdp](#) (données pour les États-Unis)





## Zone euro

Selon les premières estimations, les exportations de biens de la **zone euro** vers le reste du monde se sont élevées à 218,7 milliards d'euros en décembre 2023, soit une baisse de 8,8% par rapport à décembre 2022 (239,9 mrd d'euros). Les importations en provenance du reste du monde se sont élevées à 201,9 mrd d'euros, soit une baisse de 18,7% par rapport à décembre 2022 (248,3 mrd d'euros). En conséquence, la **zone euro** a enregistré un excédent de 16,8 mrd d'euros dans ses échanges de biens avec le reste du monde en décembre 2023, contre un déficit de 8,5 mrd d'euros en décembre 2022. Les échanges **intra-zone euro** ont diminué à 187,2 mrd d'euros en décembre 2023, soit une baisse de 14,8% par rapport à décembre 2022.



De janvier à décembre 2023, les exportations de biens de la **zone euro** vers le reste du monde ont diminué pour atteindre 2 839,8 mrd d'euros (soit une baisse de 1,2% par rapport à janvier-décembre 2022), et les importations ont baissé à 2 773,8 mrd d'euros (soit une baisse de 13,5% par rapport à janvier-décembre 2022). En conséquence, la **zone euro** a enregistré un excédent de 65,9 mrd d'euros, contre un déficit de 332,2 mrd € en janvier-décembre 2022. Les échanges **intra-zone euro** ont diminué à 2 630,1 mrd d'euros en janvier-décembre 2023, soit une baisse de 5,4% par rapport à janvier-décembre 2022.

Également le jeudi 15, l'OFCE publie un article sur la synthèse faite par les panelistes de l'OFCN sur 2023 et les perspectives 2024 :

« La première estimation de la croissance du PIB français en 2023 publiée par l'Insee le 30 janvier 2024 indique une croissance annuelle en volume de +0,9 %. Les dernières prévisions du panel de l'OFCN se plaçaient également en moyenne à +0,9 % pour cette année. Bien que la croissance ait été modérée en 2023, voire atone sur le deuxième semestre, les scénarios de prévisions présentés lors de la journée OFCN ont été pour autant revus à la hausse de +0,5 point en moyenne depuis la précédente édition de l'OFCN 2022. Cette révision provient notamment du maintien de la croissance du pouvoir d'achat des ménages en 2023 alors que la majeure partie des instituts prévoyait une baisse de celui-ci l'année passée. L'emploi particulièrement dynamique aurait permis le maintien des revenus et donc de la consommation des ménages, et ce malgré une forte inflation. (...) En 2024, les prévisionnistes de l'OFCN sont partagés sur la croissance française. La moyenne des prévisions s'établit à +0,9 %, mais dans une fourchette assez large, allant de +0,4 % à +1,4 %. Les scénarios avancés sont divergents sur les questions du commerce extérieur et de l'investissement alors que l'ensemble des instituts s'accordent sur une croissance positive de la consommation des ménages ».

Toujours ce jeudi 15 et également par l'OFCE, publication d'un article de O. Jullien de Pommerol, P. Madec, M. Plane et R. Sampognaro : « De la crise Covid au choc inflationniste, une analyse macro/micro du pouvoir d'achat en France ».

En voici le résumé :

« Le pouvoir d'achat des ménages a continué à croître pendant la période Covid (1,8 % par unité de consommation entre 2019 et 2021, soit 350 euros en moyenne par an), soutenu par les transferts publics. En revanche, il s'est stabilisé entre 2021 et 2023 (10 euros par an) durant l'épisode inflationniste grâce notamment aux mesures d'urgence mises en place pour limiter le choc énergétique.

Entre 2019 et 2023, le pouvoir d'achat des ménages au niveau macroéconomique a bénéficié du dynamisme des revenus du patrimoine, des baisses de fiscalité et des mesures de blocage des prix. Les fortes créations d'emplois, y compris chez les indépendants, ont compensé les baisses de salaires réels dans l'évolution des revenus du travail. Enfin, les prestations sociales ont contribué négativement au pouvoir d'achat en raison notamment des décalages d'indexation.

En 2024, sous l'impulsion des fortes revalorisations de prestations sociales du début d'année et des hausses attendues de salaires réels ainsi que de revenus du patrimoine encore dynamiques, le pouvoir d'achat par UC repartirait à la hausse (+1 %, soit un gain de 380 euros par UC). Celui-ci serait, fin de

2024 2,6 points au-dessus de son niveau de fin 2019 alors que le PIB par UC serait de 0,2 point au-dessus.

La “sur-épargne” accumulée par les ménages depuis début 2020 (240 milliards d’euros courants), principalement financière, a été rognée par la perte de valeur réelle de l’encours du patrimoine financier en raison du retour de l’inflation (qui prend la forme d’une “taxe inflationniste”) en 2022 et 2023.

En raison des disparités d’évolution des composantes du pouvoir d’achat, la dynamique macro-économique du revenu et de l’inflation masque des situations hétérogènes au sein des ménages. Si l’inflation s’établit à 12,3 % entre septembre 2021 et décembre 2023, le panier de consommation se serait renchéri de moins de 10,7 % pour 10 % des ménages les moins impactés et de plus de 13,9 % pour 10 % des ménages les plus exposés au choc. Globalement, le choc inflationniste est plus marqué en zone rurale qu’en milieu urbain, chez les ménages les plus modestes que chez les plus aisés, pour les retraités que pour les actifs en emploi.

Entre 2021 et 2023, les ménages appartenant aux 10 % les plus modestes ont connu une légère hausse de leur pouvoir d’achat (0,3 % par an). Cependant, ces ménages ayant en moyenne un taux d’épargne négatif, leur gain de pouvoir d’achat n’est pas un gain de revenu disponible en euros mais une moindre dégradation de leur situation financière. Les ménages appartenant aux déciles 2 à 7 de niveau de vie (60 % des ménages) ont, en moyenne, des baisses de pouvoir d’achat (comprises entre -0,3 % et -0,8 %). Les ménages appartenant aux 20 % les plus aisés ont enregistré des gains de pouvoir (de 0,4% pour le 9<sup>ème</sup> dixième à 1,2 % pour les 10 % de ménages les plus aisés).

Au-delà de l’analyse en niveau de vie, les ménages dont la personne de référence est en emploi ont connu des évolutions de pouvoir d’achat plus favorables que les ménages qui ne sont pas en emploi (retraités, chômeurs, inactifs). Au sein des dixièmes de niveau de vie, de fortes hétérogénéités de pouvoir d’achat existent à la fois entre unités urbaines mais surtout entre les statuts vis-à-vis de l’emploi. Du fait du mode d’indexation des pensions de retraite revalorisées avec retard sur l’inflation (au 1<sup>er</sup> janvier), les seuls retraités enregistrant des gains de pouvoir d’achat sont ceux appartenant aux 10 % de ménages les plus aisés, mieux lotis en patrimoine. L’intégration de la revalorisation des pensions de retraite de 5,3 % au 1<sup>er</sup> janvier 2024 modifierait sensiblement les résultats puisque celle-ci devrait contribuer à accroître de 2 à 3 points le pouvoir d’achat des ménages retraités ».

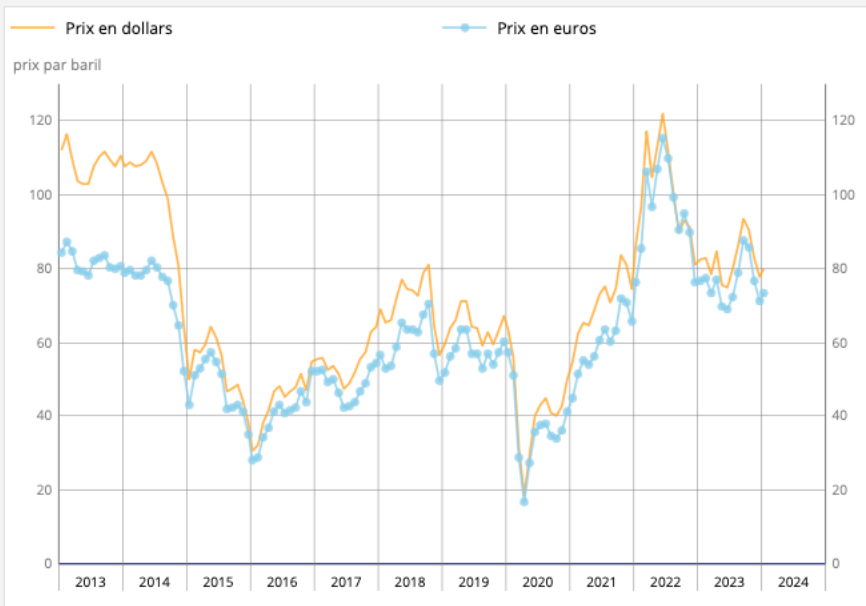
Le vendredi 16, l’INSEE publie une statistique sur l’évolution du prix du pétrole :

En janvier 2024, le prix en dollars du pétrole brut de la mer du Nord (Brent) rebondit après trois mois de baisses consécutives (+2,9 % après -6,2 % en décembre), s’établissant en moyenne à 80,0 dollars le baril. En euros, le prix du baril rebondit dans des proportions équivalentes (+3,1 % après -7,3 %).

GRAPHIQUE

TABLEAU

### Prix du pétrole (Brent)



Source : Insee

Le samedi 17, la semaine se termine sur des records pour les Bourses mondiales : « Dopés par les bons résultats des entreprises au titre de 2023 et par les promesses de l'intelligence artificielle, Wall Street et les Places européennes ont volé de record en record cette semaine. (...) Aux États-Unis, le S&P 50 a terminé la semaine au-dessus des 5.000 points, après un pic à près de 5.030 points jeudi. En Europe, le CAC 40 a franchi la barre des 7.700 points jeudi et inscrit deux records de clôture d'affilée. L'indice phare de la cote parisienne a fini vendredi à un nouveau sommet de 7.768 points, après avoir touché les 7.800 points en séance. (...) Seules semblent désormais compter les prouesses des géants de la “tech” américaine. Le parcours des “Sept magnifiques”, comme on les surnomme, est impressionnant. Depuis le début de l'année, ils ont pris en moyenne 12 %. Une moyenne surtout tirée par les performances de Meta (+34 %) et de Nvidia le spécialiste des puces, dopé à l'intelligence artificielle, qui s'est envolé de 47 %. (...) Devant une telle euphorie, certains observateurs commencent à faire le parallèle avec la bulle du début des années 2000. Dans une note de recherche, Michael Hartnett, le stratège star des marchés de Bank of America, compare la situation de la tech américaine aujourd'hui aux précédentes bulles. (...) Dans ce contexte, l'Europe boursière pourrait retrouver un certain attrait pour les investisseurs. (...) » (Les Echos).

Également le samedi 17 et publié dans les Echos, un article qui relate l'inquiétude des ministres européens de la recherche et de l'innovation qui se sont réunis de manière informelle jeudi à La Hulpe en Belgique : « La décision, début février, d'amputer Horizon Europe, le principal programme de financement de l'UE pour la recherche et l'innovation doté de 95,5 milliards au total, a été prise dans le cadre de la renégociation du budget global de l'UE et de la nécessité de la poursuite de l'aide à l'Ukraine. Forcément, le sujet s'est invité dans les échanges du Conseil informel des ministres. “C'est un signal d'alarme, a estimé Iliana Ivanova commissaire européenne à l'éducation, à la culture, au multilinguisme et à la jeunesse, lors d'une conférence de presse, à l'issue du Conseil. Or, il est urgent d'investir maintenant. J'espère que les discussions que nous avons avec les États membres et les ministres des finances vont faire réaliser l'importance du sujet... “ ».

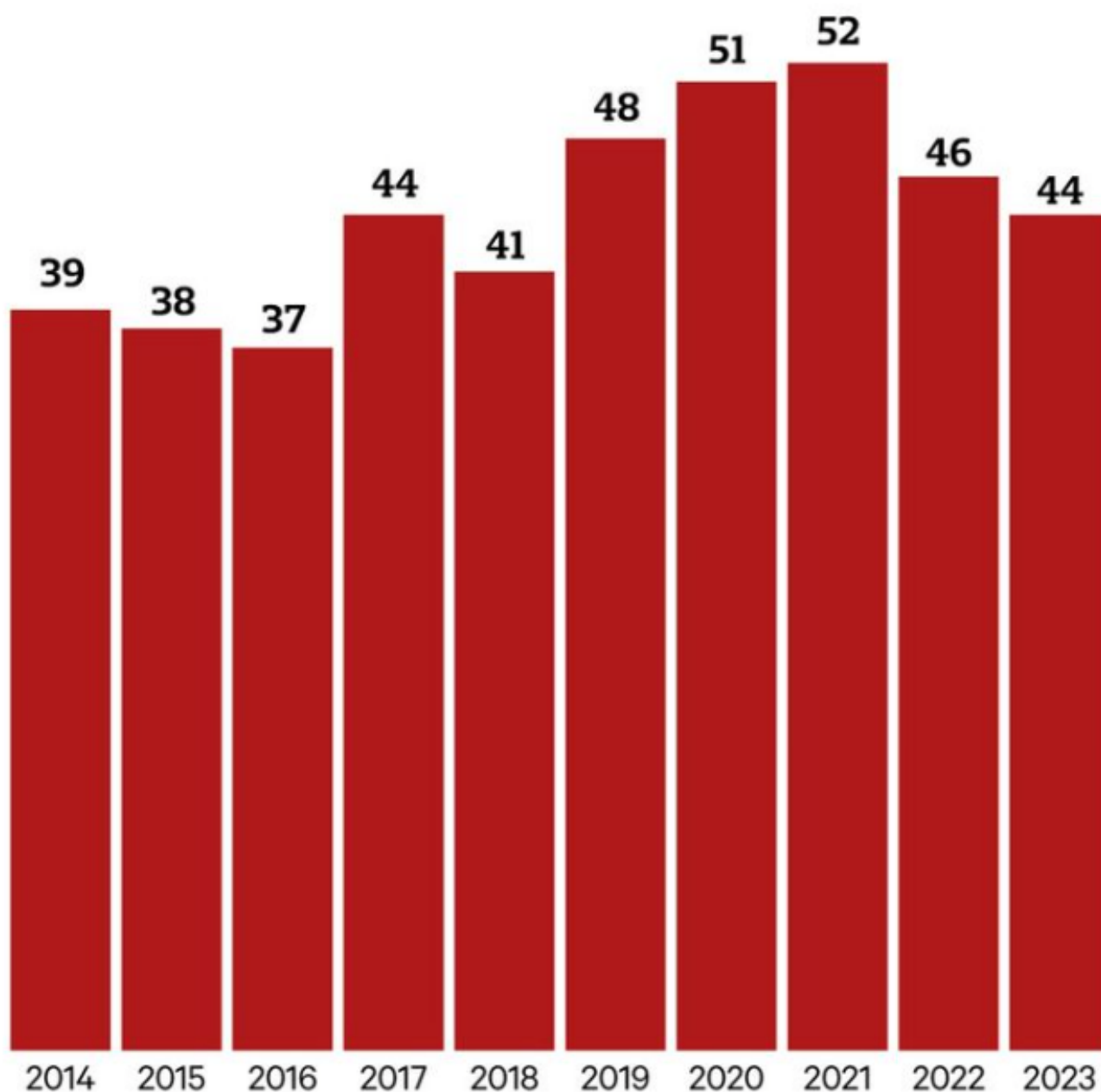
Soulignons qu'il se trouve que dans le même journal, un autre article paraît en même temps avec pour titre : « Le nouveau champ de bataille est technologique ».

Le lundi 19, au moment où Ursula von der Leyen annonce qu'elle brigue un second mandat à la tête de la Commission européenne, la revue « L'Économie politique » d'Alternatives Économiques consacre tout son dernier numéro à l'Europe (n°101) : « Quelle Europe face au désordre mondial ».

Le mardi 20, Les Echos communique en exclusivité les résultats du baromètre de l'institut Paul Delouvrier sur l'image des services publics en France :

# L'opinion des Français à l'égard des services publics

Moyenne des opinions positives, en %



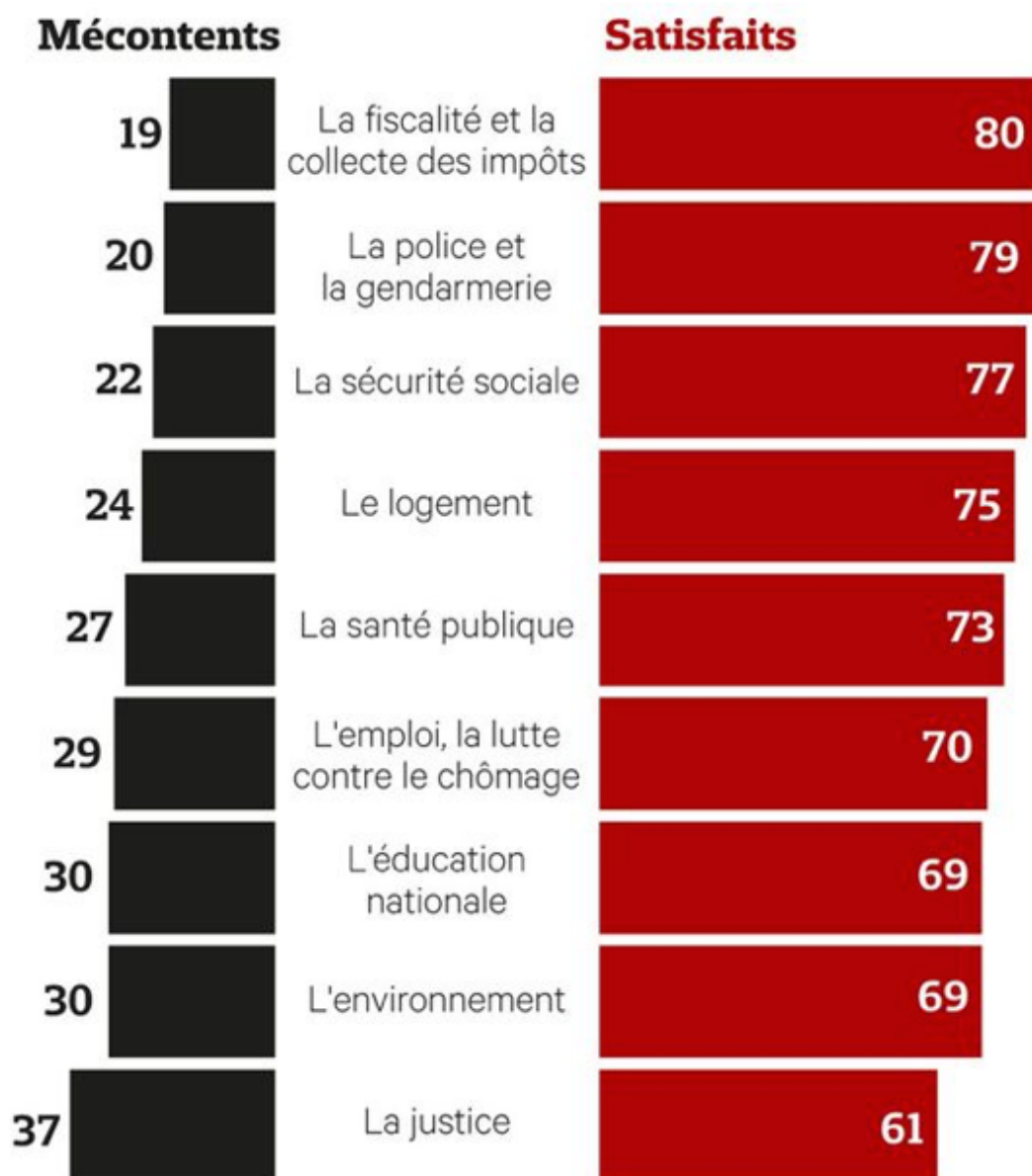
SOURCE : BAROMÈTRE PAUL DELOUVRIER RÉALISÉ DU 4 AU 19 DÉC. 2023  
AUPRÈS DE 2.500 PERSONNES

« La baisse n'est pas aussi spectaculaire que l'an passé, mais elle confirme un retournement de tendance. L'opinion des Français sur leurs services publics s'est dégradée pour la deuxième année consécutive en 2023 (...)

L'opinion ne doit pas être confondue avec la satisfaction, montre cependant comme à chaque fois le baromètre. Et sur ce second plan, les nouvelles sont meilleures, signe que les usagers qui utilisent les services publics les jugent moins négativement ».

# Les usagers sont majoritairement satisfaits

« Globalement, en tant qu'utilisateur, diriez-vous que vous avez été satisfait ou mécontent de l'action de... »



SOURCE : BAROMÈTRE PAUL DELOUVRIER RÉALISÉ DU 4 AU 19 DÉCEMBRE 2023  
AUPRÈS DE 2.500 PERSONNES

Jeudi 22, publication de l'indice PMI Flash composite HCOB pour la zone euro :

« L'indice PMI Flash composite HCOB de l'activité globale dans la zone euro<sup>(1)</sup> se redresse à 48,9 (47,9 en janvier). Plus haut de 8 mois.

L'indice PMI Flash HCOB de l'activité de services dans la zone euro<sup>(2)</sup> se redresse à 50,0 (48,4 en janvier). Plus haut de 7 mois.

L'indice PMI Flash HCOB de la production manufacturière dans la zone euro<sup>(4)</sup> se replie à 46,2 (46,6 en janvier). Plus bas de 2 mois.

L'indice PMI Flash HCOB de l'industrie manufacturière dans la zone euro<sup>(3)</sup> se replie à 46,1 (46,6 en janvier). Plus bas de 2 mois.

(Données recueillies du 12 au 20 février)

Commentaires de Norman Liebke :

« Les dernières données PMI Flash mettent en évidence l’amorce d’une reprise dans la zone euro, notamment dans le secteur des services qui s’est stabilisé au cours du mois. S’établissant à 50,0 en février, l’indice HCOB PMI pour le secteur des services signale en effet la fin de la tendance baissière amorcée en juillet 2023. Ces signes d’amélioration nous amènent à maintenir notre prévision annuelle de croissance de 0,8 % pour 2024. Les chiffres de l’emploi témoignent d’ailleurs d’un certain optimisme dans les entreprises privées de la zone euro, la hausse des effectifs s’étant accélérée par rapport à janvier. Principal frein à la croissance de la zone euro, l’Allemagne a continué d’afficher de faibles performances en février, l’activité globale du secteur privé allemand s’étant repliée à un rythme plus soutenu que celui enregistré en France. Dans l’Hexagone en effet, la contraction de l’activité a ralenti tant dans le secteur manufacturier que dans celui des services, une amélioration de la demande sur les marchés étrangers ayant notamment profité aux prestataires de services français. Dans le secteur des services allemand en revanche, la situation des ventes à l’export s’est dégradée au cours du mois, ces disparités de tendances entre les deux principales économies de la zone euro pouvant notamment s’expliquer par une hausse du tourisme, dont bénéficie plus largement le secteur des services français.

La conjoncture économique de la zone euro pâtit également de la forte contraction de l’industrie manufacturière. L’enquête signale en effet une baisse marquée des niveaux de production et du volume des nouvelles commandes reçues par les fabricants en février. Reflétant en outre le pessimisme des entreprises manufacturières quant à une reprise prochaine de leur activité, l’emploi a continué de reculer dans le secteur tandis que les perspectives d’activité à douze mois se sont maintenues en dessous de leur moyenne de long terme.

Enfin, les dernières données HCOB PMI sur les prix risquent de décevoir la Banque centrale européenne. La hausse des prix facturés s’est en effet accélérée pour un quatrième mois consécutif, portée par une augmentation des tarifs dans le secteur des services, secteur à forte intensité de main-d’œuvre. Les prestataires de services continuent en effet de faire face à d’importantes hausses de leurs frais salariaux. Nous continuons en conséquence d’anticiper un première baisse des taux d’intérêt en juin. »

Le lundi 26, le Flash Economie de Natixis (n°99) propose une réponse à la question : « Quelle spécialisation productive est favorable pour un pays de la zone euro ? » :

« Nous comparons la nature de la spécialisation productive de l’Allemagne, de la France, de l’Espagne et de l’Italie, en regardant le poids, dans l’économie de ces pays, de l’agriculture et de l’industrie agricole et alimentaire, des biens de consommation, des biens intermédiaires, des biens d’équipement hors matériel de transport, du matériel de transport, des services aux entreprises, des services financiers, enfin, des services aux ménages.

On voit une spécialisation :

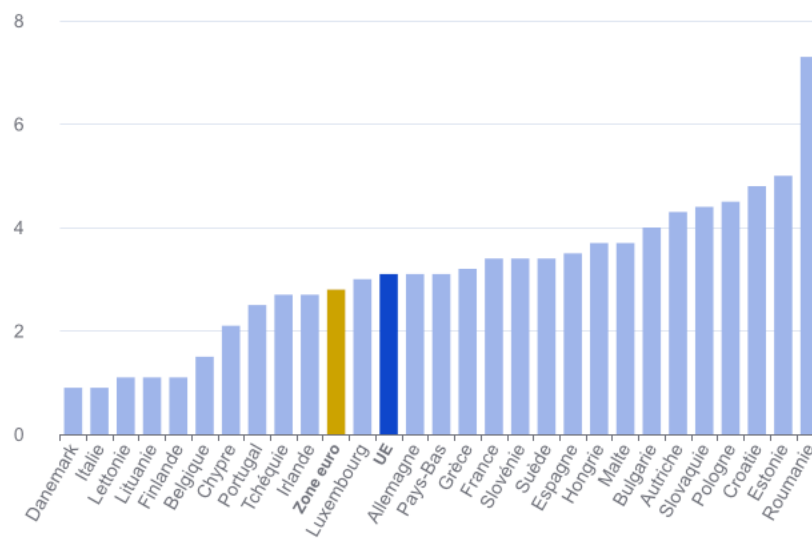
- de l’Allemagne, en biens intermédiaires, en biens d’équipement hors matériel de transport et en matériel de transport ;
- de la France, seulement dans les services aux entreprises hors services financiers ;
- de l’Espagne, dans l’agriculture, l’industrie agroalimentaire, les services aux ménages, la construction et le tourisme ;
- de l’Italie, dans les biens de consommation, les biens d’équipement hors matériel de transport, les services financiers et les services aux ménages.

On voit aussi :

- que depuis 2010, l’Allemagne a eu la performance économique la meilleure des quatre économies
- mais que depuis 2021, avec le recul du commerce mondial des biens, c’est l’Espagne ».

Ce même jeudi 22, Eurostat publie le schéma suivant sur le taux d’inflation :

Taux d'inflation annuel (%) en janvier 2024



• Mars 2024 ->

Le vendredi 1<sup>er</sup>, Eurostat publie de nouvelles statistiques du taux d'inflation et du taux de chômage :

www.christian-vaillant.fr

## Taux d'inflation (%) mesurés par les IPCH



	Taux annuel							Taux mensuel
	Fév 23	Sep 23	Oct 23	Nov 23	Déc 23	Jan 24	Fév 24	Fév 24
Belgique	5,4	0,7	-1,7	-0,8	0,5	1,5	<b>3,6e</b>	2,4e
Allemagne	9,3	4,3	3,0	2,3	3,8	3,1	<b>2,7e</b>	0,6e
Estonie	17,8	3,9	5,0	4,1	4,3	5,0	<b>4,4e</b>	0,1e
Irlande	8,1	5,0	3,6	2,5	3,2	2,7	<b>2,2e</b>	0,9e
Grèce	6,5	2,4	3,8	2,9	3,7	3,2	<b>3,2e</b>	0,1e
Espagne	6,0	3,3	3,5	3,3	3,3	3,5	<b>2,9e</b>	0,4e
France	7,3	5,7	4,5	3,9	4,1	3,4	<b>3,1e</b>	0,9e
Croatie	11,7	7,4	6,7	5,5	5,4	4,8	<b>4,8e</b>	0,3e
Italie	9,8	5,6	1,8	0,6	0,5	0,9	<b>0,9e</b>	0,1e
Chypre	6,7	4,3	3,6	2,4	1,9	2,1	<b>2,2e</b>	0,9e
Lettonie	20,1	3,6	2,3	1,1	0,9	1,1	<b>0,7e</b>	0,2e
Lituanie	17,2	4,1	3,1	2,3	1,6	1,1	<b>1,1e</b>	0,7e
Luxembourg	4,8	3,4	2,1	2,1	3,2	3,0	<b>3,2e</b>	1,7e
Malte	7,0	4,9	4,2	3,9	3,7	3,7	<b>3,1e</b>	0,3e
Pays-Bas	8,9	-0,3	-1,0	1,4	1,0	3,1	<b>2,7e</b>	0,9e
Autriche	11,0	5,8	4,9	4,9	5,7	4,3	<b>4,2e</b>	0,7e
Portugal	8,6	4,8	3,2	2,2	1,9	2,5	<b>2,3e</b>	0,2e
Slovénie	9,4	7,1	6,6	4,5	3,8	3,4	<b>3,4e</b>	0,6e
Slovaquie	15,4	9,0	7,8	6,9	6,6	4,4	<b>3,7e</b>	0,4e
Finlande	8,0	3,0	2,4	0,7	1,3	1,1	<b>1,2e</b>	0,8e

e estimation

WWW.C



	Taux (%)				Nombre de personnes (en milliers)					
	2023				2024	2023				2024
	Jan	Oct	Nov	Déc	Jan	Jan	Oct	Nov	Déc	Jan
Zone euro	6,6	6,5	6,5	6,5	6,4	11 241	11 155	11 097	11 043	11 009
UE	6,1	6,1	6,0	6,0	6,0	13 154	13 254	13 168	13 151	13 144
Belgique	5,7	5,5	5,5	5,6	5,5	302	295	295	298	297
Bulgarie	4,0	4,4	4,4	4,3	4,4	124	135	133	132	133
Tchéquie	2,5	2,9	2,5	2,8	3,0	129	149	129	144	155
Danemark	4,1	5,3	4,9	5,0	5,3	130	168	158	160	171
Allemagne	3,0	3,1	3,1	3,1	3,1	1 311	1 361	1 367	1 370	1 370
Estonie	5,2	6,2	6,3	6,9	7,0	38	46	47	52	53
Irlande	4,2	4,5	4,5	4,5	4,5	115	127	126	128	128
Grèce	11,3	10,6	10,8	10,4	10,4	529	498	500	493	495
Espagne	13,0	11,9	11,8	11,7	11,6	3 070	2 859	2 836	2 818	2 796
France	7,1	7,5	7,5	7,6	7,5	2 170	2 312	2 330	2 341	2 330
Croatie	6,5	6,3	6,2	6,1	6,0	111	107	105	104	103
Italie	7,9	7,6	7,5	7,2	7,2	2 000	1 951	1 910	1 842	1 838
Chypre	6,5	6,0	6,0	6,3	6,7	32	29	30	31	33
Lettonie	6,2	6,8	6,9	7,0	6,9	59	64	65	66	65
Lituanie	6,7	7,3	7,2	7,0	7,7	103	114	113	109	118
Luxembourg	4,9	5,5	5,6	5,5	5,6	16	19	19	19	19
Hongrie	3,8	4,1	4,2	4,2	4,3	186	205	207	209	214
Malte	3,0	2,5	2,4	2,4	2,6	9	8	8	8	8
Pays-Bas	3,6	3,6	3,5	3,6	3,6	360	361	357	361	368
Autriche	5,2	5,1	4,9	5,4	5,0	245	244	233	254	236
Pologne	2,7	3,0	3,0	3,0	2,9	478	537	543	537	522
Portugal	7,0	6,6	6,6	6,5	6,5	369	352	348	346	347
Roumanie	5,6	5,6	5,5	5,6	5,7	453	454	449	459	472
Slovénie	3,5	3,6	3,5	3,4	3,3	36	37	36	35	34
Slovaquie	6,1	5,7	5,6	5,6	5,5	168	158	156	155	154
Finlande	6,9	7,4	7,5	7,5	7,6	196	210	212	214	215
Suède	7,3	7,9	8,0	8,1	8,1	415	455	459	462	464
Islande	3,2	3,1	2,8	3,8	:	7	7	6	8	:
Norvège	3,4	3,7	3,8	3,8	3,9	102	111	113	115	117
Suisse	4,2	4,1	4,1	4,1	:	208	210	209	208	:
États-Unis	3,4	3,8	3,7	3,7	3,7	5 823	6 446	6 289	6 339	6 202

Le mercredi 6, dans son Flash Economie n°116, Natixis considère que la zone euro est prisonnière d'un cercle vicieux dont les rouages sont les suivants :

Le cercle vicieux dans lequel est prise la zone euro résulte des enchaînements suivants :

- recul de la productivité du travail et faiblesse du taux d'emploi ;
- d'où un niveau du PIB en volume déprimé ;
- d'où de faibles recettes fiscales et un niveau des profits réduits ;
- d'où une faible capacité à réaliser les investissements publics, les dépenses publiques et les investissements privés nécessaires ;
- d'où, enfin, un recul à nouveau de la productivité et du taux d'emploi par rapport, par exemple, aux États-Unis.

Le jeudi 7, le Conseil des gouverneurs de la BCE se réunit sur la politique monétaire.

En voici le communiqué de presse :

« Le Conseil des gouverneurs a décidé ce jour de laisser inchangés les trois taux d'intérêt directeurs de la BCE. Depuis la dernière réunion du Conseil des gouverneurs en janvier, l'inflation a continué de ralentir. Dans les dernières projections établies par les services de la BCE, l'inflation a été revue à la baisse, en particulier pour 2024, principalement sous l'effet d'une contribution plus faible des prix de l'énergie. Les

projections tablent désormais sur une hausse des prix moyenne de 2,3 % en 2024, 2,0 % en 2025 et 1,9 % en 2026. Les projections relatives à l'inflation hors énergie et produits alimentaires ont également été revues à la baisse et s'établissent en moyenne à 2,6 % pour 2024, 2,1 % pour 2025 et 2,0 % pour 2026. La plupart des mesures de l'inflation sous-jacente ont encore diminué, mais les tensions sur les prix d'origine intérieure demeurent élevées, en raison notamment d'une forte progression des salaires. Les conditions de financement sont restrictives et les hausses passées des taux d'intérêt continuent de peser sur la demande, ce qui contribue au ralentissement de l'inflation. Nos services ont revu à la baisse leur projection de croissance pour 2024, à 0,6 %, l'activité économique devant rester modérée à court terme. L'économie devrait ensuite se redresser et croître de 1,5 % en 2025 et 1,6 % en 2026, soutenue dans un premier temps par la consommation, puis également par l'investissement.

Le Conseil des gouverneurs est déterminé à assurer le retour au plus tôt de l'inflation au niveau de son objectif de 2 % à moyen terme. Sur la base de son évaluation actuelle, le Conseil des gouverneurs considère que les taux d'intérêt directeurs de la BCE se situent à des niveaux qui, maintenus pendant une durée suffisamment longue, contribueront fortement à atteindre cet objectif. Les futures décisions du Conseil des gouverneurs feront en sorte que les taux directeurs soient fixés à des niveaux suffisamment restrictifs, aussi longtemps que nécessaire.

Le Conseil des gouverneurs maintiendra une approche s'appuyant sur les données pour déterminer de manière appropriée le degré et la durée de cette orientation restrictive. Plus particulièrement, les décisions du Conseil des gouverneurs relatives aux taux d'intérêt seront fondées sur son évaluation des perspectives d'inflation compte tenu des données économiques et financières, de la dynamique de l'inflation sous-jacente et de la force de la transmission de la politique monétaire.

#### *Taux d'intérêt directeurs de la BCE*

Le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement ainsi que ceux de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt demeureront inchangés, à respectivement 4,50 %, 4,75 % et 4,00 %.

#### *Programme d'achats d'actifs et programme d'achats d'urgence face à la pandémie*

Le portefeuille du programme d'achats d'actifs (*asset purchase programme*, APP) se contracte à un rythme mesuré et prévisible, car l'Eurosystème ne réinvestit plus les remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance.

Au cours du premier semestre 2024, le Conseil des gouverneurs entend poursuivre le réinvestissement intégral des remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance acquis dans le cadre du programme d'achats d'urgence face à la pandémie (*pandemic emergency purchase programme*, PEPP). Il prévoit de réduire ce portefeuille de 7,5 milliards d'euros par mois en moyenne au second semestre de l'année. Le Conseil des gouverneurs entend mettre un terme aux réinvestissements dans le cadre du PEPP fin 2024.

Le Conseil des gouverneurs continuera de faire preuve de flexibilité dans le réinvestissement des remboursements des titres arrivant à échéance détenus dans le portefeuille du PEPP, afin de contrer les risques liés à la pandémie qui pèsent sur le mécanisme de transmission de la politique monétaire.

#### *Opérations de refinancement*

À mesure du remboursement par les banques des montants empruntés dans le cadre des opérations ciblées de refinancement à plus long terme, le Conseil des gouverneurs évaluera régulièrement la contribution des opérations de prêt ciblées et de ces remboursements à son orientation de politique monétaire.

\*\*\*

Le Conseil des gouverneurs se tient prêt à ajuster l'ensemble de ses instruments, dans le cadre de son mandat, pour assurer le retour de l'inflation vers son objectif de 2 % à moyen terme et pour préserver une bonne transmission de la politique monétaire. En outre, l'instrument de protection de la transmission est disponible pour lutter contre une dynamique de marché injustifiée, désordonnée qui représente une menace grave pour la transmission de la politique monétaire à l'ensemble des pays de la zone euro, ce qui permettra au Conseil des gouverneurs de remplir plus efficacement son mandat de maintien de la stabilité des prix ».

Des observateurs du fonctionnement de la BCE notent que les « colombes » reprennent actuellement de la vigueur à l'encontre des « faucons » et estiment que l'on n'est pas loin de la 1<sup>ère</sup> baisse des taux directeurs à la fois parce que la politique monétaire menée a des effets désinflationnistes encourageants et parce

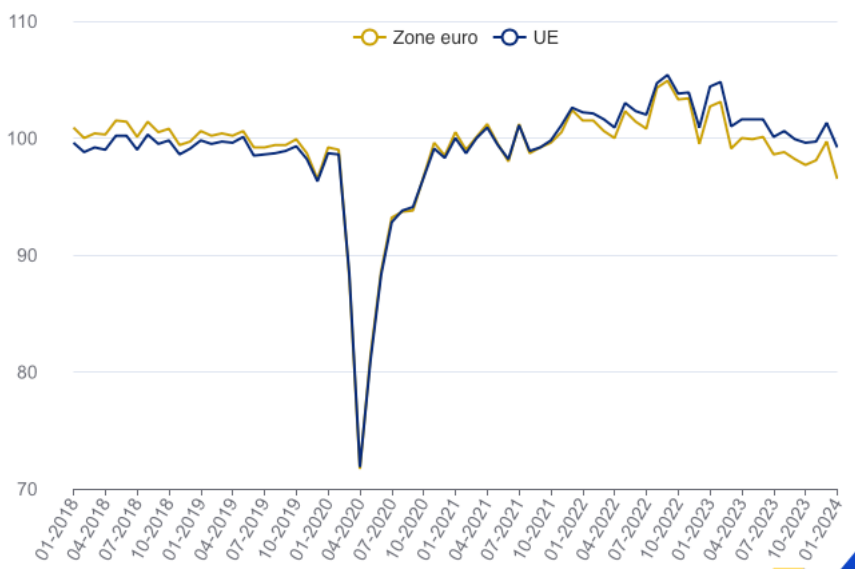
qu'il ne faut pas que la politique monétaire restrictive pèse davantage sur l'activité économique. Cela va-t-il se vérifier dès la réunion du Conseil des gouverneurs d'avril ?

Le mardi 12, Les Echos publient un article relatant les résultats d'une enquête menée à la fin 2023 par la Direction générale des entreprises de Bercy sur « les attentes, les préoccupations et les propositions » des milieux économiques. 1300 contributions ont été recueillies. Près des  $\frac{3}{4}$  des répondants estiment avoir un niveau de connaissance des enjeux européens « faible » ou « modéré ». La majorité des répondants souhaitent un allègement et une simplification des normes et procédures car celles-ci ont un impact négatif sur leur compétitivité.

Dans Les Echos également, mais du mercredi 13, est évoquée une idée partagée par un nombre de plus en plus important de pays européens, celle de l'émission d'un emprunt européen sur le marché obligataire pour financer l'effort de guerre de l'Ukraine.

Ce mercredi 13, Eurostat publie une statistique qui montre une baisse de la production industrielle en janvier par rapport à décembre de 3,2% dans la zone euro et de 2,1% dans l'UE. Par rapport à janvier 2023, la baisse a été respectivement de 6,7% et de 5,7%.

2021=100, données corrigées des variations saisonnières



Le mercredi 13 aussi, la **BCE publie un document sur la nouvelle boîte à outils qu'elle utilise pour mettre en œuvre sa politique monétaire**, à la suite d'un chantier d'étude commencé fin 2022.

Suivent deux textes, d'abord celui d'une présentation générale et ensuite celui de la déclaration du Conseil des gouverneurs :

- « Le cadre définit la manière dont le Conseil des gouverneurs pilotera les taux d'intérêt à court terme du marché monétaire en lien avec ses décisions de politique monétaire à mesure de la normalisation du bilan de l'Eurosystème

Le Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne (BCE) a adopté ce jour des modifications du cadre opérationnel pour la mise en œuvre de la politique monétaire. Ces modifications visent à assurer que le cadre opérationnel reste approprié à mesure que le bilan de l'Eurosystème se normalise.

En décembre 2022, le Conseil des gouverneurs avait annoncé un réexamen du cadre opérationnel pour le pilotage des taux d'intérêt à court terme dans la zone euro. Les décisions prises ce jour établissent des principes et paramètres-clés pour la mise en œuvre de la politique monétaire et la fourniture de liquidité de banque centrale alors que l'excédent de liquidité dans le système bancaire diminue progressivement, même s'il devrait rester important au cours des prochaines années.

“J’ai le plaisir d’annoncer que le Conseil des gouverneurs a approuvé ces modifications de son cadre opérationnel, qui tiennent compte des changements significatifs survenus dans le système financier et la politique monétaire ces dernières années“, a déclaré Christine Lagarde, présidente de la BCE. “Le cadre assurera que la mise en œuvre de notre politique monétaire reste efficace, solide, flexible et efficiente, à l’avenir, à mesure que notre bilan se normalise.“

• Déclaration du Conseil des gouverneurs à propos des modifications du cadre opérationnel pour la mise en œuvre de la politique monétaire :

- « Le Conseil des gouverneurs continuera de piloter l’orientation de la politique monétaire en ajustant le taux d’intérêt de la facilité de dépôt.
- La liquidité sera fournie par le biais d’une large gamme d’instruments.
- Les opérations principales de refinancement joueront un rôle central pour répondre aux besoins de liquidité des banques et continueront d’être menées via des appels d’offres à taux fixe avec allocation intégrale contre un vaste éventail de garanties.
- L’écart entre le taux des opérations principales de refinancement et le taux de la facilité de dépôt sera réduit à 15 points de base à compter du 18 septembre 2024.
- Un réexamen des principaux paramètres du cadre, sur la base de l’expérience qui aura été acquise, est prévu pour 2026, ou plus tôt si nécessaire.
- Le Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne (BCE) a adopté ce jour des modifications du cadre opérationnel pour la mise en œuvre de la politique monétaire. Ces modifications auront une incidence sur les modalités de fourniture de la liquidité de banque centrale alors que l’excédent de liquidité dans le système bancaire diminue progressivement, même s’il devrait rester significatif dans les années à venir. L’objectif du cadre opérationnel est de piloter les taux à court terme du marché monétaire en lien étroit avec les décisions de politique monétaire du Conseil des gouverneurs. Annoncé en décembre 2022, le réexamen du cadre opérationnel vise à assurer que celui-ci reste approprié à mesure que le bilan de l’Eurosystème se normalise.

Le Conseil des gouverneurs est convenu d’un ensemble de principes qui guideront la mise en œuvre de la politique monétaire à l’avenir.

- **Efficacité** Le principal objectif du cadre opérationnel est de veiller à la mise en œuvre efficace de l’orientation de politique monétaire conformément aux dispositions du traité sur l’Union européenne. La meilleure façon d’y parvenir est de piloter les taux à court terme du marché monétaire en lien étroit avec les décisions de politique monétaire. Une certaine volatilité de ces taux peut être tolérée tant que l’orientation de politique monétaire souhaitée n’est pas brouillée.
- **Solidité** La solidité du cadre opérationnel doit lui permettre de s’adapter à diverses configurations de politique monétaire ainsi qu’à différents environnements financiers et de liquidité. Il doit en outre être cohérent avec l’utilisation des instruments de politique monétaire prévus dans la stratégie de politique monétaire de la BCE. L’Eurosystème entend fournir des réserves de banque centrale par l’intermédiaire d’un large éventail d’instruments afin d’offrir au système bancaire une source de liquidité efficace, souple et stable, contribuant ainsi à la stabilité financière.
- **Flexibilité** Le secteur bancaire de la zone euro est vaste et se caractérise par sa diversité en termes de taille, de modèles d’activité et de situations géographiques des banques qui le composent. Une offre élastique de réserves de banque centrale répondant aux besoins des banques est donc la meilleure façon de fournir efficacement de la liquidité à l’ensemble du système bancaire de la zone euro et de contribuer à absorber de manière flexible les chocs de liquidité.
- **Efficienc**e Un cadre opérationnel efficient permet de mettre en œuvre l’orientation souhaitée de la politique monétaire sans interférer avec celle-ci, dans le respect du principe de proportionnalité et en tenant compte des effets secondaires nets, notamment des risques pesant sur la stabilité financière. Le cadre doit en outre préserver la solidité financière. Un bilan financièrement solide contribue à l’indépendance de la banque centrale et permet d’assurer une conduite harmonieuse de la politique monétaire.
- **Économie de marché ouverte** L’architecture du cadre opérationnel doit être compatible avec le fonctionnement harmonieux et ordonné des marchés, particulièrement des marchés monétaires,

qui sont plus étroitement liés à la mise en œuvre de la politique monétaire. Cela favorise l'allocation efficiente des ressources, l'efficacité du mécanisme de découverte des prix et la bonne transmission de la politique monétaire.

- **Objectif secondaire** Dans la mesure où différentes configurations du cadre opérationnel sont également propices à la mise en œuvre efficace de l'orientation de politique monétaire, le cadre opérationnel doit faciliter la poursuite par la BCE de son objectif secondaire, qui consiste à soutenir les politiques économiques générales de l'Union européenne, en particulier la transition vers une économie verte, sans préjudice de l'objectif principal de stabilité des prix de la BCE. Dans ce contexte, l'architecture du cadre opérationnel visera à tenir compte des considérations relatives au changement climatique dans les opérations structurelles de politique monétaire.

Conformément à ces principes, le Conseil des gouverneurs a approuvé l'ensemble des principaux paramètres et caractéristiques suivants pour son cadre opérationnel.

- Le Conseil des gouverneurs continuera de piloter l'orientation de politique monétaire à travers le taux d'intérêt de la facilité de dépôt. Les taux à court terme du marché monétaire devraient s'établir à des niveaux proches du taux de la facilité de dépôt, une certaine volatilité étant tolérée tant que le signal de l'orientation de politique monétaire souhaitée n'est pas brouillé.
- L'Eurosystème fournira de la liquidité à travers une large gamme d'instruments, y compris des opérations de crédit à court terme (comme les opérations principales de refinancement), les opérations de refinancement à plus long terme (*longer-term refinancing operations*, LTRO) d'une durée de trois mois ainsi que – ultérieurement – des opérations structurelles de crédit à plus long terme et un portefeuille structurel de titres.
- Les opérations principales de refinancement continueront d'être conduites par le biais d'appels d'offres à taux fixe avec allocation intégrale. Elles doivent jouer un rôle central dans la réponse aux besoins de liquidité des banques, et leur utilisation par les contreparties fait partie intégrante d'une mise en œuvre harmonieuse de la politique monétaire.
- Les LTRO à trois mois continueront elles aussi d'être menées via des appels d'offres à taux fixe avec allocation intégrale.
- Le taux des opérations principales de refinancement sera modifié de façon à ce que l'écart avec le taux de la facilité de dépôt soit ramené de 50 points de base actuellement à 15 points de base. Cet écart resserré encouragera les soumissionnaires à faire des offres lors des opérations hebdomadaires, de sorte que les taux à court terme du marché monétaire devraient s'établir à des niveaux proches du taux de la facilité de dépôt. Il limitera également l'ampleur potentielle de la volatilité des taux à court terme du marché monétaire. Il permettra par ailleurs l'activité sur le marché monétaire et incitera les banques à rechercher des solutions de financement sur les marchés. Le taux de la facilité de prêt marginal sera également ajusté de sorte que l'écart avec le taux des opérations principales de refinancement reste inchangé, à 25 points de base. Ces changements entreront en vigueur lors de la sixième période de constitution des réserves de 2024, qui débute le 18 septembre 2024.
- De nouvelles opérations de refinancement à plus long terme structurelles et un portefeuille structurel de titres seront mis en place ultérieurement, lorsque le bilan de l'Eurosystème recommencera à croître durablement, compte tenu des avoirs en obligations constitués par le passé. Ces opérations apporteront une contribution substantielle en vue de couvrir les besoins structurels de liquidité du secteur bancaire découlant des facteurs autonomes et de la constitution des réserves obligatoires. Les opérations structurelles de refinancement et le portefeuille structurel de titres seront calibrés conformément aux principes énoncés ci-dessus et de manière à éviter toute interférence avec l'orientation de la politique monétaire. Conformément à ses décisions de politique monétaire, le Conseil des gouverneurs s'attend à ce que la contraction des portefeuilles acquis au titre du programme d'achat d'actifs (*asset purchase programme*, APP) et du programme d'achats d'urgence face à la pandémie (*pandemic emergency purchase programme*, PEPP) se poursuive.
- Le taux des réserves servant à déterminer les réserves obligatoires des banques reste inchangé, à 1 %. La rémunération des réserves obligatoires reste inchangée, à 0 %.
- Une vaste gamme de garanties sera maintenue pour les opérations de refinancement.

Alors que les marchés financiers, les établissements et les contreparties s'adapteront aux modifications de l'environnement de liquidité en lien avec la réduction du bilan de l'Eurosystème, le Conseil des gouverneurs surveillera de près l'évolution et la distribution de l'excédent de liquidité, la formation des taux d'intérêt de marché, l'évolution de la demande de réserves des banques ainsi que le fonctionnement des marchés monétaires et des marchés financiers au sens plus large en fonction des paramètres annoncés ce jour. Sur la base de l'expérience qu'il aura accumulée, le Conseil des gouverneurs réévaluera les principaux paramètres du cadre opérationnel en 2026 et pourra, déjà plus tôt si nécessaire, en ajuster l'architecture et les paramètres afin d'assurer que la mise en œuvre de la politique monétaire reste conforme aux principes établis. Une analyse approfondie du dispositif des nouvelles opérations de refinancement à plus long terme et du nouveau portefeuille structurel sera également effectuée ».

Ce même mercredi 13, le Flash Economie de Natixis n°128 montre pourquoi « les règles budgétaires de l'UE ne seront pas appliquées » :

« L'Union européenne a peu modifié ses règles budgétaires (maintien d'un déficit public inférieur à 3% du PIB, retour vers un taux d'endettement public de 60 % du PIB). La seule modification consiste en la mise en place d'une période d'ajustement plus longue pour les pays qui mettent en place des réformes structurelles et l'exclusion temporaire de la hausse des paiements d'intérêts sur la dette publique du calcul du déficit qu'il ne faut pas dépasser.

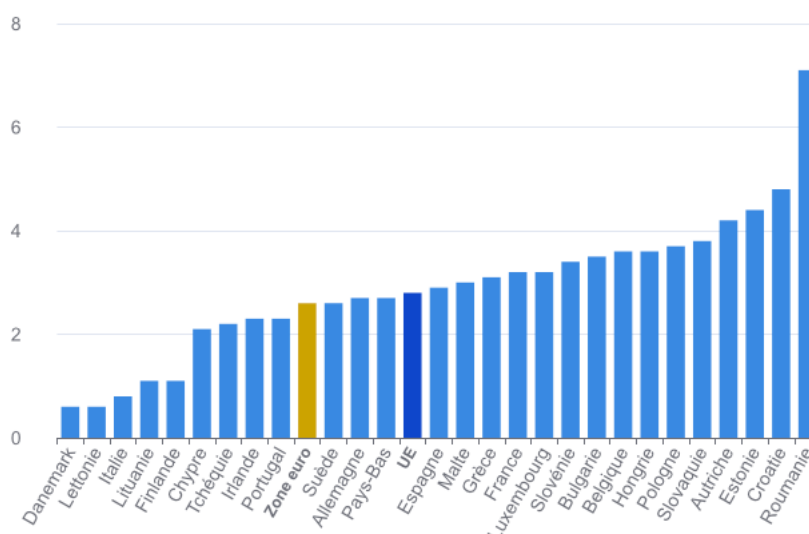
Ces règles budgétaires risquent fort de se révéler non applicables en raison :

- de la faiblesse des gains de productivité et de la croissance potentielle, qui réduit les recettes fiscales ;
- des besoins d'augmentation massive des dépenses militaires en raison de la menace russe et de la réduction possible de la protection américaine ;
- du besoin d'accroissement des dépenses publiques de santé (avec le vieillissement démographique), de transition énergétique et écologique, d'éducation (pour en redresser la qualité), de Recherche-Développement.

Il y a incohérence entre les perspectives de croissance et de dépenses publiques et les règles budgétaires ».

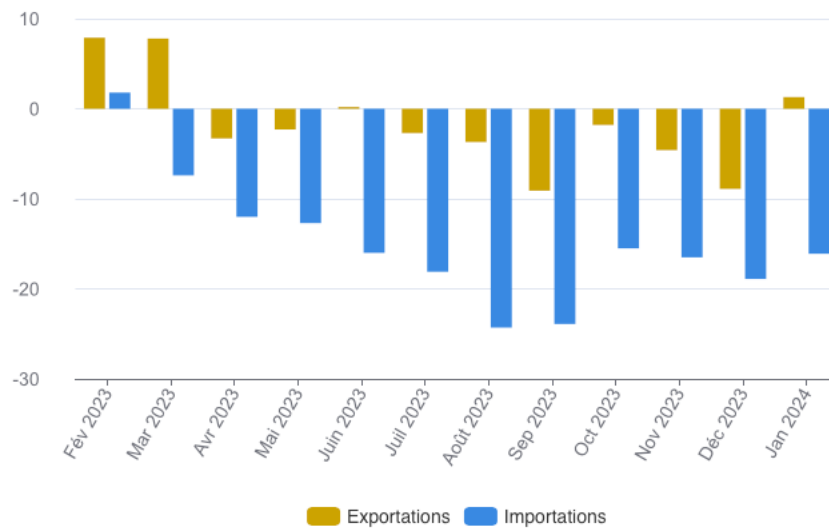
Le lundi 18, Eurostat publie les statistiques suivantes sur l'inflation et le commerce international :

Taux d'inflation annuel (%) en février 2024



### Commerce international de biens de la zone euro

Variation mensuelle par rapport à l'année précédente, en %



Mercredi 20, le Comité de politique monétaire de la Fed décide de maintenir encore ses taux directeurs mais continue à tabler sur trois baisses cette année ; et dans son scénario de base est prévue la réduction du bilan de la Fed.

Ce même mercredi 20, Natixis publie un Flash Economie intéressant (n°139) sur le risque d'éclatement de la zone euro :

« L'unification monétaire a en principe des avantages, qui sont dus à la disparition du risque de change entre les pays membres d'une union monétaire :

- allocation de l'épargne aux projets les plus efficaces, où qu'ils soient situés dans l'union monétaire ;
- mouvement vers le fédéralisme induit par l'unification monétaire. Mais la mobilité des capitaux entre les pays de la zone euro et le degré de fédéralisme de la zone euro sont très faibles.

Ce ne sont pas les avantages habituels d'unification monétaire qui empêchent l'éclatement de l'euro, mais le fait que la sortie de l'euro serait catastrophique pour tous les pays en raison de ce que leurs dettes ou bien leurs actifs extérieurs sont de manière importante libellés en euros. En cas de sortie de l'euro, les pays créditeurs nets auraient probablement une appréciation de leur taux de change qui provoquerait l'apparition d'une moins-value en capital sur leurs actifs extérieurs ; les pays débiteurs nets auraient probablement une dépréciation de leur taux de change qui ferait apparaître une hausse de la valeur, dans leur monnaie, de leur dette extérieure. »

Jedi 21, publication du « HCOB PMI Flash » pour la zone euro :

« L'indice PMI Flash composite HCOB de l'activité globale dans la zone euro<sup>(1)</sup> se redresse à 49,9 (49,2 en février). Plus haut de 9 mois.

L'indice PMI Flash HCOB de l'activité de services dans la zone euro<sup>(2)</sup> se redresse à 51,1 (50,2 en février). Plus haut de 9 mois.

L'indice PMI Flash HCOB de la production manufacturière dans la zone euro<sup>(4)</sup> se redresse à 46,8 (46,6 en février). Plus haut de 11 mois.

L'indice PMI Flash HCOB de l'industrie manufacturière dans la zone euro<sup>(3)</sup> se replie à 45,7 (46,5 en février). Plus bas de 3 mois.

Données recueillies du 11 au 19 mars

Les commentaires de Norman Liebke sont les suivants :

«Les données PMI flash de mars anéantissent tout espoir de reprise dans le secteur manufacturier de la zone euro au premier trimestre. La faiblesse de l'industrie, dont témoignent les derniers résultats de l'enquête, reflète principalement celle de l'Allemagne, poids lourd de l'industrie européenne. Les niveaux de production ont continué de reculer, et ce à un rythme proche de ceux enregistrés au cours des deux premiers mois de l'année, tandis que le volume des nouvelles commandes a poursuivi sa trajectoire

baissière. Les données relatives aux stocks et aux perspectives d'activité permettent néanmoins d'espérer une amélioration prochaine de la conjoncture dans le secteur. En effet, les fabricants se disent optimistes quant à une croissance de leur production au cours des douze prochains mois, et l'indice des stocks de produits finis s'est redressé pour un deuxième mois consécutif, se rapprochant ainsi du seuil du sans changement. Lorsque l'indice atteindra ce seuil, les opérations de déstockage dans les industries de la zone euro cesseront de peser sur les volumes de production.

Compte-tenu de la faiblesse persistante de la conjoncture, même une modeste croissance mensuelle constitue un signe encourageant pour l'économie de la zone euro. Le nouveau redressement de l'indice PMI du secteur des services au-dessus de la barre du 50,0 du sans changement (51,1) et son maintien en zone d'expansion pour un deuxième mois consécutif représentent, à cet égard, un développement positif. Parallèlement, le volume des nouvelles affaires obtenues par les prestataires de services a augmenté pour la première fois depuis neuf mois, une évolution là aussi très favorable, qui explique notamment la nouvelle amélioration des perspectives d'activité enregistrée au cours du mois.

L'apaisement des tensions sur les prix dans le secteur des services (secteur particulièrement sensible aux hausses de salaires) rassurera quelque peu la Banque centrale européenne. De fait, la hausse des prix payés par les prestataires de services a légèrement ralenti en mars, les prix facturés ayant par ailleurs suivi la même trajectoire. Le niveau de l'inflation demeure toutefois élevé et cette dernière évolution des données PMI sur les prix ne suffira pas à modifier le projet de la BCE, qui semble prévoir une baisse de son taux directeur en juin plutôt qu'en avril.

Si les données PMI relatives à la France et à l'Allemagne indiquent un degré de faiblesse économique équivalent dans les deux pays, la situation diffère cependant sur deux tableaux. D'une part, l'indice de l'activité globale s'est redressé en Allemagne tandis qu'il s'est replié en France par rapport au mois précédent ; d'autre part, le ralentissement économique est plus généralisé en France, où l'activité recule tant dans le secteur manufacturier que dans celui des services. En Allemagne en revanche, seule l'industrie manufacturière affiche une contraction, le secteur des services étant quant à lui resté globalement stable en mars. Malgré ces différences, les deux principales économies de la zone euro affichent des performances nettement inférieures à celles de la région dans son ensemble, tendance qui est loin d'être encourageante pour l'avenir“ ».

Le vendredi 22, Natixis publie un Flash Economie (n°142) consacré aux deux effets contradictoires de la politique monétaire :

« D'une part, la politique monétaire (nous regardons les États-Unis et la zone euro) est restrictive. Cela apparaît quand on regarde les taux d'intérêt à court terme, la croissance du crédit, la situation de l'immobilier résidentiel.

Mais d'autre part, la politique monétaire est expansionniste. Cela apparaît quand on regarde l'évolution de la liquidité (de la taille du bilan des banques centrales, de la quantité de monnaie détenue par les agents économiques non bancaires, [également l'évolution de M1 et de M3]), la hausse forte des prix des actifs risqués (actions, Bitcoin, or...).

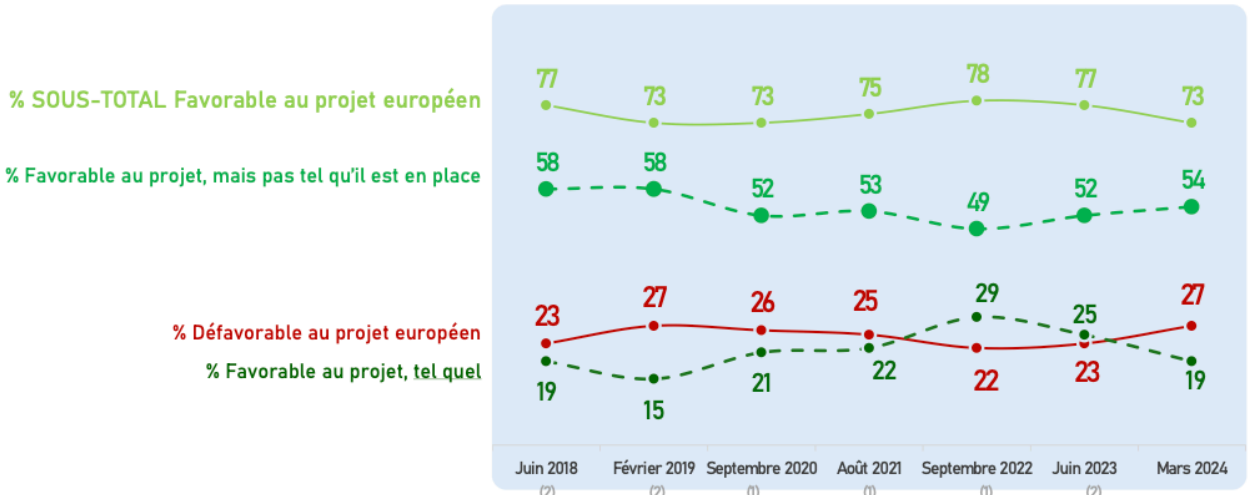
On a donc à la fois une faiblesse de l'investissement des entreprises et un recul de l'investissement immobilier, une stagnation ou un recul du crédit, et des bulles sur les prix des actifs ».

En cette fin de mois de mars, plusieurs média publient les résultats d'une enquête IPSOS sur l'Europe faite au début du mois. En voici quelques tableaux de résultats :



# L'opinion à propos du projet européen – Evolution 2018-2024

Question : « Et vous-même, diriez-vous que vous êtes plutôt... ? »  
 (Base : Ensemble de l'échantillon)



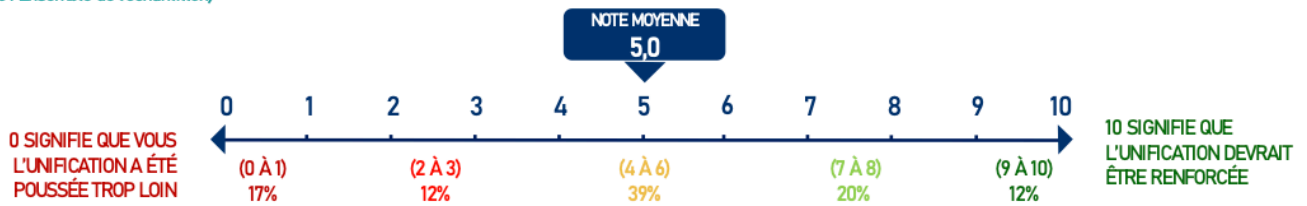
(1) Rappels issus des études « Fractures Françaises »  
 (2) Rappels issus de l'enquête électorale française

29 Ipsos - CEVIPOF - LE MONDE - FJJ - Institut Montaigne : Enquête Electorale Française : Européennes - Vague 3 - Mars 2024

GAME CHANGERS Ipsos

## L'opinion à propos du projet européen – Détails

Question : « Pour certains, l'unification européenne devrait être renforcée. Pour d'autres, elle a déjà été poussée trop loin. Sur une échelle de 0 à 10, dites-moi quelle est votre opinion ? 0 signifie que l'unification a déjà été poussée trop loin, 10 signifie que l'unification devrait être renforcée. »  
 (Base : Ensemble de l'échantillon)



ENS.	SEXE		ÂGE						CAT. SOCIO-PROFESSIONNELLE						PROXIMITÉ PARTISANE											
	HOMMES	FEMMES	MOINS DE 25 ANS	25-34 ANS	35-49 ANS	50-59 ANS	60-69 ANS	70 ANS ET PLUS	CADRES SUP.	PROF. INTERMÉDIAIRES	EMPLOYÉS	OUVRIERS	RETRAITÉS CSP*	... DONT RETRAITÉS CSP**	... DONT RETRAITÉS CSP**	ST GAUCHE	ST DROITE	ST CENTRE	ST AUTRES	Sans prof. partisane						
Note de 0 à 3	29	30	27	19	21	31	35	34	28	23	27	29	39	30	27	31	22	29	7	12	16	8	28	52	68	27
Note de 4 à 6	39	33	44	47	43	42	37	34	33	34	41	46	36	33	31	36	41	31	40	40	39	35	36	29	18	50
Note de 7 à 10	32	37	29	34	36	27	28	32	39	43	32	25	25	37	42	33	37	40	53	48	45	57	36	19	14	23
Note moyenne	5,0	5,1	5,0	5,5	5,4	4,7	4,6	4,8	5,3	5,6	5,1	4,7	4,3	5,2	5,5	5,0	5,4	5,3	6,6	6,3	6,0	6,8	5,2	3,6	2,7	4,7

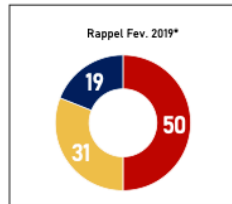
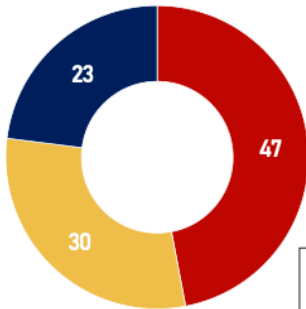
31 Ipsos - CEVIPOF - LE MONDE - FJJ - Institut Montaigne : Enquête Electorale Française : Européennes - Vague 3 - Mars 2024

GAME CHANGERS Ipsos



# L'attachement à l'Union européenne

Question : « Si on annonçait demain que l'Union européenne est abandonnée, éprouveriez-vous...? »  
(Base : Ensemble de l'échantillon)



SEXE	De grands regrets	De l'indifférence	Un vif soulagement
Hommes	48	29	23
Femmes	46	32	22
ÂGE	De grands regrets	De l'indifférence	Un vif soulagement
Moins de 25 ans	49	35	16
25-34 ans	43	36	21
35-49 ans	43	33	24
50-59 ans	44	30	26
60-69 ans	47	27	26
70 ans et plus	56	23	21
CAT. SOCIO-PROFESSIONNELLE	De grands regrets	De l'indifférence	Un vif soulagement
Cadres	59	24	17
Prof. intermédiaires	51	31	18
Employés	38	38	24
Ouvriers	29	38	33
*Sous-total Retraités	54	24	22
... dont Retraités CSP+*	63	20	17
... dont Retraités CSP-*	46	28	26

## PROXIMITÉ PARTISANE

Parti	De grands regrets	De l'indifférence	Un vif soulagement
La France Démocratie	51	32	17
LR	48	29	23
Écologie au Vert	77	17	6
PS	73	20	7
ST Gauche	64	24	12
SE	81	13	6
LR	57	28	15
Union Démocratique	18	34	48
RECONQUÊTE	16	28	56
Sans préférence partisane	39	42	19

De grands regrets

De l'indifférence

Un vif soulagement

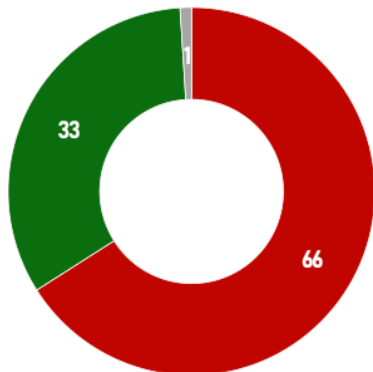
32 ©Ipsos - CEVPOF - LE MONDE - FJJ - Institut Montaigne : Enquête Electorale Française : Européennes - Vague 3 - Mars 2024

\* Enquête électorale française 2019 réalisée pour le CEVPOF, la Fondation Jean Jaurès et Le Monde du 13 au 21 février 2019 auprès de 10 002 personnes inscrites sur les listes électorales, constituant un échantillon national représentatif de la population française âgée de 18 ans et plus.

GAME CHANGERS Ipsos

# La perception de l'avenir de l'Union européenne (2/2)

Question : « A l'avenir selon vous, l'Union européenne sera ...? »  
(Base : Ensemble de l'échantillon)



SEXE	Plus unie	Plus divisée
Hommes	63	37
Femmes	69	30
ÂGE	Plus unie	Plus divisée
Moins de 25 ans	61	38
25-34 ans	61	38
35-49 ans	70	30
50-59 ans	72	28
60-69 ans	68	32
70 ans et plus	62	37
CAT. SOCIO-PROFESSIONNELLE	Plus unie	Plus divisée
Cadres	59	41
Prof. intermédiaires	68	32
Employés	69	30
Ouvriers	75	25
*Sous-total Retraités	63	36
... dont Retraités CSP+*	60	39
... dont Retraités CSP-*	66	33

## PROXIMITÉ PARTISANE

Parti	Plus unie	Plus divisée
La France Démocratie	66	33
LR	63	37
Écologie au Vert	47	52
PS	53	46
ST Gauche	57	42
SE	39	60
LR	65	35
Union Démocratique	85	14
RECONQUÊTE	84	16
Sans préférence partisane	71	28

Plus divisée

Plus unie

Ne se prononce pas

39 ©Ipsos - CEVPOF - LE MONDE - FJJ - Institut Montaigne : Enquête Electorale Française : Européennes - Vague 3 - Mars 2024

GAME CHANGERS Ipsos

## Le sentiment d'appartenance - Détails

Question : « Vous personnellement, vous sentez-vous ...? »  
(Base : Ensemble de l'échantillon)

	ENS.	SEXE		ÂGE						CAT. SOCIO-PROFESSIONNELLE						PROXIMITÉ PARTISANE																																																																																																		
		HOMMES	FEMMES	MOINS DE 25 ANS	25-34 ANS	35-49 ANS	50-59 ANS	60-69 ANS	70 ANS ET PLUS	CADRES SUP.	PROF. INTERMÉDIAIRES	EMPLOYÉS	OUVRIERS	RETRAITÉS	DONT RETRAITÉS CSP**	DONT RETRAITÉS CSP**	Logo 1	Logo 2	Logo 3	Logo 4	Logo 5	Logo 6	Logo 7	Logo 8	Logo 9	Logo 10	Logo 11	Logo 12	Logo 13	Logo 14	Logo 15	Logo 16	Logo 17	Logo 18	Logo 19	Logo 20	Logo 21	Logo 22	Logo 23	Logo 24	Logo 25	Logo 26	Logo 27	Logo 28	Logo 29	Logo 30	Logo 31	Logo 32	Logo 33	Logo 34	Logo 35	Logo 36	Logo 37	Logo 38	Logo 39	Logo 40	Logo 41	Logo 42	Logo 43	Logo 44	Logo 45	Logo 46	Logo 47	Logo 48	Logo 49	Logo 50	Logo 51	Logo 52	Logo 53	Logo 54	Logo 55	Logo 56	Logo 57	Logo 58	Logo 59	Logo 60	Logo 61	Logo 62	Logo 63	Logo 64	Logo 65	Logo 66	Logo 67	Logo 68	Logo 69	Logo 70	Logo 71	Logo 72	Logo 73	Logo 74	Logo 75	Logo 76	Logo 77	Logo 78	Logo 79	Logo 80	Logo 81	Logo 82	Logo 83	Logo 84	Logo 85	Logo 86	Logo 87	Logo 88	Logo 89	Logo 90	Logo 91	Logo 92	Logo 93	Logo 94	Logo 95	Logo 96	Logo 97	Logo 98
Français(e) seulement	37	34	39	30	36	40	40	39	32	23	33	44	51	34	25	41	30	27	16	18	22	11	26	65	59	41																																																																																								
Français(e) et Européen(ne)	48	50	46	52	46	44	46	49	54	58	53	41	34	53	59	48	48	55	60	63	56	69	62	27	33	44																																																																																								
Européen(ne) et Français(e)	10	11	10	12	10	9	9	8	12	14	9	8	7	10	14	8	10	13	19	16	15	17	10	4	5	8																																																																																								
Européen(ne) seulement	1	2	1	2	3	1	1	1	1	2	1	2	1	1	1	1	2	2	2	1	2	2	1	1	-	1																																																																																								
Ni Français(e), ni Européen(ne)	4	3	4	4	5	6	4	3	1	3	4	5	7	2	1	2	10	3	3	2	5	1	1	3	3	6																																																																																								

© Ipsos - CEVIPOF - LE MONDE - FJJ - Institut Montaigne : Enquête Electorale Française : Européennes - Vague 3 - Mars 2024

GAME CHANGERS Ipsos

### • Avril ->

Le mercredi 3, Eurostat publie les statistiques suivantes sur l'inflation et le chômage :

« Le taux d'inflation annuel de la zone euro est estimé à 2,4% en mars 2024, contre 2,6% en février selon une estimation rapide publiée par Eurostat, l'office statistique de l'Union européenne. S'agissant des principales composantes de l'inflation de la zone euro, les services devrait connaître le taux annuel le plus élevé en mars (4,0%, stable comparé à février), suivis de l'alimentation, alcool & tabac (2,7%, comparé à 3,9% en février), des biens industriels hors énergie (1,1%, comparé à 1,6% en février) et de l'énergie (-1,8%, comparé à -3,7% en février) ».

## Taux d'inflation (%) mesurés par les IPCH



	Taux annuel							Taux mensuel
	Mars 23	Oct 23	Nov 23	Déc 23	Jan 24	Fév 24	Mars 24	Mars 24
Belgique	4,9	-1,7	-0,8	0,5	1,5	3,6	<b>3,8e</b>	0,4e
Allemagne	7,8	3,0	2,3	3,8	3,1	2,7	<b>2,3e</b>	0,6e
Estonie	15,6	5,0	4,1	4,3	5,0	4,4	<b>4,1e</b>	0,4e
Irlande	7,0	3,6	2,5	3,2	2,7	2,3	<b>1,7e</b>	0,3e
Grèce	5,4	3,8	2,9	3,7	3,2	3,1	<b>3,4e</b>	1,8e
Espagne	3,1	3,5	3,3	3,3	3,5	2,9	<b>3,2e</b>	1,3e
France	6,7	4,5	3,9	4,1	3,4	3,2	<b>2,4e</b>	0,3e
Croatie	10,5	6,7	5,5	5,4	4,8	4,8	<b>4,9e</b>	0,9e
Italie	8,1	1,8	0,6	0,5	0,9	0,8	<b>1,3e</b>	1,2e
Chypre	6,1	3,6	2,4	1,9	2,1	2,1	<b>1,6e</b>	0,7e
Lettonie	17,2	2,3	1,1	0,9	1,1	0,6	<b>1,0e</b>	1,2e
Lituanie	15,2	3,1	2,3	1,6	1,1	1,1	<b>0,3e</b>	-0,1e
Luxembourg	2,9	2,1	2,1	3,2	3,0	3,2	<b>3,2e</b>	0,2e
Malte	7,1	4,2	3,9	3,7	3,7	3,0	<b>2,7e</b>	1,1e
Pays-Bas	4,5	-1,0	1,4	1,0	3,1	2,7	<b>3,1e</b>	0,6e
Autriche	9,2	4,9	4,9	5,7	4,3	4,2	<b>4,2e</b>	0,6e
Portugal	8,0	3,2	2,2	1,9	2,5	2,3	<b>2,6e</b>	2,3e
Slovénie	10,4	6,6	4,5	3,8	3,4	3,4	<b>3,4e</b>	0,6e
Slovaquie	14,8	7,8	6,9	6,6	4,4	3,8	<b>2,5e</b>	0,0e
Finlande	6,7	2,4	0,7	1,3	1,1	1,1	<b>0,7e</b>	0,0e

e estimation

Données sources: [prc\\_hicp\\_manr](#)

« En février 2024, le taux de chômage corrigé des variations saisonnières de la zone euro était de 6,5%, stable par rapport au taux enregistré en janvier 2024 et en baisse par rapport au taux de 6,6% enregistré en février 2023. Le taux de chômage de l'UE était de 6,0% en février 2024, un taux également stable par rapport à ceux enregistrés en janvier 2024 et février 2023. Ces chiffres sont publiés par Eurostat, l'office statistique de l'Union européenne.

Eurostat estime qu'en janvier 2024, 13,249 millions de personnes étaient au chômage dans l'UE, dont 11,102 millions dans la zone euro.

Par rapport à janvier 2024, le chômage a diminué de 13 mille personnes dans l'UE et a augmenté de 17 mille dans la zone euro.

Par rapport à février 2023, le chômage a augmenté de 156 mille dans l'UE et a diminué de 30 mille dans la zone euro ».

## Chomage total corrigé des variatic

	Taux (%)				
	2023			2024	
	Fév	Nov	Déc	Jan	Fév
Zone euro	6,6	6,5	6,5	6,5	6,5
UE	6,0	6,1	6,0	6,0	6,0
Belgique	5,6	5,5	5,6	5,5	5,5
Bulgarie	4,1	4,4	4,3	4,4	4,4
Tchéquie	2,5	2,5	2,8	3,0	2,6
Danemark	5,2	6,1	6,3	6,6	6,6
Allemagne	2,9	3,1	3,1	3,2	3,2
Estonie	5,1	6,4	7,0	7,5	7,7
Irlande	4,1	4,4	4,5	4,5	4,2
Grèce	11,2	10,8	10,5	10,6	11,0
Espagne	12,9	11,8	11,7	11,6	11,5
France	7,1	7,5	7,6	7,5	7,4
Croatie	6,3	6,2	6,1	6,0	6,0
Italie	7,8	7,5	7,3	7,3	7,5
Chypre	6,4	6,0	6,2	6,6	6,4
Lettonie	6,1	6,9	7,0	6,9	6,9
Lituanie	7,1	7,2	7,0	7,7	7,4
Luxembourg	4,9	5,6	5,5	5,6	5,6
Hongrie	3,8	4,2	4,3	4,3	4,4
Malte	3,5	2,9	2,9	3,1	3,2
Pays-Bas	3,5	3,5	3,6	3,6	3,7
Autriche	5,0	5,0	5,4	4,9	4,7
Pologne	2,7	3,0	3,0	2,9	2,9
Portugal	6,9	6,6	6,5	6,6	6,7
Roumanie	5,5	5,5	5,6	5,7	5,6
Slovénie	3,6	3,5	3,3	3,2	3,1
Slovaquie	6,0	5,6	5,6	5,5	5,5
Finlande	6,9	7,5	7,5	7,6	7,6
Suède	7,3	8,0	8,1	8,1	8,1

Le jeudi 11, réunion du Conseil des gouverneurs de la BCE, dont voici le communiqué de presse :

« Le Conseil des gouverneurs a décidé ce jour de laisser inchangés les trois taux d'intérêt directeurs de la BCE. Les informations disponibles confirment globalement la précédente évaluation, par le Conseil des gouverneurs, des perspectives d'inflation à moyen terme. Le reflux de l'inflation s'est poursuivi, sous l'effet principalement du ralentissement de la hausse des prix des produits alimentaires et des biens. La plupart des mesures de l'inflation sous-jacente diminuent, la hausse des salaires se tasse progressivement et les entreprises absorbent une partie de l'augmentation des coûts de main-d'œuvre à travers leurs bénéfices. Les conditions de financement demeurent restrictives et les relèvements passés des taux d'intérêt continuent de peser sur la demande, ce qui contribue à la modération de l'inflation. Mais les tensions sur les prix d'origine interne sont fortes et maintiennent la hausse des prix des services à un niveau élevé.

Le Conseil des gouverneurs est déterminé à assurer le retour au plus tôt de l'inflation au niveau de son objectif de 2 % à moyen terme. Il estime que les taux d'intérêt directeurs de la BCE se situent à des niveaux qui contribuent fortement au processus de désinflation en cours. Les futures décisions du Conseil des gouverneurs feront en sorte que ses taux directeurs restent fixés à des niveaux suffisamment restrictifs, aussi longtemps que nécessaire. Si l'évaluation actualisée, par le Conseil des gouverneurs, des perspectives d'inflation, de la dynamique de l'inflation sous-jacente et de la vigueur de la transmission de la politique monétaire devait encore renforcer sa confiance dans la convergence durable de l'inflation vers l'objectif, il serait opportun de réduire le caractère restrictif actuel de la politique monétaire. En tout état de cause, le Conseil des gouverneurs maintiendra une approche s'appuyant sur les données pour

déterminer de manière appropriée, réunion par réunion, le degré et la durée de l'orientation restrictive, et il ne s'engage pas à l'avance sur une trajectoire de taux particulière.

### **Taux d'intérêt directeurs de la BCE**

Le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement ainsi que ceux de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt demeureront inchangés, à respectivement 4,50 %, 4,75 % et 4,00 %.

### **Programme d'achats d'actifs et programme d'achats d'urgence face à la pandémie**

Le portefeuille du programme d'achats d'actifs (*asset purchase programme*, APP) se contracte à un rythme mesuré et prévisible, car l'Eurosystème ne réinvestit plus les remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance.

Au cours du premier semestre 2024, le Conseil des gouverneurs entend poursuivre le réinvestissement intégral des remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance acquis dans le cadre du programme d'achats d'urgence face à la pandémie (*pandemic emergency purchase programme*, PEPP). Il prévoit de réduire ce portefeuille de 7,5 milliards d'euros par mois en moyenne au second semestre de l'année. Le Conseil des gouverneurs entend mettre un terme aux réinvestissements dans le cadre du PEPP fin 2024.

Le Conseil des gouverneurs continuera de faire preuve de flexibilité dans le réinvestissement des remboursements des titres arrivant à échéance détenus dans le portefeuille du PEPP, afin de contrer les risques liés à la pandémie qui pèsent sur le mécanisme de transmission de la politique monétaire.

### **Opérations de refinancement**

À mesure du remboursement par les banques des montants empruntés dans le cadre des opérations ciblées de refinancement à plus long terme, le Conseil des gouverneurs évaluera régulièrement la contribution des opérations de prêt ciblées et de ces remboursements à son orientation de politique monétaire.

\*\*\*

Le Conseil des gouverneurs se tient prêt à ajuster l'ensemble de ses instruments, dans le cadre de son mandat, pour assurer le retour de l'inflation vers son objectif de 2 % à moyen terme et pour préserver la bonne transmission de la politique monétaire. En outre, l'instrument de protection de la transmission est disponible pour lutter contre une dynamique de marché injustifiée, désordonnée qui représente une menace grave pour la transmission de la politique monétaire à l'ensemble des pays de la zone euro, ce qui permettra au Conseil des gouverneurs de remplir plus efficacement son mandat de maintien de la stabilité des prix ».

*La BCE laisse donc inchangés ses taux directeurs mais, comme l'inflation revient à des niveaux acceptables et que la désinflation coûte en croissance, elle entrevoit une baisse de ses taux directeurs au mois de juin.*

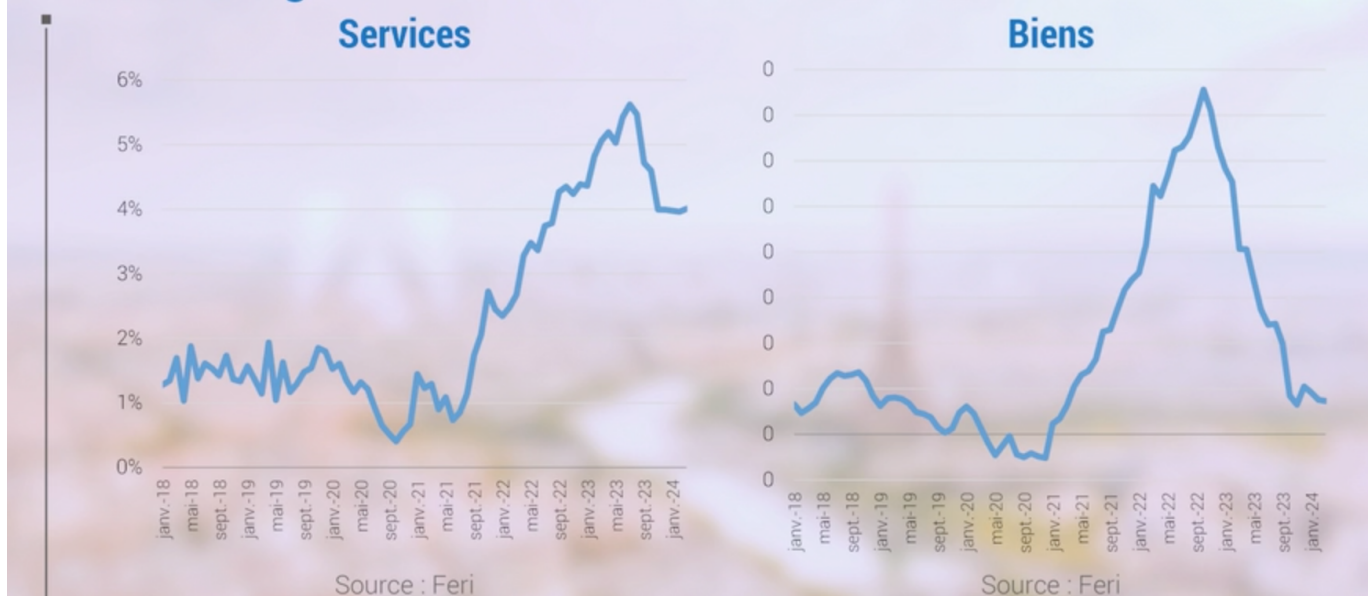
**Note :** le lundi 15, Xerfi Canal publiera une vidéo d'Olivier Passet pour répondre à la question : « Pourquoi la BCE retarde et limitera la baisse des taux » :

« Faut-il d'urgence baisser les taux en Europe ? Le cas de la zone euro n'est pas celui des États-Unis. Premièrement, la décélération de l'activité y est bien palpable. Deuxièmement, l'inflation se rapproche de sa cible des 2%. Troisièmement, l'exubérance boursière n'y a pas la même ampleur. Quatrièmement, certains États (au premier rang desquels la Grèce, l'Italie, la France et l'Espagne) sont en position encore très vulnérable en termes d'endettement, et l'ancrage des taux à des niveaux élevés les menace plus que les États-Unis, faute de disposer du privilège exorbitant du dollar. Enfin, les délais de transmission de la politique monétaire à l'économie réelle y sont réputés plus longs, du fait notamment de marchés financiers moins profonds et notamment d'un marché obligataire corporate moins développé.

### **La prudence de la BCE pour agir**

Pourquoi alors tarder ? Il y a trois arguments principaux à la prudence de la BCE. D'abord, le fait que l'inflation courante donne une image trompeuse de la vitesse de la désinflation. L'énergie et l'alimentaire bonifient le tableau contrairement aux deux années qui ont précédé. Et en vérité, un reliquat d'inflation demeure bien palpable dans les services, et dans une moindre mesure sur les biens.

## Inflation en glissement annuel



Surtout, un seuil de résistance s'esquisse depuis plusieurs mois, suggérant que le dernier point de baisse sera difficile à rogner. En cause, une dynamique salariale qui surplombe maintenant l'inflation courante. En cause aussi, une productivité en berne, la conjonction de ces deux éléments produisant une forte pression sur les coûts unitaires. Ensuite, le fait que les taux longs résistent à la baisse alors que la baisse des taux courts est anticipée. Ce qui suggère d'une part que les marchés demeurent circonspects sur l'aboutissement du processus de désinflation. Ce qui suggère aussi une forte tension sur l'épargne. Les besoins de financement des États sont considérables, avec en tête les États-Unis qui exercent une ponction massive sur le marché de la dette souveraine. Dans ce contexte, une décreue trop rapide des taux monétaires, fragilisant la préférence pour l'épargne, risquerait en retour d'aboutir à l'effet contreproductif d'une majoration des taux longs. Cela entacherait la crédibilité du pilotage monétaire et annulerait ses effets bénéfiques. Enfin, l'action de la BCE demeure conditionnée par celle de la FED. C'est principalement le taux de change qui est en jeu ici. Une dépréciation de l'euro risquerait de réarmer le processus inflationniste.

### *Le statu-quo de la BCE et ses risques*

Le risque que prend la BCE en prolongeant le statu quo, c'est d'approfondir inutilement la récession et de tarir les recettes de l'État et des entreprises et les sources d'autofinancement de l'investissement. C'est-à-dire d'enraciner le problème de la dette. De saper l'investissement, à l'heure où les besoins sont considérables sur le front du climat, de la défense, de l'indépendance stratégique, etc. C'est aussi d'exacerber la question du déficit de productivité qui se convertit en inflation par les coûts. Face à ses dilemmes, la BCE n'a donc d'autre choix que d'émettre des signaux clairs de détente de la politique monétaire à venir, d'en différer la mise en œuvre et de ne procéder ensuite qu'à un reflux très prudent et graduel de ses taux directeurs.

### *Taux longs : la BCE impuissante ?*

Quoi qu'il en soit, les marchés surestiment l'impact des taux directeurs sur les échéances longues. La BCE va avoir énormément de peine à produire une détente financière sur toutes les échéances d'emprunt par le seul intermédiaire de son action sur les taux monétaires. Les tensions qui pointent aujourd'hui sur les taux longs n'ont que partiellement à voir avec les anticipations d'inflation.

# Taux réels à 10 ans (T-Bonds US)

## Taux longs réels



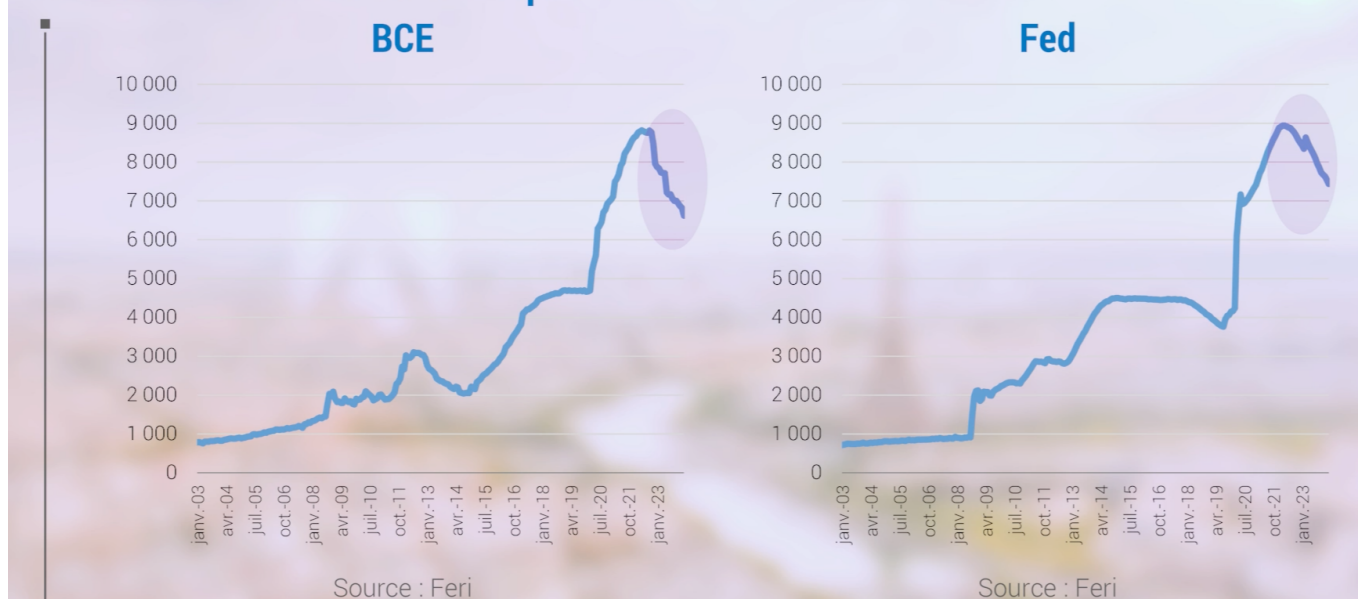
Source : Feri

Elles touchent la composante réelle des taux et relèvent bien plus des incertitudes géopolitiques, de la fragilisation financière des émergents, qui constituent une contrepartie essentielle de ces marchés, et surtout de la normalisation des bilans des banques centrales après la politique d'artificialisation des taux longs issue du Quantitative Easing. La résistance à la baisse des échéances longues provient notamment pour une large partie du reflux des achats centraux de titres sur les marchés obligataires. Or pour que la baisse des taux courts morde sur l'ensemble de la pente des taux, il faudrait que les grands argentiers regonflent leurs bilans. Ce n'est pas la direction qu'ils souhaitent prendre.

WWW



## Taille du bilan des banques centrales



Pour y parvenir, ils ont besoin de tempérance sur la dette, et d'arbitrages privés favorables à l'épargne, autrement dit de taux plus élevés que par le passé.

Bref, même si l'on peut sur le papier souhaiter un volontarisme plus franc de la BCE en faveur de l'activité, il n'aura pas lieu et n'aurait de toutes façon pas l'efficacité espérée ».

Le vendredi 12, le même Conseil des gouverneurs de la BCE publie le communiqué suivant sur l'union des marchés de capitaux :

« Le 7 mars 2024, le Conseil des gouverneurs a approuvé une déclaration sur les progrès vers l'union des marchés de capitaux (UMC), qui a été publiée en français sur le site Internet de la Banque de France. La déclaration souligne les solides raisons pour lesquelles le Conseil des gouverneurs estime qu'il convient de soutenir et renforcer ce projet, et décrit plusieurs initiatives-clés du plan d'action pour l'union des marchés de capitaux que l'Eurosystème considère comme prioritaires ».

Le jeudi 18, publication par Xerfi Canal (en partenariat avec « Le printemps de l'économie 2024 » dont le thème est « Quelle Europe dans un monde fragmenté ? ») d'une vidéo enregistrée par Robert Boyer qui démontre « l'impératif de la constitution d'une Europe puissance » :

« *Les promesses non tenues*

En 2000 le projet de l'Union Européenne était de faire advenir "l'économie de la connaissance la plus compétitive et la plus dynamique du monde d'ici à 2010, capable d'une croissance économique durable accompagnée d'une amélioration quantitative et qualitative de l'emploi et d'une plus grande cohésion sociale". Cette promesse n'a pas été tenue : le vieux continent est toujours en retard dans le numérique, il peine à organiser la transition énergétique et les techniques contribuant à la dé-carbonisation des activités sont le plus souvent importées de Chine. La croissance est atone et les crises successives ont creusé les déficits publics. De ce fait, une couverture sociale étendue, caractéristique des capitalismes européens, est de plus en plus difficile à soutenir. Les réformes sont d'autant plus douloureuses qu'une partie de la population s'est paupérisée. Elle se tourne vers les partis populistes peu favorables à la poursuite de la délégation de la souveraineté nationale aux institutions bruxelloises.

*La défense de l'euro : nécessaire mais pas suffisante*

Cet échec s'explique : toutes, ou presque, les énergies se sont concentrées sur les politiques visant à surmonter les multiples difficultés rencontrées par l'établissement de l'euro. La monnaie unique a survécu à la grande crise financière de 2008 puis celle des dettes publiques de 2012 au point de faire l'objet en 2024 d'une quasi-unanimité. Pour autant la constitution d'un grand marché européen n'a pas renouvelé les rendements d'échelle attendus qui auraient permis un redressement des gains de productivité. La concurrence libre et non-fauscée n'a pas fait émerger l'équivalent des GAFAM américains ou de leurs concurrents chinois. La faiblesse d'une politique industrielle commune se fait cruellement sentir. Lors des sommets européens, se sont affrontées des conceptions contradictoires concernant le devenir de l'Europe :

simple espace de libre échange ou progressive constitution d'un gouvernement économique de l'UE ? La Commission et le Parlement Européens n'avaient pas le pouvoir de surmonter ce dilemme. En quelque sorte, les oppositions politiques suscitées par la gestion de l'euro ont relégué au second plan la réponse de l'Europe au fractionnement de l'économie mondiale. De fait, l'Europe est prise en tenailles entre le protectionnisme des États-Unis et la montée en puissance des exportations chinoises. Leur rivalité systémique s'est transformée en une guerre économique ouverte à laquelle l'Europe n'est pas préparée.

#### *Le temps de l'Europe puissance*

Déjà, l'irruption de la pandémie avait fait ressortir l'extrême dépendance productive de l'UE. La prise de conscience du changement climatique conduit à l'édiction de multiples normes favorisant l'économie verte, sans pour autant susciter l'émergence d'entreprises capables de les satisfaire puisque nombre d'équipements (batteries, éoliennes...) ne sont pas produits en Europe. L'invasion de l'Ukraine par la Russie fait brusquement ressortir l'impréparation du vieux continent en matière de transition énergétique. Surtout l'absence d'une défense commune, de fait déléguée à l'Otan, menace l'existence même de l'UE.

*Répondre à ces faiblesses est un objectif commun à tous les membres de l'UE au-delà des oppositions doctrinales.*

Il est donc essentiel que les initiatives du type Nouvelle Génération se multiplient en réponse à trois questions. D'abord la constitution d'industries d'armement serait un premier pas en direction d'une politique industrielle menée au niveau européen. Relever la croissance potentielle de l'Europe deviendrait possible. Ensuite, face à l'ampleur des investissements liés à la transition énergétique, la dépense publique pourrait devenir l'un des catalyseurs des investissements privés, ce qui nécessite l'émergence d'une fiscalité européenne. Enfin, actualiser la protection sociale au sein des pays et affirmer leur solidarité politique- au-delà de leur mise en concurrence- sont devenus deux conditions nécessaires à la poursuite de l'intégration européenne. Le basculement de préoccupations essentiellement économiques vers des d'objectifs géopolitiques vitaux impose la constitution d'une Europe puissance ».

---

*www.christian-biales.fr*