

# LA ZONE EURO

## HISTORIQUE DE L'EURO (18)

L'année 2025

**Christian BIALES**

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 BIALES**

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.

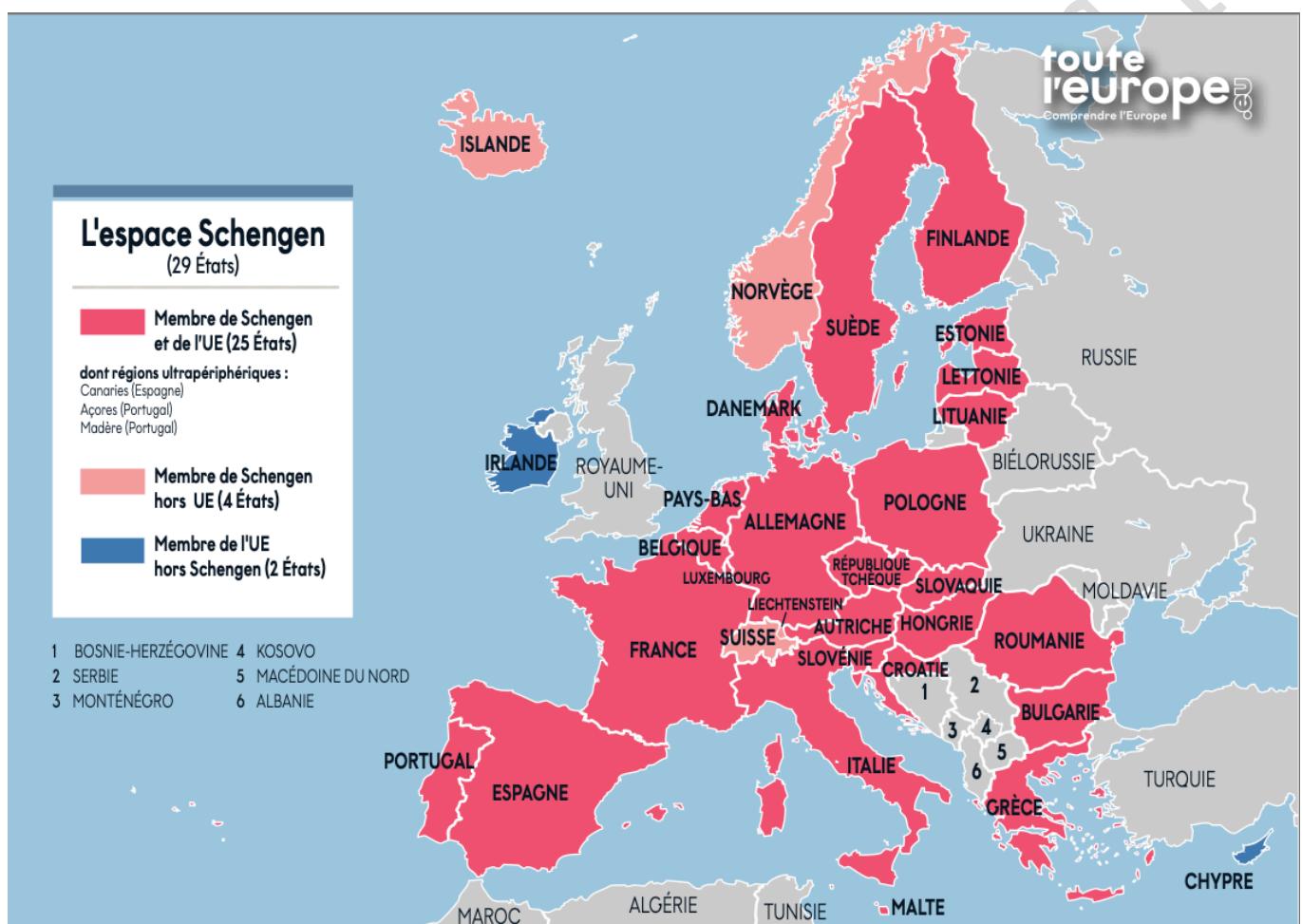
- Janvier 2025 ->

Le mercredi 1<sup>er</sup>,

La présidence tournante de l'UE passe de la Hongrie à la Pologne.

Ce même mercredi 1<sup>er</sup>,

l'espace Schengen compte deux membres supplémentaires :



« L'espace Schengen compte **29 membres** :

- 25 des 27 États membres de l'Union européenne : Allemagne, Autriche, Belgique, Bulgarie, Croatie, Danemark, Espagne, Estonie, Finlande, France, Grèce, Hongrie, Italie, Lettonie, Lituanie, Luxembourg, Malte, Pays-Bas, Pologne, Portugal, République tchèque, Roumanie, Slovaquie, Slovénie, Suède.
  - 4 États associés : Islande, Norvège, Suisse, Liechtenstein.

La Roumanie et la Bulgarie ont totalement intégré l'espace Schengen le 1er janvier 2025, date à laquelle les contrôles à leurs frontières terrestres ont été officiellement levés. Les frontières aériennes et maritimes n'étaient déjà plus contrôlées depuis le 31 mars 2024, les deux pays rejoignant alors partiellement l'espace Schengen ».

*Remarque :* Dans son édition 2023 de l'Indice de Perception de la Corruption (IPC), Transparency International France classe la Roumanie en 63<sup>ème</sup> position et la Bulgarie en 67<sup>ème</sup> position ; la France reste depuis plusieurs années en 20<sup>ème</sup> position, la 1<sup>ère</sup> étant occupée par le Danemark ; l'Allemagne est à la 9<sup>ème</sup>.

Jeudi 2, l'état des spreads est le suivant :

Pays	Taux	+ Haut	+ Bas	Var.	Var. %	Vs. Bund	Vs. T-Note	Heures
Afrique du Sud	9,230	9,240	9,230	+0,180	+1,99%	687,2	467,7	09:09:40
Allemagne	2,3575	2,3715	2,3560	-0,0065	-0,27%	0,0	-219,5	09:13:53
Australie	4,450	4,491	4,413	+0,011	+0,25%	209,0	-10,5	09:13:08
Autriche	2,771	2,785	2,763	-0,009	-0,32%	41,1	-178,4	09:13:33
Bangladesh	12,820	12,820	12,820	+0,340	+2,72%	1.046,2	826,7	07:14:11
Belgique	2,975	3,010	2,968	-0,004	-0,13%	61,6	-157,9	09:13:54
Brésil	15,040	15,040	14,987	+0,038	+0,25%	1.268,2	1.048,7	30/12
Bulgarie	3,629	3,629	3,629	0,00	0,00%	127,1	-92,4	30/12
Canada	3,225	3,264	3,196	-0,010	-0,31%	86,7	-132,8	01/01
Chili	5,840	5,840	5,840	0,000	0,00%	348,3	128,7	01/01
Chine	1,631	1,651	1,624	-0,049	-2,92%	-72,7	-292,2	07:58:40
Chypre	2,966	2,966	2,966	-0,073	-2,40%	66,6	-152,9	09:13:35
Colombie	11,570	11,570	11,570	0,000	0,00%	921,2	701,7	31/12
Corée du Sud	2,758	2,860	2,728	-0,113	-3,94%	40,0	-179,5	07:29:02
Côte D'Ivoire	7,410	7,410	7,410	+0,000	+0,00%	505,2	285,7	31/12
Croatie	2,960	2,960	2,960	-0,027	-0,90%	60,2	-159,3	31/12
Danemark	2,089	2,181	2,091	0,000	0,00%	-26,9	-246,4	30/12
Égypte	26,530	26,530	26,530	+0,000	+0,00%	2.417,3	2.197,7	08:03:04
Espagne	3,057	3,070	3,052	-0,008	-0,26%	69,9	-149,6	09:13:54
États-Unis	4,553	4,575	4,550	-0,024	-0,52%	219,5	0,0	09:13:55
Finlande	2,756	2,771	2,744	-0,013	-0,47%	39,6	-179,9	09:13:12
France	3,203	3,214	3,188	+0,008	+0,25%	84,6	-134,9	09:13:54
Grèce	3,205	3,217	3,204	-0,044	-1,35%	84,7	-134,8	09:13:56
Hong-Kong	3,727	3,754	3,727	-0,079	-2,08%	136,9	-82,6	07:09:58
Hongrie	6,540	6,620	6,590	0,000	0,00%	418,2	198,7	30/12
Île Maurice	5,060	5,060	5,060	-0,061	-1,19%	270,2	50,7	08:03:08
Inde	6,903	6,913	6,900	+0,124	+1,83%	454,5	235,0	09:12:08
Indonésie	7,105	7,118	7,105	+0,083	+1,18%	474,7	255,2	07:52:10
Irlande	2,632	2,645	2,630	-0,018	-0,68%	27,5	-192,0	09:13:54
Islande	6,894	6,894	6,894	-0,045	-0,65%	453,6	234,1	08:03:01
Israël	4,467	4,467	4,431	-0,003	-0,07%	210,8	-8,8	09:13:01
Italie	3,515	3,532	3,508	-0,006	-0,17%	115,6	-103,9	09:13:49
Japon	1,070	1,072	1,070	-0,025	-2,28%	-128,8	-348,3	31/12

Lundi 6, publication du HCOB Indice PMI composite pour la zone euro :

« Indice PMI HCOB composite de l'activité globale dans la zone euro : 49,6 (48,3 en novembre). Plus haut de 2 mois.

Indice PMI HCOB de l'activité de services dans la zone euro : 51,6 (49,5 en novembre). Plus haut de 2 mois.

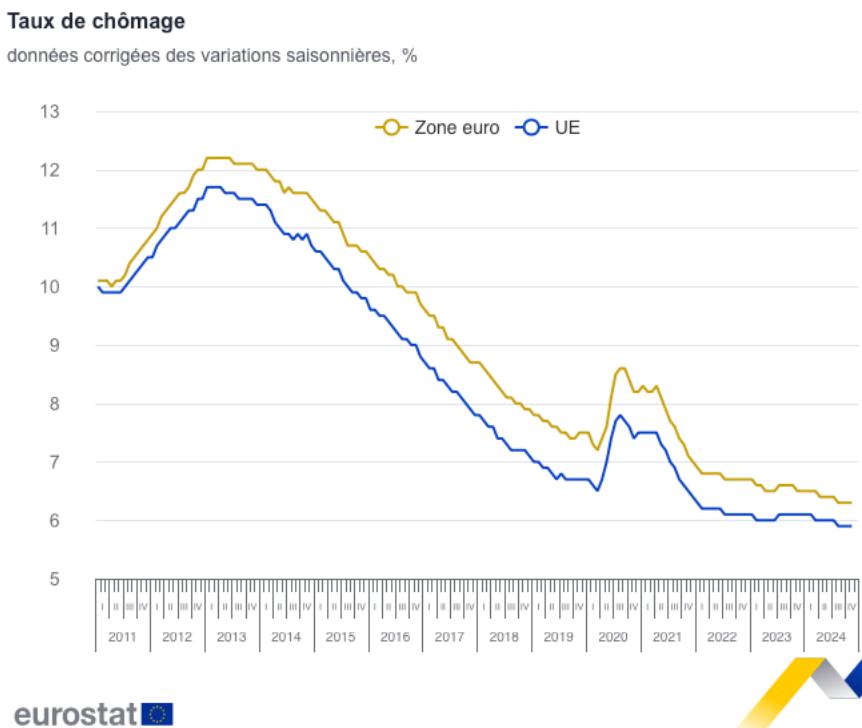
La nouvelle baisse des nouvelles affaires a pesé sur les niveaux d'activité et sur l'emploi, mais la confiance s'est améliorée.

L'indice désaisonnalisé PMI® composite HCOB de l'activité globale (une moyenne pondérée de l'indice PMI HCOB de la production manufacturière et de l'indice PMI HCOB de l'activité du secteur des services) s'est de nouveau inscrit en dessous de la barre de 50,0 du sans changement, marquant ainsi une deuxième baisse mensuelle consécutive de l'activité du secteur privé de la zone euro en décembre. S'étant

toutefois redressé de 48,3 en novembre à 49,6, il signale un ralentissement de la contraction, qui n'a ainsi affiché qu'un rythme marginal.

La baisse de l'activité globale du secteur privé de la zone euro a exclusivement résulté d'un repli des niveaux de production dans le secteur manufacturier. En effet, l'activité du secteur des services est repartie à la hausse en décembre, l'expansion enregistrée au cours du mois n'ayant toutefois pas suffi à compenser la forte contraction de l'industrie manufacturière. (... ».

Mardi 7, Eurostat publie plusieurs statistiques :



### Chômage total corrigé des variations saisonnières

	Taux (%)				Nombre de personnes (en milliers)					
	2023		2024		2023		2024			
	Nov	Août	Sep	Oct	Nov	Nov	Août	Sep		
<b>Zone euro</b>	6,5	6,3	6,3	6,3	<b>6,3</b>	11 152	10 850	10 862	10 858	<b>10 819</b>
<b>UE</b>	6,1	5,9	5,9	5,9	<b>5,9</b>	13 263	12 991	13 055	12 984	<b>12 968</b>
<b>Belgique</b>	5,5	5,7	5,8	5,8	<b>5,8</b>	293	302	308	311	<b>311</b>
<b>Bulgarie</b>	4,4	4,0	4,0	4,0	<b>3,9</b>	134	122	121	120	<b>117</b>
<b>Tchéquie</b>	2,6	2,7	2,8	2,6	<b>2,8</b>	133	141	144	133	<b>146</b>
<b>Danemark</b>	5,8	6,0	6,6	5,9	<b>6,7</b>	187	195	214	193	<b>216</b>
<b>Allemagne</b>	3,1	3,4	3,4	3,4	<b>3,4</b>	1 394	1 536	1 526	1 519	<b>1 517</b>
<b>Estonie</b>	6,4	7,7	8,1	7,5	<b>7,5</b>	48	58	61	57	<b>57</b>
<b>Irlande</b>	4,4	4,1	4,1	4,2	<b>4,1</b>	124	119	119	120	<b>119</b>
<b>Grèce</b>	10,8	9,4	9,4	9,8	<b>9,6</b>	502	444	443	467	<b>455</b>
<b>Espagne</b>	11,9	11,3	11,2	11,2	<b>11,2</b>	2 870	2 767	2 749	2 749	<b>2 744</b>
<b>France</b>	7,5	7,5	7,5	7,6	<b>7,7</b>	2 321	2 343	2 357	2 391	<b>2 429</b>
<b>Croatie</b>	5,7	4,8	4,8	4,6	<b>4,5</b>	99	86	84	81	<b>80</b>
<b>Italie</b>	7,5	6,1	6,0	5,8	<b>5,7</b>	1 915	1 564	1 541	1 480	<b>1 457</b>
<b>Chypre</b>	5,6	4,7	4,5	4,5	<b>4,4</b>	28	24	23	23	<b>23</b>
<b>Lettonie</b>	6,9	6,9	6,8	6,8	<b>6,8</b>	66	64	64	64	<b>64</b>
<b>Lituanie</b>	7,2	7,4	7,5	6,9	<b>6,9</b>	113	117	118	109	<b>109</b>
<b>Luxembourg</b>	5,8	6,1	6,1	6,2	<b>6,3</b>	20	21	21	21	<b>21</b>
<b>Hongrie</b>	4,2	4,4	4,5	4,5	<b>4,5</b>	208	218	221	221	<b>221</b>
<b>Malte</b>	3,2	3,1	3,1	3,0	<b>3,0</b>	10	10	10	10	<b>10</b>
<b>Pays-Bas</b>	3,5	3,7	3,7	3,7	<b>3,7</b>	357	374	377	376	<b>372</b>
<b>Autriche</b>	5,0	5,3	5,6	5,6	<b>5,0</b>	234	252	264	266	<b>237</b>
<b>Pologne</b>	3,0	3,0	3,0	3,1	<b>3,0</b>	543	535	540	543	<b>541</b>
<b>Portugal</b>	6,5	6,4	6,6	6,6	<b>6,7</b>	353	347	359	363	<b>364</b>
<b>Roumanie</b>	5,5	5,6	5,6	5,4	<b>5,3</b>	449	456	458	441	<b>436</b>
<b>Slovénie</b>	3,5	4,2	4,6	4,9	<b>5,2</b>	36	43	47	51	<b>54</b>
<b>Slovaquie</b>	5,6	5,3	5,2	5,3	<b>5,3</b>	154	145	144	144	<b>144</b>
<b>Finlande</b>	7,6	8,5	8,6	8,6	<b>8,7</b>	215	242	243	244	<b>245</b>
<b>Suède</b>	8,1	8,4	8,4	8,4	<b>8,5</b>	462	481	482	482	<b>483</b>
<b>Islande</b>	3,6	3,4	3,4	:	<b>:</b>	8	8	8	:	<b>:</b>
<b>Norvège</b>	3,7	4,0	4,0	4,0	<b>4,0</b>	112	121	121	121	<b>121</b>
<b>Suisse</b>	4,1	4,6	4,7	:	<b>:</b>	210	234	242	:	<b>:</b>
<b>États-Unis</b>	3,7	4,2	4,1	4,1	<b>4,2</b>	6 289	7 070	6 785	6 989	<b>7 182</b>

: Données non disponibles

Sources des données: [une\\_rt\\_m](#) (taux) et [une\\_rt\\_m](#) (en milliers de personnes)

eurostat

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

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

e estimation

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

eurostat

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

Poids (%)	Taux annuel							Taux mensuel
	2024	Déc 23	Juil 24	Août 24	Sep 24	Oct 24	Nov 24	Déc 24
<b>Ensemble de l'IPCH</b>	1000,0	2,9	2,6	2,2	1,7	2,0	2,2	<b>2,4e</b>
<b>Ensemble hors: énergie</b>	900,9	4,0	2,7	2,7	2,6	2,7	2,7	<b>2,7e</b>
énergie, aliments non transformés	857,4	3,9	2,8	2,8	2,7	2,7	2,7	<b>2,8e</b>
énergie, alimentation, alcool & tabac	706,2	3,4	2,9	2,8	2,7	2,7	2,7	<b>2,7e</b>
Alimentation, alcool & tabac	194,7	6,1	2,3	2,3	2,4	2,9	2,7	<b>2,7e</b>
aliments transformés y compris alcool & tabac	151,2	5,9	2,7	2,7	2,6	2,8	2,8	<b>2,9e</b>
aliments non transformés	43,5	6,8	1,0	1,1	1,6	3,0	2,3	<b>1,7e</b>
<b>Énergie</b>	99,1	-6,7	1,2	-3,0	-6,1	-4,6	-2,0	<b>0,1e</b>
<b>Biens industriels hors énergie</b>	257,3	2,5	0,7	0,4	0,4	0,5	0,6	<b>0,5e</b>
<b>Services</b>	448,8	4,0	4,0	4,1	3,9	4,0	3,9	<b>4,0e</b>

e estimation

eurostat

Le jeudi 9, Patrick Artus fait paraître le Flash Economie n°3 : « Inflation ou désinflation aux États-Unis et dans la zone euro » :

« Les perspectives à moyen-long terme pour le niveau d'inflation aux États-Unis et dans la zone euro sont difficiles à déterminer.

D'une part, il existe des forces désinflationnistes :

- l'intelligence artificielle, si elle conduit à une hausse de la productivité globale des facteurs, ce qui n'est pas sûr en raison du besoin en capital généré par l'IA ;
- la situation de la Chine, où les capacités de production sont excédentaires dans de nombreux secteurs, ce qui pousse les producteurs chinois à exporter beaucoup.

Mais d'autre part, il existe des forces inflationnistes :

- la présence de situations de monopole ou d'oligopole surtout aux États- Unis ;
- le protectionnisme ;
- dans la zone euro, la stagnation de la productivité ;
- la baisse de la population en âge de travailler, surtout si elle est associée à des restrictions à l'immigration ;
- la hausse des prix des matières premières nécessaires à la transition énergétique.

Au total, nous pensons que les facteurs inflationnistes domineront les facteurs désinflationnistes.

Le lundi 13, état des taux souverains et des spreads :

Pays	Taux	+ Haut	+ Bas	Var.	Var. %	Vs. Bund	Vs. T-Note	Heures
Afrique du Sud	9,305	9,430	9,240	-0,015	-0,21%	672,6	452,5	16:58:59
Allemagne	2,5785	2,6105	2,5670	-0,0135	-0,52%	0,0	-220,1	18:29:00
Australie	4,684	4,699	4,668	+0,038	+0,82%	210,6	-9,5	18:28:51
Autriche	3,016	3,038	2,999	-0,014	-0,46%	43,7	-176,4	17:58:54
Bangladesh	12,880	12,880	12,820	+0,400	+3,21%	1.030,1	810,0	08:51:52
Belgique	3,207	3,239	3,176	-0,003	-0,09%	62,8	-157,3	18:03:54
Brésil	15,058	15,058	15,058	+0,308	+2,09%	1.247,9	1.027,8	16:06:34
Bulgarie	3,630	3,630	3,630	-0,220	-5,71%	105,1	-115,0	15:55:12
Canada	3,516	3,529	3,477	+0,074	+2,15%	93,9	-126,2	18:28:59
Chili	5,940	5,940	5,940	0,000	0,00%	336,1	116,0	13:04:08
Chine	1,647	1,655	1,643	+0,012	+0,73%	-93,2	-313,3	07:58:58
Cypre	3,210	3,284	3,184	-0,027	-0,83%	63,1	-157,0	16:19:53
Colombie	11,350	11,350	11,290	+0,130	+1,16%	877,1	657,0	16:14:14
Corée du Sud	2,874	2,888	2,806	+0,192	+7,16%	29,5	-190,6	07:28:37
Côte D'Ivoire	7,420	7,420	7,420	+0,000	+0,00%	484,1	264,0	10/01
Croatie	3,101	3,166	3,094	-0,060	-1,90%	52,2	-167,9	15:55:08
Danemark	2,271	2,344	2,257	+0,047	+2,09%	-30,8	-250,9	10/01
Égypte	24,578	26,135	24,578	-0,432	-1,73%	2.199,9	1.979,8	12:16:57
Espagne	3,295	3,322	3,269	-0,011	-0,33%	71,6	-148,5	18:28:51
États-Unis	4,778	4,807	4,757	+0,004	+0,08%	220,1	0,0	18:28:41
Finlande	2,974	3,011	2,962	-0,019	-0,63%	39,5	-180,6	18:29:00
France	3,458	3,488	3,419	+0,002	+0,06%	87,9	-132,2	17:58:57
Grèce	3,455	3,484	3,403	-0,022	-0,63%	87,6	-132,5	16:58:55
Hong-Kong	3,933	3,933	3,845	-0,063	-1,58%	135,4	-84,7	04:52:29
Hongrie	7,070	7,070	7,070	-0,070	-0,98%	449,1	229,0	13:54:16
Île Maurice	4,855	4,980	4,980	-0,135	-2,81%	227,6	7,5	11:34:59
Inde	6,956	6,969	6,922	+0,187	+2,76%	437,7	217,6	14:22:36
Indonésie	7,278	7,312	7,161	-0,020	-0,27%	469,9	249,8	10:39:59
Irlande	2,861	2,894	2,843	-0,021	-0,73%	28,2	-191,9	18:28:48
Islande	6,896	6,896	6,865	-0,014	-0,20%	431,7	211,6	12:16:54
Israël	4,568	4,590	4,542	0,000	0,00%	198,9	-21,2	16:29:59
Italie	3,826	3,853	3,766	+0,050	+1,32%	124,7	-95,4	17:28:56
Japon	1,198	1,199	1,175	+0,003	+0,00%	-138,1	-358,2	10/01

Également le lundi 13, Eurostat publie les statistiques suivantes :

**Indicateurs clés et taux de croissance d'opérations dans la zone euro**  
**– corrigés des variations saisonnières –**



	2022		2023				2024		
	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	
<b>Ménages</b>									
Taux d'épargne, %	13,5	13,8	14,0	14,2	14,6	15,3	15,6	15,3	
Taux d'investissement, %	10,0	10,0	9,8	9,7	9,5	9,3	9,2	9,1	
Revenu disponible brut*, changement T/T-1 (%)	1,7	2,0	1,4	1,2	1,2	1,9	0,6	0,7	
Consommation finale effective, changement T/T-1 (%)	1,7	1,7	1,2	0,9	0,7	1,1	0,3	1,1	
Formation brute de capital fixe, changement T/T-1 (%)	1,0	2,2	-1,4	0,9	-1,1	-0,2	-0,6	-0,2	
<b>Entreprises non financières</b>									
Part des profits, %	41,3	41,5	41,0	40,3	39,8	39,1	38,7	38,8	
Taux d'investissement, %	22,0	22,8	22,6	22,2	21,9	22,3	21,4	21,9	
Valeur ajoutée brute, changement T/T-1 (%)	2,0	2,5	0,6	0,5	0,5	0,3	0,5	1,4	
Rémunération des salariés et autres impôts moins subventions sur la production, changement T/T-1 (%)	2,3	2,1	1,6	1,6	1,4	1,4	1,1	1,2	
Formation brute de capital fixe, changement T/T-1 (%)	-1,9	6,1	-0,3	-1,4	-0,7	2,0	-3,5	3,7	

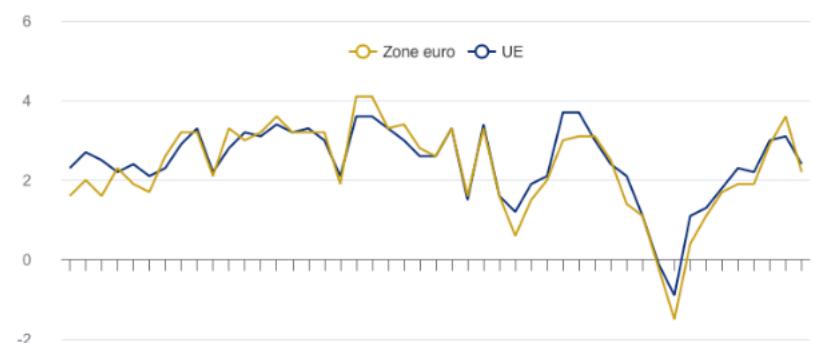
\*Le revenu disponible brut est ajusté pour tenir compte de la variation des droits nets des ménages sur les réserves des fonds de pension.

Données sources, comprenant des données non corrigées des variations saisonnières: [nasq\\_10\\_ki](#)

eurostat

#### Balance du compte des opérations courantes

Corrigée des variations saisonnières et des effets de calendrier, en % du PIB



eurostat

Mardi 14, le taux de change de l'euro/dollar continue d'être orienté à la baisse :



Dans son Flash Economie n°4, Patrick Artus pose la question : « Quelles perspectives pour le taux de change dollar-euro ? ». En voici la synthèse :

« Tous les arguments poussent à anticiper une dépréciation importante de l'euro par rapport au dollar :

- perspective de hausse de l'inflation et des taux d'intérêt à court terme aux Etats-Unis, mais pas dans la zone euro ;
- rentabilité plus forte des entreprises et taux d'intérêt à long terme plus élevés aux États-Unis, attirant les capitaux de la zone euro vers les États-Unis ;
- incertitude politique (en Allemagne, en France) ;
- croissance très faible dans la zone euro.

Une dépréciation de l'euro par rapport au dollar :

- est bonne pour la compétitivité de l'industrie européenne ; cependant la dépréciation ne compensera pas les droits de douane qui vont frapper les produits européens importés aux Etats-Unis ;
- est mauvaise parce qu'elle fait monter les prix de l'énergie et des matières premières importées par la zone euro. (...)

L'analyse statistique montre que l'élasticité-prix des exportations et des importations en volume de la zone euro est faible (0.4 pour les exportations, pratiquement 0 pour les importations) : une dépréciation de l'euro est donc défavorable en termes de revenu pour la zone euro ».

Mercredi 15, Entretien avec Jean-Christophe Caffet, Les Echos du 15 janvier 2025 : l'Europe se marginalise et se « périphérise ».

« (...) L'UE, en tant qu'organisation régionale, n'a jamais vraiment pesé sur le plan géopolitique. Sur le plan économique, elle se périphérise, ce qui ne date pas d'hier mais tend à s'accélérer. Les rapports Draghi et Letta l'ont confirmé, il est urgent d'enrayer le déclin et de mettre en œuvre les remèdes dont on parle depuis au moins vingt-cinq ans et la définition de la stratégie de Lisbonne.

Le renforcement des moyens, leur mutualisation, ainsi que l'achèvement du marché unique restent plus que jamais d'actualité si l'Europe ne veut pas être la grande perdante de la reconfiguration actuelle et se trouver définitivement marginalisée. L'Europe dispose pour ce faire d'un (dernier) atout, son épargne, avec des excédents courants proches de 3 points de PIB, soit 400 milliards d'euros. Une épargne qui doit être mobilisée pour investir sur le sol européen, et canalisée vers la recherche, l'éducation et les secteurs industriels d'avenir.

Les maux dont souffre l'Europe sont nombreux et ont fait l'objet d'un nouveau recensement exhaustif dans le rapport Draghi, entre autres. Vieillissement démographique, vulnérabilité énergétique, dépendance technologique (numérique), réglementation pléthorique... sont autant de handicaps structurels à surmonter pour redresser la productivité et enrayer le déclin. L'un des autres maux de l'Europe, insuffisamment souligné à mon sens, est d'ailleurs la propension de ses dirigeants à commander des rapports dont les conclusions restent souvent lettre morte alors même qu'elles font l'objet d'un consensus quasi unanime.

Plus généralement, ou fondamentalement, l'Europe souffre d'un défaut de conception : initialement pensée comme un marché de production, elle a été construite comme un marché de consommation. Depuis, elle est devenue un marché de prédatation, peinant jusqu'à récemment à se protéger au nom de l'intérêt, sacrifié, du consommateur. C'est là le péché originel qui explique par exemple qu'après avoir été à l'avant-garde sur les technologies d'énergie solaire, nous ayons abandonné la production **de panneaux photovoltaïques à la Chine** qui inonde désormais le marché européen, et mondial. (...)

Si Trump fait ce qu'il dit, l'Europe va non seulement être directement ciblée par des tarifs douaniers, mais également devoir gérer les externalités du conflit opposant les États-Unis à la Chine. Ce n'est donc pas entre deux, mais entre trois feux, qu'elle se retrouve potentiellement piégée. (...)

Je ne vois pas vraiment comment on peut être optimiste, sauf à refuser de voir ce qui est concrètement en train de se passer. L'Europe est au carrefour de toutes les fractures du monde contemporain, et soumise à d'importantes forces centrifuges qui poussent à la fragmentation. Sur le plan géopolitique tout d'abord, avec un conflit sur son propre sol. La fragmentation financière héritée de la crise de 2009 n'est pas non plus complètement résolue, comme le montre la persistance des écarts de taux d'intérêt entre les pays de la zone euro. La fragmentation énergétique, passée relativement inaperçue jusqu'à présent, n'est pas non

plus sans effet sur l'allocation des ressources : au-delà de la cherté relative de l'énergie en Europe, les entreprises allemandes ou italiennes payent leur électricité 60 à 70 % plus cher que leurs homologues espagnoles. Sans investissements massifs dans les interconnexions, la situation ne pourra qu'empirer avec l'électrification des usages. Or il n'y a pas d'institution pour adresser ce type de fragmentation dans l'UE, qui reste aussi confrontée, ce n'est pas nouveau, à une fragmentation réglementaire importante - au-delà du fardeau pointé par le rapport Draghi. Enfin, ce n'est pas vraiment nouveau non plus, la fracture est également sociale et politique, comme l'ont montré les résultats des dernières élections. Et c'est peut-être cela qui est le plus inquiétant. (...) ».

Jeudi 16, dans Le Figaro, article de Raphaël Doan, « le consensus européen contre Elon Musk est un naufrage » (Le Figaro du 16 janvier 2025)

**I**l fut un temps où l'Europe était le continent de la liberté et de l'invention. Quand l'Empire ottoman interdisait l'imprimerie, nous laissions se propager les livres et les idées, et nous jetions les bases de la science moderne. Quand la Révolution française éclatait, elle consacrait « la libre communication des pensées et des opinions » comme « un des droits les plus précieux de l'homme ». Pendant la révolution industrielle, c'était la France et l'Europe qui inventaient la photographie, la pasteurisation, le moteur à essence, le cinéma, le métro électrique. Lors des Expositions universelles, le monde entier venait admirer ce que faisaient de neuf les géries français ou anglais. Nous avions confiance dans la liberté et l'esprit humain.

Il est effarant de constater, à l'occasion des récents débats sur Donald Trump et Elon Musk, que l'Europe offre désormais le visage contraire. Nous ne sommes plus le continent de la liberté et de la création; nous sommes celui de la censure et de l'immobilisme médiocre. L'Europe, qui pourtant passe son temps à critiquer les frontières et le repli sur soi, n'a en réalité pour seule ambition que de se protéger des coups de vent. Elle n'aspire qu'à lutter contre les effets pervers des inventions des autres : réseaux sociaux, intelligence artificielle, reconversion, voitures autonomes, conquête spatiale.

« Je ne connais pas de pays où il règne en général moins d'indépendance d'esprit et de véritable liberté de discussion qu'en Amérique », écrivait Tocqueville en 1848. En 2025, nous sommes à front renversé. La fierté de l'Europe semble être de brider les espaces de liberté forgés par l'Amérique. Nous partons désormais du principe que le discours doit être contrôlé, surveillé, hygiénisé. On entend une ministre affirmer qu'il faut bannir les « fausses opinions », la présidente de l'assemblée nationale affirmer que « la libéralisation des réseaux sociaux est une menace pour nos démocraties », des dirigeants politiques appeler à les interdire. Des dirigeants européens semblent se faire à l'idée que l'on

puisse sur cette base remettre en cause les résultats d'élections. Pire, tout cela s'exprime sur fond d'antiaméricanisme consensuel. Les États-Unis ne seraient pas si riches que ça, leur démocratie serait failleuse, ils seraient au fond un peu bêtes et vulgaires. Sur les plateaux, on se moque de la personnalité d'Elon Musk, qu'on présente comme un trublion inculte. Un ancien président de la République est allé jusqu'à le qualifier de « diable ». Cette petite musique satisfait est affligeante. Disons les choses : Elon Musk fait partie de ces rares individus qui, à eux tout seuls, changent la tra-

**« Notre patrimoine est une chance et un fardeau. Il nous aveugle sur notre propre état. Tout ce qui nous donne encore pouvoir et puissance nous a été légué par les siècles passés »**

jectoire de leur siècle. Il a relancé la conquête spatiale et révolutionné le marché de la voiture électrique. Il vient de contribuer à un changement massif de la mentalité politique américaine. Pour qui connaît sa biographie, il est évident qu'il n'est pas un simple milliardaire cupide et avare : il croit vraiment que le destin de la civilisation est de conquérir Mars et les étoiles et que l'Amérique en sera le vecteur. Qui, en France et en Europe, propose de telles ambitions ?

Non : ici, nous nous gargarisons d'avoir su organiser des Jeux olympiques et restauré une cathédrale. Entendons-nous bien, les JO de Paris 2024 étaient une réussite et Notre-Dame est redevenue splendide. Mais si les JO étaient beaux, c'est parce qu'ils avaient lieu aux pieds des monuments que nous avons hérités de la France d'hier. On s'émerveillait des Invalides de Louis XIV et du Grand Palais de la III<sup>e</sup> République, pas des installations de 2024. De même pour Notre-Dame : le travail des restaurateurs est remarquable, mais ce

n'est pas une œuvre nouvelle. Encore heureux que nous ne soyons pas technologiquement moins avancés qu'au Moyen Âge. Mais où sont nos nouvelles cathédrales ? L'Amérique en a : ce sont les fusées Starship.

Notre patrimoine est une chance et un fardeau. Il nous aveugle sur notre propre état. Tout ce qui nous donne encore pouvoir et puissance nous a été légué par les siècles passés. Nous dépons un capital de prestige accumulé depuis l'Ancien Régime jusqu'à Georges Pompidou. Pendant ce temps, nous devons chaque jour plus vieux, moins productifs, moins libres. Nous ne nous intéressons plus à rien. L'intelligence artificielle va révolutionner le travail et la connaissance ; elle aurait passionné les Descartes, les Condorcet, les Arago. Les Européens d'aujourd'hui ont pour seule réaction de penser aux fake news.

Si les courbes actuelles se prolongent, le fossé ne fera que s'accentuer. Nous deviendrons de plus en plus pauvres et aggrés, quand les États-Unis seront de plus en plus puissants et prospères. Ce n'est pas qu'une question de démographie et de richesse. C'est une question de culture et d'état d'esprit. À son époque, Stendhal jugeait les Américains médiocres, emmyeux, bornés, alors que l'Europe vibrat de passions. Aujourd'hui, c'est l'inverse : c'est nous qui n'avons plus de passion, et pourtant nous continuons de mépriser les succès américains. Nous devrions voir notre patrimoine non comme une manne à protéger, mais comme une source d'ardeurs nouvelles : nous devons retrouver l'esprit qui a présidé à la construction de Versailles, à l'ardeur révolutionnaire, à l'invention du cinéma. La première chose à faire, pour y parvenir, sera de cesser de parler des Américains comme s'ils étaient des fous dangereux, et de commencer au contraire à nous en inspirer. Quand Elon montre Mars, l'idiot regarde le droit européen. ■

\*Raphaël Doan est agrégé de lettres classiques, ancien élève de l'École normale supérieure et de l'ENA. Dernier livre paru : « Si Rome n'avait pas chuté » (Passés composites, 2023).

Mercredi 22, Eurostat publie les statistiques suivantes sur les finances publiques en zone euro :

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

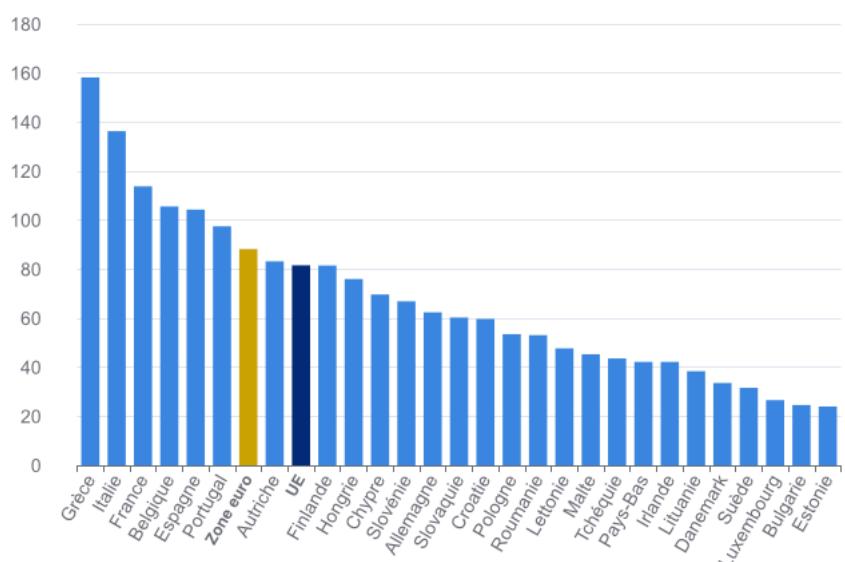


	En % du PIB								
	2022		2023				2024		
	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1 <sup>p</sup>	T2 <sup>p</sup>	T3 <sup>p</sup>
<b>Zone euro</b>	-3,8	-4,9	-3,2	-3,3	-3,6	-4,2	-3,1	-3,1	-2,6
<b>UE</b>	-3,6	-4,6	-3,0	-3,3	-3,6	-4,1	-3,0	-3,3	-2,9
<b>Belgique</b>	-4,8	-3,7	-5,0	-3,8	-3,7	-4,3	-3,3	-4,9	-4,3
<b>Bulgarie</b>	-4,9	0,2	-3,1	-4,1	-4,4	3,1	-5,4	-3,5	-8,7
<b>Tchéquie</b>	-4,3	-3,2	-4,2	-3,7	-3,8	-3,4	-2,0	-2,6	-2,7
<b>Danemark</b>	3,4	3,8	3,9	3,4	3,6	2,8	4,8	4,1	2,7
<b>Allemagne</b>	-2,5	-4,7	-2,5	-2,6	-2,4	-2,8	-3,1	-2,4	-2,3
<b>Estonie</b>	-1,5	-2,0	-2,4	-0,8	-3,4	-4,8	-2,9	-3,1	-1,7
<b>Irlande</b>	2,9	1,1	2,1	1,1	1,4	1,4	1,9	2,8	14,5
<b>Grèce</b>	-3,3	-2,1	-2,4	-1,8	-0,7	-0,4	0,7	1,5	2,2
<b>Espagne</b>	-4,8	-5,7	-2,6	-4,5	-4,0	-3,0	-3,0	-3,2	-3,5
<b>France</b>	-4,7	-5,7	-5,1	-5,2	-5,6	-6,0	-5,8	-5,7	-6,3
<b>Croatie</b>	-0,4	-1,1	-0,3	0,2	-0,7	-2,2	-0,6	-3,3	-2,3
<b>Italie</b>	:	:	:	:	:	:	:	:	:
<b>Chypre</b>	4,6	4,0	-0,5	0,4	5,3	2,8	5,9	3,1	4,9
<b>Lettonie</b>	-3,2	-5,7	-3,1	-1,1	-4,5	-1,3	-1,2	-1,3	-1,6
<b>Lituanie</b>	-0,9	-2,8	-1,8	-0,4	-0,1	-0,3	-1,0	-1,4	-1,8
<b>Luxembourg</b>	-0,1	-1,0	-0,7	-0,2	-0,4	-1,5	1,5	0,0	-0,1
<b>Hongrie***</b>	-7,4	-8,7	-9,5	-6,1	-5,7	-5,8	-5,5	-5,1	-4,8
<b>Malte***</b>	-4,7	-5,2	-3,5	-3,4	-2,5	-6,8	-1,2	-2,4	-2,1
<b>Pays-Bas</b>	-1,0	-0,5	-0,9	-0,2	-0,4	0,0	-0,6	-0,6	0,1
<b>Autriche</b>	-4,8	-4,5	-2,2	-2,1	-3,6	-2,4	-3,0	-4,0	-5,2
<b>Pologne</b>	-3,3	-6,2	-2,6	-4,6	-6,4	-7,0	-1,9	-8,3	-6,7
<b>Portugal</b>	1,7	-5,3	2,8	1,1	2,4	-1,3	1,5	2,5	2,2
<b>Roumanie</b>	-7,2	-7,0	-6,4	-7,1	-6,3	-6,4	-8,5	-7,3	-8,6
<b>Slovénie</b>	-3,1	-3,4	-3,2	-2,1	-2,5	-1,6	-0,7	-1,9	-2,1
<b>Slovaquie</b>	-1,7	-1,9	-4,9	-3,6	-5,0	-7,3	-4,5	-5,3	-1,7
<b>Finlande</b>	-0,9	-0,3	-1,6	-3,7	-3,2	-3,6	-3,6	-5,3	-5,3
<b>Suède</b>	0,7	-0,1	-0,4	-1,0	-0,6	-1,3	-0,9	-1,4	-2,0
<b>Islande**</b>	-4,7	-6,6	-1,8	-1,1	-1,0	-2,9	-2,7	-3,8	-4,3
<b>Suisse</b>	1,3	1,1	0,6	0,3	0,0	-0,1	-0,1	0,1	0,2

<sup>p</sup> Données provisoires

**Ratio dette publique/PIB, 2024T3**

En pourcentage



Vendredi 24, 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 50,2 (49,6 en décembre). Plus haut de 5 mois.

L'indice PMI Flash HCOB de l'activité de services dans la zone euro<sup>(2)</sup> se replie à 51,4 (51,6 en décembre). Plus bas de 2 mois.

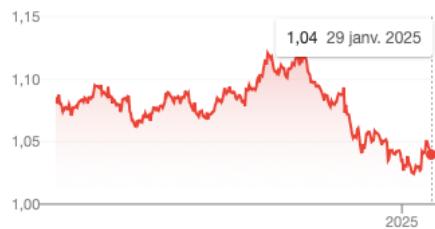
L'indice PMI Flash HCOB de la production manufacturière dans la zone euro<sup>(4)</sup> se redresse à 46,8 (44,3 en décembre). Plus haut de 8 mois.

L'indice PMI Flash HCOB de l'industrie manufacturière dans la zone euro<sup>(3)</sup> se redresse à 46,1 (45,1 en décembre). Plus haut de 8 mois.

Données recueillies du 09 au 22 janvier

Selon les dernières données PMI Flash, l'activité des entreprises privées de la zone euro est repartie à la hausse en janvier. La croissance n'a toutefois été que marginale, la faiblesse de la demande ayant continué de peser sur les niveaux d'activité. Ces premiers signes d'amélioration de la conjoncture se sont traduits par une quasi-stabilisation de l'emploi. Parallèlement, l'enquête met en évidence une forte hausse des prix d'achat, le taux d'inflation ayant atteint un sommet de vingt et un mois, tandis que cette nouvelle augmentation des coûts a conduit les entreprises à relever leurs tarifs, l'inflation s'étant là aussi accélérée par rapport à décembre ».

Mercredi 29 : évolution du taux de change euro-dollar sur 1 an :



Jeudi 30, 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, d'abaisser les trois taux d'intérêt directeurs de la BCE de 25 points de base. En particulier, la décision de réduire le taux de la facilité de dépôt, à travers lequel le Conseil des gouverneurs pilote l'orientation de la politique monétaire, est fondée sur son évaluation actualisée des perspectives d'inflation, de la dynamique de l'inflation sous-jacente et de la force de la transmission de la politique monétaire.

Le processus de désinflation est en bonne voie. L'inflation a continué d'évoluer de façon globalement conforme aux projections des services de l'Eurosystème et devrait revenir au niveau de l'objectif du Conseil des gouverneurs de 2 % à moyen terme dans le courant de l'année. La plupart des mesures de l'inflation sous-jacente laissent entrevoir une stabilisation durable de l'inflation autour de l'objectif. L'inflation intérieure reste élevée, principalement du fait de la poursuite de l'ajustement, avec un important décalage, des salaires et des prix dans certains secteurs à la poussée inflationniste passée. Mais la hausse des salaires s'atténue comme attendu et les bénéfices amortissent en partie leur incidence sur

l'inflation. Grâce aux récentes baisses des taux directeurs par le Conseil des gouverneurs, le coût des nouveaux emprunts pour les entreprises et les ménages diminue progressivement. Cela étant, les conditions de financement restent strictes, en raison notamment de la politique monétaire toujours restrictive et de la poursuite de la transmission des hausses passées des taux directeurs à l'encours de crédits, qui se traduit par le renouvellement à des taux plus élevés de certains prêts arrivant à échéance. Des facteurs défavorables continuent de peser sur l'économie, mais la hausse des revenus réels et l'atténuation progressive des effets de la politique monétaire restrictive devraient soutenir un rebond graduel de la demande. Le Conseil des gouverneurs est résolu à assurer une stabilisation durable de l'inflation au niveau de son objectif de 2 % à moyen terme. Il suivra une approche s'appuyant sur les données pour déterminer, réunion par réunion, l'orientation appropriée de la politique monétaire. Plus particulièrement, les décisions du Conseil des gouverneurs relatives aux taux d'intérêt directeurs 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. Le Conseil des gouverneurs ne s'engage pas à l'avance sur une trajectoire de taux particulière.

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

Le Conseil des gouverneurs a décidé, ce jour, d'abaisser les trois taux d'intérêt directeurs de la BCE de 25 points de base. En conséquence, les taux d'intérêt de la facilité de dépôt, des opérations principales de refinancement et de la facilité de prêt marginal seront ramenés à respectivement 2,75 %, 2,90 % et 3,15 % à compter du 5 février 2025.

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

Les portefeuilles du programme d'achats d'actifs (*asset purchase programme*, APP) et du programme d'achats d'urgence face à la pandémie (*pandemic emergency purchase programme*, PEPP) se contractent à un rythme mesuré et prévisible, car l'Eurosystème ne réinvestit plus les remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance.

#### *Opérations de refinancement*

Le 18 décembre 2024, les banques ont remboursé les encours résiduels des emprunts effectués dans le cadre des opérations ciblées de refinancement à plus long terme, ce qui a mis fin à cette partie du processus de normalisation du bilan.

Le Conseil des gouverneurs se tient prêt à ajuster l'ensemble de ses instruments, dans le cadre de son mandat, pour assurer la stabilisation durable de l'inflation à 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 ».

### **Conférence de presse de Christine Lagarde :**

« Le Conseil des gouverneurs a décidé, ce jour, d'abaisser les trois taux d'intérêt directeurs de la BCE de 25 points de base. En particulier, la décision de réduire le taux de la facilité de dépôt, à travers lequel nous pilotons l'orientation de la politique monétaire, est fondée sur notre évaluation actualisée des perspectives d'inflation, de la dynamique de l'inflation sous-jacente et de la force de la transmission de la politique monétaire.

Le processus de désinflation est en bonne voie. L'inflation a continué d'évoluer de façon globalement conforme aux projections des services de l'Eurosystème et devrait revenir au niveau de notre objectif de 2 % à moyen terme dans le

courant de l'année. La plupart des mesures de l'inflation sous-jacente laissent entrevoir une stabilisation durable de l'inflation autour de notre objectif. L'inflation intérieure reste élevée, principalement du fait de la poursuite de l'ajustement, avec un important décalage, des salaires et des prix dans certains secteurs à la poussée inflationniste passée. Mais la hausse des salaires s'atténue comme attendu et les bénéfices amortissent en partie leur incidence sur l'inflation.

Grâce aux récentes baisses de nos taux d'intérêt, le coût des nouveaux emprunts pour les entreprises et les ménages diminue progressivement. Cela étant, les conditions de financement restent strictes, en raison notamment de notre politique monétaire toujours restrictive et de la poursuite de la transmission des hausses passées des taux directeurs à l'encours de crédits, qui se traduit par le renouvellement à des taux plus élevés de certains prêts arrivant à échéance. Des facteurs défavorables continuent de peser sur l'économie, mais la hausse des revenus réels et l'atténuation progressive des effets de la politique monétaire restrictive devraient soutenir un rebond graduel de la demande.

Nous sommes résolus à assurer une stabilisation durable de l'inflation au niveau de notre objectif de 2 % à moyen terme. Nous suivrons une approche s'appuyant sur les données pour déterminer, réunion par réunion, l'orientation appropriée de la politique monétaire. Plus particulièrement, nos décisions relatives aux taux d'intérêt seront fondées sur notre 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. Nous ne nous engageons pas à l'avance sur une trajectoire de taux particulière.

Les décisions que nous avons prises aujourd'hui sont présentées dans un communiqué de presse disponible sur notre site Internet.  
Je voudrais à présent décrire de façon plus détaillée comment nous envisageons l'évolution de l'économie et de l'inflation, puis j'expliquerai notre évaluation des conditions financières et monétaires.

### *Activité économique*

L'économie a stagné au quatrième trimestre selon l'estimation rapide préliminaire d'Eurostat, et devrait rester atone à court terme. Il ressort des enquêtes que l'activité continue de se rétracter dans le secteur manufacturier alors qu'elle s'accroît dans les services. La confiance des consommateurs est fragile et la hausse des revenus réels n'a pas encore suffisamment convaincu les ménages d'augmenter leurs dépenses de façon significative.

Les conditions d'une reprise demeurent toutefois réunies. Le marché du travail s'est tempéré au cours des derniers mois mais reste robuste, avec un taux de chômage toujours bas en décembre, à 6,3 %. Cette solidité du marché de l'emploi et la croissance des revenus devraient renforcer la confiance des consommateurs et permettre une hausse des dépenses. Le crédit plus abordable favoriserait lui aussi progressivement la consommation et l'investissement. En l'absence d'une aggravation des tensions commerciales, les exportations soutiendraient la reprise à mesure de l'augmentation de la demande mondiale.

Les politiques budgétaires et structurelles devraient améliorer la productivité, la compétitivité et la capacité de résistance de l'économie. Nous saluons la boussole pour la compétitivité présentée par la Commission européenne, qui fournit une feuille de route concrète. Il est essentiel de donner suite, à travers de nouvelles politiques structurelles concrètes et ambitieuses, aux propositions de Mario Draghi, en vue de renforcer la compétitivité européenne, et d'Enrico Letta, sur l'avenir du marché intérieur. Il appartient aux pouvoirs publics de mettre en œuvre intégralement et sans délai les engagements pris au titre du cadre de gouvernance économique de l'Union européenne (UE). Cela aidera à réduire les déficits budgétaires et les taux d'endettement de manière durable, tout en favorisant les réformes favorables à la croissance et à l'investissement.

### *Inflation*

L'inflation en rythme annuel s'est accélérée en décembre, à 2,4 %, contre 2,2 % en novembre. Comme ces deux derniers mois, cette hausse était anticipée et reflète principalement la sortie du calcul des fortes baisses passées des prix de l'énergie, qui, conjuguée à une augmentation en rythme mensuel en décembre, a entraîné un léger renchérissement de l'énergie en glissement annuel, après quatre diminutions consécutives. La progression des prix des produits alimentaires

et des biens s'est quelque peu ralenti, à respectivement 2,6 % et 0,5 %. Le rythme de variation des prix des services s'est quant à lui légèrement renforcé, à 4,0 %.

L'évolution de la plupart des indicateurs de l'inflation sous-jacente est conforme à un retour durable de l'inflation au niveau de notre objectif à moyen terme. L'inflation intérieure, qui suit de près la hausse des prix des services, est demeurée élevée, du fait de la poursuite de l'ajustement, avec un important décalage, des salaires et des prix de certains services à la poussée inflationniste passée. Les données récentes suggèrent toutefois que les tensions sur les salaires continuent de s'atténuer et que les bénéfices jouent un rôle d'amortisseur.

L'inflation devrait fluctuer autour de son niveau actuel à court terme, avant de se stabiliser durablement autour de l'objectif à moyen terme de 2 %. Le relâchement des tensions sur les coûts de main-d'œuvre et la poursuite des effets de notre resserrement passé de la politique monétaire sur les prix à la consommation devraient contribuer à ce processus. Si les indicateurs de la compensation de l'inflation extraits des instruments de marché font largement état d'une inversion par rapport aux baisses observées à l'automne, la plupart des mesures des anticipations d'inflation à long terme s'établissent toujours à environ 2 %.

### *Évaluation des risques*

Les risques pesant sur la croissance économique restent orientés à la baisse. Une accentuation des frictions commerciales à l'échelle internationale pourrait freiner la croissance de la zone euro en limitant les exportations et en affaiblissant l'économie mondiale. Une détérioration de la confiance pourrait empêcher un redressement de la consommation et de l'investissement aussi rapide qu'attendu. Les risques géopolitiques, tenant notamment à la guerre injustifiée menée par la Russie contre l'Ukraine et au conflit tragique au Moyen-Orient, pourraient amplifier ces dynamiques en perturbant les approvisionnements en énergie et en continuant de peser sur le commerce mondial. La croissance pourrait aussi être plus faible si les effets décalés du resserrement de la politique monétaire durent plus longtemps qu'anticipé. Elle pourrait toutefois être plus forte si l'assouplissement des conditions de financement et le recul de l'inflation permettent une reprise plus rapide de la consommation et de l'investissement intérieurs.

L'inflation pourrait être plus élevée si les salaires ou les bénéfices progressent plus qu'attendu. Les risques à la hausse pour l'inflation proviennent également des tensions géopolitiques accrues, qui pourraient entraîner un renchérissement de l'énergie et un accroissement des coûts du fret à court terme, et perturber les échanges mondiaux. En outre, des phénomènes météorologiques extrêmes et, plus généralement, l'évolution de la crise climatique, pourraient conduire à une hausse des prix des produits alimentaires plus importante qu'anticipé. L'inflation pourrait en revanche surprendre à la baisse si la faible confiance et les inquiétudes liées aux événements géopolitiques empêchent le redressement aussi rapide qu'attendu de la consommation et de l'investissement, si la politique monétaire freine la demande plus nettement qu'anticipé ou si l'environnement économique dans le reste du monde se détériore soudainement. L'augmentation des frictions dans le commerce mondial pourrait accentuer l'incertitude entourant les perspectives d'inflation dans la zone euro.

### *Conditions financières et monétaires*

Les taux d'intérêt de marché dans la zone euro ont augmenté depuis notre réunion de décembre, reflétant en partie les taux plus élevés sur les marchés financiers mondiaux. Si les conditions de financement demeurent strictes, le coût des emprunts pour les entreprises et les ménages diminue progressivement à la suite de nos baisses des taux directeurs.

Le taux d'intérêt moyen des nouveaux crédits aux entreprises a diminué en novembre, à 4,5 %, tandis que le coût du financement par endettement de marché est demeuré à 3,6 %. Le taux moyen appliqué aux nouveaux prêts hypothécaires a légèrement reculé, à 3,5 %.

La croissance des prêts bancaires aux entreprises a bénéficié de flux mensuels dynamiques et est passée de 1,0 % en novembre à 1,5 % en décembre. La progression des émissions de titres de créance par les entreprises s'est affaiblie, revenant à 3,2 % en glissement annuel. Les prêts hypothécaires ont poursuivi leur progression graduelle, mais à un rythme annuel globalement modéré de 1,1 %.

Selon notre dernière enquête sur la distribution du crédit bancaire, les critères d'octroi des prêts aux entreprises se sont à nouveau resserrés au quatrième trimestre 2024, après s'être largement stabilisés au cours des quatre trimestres précédents. Cette évolution reflète essentiellement les inquiétudes grandissantes des banques quant aux risques auxquels leurs clients sont confrontés et leur réticence à prendre des risques elles-mêmes. La demande de prêts émanant des entreprises a légèrement augmenté au quatrième trimestre, mais reste atone dans l'ensemble. Les critères d'octroi des prêts hypothécaires sont globalement inchangés, après trois trimestres d'assouplissement, et la demande de prêts hypothécaires a encore fortement augmenté, principalement sous l'effet de taux d'intérêt attractifs.

### *Conclusion*

Le Conseil des gouverneurs a décidé, ce jour, d'abaisser les trois taux d'intérêt directeurs de la BCE de 25 points de base. En particulier, la décision de réduire le taux de la facilité de dépôt, à travers lequel nous pilotons l'orientation de la politique monétaire, est fondée sur notre évaluation actualisée des perspectives d'inflation, de la dynamique de l'inflation sous-jacente et de la force de la transmission de la politique monétaire. Nous sommes résolus à assurer une stabilisation durable de l'inflation au niveau de notre objectif de 2 % à moyen terme. Nous suivrons une approche s'appuyant sur les données pour déterminer, réunion par réunion, l'orientation appropriée de la politique monétaire. Plus particulièrement, nos décisions relatives aux taux d'intérêt seront fondées sur notre 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. Nous ne nous engageons pas à l'avance sur une trajectoire de taux particulière.

En toute hypothèse, nous nous tenons prêts à ajuster l'ensemble de nos instruments, dans le cadre de notre mandat, pour assurer la stabilisation durable de l'inflation au niveau de notre objectif à moyen terme et pour préserver la bonne transmission de la politique monétaire ».

Ce même jeudi 30, Eurostat publie les statistiques suivantes :

Taux de croissance du PIB en volume publiés

jusqu'au quatrième trimestre 2024

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



	Percentage de variation par rapport au trimestre précédent				Percentage de variation par rapport au même trimestre de l'année précédente			
	2024T1	2024T2	2024T3	2024T4	2024T1	2024T2	2024T3	2024T4
<b>Zone euro</b>	0,3	0,2	0,4	0,0	0,4	0,5	0,9	0,9
<b>UE</b>	0,3	0,2	0,4	0,1	0,6	0,8	1,0	1,1
<b>Belgique</b>	0,3	0,3	0,3	0,2	0,8	0,9	1,2	1,1
<b>Tchéquie</b>	0,4	0,2	0,5	c	0,5	0,5	1,4	c
<b>Allemagne</b>	0,2	-0,3	0,1	-0,2	-0,1	-0,2	-0,3	-0,2
<b>Estonie</b>	-0,2	0,1	0,0	0,1	-1,4	-1,1	-0,6	-0,1
<b>Irlande</b>	0,6	-0,3	3,5	-1,3	-4,2	-3,2	2,5	2,5
<b>Espagne</b>	1,0	0,8	0,8	0,8	2,7	3,3	3,5	3,5
<b>France</b>	0,1	0,3	0,4	-0,1	1,4	1,0	1,2	0,7
<b>Italie</b>	0,4	0,2	0,0	0,0	0,3	0,7	0,5	0,5
<b>Lithuanie</b>	1,1	0,3	1,2	0,9	2,7	1,5	2,4	3,6
<b>Hongrie</b>	0,5	-0,2	-0,6	0,5	1,6	1,2	-0,7	0,2
<b>Autriche</b>	0,2	-0,2	-0,1	0,0	-1,5	-1,4	-0,8	-0,2
<b>Portugal</b>	0,6	0,2	0,3	1,5	1,4	1,6	2,0	2,7
<b>Suède**</b>	0,6	0,0	0,3	0,2	0,2	0,4	0,7	1,1

c: confidentiel jusqu'au 31 janvier 2025

\* Les taux de croissance par rapport au trimestre précédent et au même trimestre de l'année précédente présentés dans le tableau sont basés sur des données corrigées des variations saisonnières sauf mention contraire. Les données non corrigées ne sont pas disponibles pour tous les États Membres inclus dans les 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.

Données sources: [nama\\_10\\_gdp](#)

eurostat

Chômage total corrigé des variations saisonnières



	Taux (%)					Nombre de personnes (en milliers)				
	2023		2024			2023		2024		
	Déc	Sep	Oct	Nov	Déc	Déc	Sep	Oct	Nov	Déc
<b>Zone euro</b>	6,5	6,3	6,3	6,2	<b>6,3</b>	11 096	10 851	10 797	10 734	<b>10 830</b>
<b>UE</b>	6,0	5,9	5,9	5,8	<b>5,9</b>	13 239	13 044	12 920	12 884	<b>12 978</b>
<b>Belgique</b>	5,6	5,8	5,8	5,8	<b>5,8</b>	299	308	311	311	<b>313</b>
<b>Bulgarie</b>	4,4	4,0	4,0	3,9	<b>3,8</b>	135	121	120	117	<b>114</b>
<b>Tchéquie</b>	2,8	2,8	2,6	2,8	<b>2,6</b>	142	144	133	146	<b>137</b>
<b>Danemark</b>	5,8	6,6	5,8	6,7	<b>7,0</b>	186	216	191	218	<b>230</b>
<b>Allemagne</b>	3,2	3,4	3,4	3,4	<b>3,4</b>	1 411	1 528	1 521	1 518	<b>1 520</b>
<b>Estonie</b>	6,9	7,8	7,3	7,3	<b>7,3</b>	51	59	55	55	<b>55</b>
<b>Irlande</b>	4,5	4,2	4,2	4,1	<b>4,2</b>	126	120	122	120	<b>122</b>
<b>Grèce</b>	10,4	9,4	9,7	9,5	<b>9,4</b>	492	442	463	450	<b>444</b>
<b>Espagne</b>	11,9	11,1	10,9	10,7	<b>10,6</b>	2 884	2 712	2 659	2 622	<b>2 602</b>
<b>France</b>	7,5	7,5	7,6	7,7	<b>7,8</b>	2 331	2 358	2 386	2 424	<b>2 455</b>
<b>Croatie</b>	5,6	4,8	4,6	4,5	<b>4,5</b>	98	84	81	80	<b>78</b>
<b>Italie</b>	7,1	6,1	6,0	5,9	<b>6,2</b>	1 807	1 570	1 521	1 506	<b>1 593</b>
<b>Chypre</b>	5,5	4,6	4,5	4,5	<b>4,5</b>	28	23	23	23	<b>23</b>
<b>Letttonie</b>	7,0	6,8	6,8	6,8	<b>6,8</b>	67	64	64	64	<b>64</b>
<b>Lituuanie</b>	7,0	7,5	6,9	6,9	<b>6,5</b>	109	118	109	109	<b>106</b>
<b>Luxembourg</b>	5,7	6,1	6,2	6,2	<b>6,1</b>	19	21	21	21	<b>21</b>
<b>Hongrie</b>	4,3	4,5	4,5	4,5	<b>4,3</b>	212	220	220	219	<b>212</b>
<b>Malte</b>	3,2	3,1	3,0	3,0	<b>3,0</b>	10	10	10	10	<b>10</b>
<b>Pays-Bas</b>	3,6	3,7	3,7	3,7	<b>3,7</b>	361	377	376	372	<b>373</b>
<b>Autriche</b>	5,4	5,6	5,6	5,0	<b>5,3</b>	254	264	266	237	<b>253</b>
<b>Pologne</b>	3,0	3,0	3,1	3,0	<b>3,0</b>	542	540	543	541	<b>538</b>
<b>Portugal</b>	6,4	6,5	6,6	6,6	<b>6,4</b>	346	355	359	359	<b>352</b>
<b>Roumanie</b>	5,6	5,6	5,4	5,3	<b>5,2</b>	459	458	441	436	<b>429</b>
<b>Slovénie</b>	3,3	4,6	4,9	5,1	<b>5,2</b>	35	47	51	54	<b>55</b>
<b>Slovaquie</b>	5,6	5,2	5,3	5,3	<b>5,3</b>	154	144	145	145	<b>145</b>
<b>Finlande</b>	7,7	8,5	8,6	8,6	<b>8,6</b>	219	242	243	243	<b>243</b>
<b>Suède</b>	8,1	8,4	8,4	8,4	<b>8,5</b>	466	481	482	482	<b>483</b>
<b>Islande</b>	3,6	3,4	:	:	:	8	8	:	:	:
<b>Norvège</b>	3,8	4,0	4,0	4,1	<b>4,1</b>	114	122	123	123	<b>123</b>

Vendredi 31, Les Echos publient l'article de Sharon Wajsbrot, « Ces trois maux qui minent l'industrie européenne »

« (...) Une compétitivité mise à mal, c'est le sujet numéro un que pointent les dirigeants lorsqu'ils expliquent ou justifient les fermetures d'usines et autres restructurations annoncées ces dernières semaines. "En 2019, l'Europe, dans le groupe Michelin, était 30 % plus cher que l'Asie, mais c'était gérable car on a un contenu plus innovant en Europe et on extrait plus de valeur de nos produits. En 2024, nous sommes quasiment deux fois plus cher en Europe qu'en Asie", a estimé la semaine dernière le président de Michelin, Florent Menegaux, lors d'une audition au Sénat. À l'origine de cet effet ciseaux redoutable, il pointe "l'envolée des prix de l'énergie" mais aussi l'inflation cumulée qui, in fine, s'est traduite dans les salaires. Et de conclure : "Nous ne sommes plus en mesure d'exporter à partir de l'Europe. Or, tout notre modèle de croissance [...] a été d'utiliser l'Europe pour exporter".

Une demande qui chute... En Europe, selon ArcelorMittal, la demande d'acier a chuté de 4 %, en moyenne, au cours de ces cinq dernières années. Le coup de frein est aussi palpable chez les fournisseurs d'équipements pour le BTP, spécialistes de la robinetterie industrielle et machines-outils : en 2024, l'organisation Evolis, qui regroupe les 600 entreprises de la filière en France, pointe un recul du chiffre d'affaires de 1 %, dans le BTP en particulier la chute atteint 7,9 %. "Les carnets de commandes sont en berne à cause de la baisse des investissements productifs", explique Olivier Dario, délégué général d'Evolis. Pour toutes ces industries, la demande en berne en Europe pèse mais aussi le ralentissement en Asie. En toile de fond, il y a aussi une transition énergétique qui ne tient pas toutes ses promesses pour

l'industrie. "Le relais de croissance lié à l'électrification met plus de temps à se matérialiser que prévu. L'Europe a du mal à faire sortir de terre ses grands projets d'énergies renouvelables ou encore d'extension de ses réseaux électriques", pointe Ambroise Lecat, senior partner chez Roland Berger. De quoi encourager encore l'empilement des stocks et les baisses de prix qui en découlent.

... alors que les surcapacités mondiales affluent vers l'Europe : le phénomène touche à la fois les industries plus traditionnelles, comme l'acier ou la pétrochimie, mais aussi les industries plus récentes liées à l'électrification, de la production de batteries aux panneaux solaires. En cause notamment, les politiques de soutien public très volontaristes de la Chine dans ces industries vertes "en moyenne trois à dix fois plus élevées que la moyenne des pays de l'OCDE", selon Roland Berger. Mais surtout les politiques douanières de plus en plus restrictives qui accentuent, par effet de ricochet, la pression sur l'industrie européenne. "Les États-Unis protègent leur industrie par tous les moyens, en dix ans, la part des importations dans leur consommation d'acier plat a chuté de 25 %, en Europe, elle a progressé de 60 %. La situation est extrêmement critique", a encore interpellé le président d'ArcelorMittal en France, Alain Le Grix de la Salle, lors d'une audition à l'Assemblée nationale ».

Le vendredi 31, la BCE a choisi deux motifs pour les futurs billets en euro : « la culture européenne, un héritage commun » et « Fleuves et oiseaux, force et diversité ».

### La culture européenne

	Recto	Verso
<b>5 euros</b> Arts du spectacle	Maria Callas	Des artistes de rue (musique/dance/théâtre) se produisent devant des passants
<b>10 euros</b> Musique	Ludwig van Beethoven	Un chœur d'enfants et de jeunes adultes chantent lors d'un festival de musique
<b>20 euros</b> Universités et écoles	Marie Curie	Une enseignante entourée de jeunes étudiants dans une école ou une université. Sur les bureaux se trouvent des cahiers et des livres.
<b>50 euros</b> Bibliothèques	Miguel de Cervantes	Des adultes lisent des livres en format papier ou numérique dans une bibliothèque. Un petit garçon et une petite fille essayent d'attraper un livre sur une étagère.
<b>100 euros</b> Musées et expositions	Léonard de Vinci	Des adultes et des enfants contemplent des œuvres d'art de rue, d'art contemporain, etc.
<b>200 euros</b> Jardins publics	Bertha von Suttner	Jardin public, lieu de rencontres. Des adultes et enfants discutent, se promènent, jouent, etc.

## Fleuves et oiseaux

	<b>Recto</b>	<b>Verso</b>
<b>5 euros</b>	Source de montagne Un passereau dans un paysage de montagne	Parlement européen
<b>10 euros</b>	Chute d'eau Un martin-pêcheur près d'une cascade ou d'une piscine naturelle	Commission européenne
<b>20 euros</b>	Vallée d'une rivière encaissée Une colonie de guêpier d'Europe sur une falaise sablonneuse longeant une large vallée en forme de V	Banque centrale européenne
<b>50 euros</b>	Méandres d'une rivière Une cigogne blanche volant au-dessus d'une rivière sinuose dans une vallée en forme de U	Cour de justice de l'Union européenne
<b>100 euros</b>	Embouchure Une avocette survolant la surface d'une vasière	Conseil européen et Conseil de l'Union européenne
<b>200 euros</b>	Paysage marin Un fou de Bassan volant au-dessus de grandes vagues marines	Cour des comptes européenne

- La décision a été prise au terme d'un processus tenant compte des résultats d'enquêtes publiques et des commentaires de groupes d'experts
- La BCE organisera un concours de graphisme en 2025 en vue de permettre au Conseil des gouverneurs de choisir les graphismes définitifs en 2026
- Les premiers billets de la nouvelle série seront mis en circulation au terme d'un processus de production qui durera plusieurs années ».

• Février 2025 ->

Le lundi 3, Eurostat publie la statistique suivante sur l'inflation :

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

	Poids (%)	Taux annuel							Taux mensuel
		2025	Jan 24	Août 24	Sep 24	Oct 24	Nov 24	Déc 24	
<b>Ensemble de l'IPCH</b>	1000,0	2,8	2,2	1,7	2,0	2,2	2,4	<b>2,5e</b>	-0,3e
<b>Ensemble hors: énergie</b>	905,7ep	3,8	2,7	2,6	2,7	2,7	2,7	<b>2,6e</b>	-0,6e
<b>énergie, aliments non transformés</b>	863,2ep	3,6	2,8	2,7	2,7	2,7	2,7	<b>2,7e</b>	-0,7e
<b>énergie, alimentation, alcool &amp; tabac</b>	712,9ep	3,3	2,8	2,7	2,7	2,7	2,7	<b>2,7e</b>	-1,0e
<b>Alimentation, alcool &amp; tabac</b>	192,8ep	5,6	2,3	2,4	2,9	2,7	2,6	<b>2,3e</b>	0,6e
<b>aliments transformés y compris alcool &amp; tabac</b>	150,4ep	5,2	2,7	2,6	2,8	2,8	2,9	<b>2,6e</b>	0,6e
<b>aliments non transformés</b>	42,4ep	6,9	1,1	1,6	3,0	2,3	1,6	<b>1,4e</b>	1,0e
<b>Énergie</b>	94,3ep	-6,1	-3,0	-6,1	-4,6	-2,0	0,1	<b>1,8e</b>	2,9e
<b>Biens industriels hors énergie</b>	256,6ep	2,0	0,4	0,4	0,5	0,6	0,5	<b>0,5e</b>	-2,4e
<b>Services</b>	456,3ep	4,0	4,1	3,9	4,0	3,9	4,0	<b>3,9e</b>	-0,2e

e estimation

p provisoire

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

eurostat 

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



	Taux annuel							Taux mensuel
	Jan 24	Août 24	Sep 24	Oct 24	Nov 24	Déc 24	Jan 25	Jan 25
Belgique	1,5	4,3	4,3	4,5	4,8	4,4	<b>4,4e</b>	-0,7e
Allemagne	3,1	2,0	1,8	2,4	2,4	2,8	<b>2,8e</b>	-0,2e
Estonie	5,0	3,4	3,2	4,5	3,8	4,1	<b>2,8e</b>	0,0e
Irlande	2,7	1,1	0,0	0,1	0,5	1,0	<b>1,5e</b>	-0,9e
Grèce	3,2	3,2	3,1	3,1	3,0	2,9	<b>3,1e</b>	-0,7e
Espagne	3,5	2,4	1,7	1,8	2,4	2,8	<b>2,9e</b>	-0,1e
France	3,4	2,2	1,4	1,6	1,7	1,8	<b>1,8e</b>	-0,2e
Croatie	4,8	3,0	3,1	3,6	4,0	4,5	<b>5,0e</b>	0,2e
Italie	0,9	1,2	0,7	1,0	1,5	1,4	<b>1,7e</b>	-0,7e
Chypre	2,1	2,2	1,6	1,6	2,2	3,1	<b>3,0e</b>	-1,4e
Lettonie	1,1	0,9	1,6	2,1	2,3	3,4	<b>3,0e</b>	0,4e
Lituanie	1,1	0,8	0,4	0,1	1,1	1,9	<b>3,4e</b>	1,6e
Luxembourg	3,0	1,7	0,8	0,9	1,1	1,6	<b>2,4e</b>	0,3e
Malte	3,7	2,4	2,1	2,4	2,1	1,8	<b>1,7e</b>	-0,6e
Pays-Bas	3,1	3,3	3,3	3,3	3,8	3,9	<b>2,9e</b>	-0,8e
Autriche	4,3	2,4	1,8	1,8	1,9	2,1	<b>3,5e</b>	0,9e
Portugal	2,5	1,8	2,6	2,6	2,7	3,1	<b>2,7e</b>	-0,6e
Slovénie	3,4	1,1	0,7	0,0	1,6	2,0	<b>2,3e</b>	-0,3e
Slovaquie	4,4	3,2	2,9	3,5	3,6	3,2	<b>4,1e</b>	1,6e
Finlande	1,1	1,1	1,0	1,5	1,7	1,6	<b>1,6e</b>	0,4e

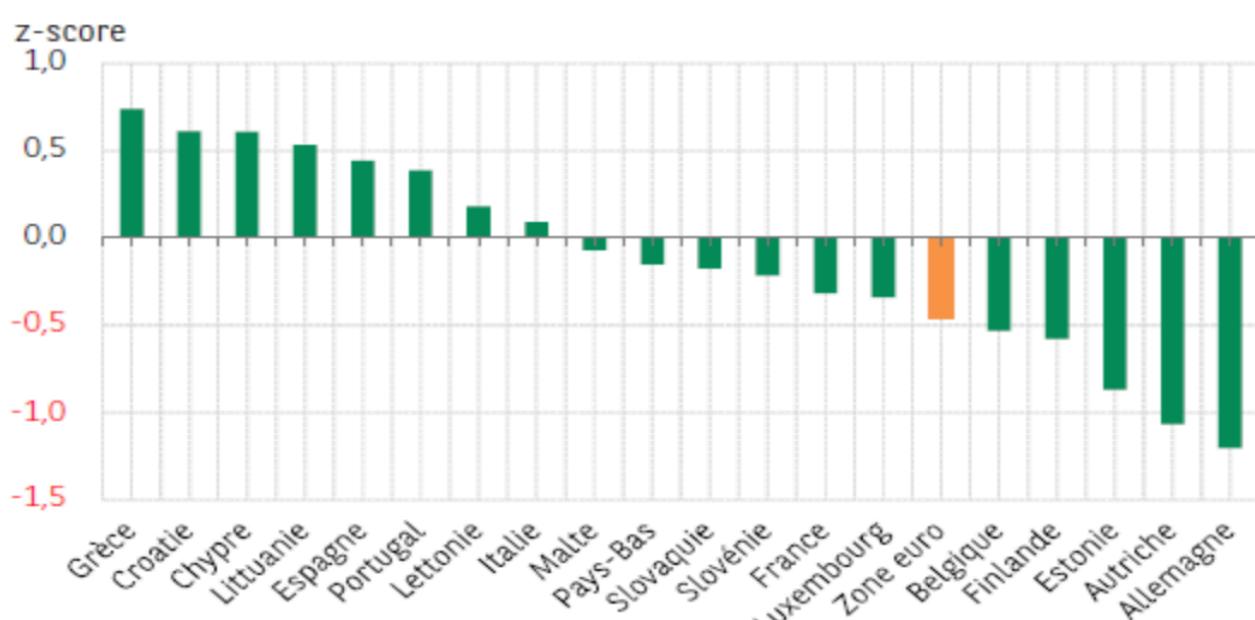
e estimation

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

eurostat

Le vendredi 7, le service de recherche économique de BNPParibas publie le schéma suivant sur l'évolution de l'indice de sentiment économique (ESI) de la Commission économique, par rapport à sa moyenne de long terme :

### Indice de sentiment économique (ESI) - janvier 2025



Sources : Commission européenne, calculs BNP Paribas.

Le samedi 8, Les Echos publient un article de Guillaume Benoit, intitulé « Le dilemme de la BCE : jusqu'où poursuivre l'assouplissement monétaire ? ». L'article est un commentaire d'un document publié la veille par les économistes de la BCE, à la fin de leur étude qu'avait annoncée Christine Lagarde lors de sa conférence de presse qui a suivi la dernière réunion du Conseil des Gouverneurs.

En voici de larges extraits :

« (...) Les économistes francfortois estiment que ce taux d'intérêt neutre [c'est-à-dire le taux qui ni ne ralentit ni n'accélère l'économie] se situe entre 1,75 et 3 %, et que si l'on prend les données les plus récentes, il évolue entre 1,75 et 2,25 %. Soit ni plus ni moins que la fourchette retenue, depuis plusieurs semaines, par Christine Lagarde ». Cette large estimation n'est pas la plus intéressante !

« Il ne faudrait pas s'arrêter à cette première lecture. D'abord, la BCE entérine une baisse de la limite haute de cette fourchette, qu'elle avait fixée à 2,5 % en janvier 2024. Elle infirme ainsi l'opinion d'un certain nombre de "faucons", partisans d'une ligne dure au sein du Conseil des gouverneurs, qui alertaient sur le fait que la banque centrale était presque au taux neutre. Après cinq allègements depuis juin, le taux de dépôts évolue en effet à 2,75 %.

Ensuite, la confirmation de la partie basse de l'estimation signifie qu'en théorie la banque centrale peut descendre le taux de dépôt jusqu'à 1,75 % sans doper pour autant l'économie européenne. Ce qui ouvrirait la porte jusqu'à quatre nouveaux assouplissements monétaires d'un quart de point chacun.

Surtout, le taux neutre reste un indicateur, et pas une fin en soi. Si cette notion "fournit des informations complémentaires pour les décisions de politique monétaire et facilite la communication sur son orientation, elle ne peut être considérée comme une mesure mécanique permettant de vérifier si la politique monétaire est appropriée à un moment donné", avertissent les économistes de la banque centrale. (...) "Il est temps de se pencher sur des questions plus pertinentes", a ainsi conseillé l'économiste en chef de la Banque centrale européenne, Philip Lane, dans un podcast de Bloomberg. La BCE va désormais devoir mener un travail de pilotage fin, reposant sur l'évolution des salaires, des prix et de la dynamique de l'économie européenne pour déterminer où arrêter précisément le curseur de la baisse des taux. Et ce n'est pas forcément au taux neutre. (...)

Plus d'un quart des banquiers centraux européens seront renouvelés cette année. Sept des vingt-six membres que compte le Conseil des gouverneurs de la BCE arrivent en effet en fin de mandat en 2025. Cela pourrait peut-être modifier l'équilibre des forces à Francfort ».

De même, et également dans Les Echos, Nicolas Goetzmann fait paraître le jeudi 13 février un article pour interroger la politique monétaire de la BCE :

« Alors que "l'instabilité politique" est régulièrement pointée du doigt comme cause du ralentissement de l'économie française, la politique menée par la Banque centrale européenne (BCE) mérite d'être interrogée. Entre une inflation inférieure à 2 %, un retournement du marché de l'emploi et une baisse des investissements des entreprises, **la poursuite de sa politique restrictive** apparaît bien davantage comme la première cause de la dégradation des fondamentaux de l'économie du pays. (...)

Dans **une note publiée le 7 février dernier**, les équipes de recherche de la BCE ont estimé que le taux "neutre", c'est-à-dire le niveau de taux au-delà duquel la politique monétaire freine le niveau d'activité est compris entre 1.75 et 2.25 %, ce qui signifie que les taux actuels de la BCE, à 2.75 %, exercent encore aujourd'hui une pression baissière sur l'économie européenne. Le ralentissement n'est donc pas une surprise, et l'instabilité politique française a bon dos ».

**Les mercredi 12 et vendredi 14, deux discours qui changent considérablement la donne internationale et la situation géopolitique, celui de Pete HEGSETH, le Secrétaire d'État à la Défense, le 12 à Bruxelles, et celui de James David VANCE, Vice-Président, à Munich.**

- **Discours de P. Hegseth, à l'ouverture de la réunion du Groupe de contact pour la défense de l'Ukraine :**

« Chers amis, bonjour,

Monsieur le Secrétaire Healy, je vous remercie pour votre leadership, tant pour l'organisation de cette réunion que pour votre rôle à la tête du Groupe de contact sur la défense de l'Ukraine (UDCG).

C'est ma première réunion dans ce cadre et je suis honoré de vous rejoindre aujourd'hui.

Je vous remercie également pour l'opportunité de partager l'approche du président Trump concernant la guerre en Ukraine.

Comme vous l'avez dit, Monsieur le Secrétaire, nous sommes à un moment critique. Alors que la guerre approche de son troisième anniversaire, notre message est clair : le bain de sang doit cesser. Cette guerre doit prendre fin.

Le Président Trump a été clair avec le peuple américain - et avec nombre de vos dirigeants - sur le fait que mettre fin aux combats et parvenir à une paix durable est une priorité absolue.

Il entend mettre un terme à ce conflit par la diplomatie, en réunissant la Russie et l'Ukraine autour de la table des négociations. Le département américain de la Défense contribuera à atteindre cet objectif.

Nous ne parviendrons à mettre fin à cette guerre dévastatrice et à établir une paix durable qu'en associant la force des alliés à une évaluation réaliste de la situation sur le champ de bataille.

Comme vous, nous voulons une Ukraine souveraine et prospère. Mais nous devons commencer par reconnaître qu'un retour aux frontières ukrainiennes d'avant 2014 est un objectif irréaliste.

Poursuivre cet objectif illusoire ne ferait que prolonger la guerre et engendrer davantage de souffrances.

Une paix durable pour l'Ukraine doit inclure des garanties de sécurité robustes pour empêcher la reprise du conflit. Cela ne doit pas être un Minsk 3.0.

Cela étant dit, les États-Unis ne considèrent pas que l'adhésion de l'Ukraine à l'OTAN soit une issue réaliste à un accord négocié. À la place, toute garantie de sécurité devra être appuyée par des troupes européennes et non européennes en capacité d'agir.

Si ces troupes devaient être déployées en tant que forces de maintien de la paix en Ukraine à un moment donné, elles devraient l'être dans le cadre d'une mission hors du cadre de l'OTAN et ne devraient pas être couvertes par l'article 5. Il doit également y avoir une surveillance internationale robuste de la ligne de contact.

Pour être clair, dans le cadre de toute garantie de sécurité, aucune troupe américaine ne sera déployée en Ukraine.

Pour faciliter une diplomatie efficace et réduire les prix de l'énergie qui financent la machine de guerre russe, le Président Trump libère la production énergétique américaine et encourage d'autres nations à faire de même. Des prix de l'énergie plus bas, combinés à une application plus stricte des sanctions énergétiques, contribueront à amener la Russie à la table des négociations.

La protection de la sécurité européenne doit être une priorité pour les membres européens de l'OTAN. Dans ce cadre, l'Europe doit fournir la majorité écrasante de l'aide létale et non létale à l'Ukraine dans le futur.

Les membres de ce Groupe de contact doivent être à la hauteur de la situation. Cela signifie : donner davantage de munitions et d'équipements. Exploiter les avantages comparatifs. Élargir votre base industrielle de défense. Et surtout : être honnête avec vos citoyens sur la menace qui pèse sur l'Europe.

Une partie de cette transparence consiste à leur dire clairement que cette menace ne peut être affrontée qu'en investissant davantage dans la défense. 2 % du PIB ne suffisent pas ; le Président Trump a appelé à 5 %, et je partage son avis. Augmenter votre engagement envers votre propre sécurité est un investissement pour l'avenir. Un investissement, comme vous l'avez dit, Monsieur le Secrétaire, pour une paix fondée sur la force.

Nous sommes également ici aujourd'hui pour exprimer clairement et sans ambiguïté une réalité stratégique incontournable : les États-Unis ne peuvent plus être principalement concentrés sur la sécurité de l'Europe. Les États-Unis font face à des menaces directes contre notre propre territoire. Nous devons - et nous sommes en train de - donner la priorité à la sécurité de nos propres frontières. Nous faisons également face à un concurrent stratégique majeur : la Chine communiste, qui a les capacités et l'intention de menacer notre territoire et nos intérêts fondamentaux dans l'Indo-Pacifique. Les États-Unis priorisent la dissuasion d'un conflit avec la Chine dans le Pacifique, reconnaissent la rareté des ressources et effectuent les arbitrages nécessaires pour garantir que la dissuasion ne faillit pas. La dissuasion ne doit pas échouer - pour le bien de tous.

Alors que les États-Unis redéfinissent leurs priorités face à ces menaces, les alliés européens doivent prendre l'initiative. Ensemble, nous pouvons établir une répartition des tâches qui maximise nos avantages comparatifs respectifs en Europe et dans le Pacifique. Dans mes premières semaines en tant que Secrétaire à la Défense, sous le leadership du Président Trump, nous avons vu des signes encourageants montrant que l'Europe prend conscience de la menace, comprend ce qu'il faut faire, et commence à agir. Par exemple, la Suède a récemment annoncé son plus grand paquet d'aide. Nous les félicitons pour leur engagement de 1,2 milliard de dollars en munitions et en matériel essentiel. La Pologne dépense déjà 5 % de son PIB en défense, ce qui constitue un modèle pour le continent. Et 14 pays co-dirigent des "coalitions de capacités", qui font un excellent travail pour coordonner l'aide létale européenne dans huit domaines clefs. Ce sont des premiers pas. Davantage doit encore être fait. Nous appelons chacun de vos pays à respecter les engagements que vous avez pris. Et nous vous mettons au défi, vous et vos citoyens, de redoubler d'efforts et de vous réengager, non seulement pour les besoins immédiats de sécurité de l'Ukraine, mais aussi pour les objectifs de défense et de dissuasion à long terme de l'Europe.

Notre alliance transatlantique a perduré pendant des décennies. Et nous nous attendons pleinement à ce qu'elle soit maintenue pour les générations à venir. Mais cela n'arrivera plus tout seul. Cela nécessitera que nos alliés européens s'impliquent pleinement et prennent la responsabilité de leur propre sécurité conventionnelle sur le continent. Les États-Unis restent engagés envers l'OTAN et le partenariat de défense avec l'Europe. Point. Mais les États-Unis ne toléreront plus une relation déséquilibrée qui encourage la dépendance. Au contraire : notre relation visera à renforcer l'Europe afin qu'elle assume pleinement la responsabilité de sa propre sécurité. L'honnêteté sera notre politique à l'avenir — mais toujours dans un esprit de solidarité.

Le Président Trump est impatient de travailler ensemble, de poursuivre cette discussion franche entre amis, et de parvenir à la paix par la force - ensemble. Merci ».

#### • Discours de J. D. Vance à la « msc », Conférence sur la sécurité à Munich :

« Merci à tous les délégués, sommités et professionnels des médias rassemblés, et merci tout particulièrement à notre hôte de la Conférence de Munich sur la sécurité d'avoir pu organiser un événement aussi incroyable. Nous sommes, bien sûr, ravis d'être ici.

L'une des choses dont je voulais parler aujourd'hui, ce sont bien sûr nos valeurs communes.

C'est formidable d'être de retour en Allemagne. Comme vous l'avez entendu tout à l'heure, j'étais ici l'année dernière en tant que sénateur des États-Unis. J'ai croisé le ministre britannique des Affaires étrangères David Lammy qui plaisantait en disant que nous avions tous les deux des postes différents l'année dernière de ceux que nous avons maintenant.

Mais il est désormais temps, dans nos pays, pour tous ceux qui ont eu la chance de se voir confier un pouvoir politique par nos peuples respectifs, de l'utiliser à bon escient pour améliorer leur vie. Et je tiens à dire que j'ai eu la chance, pendant mon séjour ici, de passer un peu de temps en dehors des murs de cette conférence au cours des dernières 24 heures. Et j'ai été très impressionné par l'hospitalité des gens alors qu'ils sont encore sous le choc de l'horrible attentat d'hier. La première fois que je suis venu à Munich, c'était avec ma femme, qui est ici avec moi aujourd'hui pour un voyage personnel. J'ai toujours aimé la ville de Munich et j'ai toujours aimé ses habitants.

Je tiens à dire que nous sommes très émus et que nos pensées et nos prières vont à Munich et à toutes les personnes touchées par le mal qui a été infligé à cette belle communauté. Nous pensons à vous, nous prions pour vous et il va de soi que nous vous soutiendrons dans les jours et les semaines à venir. (J'espère que ce n'est pas la dernière salve d'applaudissements que je recevrai). Mais nous sommes réunis à cette conférence, bien sûr, pour discuter de sécurité.

Habituellement, nous parlons des menaces qui pèsent sur notre sécurité extérieure et je vois de nombreux haut gradés réunis ici aujourd'hui. Mais alors que l'administration Trump est très préoccupée par la sécurité européenne et croit que nous pouvons parvenir à un règlement raisonnable entre la Russie et l'Ukraine, nous pensons également qu'il est important que l'Europe prenne des mesures importantes dans les années à venir pour assurer sa propre défense. Car la menace qui m'inquiète le plus vis-à-vis de l'Europe n'est pas la Russie, ce n'est pas la Chine, ce n'est aucun autre acteur extérieur.

Et ce qui m'inquiète, c'est la menace de l'intérieur : le recul de l'Europe sur certaines de ses valeurs les plus fondamentales. Des valeurs partagées avec les États-Unis. Or j'ai été frappé qu'un ancien commissaire européen puisse récemment s'exprimer à la télévision pour se réjouir que le gouvernement roumain annule une élection présidentielle. Il a averti que si les choses ne se déroulaient pas comme prévu, la même chose pourrait se produire en Allemagne également. Ces déclarations cavalières sont choquantes pour les oreilles américaines.

Pendant des années, on nous a dit que tout ce que nous finançons et soutenions l'était au nom de nos valeurs démocratiques communes. Tout — de notre politique envers l'Ukraine au numérique — est présenté comme une défense de la démocratie. Mais lorsque nous voyons des tribunaux européens annuler des élections et de hauts fonctionnaires menacer d'en annuler d'autres, nous devons nous demander si nous nous imposons des normes suffisamment élevées. Et je dis "nous" parce que je crois fondamentalement que nous sommes dans la même équipe. Nous devons faire plus que parler de valeurs démocratiques. Nous devons les vivre maintenant, dans la mémoire vivante de beaucoup d'entre vous dans cette salle. La guerre froide a opposé les défenseurs de la démocratie à des forces beaucoup plus tyranniques sur ce continent. Considérez le camp dans ce combat qui a censuré les dissidents, qui a fermé les églises, qui a annulé les élections : étaient-ils les gentils ? Certainement pas. Et Dieu merci, ils ont perdu la Guerre froide. Ils ont perdu parce qu'ils n'ont ni apprécié ni respecté tous les bienfaits extraordinaires de la liberté. La liberté de surprendre, de faire des erreurs, d'inventer, de construire. Il s'avère que l'on ne peut pas imposer l'innovation ou la créativité, tout comme on ne peut pas forcer les gens à penser, à ressentir ou à croire. Et ces deux choses sont sans aucun doute liées. Malheureusement, quand je regarde l'Europe aujourd'hui, on ne sait pas toujours très bien ce qui est arrivé à certains des vainqueurs de la Guerre froide. Je regarde Bruxelles, où des commissaires européens avertissement les citoyens qu'ils ont l'intention de fermer les réseaux sociaux en période de troubles civils dès qu'ils repèrent ce qu'ils ont jugé être, je cite, du "contenu haineux". Ou bien dans ce pays même, où la police a mené des descentes contre des citoyens soupçonnés d'avoir posté des commentaires antiféministes en ligne dans le cadre, je cite toujours, de la lutte contre la misogynie sur Internet. Je me tourne vers la Suède, où le gouvernement a condamné il y a deux semaines un activiste chrétien pour avoir participé à des incendies de Corans, qui ont entraîné le meurtre de son ami. Comme Comme l'a fait remarquer de manière effrayante le juge dans son affaire, les lois suédoises, censées protéger la liberté d'expression, n'accordent pas, et je cite, "un laissez-passé" pour faire ou dire n'importe quoi sans risquer d'offenser le groupe qui détient cette croyance. Peut-être plus inquiétant encore, je me tourne vers nos très chers amis du Royaume-Uni, où le recul des droits de conscience a mis en péril les libertés fondamentales des Britanniques, en particulier des croyants. Il y a un peu plus de deux ans, le gouvernement britannique a accusé Adam Smith Connor, un kinésithérapeute de 51 ans et ancien combattant, du crime odieux d'avoir prié en silence pendant trois minutes à 50 mètres d'une clinique d'avortement. Il n'a gêné personne, n'a interagi avec personne ; il a simplement prié en silence. Après que les forces de l'ordre britanniques l'eurent repéré et lui eurent demandé pour quelle raison il priait, Adam a répondu simplement qu'il priait pour le fils qu'il aurait pu avoir avec son ex-petite amie et qu'ils avaient fait avorter des années auparavant. Les agents sont restés de marbre et Adam a été reconnu coupable d'avoir enfreint la nouvelle loi gouvernementale sur les "zones tampons", qui criminalise la prière silencieuse et d'autres actions susceptibles d'influencer la décision d'une personne dans un rayon de 200 mètres autour d'un centre d'avortement. Il a été condamné à payer des milliers de livres de frais de justice à l'accusation. J'aimerais pouvoir dire que c'était un hasard, un exemple unique et fou d'une loi mal écrite, promulguée contre une seule personne — mais non. En octobre dernier, il y a quelques mois à peine, le gouvernement écossais a commencé à distribuer des lettres aux citoyens dont les maisons se trouvaient dans des zones dites "d'accès sécurisé", les avertissant que même la prière privée chez eux pouvait constituer une infraction à la loi. Naturellement, le gouvernement a exhorté les lecteurs à signaler tout citoyen soupçonné de crime d'opinion en Grande-Bretagne et dans toute l'Europe. La liberté d'expression, je le crains, est en recul. Et dans un souci d'humour, chers amis, mais aussi dans un souci de vérité, je serai prêt à admettre que parfois, les voix les plus fortes en faveur de la censure ne viennent pas d'Europe mais de mon propre pays — où l'administration précédente a menacé et intimidé les réseaux sociaux pour qu'ils censurent ce qu'elle appelait la désinformation. La désinformation, comme par exemple l'idée que le coronavirus s'était probablement échappé d'un laboratoire en Chine. Notre propre gouvernement a encouragé les

entreprises privées à faire taire les personnes qui osaient dire ce qui s'est avéré être une vérité évidente. Je viens donc ici aujourd'hui non seulement avec une observation, mais aussi avec une proposition. L'administration Biden semblait prête à tout pour faire taire les gens qui exprimaient leur opinion : l'administration Trump fera exactement le contraire. Et j'espère que nous pourrons travailler ensemble à Washington. Il y a un nouveau shérif en ville. Sous la direction de Donald Trump, nous pouvons être en désaccord avec vos opinions, mais nous nous battons pour défendre votre droit de les exprimer sur la place publique. Êtes-vous d'accord ? Nous en sommes au point où la situation est devenue si critique qu'en décembre dernier, la Roumanie a carrément annulé les résultats d'une élection présidentielle sur la base des vagues soupçons d'une agence de renseignement et des énormes pressions de ses voisins continentaux. Si j'ai bien compris, l'argument était que la désinformation russe avait infecté les élections roumaines. Mais je demanderais à mes amis européens de prendre du recul : vous pouvez penser qu'il est mal que la Russie achète des publicités sur les réseaux sociaux pour influencer vos élections. Nous le pensons également. Vous pouvez même le condamner sur la scène mondiale. Mais si votre démocratie peut être détruite avec quelques centaines de milliers de dollars de publicité numérique provenant d'un pays étranger, alors c'est qu'elle n'était pas très solide au départ. La bonne nouvelle, c'est que je pense que vos démocraties sont nettement moins fragiles que ce que beaucoup de gens craignent apparemment. Et je pense fondamentalement que permettre à nos citoyens d'exprimer leur opinion les rendra encore plus forts. Ce qui, bien sûr, nous ramène à Munich — où les organisateurs de cette conférence ont interdit aux législateurs représentant les partis populistes de gauche et de droite de participer à ces conversations. Or là encore, nous ne sommes pas obligés d'être d'accord avec tout ou partie de ce que les gens disent, mais lorsque des personnes, lorsque des dirigeants politiques représentent une circonscription importante, il nous incombe au moins de dialoguer avec eux. Or pour beaucoup d'entre nous, de l'autre côté de l'Atlantique, tout cela ressemble de plus en plus à de vieux intérêts bien établis qui se cachent derrière des mots hideux de l'époque soviétique tels que désinformation et mésinformation, et qui n'aiment tout simplement pas l'idée que quelqu'un ayant un point de vue différent puisse exprimer une opinion différente ou, Dieu nous en préserve, voter différemment ou, pire encore, gagner une élection.

Nous sommes à une conférence sur la sécurité. Et je suis sûr que vous êtes tous venus ici prêts à parler de la manière exacte dont vous comptez augmenter les dépenses de défense au cours des prochaines années, conformément à un nouvel objectif que vous vous êtes fixé. Et c'est très bien car, comme le président Trump l'a clairement indiqué, il estime que nos amis européens doivent jouer un rôle plus important dans l'avenir de ce continent. Nous ne pensons pas que vous entendiez bien ce terme de partage du fardeau — mais nous pensons qu'il est important, dans le cadre d'une alliance commune, que les Européens prennent le relais pendant que l'Amérique se concentre sur les régions du monde qui sont en grand danger. Mais laissez-moi également vous demander comment vous allez même commencer à réfléchir aux questions budgétaires si nous ne savons pas ce que nous défendons en premier lieu ? J'ai eu de très nombreuses conversations intéressantes avec beaucoup de personnes réunies ici dans cette salle. J'ai beaucoup entendu parler de ce dont vous avez besoin pour vous défendre — et, bien sûr, c'est important. Mais ce qui m'a semblé un peu moins clair, et certainement à de nombreux citoyens européens, c'est la raison exacte pour laquelle vous vous défendez : quelle est la vision positive qui anime ce pacte de sécurité partagé que nous considérons tous comme si important ? Or je crois profondément qu'il n'y a pas de sécurité si vous avez peur des voix, des opinions et de la conscience qui guident votre propre peuple. L'Europe est confrontée à de nombreux défis, mais la crise à laquelle ce continent est actuellement confronté, la crise à laquelle nous sommes tous confrontés ensemble, je crois, est une crise que nous avons nous-mêmes provoquée. Si vous craignez vos propres électeurs, l'Amérique ne peut rien faire pour vous. D'ailleurs, vous ne pouvez rien faire non plus pour le peuple américain qui m'a élu et qui a élu le président Trump. Vous avez besoin de mandats démocratiques pour accomplir quoi que ce soit de valable dans les années à venir. N'avons-nous rien appris ? Que les mandats faibles produisent des résultats instables ? Mais il y a tant de choses utiles qui peuvent être accomplies avec le type de mandat démocratique qui, je pense, viendra d'une plus grande écoute des voix de vos citoyens. Si vous voulez profiter d'économies compétitives, si vous voulez profiter d'une énergie abordable et de chaînes d'approvisionnement sûres, alors vous avez besoin de mandats pour gouverner, car vous devez faire des choix difficiles pour profiter de toutes ces choses. Nous le savons très bien en Amérique : on ne peut pas obtenir un mandat démocratique en censurant ses adversaires ou en les mettant en prison, qu'il s'agisse

du chef de l'opposition, d'un humble chrétien en train de prier ou d'un journaliste qui tente de rapporter l'actualité. On ne peut pas non plus en obtenir un en ignorant son électorat de base sur des questions aussi centrales que celle de savoir qui peut faire partie de notre société commune. Et de tous les défis urgents auxquels sont confrontés les pays représentés ici, je crois qu'il n'y a rien de plus urgent que l'immigration de masse. Aujourd'hui, près d'une personne sur cinq vivant dans ce pays est venue de l'étranger. C'est bien sûr un record historique. C'est un chiffre similaire, d'ailleurs, aux États-Unis, également un record historique. Le nombre d'immigrés entrés dans l'Union en provenance de pays non membres de l'Union a doublé rien qu'entre 2021 et 2022. Et bien sûr, il a encore augmenté depuis. Et nous connaissons cette situation. Elle ne vient pas de nulle part. C'est le résultat d'une série de décisions conscientes prises par des politiciens de tout le continent et d'autres à travers le monde sur une période d'une décennie. Nous avons vu les horreurs engendrées par ces décisions hier dans cette ville même. Je ne peux pas en parler sans penser aux terribles victimes qui ont vu une belle journée d'hiver à Munich gâchée. Nos pensées et nos prières les accompagnent et les accompagneront toujours. Mais pourquoi cela s'est-il produit ? C'est une histoire terrible, mais que nous avons entendue bien trop souvent en Europe et, malheureusement, bien trop souvent aussi aux États-Unis. Un demandeur d'asile, souvent un jeune homme d'une vingtaine d'années, déjà connu de la police, fonce dans une foule avec sa voiture et détruit une communauté. Combien de fois devrons-nous subir ces revers épouvantables avant de changer de cap et de donner une nouvelle direction à notre civilisation commune ? Aucun électeur de ce continent n'est allé aux urnes pour ouvrir les vannes à l'entrée non contrôlée de millions d'immigrés. Les Anglais ont voté pour le Brexit. Que vous soyez d'accord ou non, ils ont voté pour. Et de plus en plus, partout en Europe, les gens votent pour des dirigeants politiques qui promettent de mettre fin à une immigration incontrôlée. Il se trouve que je partage bon nombre de ces préoccupations mais vous n'êtes pas obligé d'être d'accord avec moi. Je pense simplement que les gens se soucient de leur foyer, de leurs rêves, de leur sécurité et de leur capacité à subvenir à leurs besoins et à ceux de leurs enfants. Et ils sont intelligents. Je pense que c'est l'une des choses les plus importantes que j'ai apprises au cours de mon bref passage en politique. Contrairement à ce que l'on peut entendre à Davos, les citoyens de tous nos pays ne se considèrent généralement pas comme des animaux éduqués ou comme des rouages interchangeables d'une économie mondiale. Et il n'est guère surprenant qu'ils ne veuillent pas être ballotés ou impitoyablement ignorés par leurs dirigeants. C'est le rôle de la démocratie de trancher ces grandes questions par les urnes. Je crois que rejeter les gens, rejeter leurs préoccupations ou, pire encore, fermer les médias, interrompre les élections ou exclure les gens du processus politique ne protège rien. En fait, c'est le moyen le plus sûr de détruire la démocratie. S'exprimer et exprimer ses opinions n'est pas une ingérence électorale, même lorsque les gens expriment des opinions en dehors de votre propre pays, et même lorsque ces personnes sont très influentes. Et croyez-moi, je dis cela avec humour, si la démocratie américaine peut survivre à dix ans de réprimandes de Greta Thunberg, vous pouvez survivre à quelques mois d'Elon Musk. Mais ce à quoi aucune démocratie, qu'elle soit allemande, américaine ou européenne, ne survivra, c'est de dire à des millions d'électeurs que leurs pensées et leurs préoccupations, leurs aspirations, leurs demandes d'aide sont invalides ou ne méritent même pas d'être prises en considération. La démocratie repose sur le principe sacré que la voix du peuple compte. Il n'y a pas de place pour les cordons sanitaires. Soit vous défendez le principe, soit vous ne le faites pas. Le peuple européen a une voix. Les dirigeants européens ont le choix. Je suis fermement convaincu que nous n'avons pas à avoir peur de l'avenir. Vous pouvez accepter ce que votre peuple vous dit, même si c'est surprenant, même si vous n'êtes pas d'accord. Et si vous le faites, vous pouvez affronter l'avenir avec certitude et confiance, en sachant que la nation vous soutient tous. C'est là, pour moi, que réside la grande magie de la démocratie. Elle ne se trouve pas derrière les murs en pierre épaisse de ces bâtiments ou ces beaux hôtels. Elle ne se trouve même pas dans les grandes institutions que nous avons construites ensemble en tant que société partagée. Croire en la démocratie, c'est comprendre que chacun de nos citoyens a de la sagesse et une voix. Et si nous refusons d'écouter cette voix, même nos combats les plus fructueux n'aboutiront à rien. Comme l'a dit un jour le pape Jean-Paul II, qui est à mon avis l'un des plus grands défenseurs de la démocratie sur ce continent ou ailleurs : n'ayez pas peur. Nous ne devons pas avoir peur de notre peuple, même lorsqu'il exprime des opinions qui ne sont pas en accord avec ses dirigeants. Merci à tous. Bonne chance à vous tous. Que Dieu vous bénisse ».

**Note 1 : le lundi 17**, à l'initiative du Président Macron, les dirigeants d'une dizaine de pays européens se sont rencontrés à l'Élysée sur l'Ukraine et sur la sécurité en Europe, suite aux deux discours ci-dessus transcrits.

Mais cette réunion ne fait pas l'unanimité au sein des États membres. Par exemple, le gouvernement hongrois l'a vivement critiquée : « aujourd'hui, à Paris, des dirigeants européens frustrés, pro-guerre et anti-Trump se réunissent pour empêcher un accord de paix en Ukraine » a déclaré le ministre des Affaires étrangères.

Comme le commente le lendemain Guillaume Lagane lors d'un entretien accordé à Atlantico.fr, « Cette réunion est le produit du choc subi par l'opinion publique européenne et les dirigeants de l'UE suite aux déclarations du vice-président américain. Les élites européennes ont été particulièrement marquées après la conférence de Munich sur la sécurité. Cette conférence, organisée depuis les années 1970, est d'ordinaire peu féconde en grandes déclarations, même si l'on se souvient qu'en 2007, Vladimir Poutine y avait énoncé ses objectifs de politique étrangère. Il avait alors affirmé que l'impérialisme américain était responsable de tous les maux de la planète et qu'il entendait le combattre. Depuis, la conférence de Munich sur la sécurité avait généralement un ton assez consensuel et réunissait les dirigeants occidentaux autour d'un agenda atlantiste. Cette année, le discours du vice-président des Etats-Unis, JD Vance, a été un véritable coup de massue pour les Européens. Il a en effet repris bon nombre des arguments employés par la Russie contre les démocraties d'Europe occidentale, affirmant qu'elles persécutent les minorités religieuses, qu'elles brident la liberté d'expression et qu'elles excluent une partie de l'électorat, notamment ceux qui votent pour les partis populistes ou d'extrême droite.

La réunion de Paris a constitué une forme de groupe de parole pour des dirigeants européens choqués par l'attitude des États-Unis. Ils découvraient en effet un visage de l'Amérique qu'ils n'avaient pas l'habitude de voir. Depuis 1949, avec la signature du traité de l'Atlantique Nord et plus généralement depuis la Seconde Guerre mondiale, une communauté de valeurs fondée sur la démocratie libérale et le capitalisme liait les deux rives de l'Atlantique.

Or, il y a aujourd'hui une divergence très forte entre les États-Unis de Donald Trump et les dirigeants européens. Même ceux qui sont plutôt proches de Trump, comme Giorgia Meloni, ne vont pas aussi loin que JD Vance dans leurs critiques du modèle occidental.

Cette réunion de Paris avait donc un aspect psychologique, avec le sentiment que le fossé entre les deux rives de l'Atlantique n'avait jamais été aussi profond. Les conséquences géopolitiques d'une telle fracture sont vertigineuses.

*Selon la présidente de la Commission européenne, Ursula von der Leyen, et le président du Conseil européen, Antonio Costa, cette réunion a "réaffirmé que l'Ukraine mérite la paix par la force". Qu'attendre de cette rencontre sur la question de la défense de l'Ukraine en cas de retrait américain ?*

Il faudra attendre concrètement de voir quelles seront les décisions prises grâce à cette réunion. Cependant, la réponse européenne devrait effectivement aller dans ce sens. Les pays de l'Union européenne souhaitent répondre aux critiques formulées par les Américains qui affirment en substance que l'Ukraine est une affaire européenne, leur priorité étant la Chine et la région Asie-Pacifique. Les Américains considèrent qu'il est temps que les Européens assurent eux-mêmes la sécurité du Vieux Continent.

À cet égard, il faut souligner l'extrême cohérence du discours américain, qui a toujours insisté sur la nécessité pour l'Europe de prendre plus de responsabilités, et ce bien avant l'administration Trump. Cette position valide également le discours européen lui-même, puisque de nombreux dirigeants se sont ralliés à l'idée d'une autonomie stratégique européenne et du pilier européen au sein de l'OTAN. (...)

*Le chancelier allemand, Olaf Scholz, a évoqué la possibilité de mettre fin à la règle d'or sur le budget, ce qui leverait un tabou et remettrait en question un dogme en Allemagne, permettant ainsi de renforcer les dépenses dans le domaine de la défense. Keir Starmer, le Premier ministre britannique, a lui aussi évoqué la possibilité de faire davantage d'efforts dans le cadre des investissements en matière de défense pour l'UE. Pourrait-on assister à un tournant, avec davantage de moyens débloqués par les pays de l'Union européenne pour la défense européenne et l'Ukraine ?*

Rien ne doit être exclu. Une phrase de Lénine illustre bien la situation actuelle : “Il y a des décennies où rien ne se passe ; et il y a des semaines où des décennies se produisent“. Nous sommes à l'aube d'une

semaine décisive pour la défense européenne. L'annonce du chancelier Olaf Scholz ouvre la possibilité d'un emprunt destiné à financer cette défense européenne.

La présence de Keir Starmer à Paris est également intéressante. Depuis le Brexit en 2016, le Royaume-Uni est exclu de l'Union européenne. Mais face à la menace, tout le monde redécouvre le caractère profondément européen de la puissance britannique, qui a été conviée à ces discussions.

Ces annonces restent toutefois fragiles car deux grands obstacles se posent. Le premier concerne les règles budgétaires européennes, conçues pour garantir la stabilité financière du continent. Si elles sont contournées pour relancer la défense, cela pourrait fragiliser une économie déjà en difficulté. Le rapport Draghi de la fin de l'année dernière mettait l'accent sur l'impératif du désendettement. Il serait donc sans doute préférable d'explorer d'autres solutions que l'endettement, par exemple en réformant le modèle social européen. L'Europe représente en effet à elle seule la moitié des dépenses sociales mondiales.

Le deuxième défi consiste à convaincre les opinions publiques de la nécessité de cet effort de défense pour garantir la sécurité de l'Ukraine et de l'Europe. Le chancelier Scholz, par ailleurs, est sur le départ. La semaine prochaine, il ne sera probablement plus en fonction, battu par l'opposition conservatrice suite aux élections en Allemagne. Il faudra voir si Friedrich Merz adoptera la même position. En France, le président Macron est lui aussi confronté à des difficultés, n'ayant pas de majorité à l'Assemblée nationale.

Un effort de pédagogie rapide est donc nécessaire. Cependant, l'actualité pourrait aider à faire évoluer les mentalités. De nombreux Européens ont le sentiment d'un basculement stratégique. L'idée selon laquelle l'alliance avec les États-Unis garantit la sécurité de l'Europe, qui a longtemps prévalu, n'est plus une évidence depuis les déclarations de JD Vance. Même les pays historiquement atlantistes commencent à s'interroger sur la nécessité d'une autonomie européenne, car la confiance envers les États-Unis s'érode. (...) ».

La question de l'envoi de troupes au sol soulève deux débats. Le premier concerne la possibilité d'un envoi immédiat de soldats de l'UE alors que les combats font encore rage. Cette option, qui avait été évoquée par le président Macron l'été dernier, est soutenue aujourd'hui par le Royaume-Uni. Toutefois, très peu d'États y sont favorables, et son impact réel sur le conflit reste incertain.

Le second débat, peut-être plus pertinent, concerne le rôle des forces européennes en cas de cessez-le-feu ou de tentative de règlement diplomatique. Serait-il envisageable de déployer plusieurs dizaines de milliers de soldats européens pour garantir la sécurité de l'Ukraine ? Sur ce point, les Européens restent très divisés. La France et le Royaume-Uni y sont favorables, de même que certains États du nord de l'Europe, notamment les pays baltes et la Suède. En revanche, d'autres États s'y opposent, notamment ceux de la zone méditerranéenne, ainsi que l'Allemagne, où le pacifisme reste ancré. La Pologne, quant à elle, a une relation complexe avec l'Ukraine (...)

En réalité, les choses sont assez simples. Soit les Européens acceptent de se jeter à l'eau, soit ils décident de ne pas agir. Dans ce cas, il est difficile d'imaginer comment l'Ukraine pourrait obtenir une quelconque garantie de sécurité, puisque son adhésion à l'OTAN a été exclue par le président Trump et ne serait de toute façon pas acceptée par la Russie.

Il s'agit donc d'une véritable question existentielle. Il y a de nombreuses raisons de craindre qu'il ne se passera rien à cause de la réticence des opinions publiques européennes, de la fragilité des appareils militaires, des risques inhérents à une telle intervention. Mais le sentiment d'urgence est tel que les pays de l'Union européenne sont peut-être à un tournant.

Dans l'histoire, certaines grandes crises ont conduit à des avancées de cette nature, notamment lors de la crise de Suez en 1956. La France et l'Angleterre, humiliées par le retrait imposé du canal de Suez sous la pression des États-Unis et de l'URSS, avaient lancé, dès l'année suivante, avec l'Allemagne et quatre autres pays, le projet de construction européenne. Ainsi, face à une crise, des évolutions inattendues peuvent émerger. (...)

*Le chancelier Scholz a déclaré qu'il ne souhaitait pas accepter un diktat de paix, autrement dit, une capitulation de l'Ukraine. Que pourrait faire l'Europe en cas d'accord entre la Russie et les États-Unis ? Les pays de l'UE sont-ils capables de s'opposer aux décisions prises entre Trump et Poutine ?*

L'ouverture de négociations entre Donald Trump et Vladimir Poutine, même si les États-Unis semblent aujourd'hui rétropédaler en affirmant qu'il ne s'agira pas de véritables négociations, constitue un véritable séisme à l'échelle du continent. Jusqu'ici, les affaires européennes ont toujours été réglées en

Europe. On peut penser à la conférence d'Helsinki à la fin de la guerre froide, qui a réuni les deux blocs. Si l'on remonte plus loin dans l'histoire, il est frappant de constater que l'Europe avait l'habitude de décider pour les autres continents. La conférence de Berlin, à la fin du XIX<sup>e</sup> siècle, a défini les frontières actuelles de l'Afrique. Aujourd'hui, voir l'avenir de l'Est de l'Europe discuté au Moyen-Orient, en Arabie saoudite, constitue un véritable traumatisme historique pour les Européens. Ont-ils les moyens de s'opposer à ce qui pourrait être décidé par la Russie et les États-Unis ? L'Union européenne représente 500 millions d'habitants et constitue une grande puissance économique, pesant 15 % du PIB mondial. Les armées européennes ne sont pas négligeables. La France et le Royaume-Uni sont des puissances nucléaires.

Face au risque d'un diktat imposé à l'Ukraine, cette situation va constituer un électrochoc suffisant pour que l'Europe réagisse et propose à l'Ukraine un partenariat qui ne dépendrait pas des États-Unis. Cette situation sera totalement inédite et extrêmement complexe. La Russie aura alors remporté un immense succès, car l'un de ses objectifs, depuis l'URSS jusqu'à aujourd'hui, a toujours été de diviser les Occidentaux, de séparer les États-Unis et les Européens. Dans ce scénario, elle y serait parvenue.

Cela peut sembler difficile à imaginer mais il faut mesurer l'impact psychologique des annonces américaines. Le fait que le chancelier Scholz ait utilisé le terme diktat est très révélateur. Il faut rappeler que le diktat fait référence au traité de Versailles, imposé à l'Allemagne en 1919 par les Alliés. On se souvient des conséquences qu'il a eues en Allemagne, notamment l'ascension d'Hitler au pouvoir.

D'autres évoquent la négociation à Riyad comme une version moderne des accords de Munich, lors desquels la Tchécoslovaquie fut partagée sans même être présente à la table des discussions. Pour rappel, ces accords de 1938 ont été conclus entre Hitler, Mussolini et les dirigeants français et britanniques.

Ces références historiques, directement liées à la Seconde Guerre mondiale, sont profondément marquantes. Le fait que l'on parle aujourd'hui de diktat ou d'accords de Munich montre que les dirigeants européens envisagent des réponses radicales ».

**Note 2 :** Voici, selon le Kiel Institute for the World Economy (think tank situé en Allemagne), les principaux contributeurs à l'effort de guerre en Ukraine (Les Echos du 18 février) :

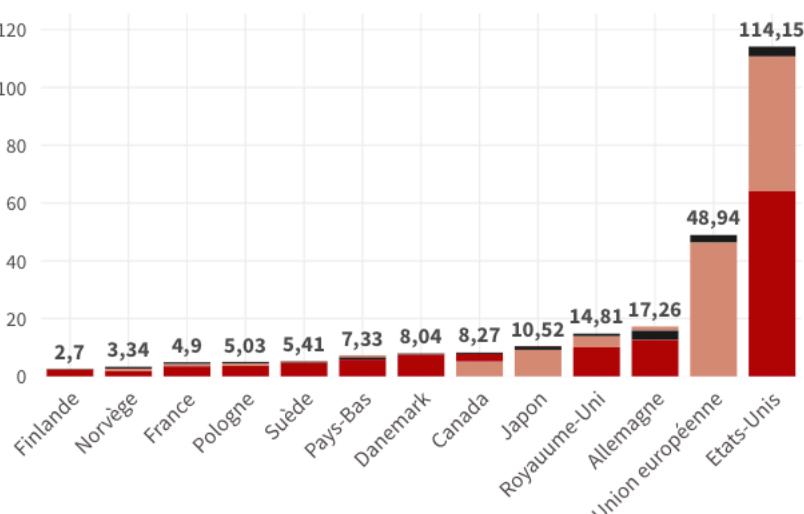
### Qui sont les principaux contributeurs à l'effort de guerre en Ukraine ?

Principales aides bilatérales accordées à l'Ukraine du 24 janvier 2022 (début du conflit) au 31 décembre 2024, par pays, en milliards d'euros

Sélectionnez un type d'aide ou affichez le total.

TOTAL ▾

Aide... ■ Financière ■ Humanitaire ■ Militaire



**Note 3 :** Concernant les marges de manœuvre budgétaires dont auraient forcément besoin les États membres pour financer un accroissement important de leurs dépenses militaires, la Présidente de la Commission Ursula von der Leyen a dit, lors de la Conférence sur la sécurité de Munich, son intention de recourir à la clause de sauvegarde du cadre de gouvernance européen. Mais il ne s'agit pas de la clause de sauvegarde générale prévue pour les cas de « crise économique sévère dans la zone euro ou l'UE dans son entiereté », comme cela a été fait lors de la pandémie puis prolongée à cause de la guerre en Ukraine. Il s'agit ici d'activer une clause de sauvegarde nationale, innovation du nouveau pacte de stabilité, prévue quand « des circonstances exceptionnelles en dehors du contrôle de l'État membre ont un effet majeur sur ses finances publiques ». Dans cette procédure, l'État membre qui souhaiterait exclure ses dépenses de défense du calcul de son déficit doit en faire la demande à la Commission qui, après analyse, doit faire une recommandation au Conseil Ecofin. Les ministres des Finances doivent ensuite se prononcer à la majorité qualifiée, dans les quatre semaines.

**Note 4 :** Dans Les Echos du 18 février, Gaspard Koenig porte un regard différent et très intéressant sur la conférence de Munich, en titrant « Tocqueville contre J.D. Vance » :

« (...) J'ai dû admettre que, bien dissimulé parmi les provocations et les exagérations, le message principal touche juste.

J'ai découvert J.D. Vance il y a une petite dizaine d'années en lisant son best-seller “Hillbilly Elegy”. Il y fait un récit poignant et très remarqué à l'époque de son enfance dans les classes populaires de l'Ohio, un de ces “fly-over states” (les “États que l'on survole en avion”) où l'élite progressiste des deux côtes ne met guère les pieds. (...) J.D. Vance raconte les difficultés, matérielles et surtout culturelles, qu'il a rencontrées pour s'extraire de Middletown, sa ville originale, et intégrer la prestigieuse université de Yale. Il s'indigne d'un système social qui, sous couvert de générosité, enferme ses bénéficiaires dans les limbes d'une existence sans espoir. (...)

Le discours du vice-président à Munich est la pure et simple traduction politique de son ressenti d'écrivain. (...) Que reproche le vice-président à l'Europe et, en miroir, aux États-Unis de l'ère pré-Trump ? Un dédain de ce peuple-là, d'abord en l'empêchant de s'exprimer via des restrictions excessives à la liberté d'expression puis, lors des échéances électorales, en ignorant sa voix.

Les exemples que Vance prend dans son discours sont contestables et trahissent une inquiétante ignorance du contexte européen. Ils reflètent néanmoins deux tendances réelles : le développement de phénomènes de censure au nom d'un respect excessif des identités et des croyances (dont la France de “Charlie Hebdo”, encore imprégnée de tradition républicaine, est mieux préservée que ses voisins nordiques), ainsi que le contournement de la volonté populaire par des élites convaincues de faire le bien des citoyens malgré eux et mettant en place des stratégies de barrage médiatiques et politiques. La question explicitement posée par le vice-président américain est celle de “nos valeurs communes”, c'est-à-dire de la définition de la démocratie dans un monde occidental idéologiquement menacé par l'émergence d'alternatives autoritaires. “Croire dans la démocratie, conclut le vice-président, c'est comprendre que chaque citoyen détient une part de vérité et une voix pour l'exprimer”. Même si cette vérité ne nous plaît pas. Une démocratie forte tolère les propos déviants. Elle préfère la réfutation à l'interdiction. Le désir de modération perpétuelle est le signe d'une société fébrile et peu sûre d'elle-même. En retour, l'Europe a aussi quelques bonnes leçons de philosophie politique à offrir aux États-Unis. La plus essentielle aujourd'hui, c'est que la démocratie ne saurait se réduire à la désignation d'un leader suprême. Lors de son voyage initiatique aux États-Unis, Tocqueville avait déjà été désagréablement surpris par la campagne présidentielle de 1831, produisant “toutes les passions factices que l'imagination peut créer” et générant une “perturbation profonde” sur le corps politique. Il en tira la conclusion (qu'il tenta en vain, plus tard, d'appliquer à la Constitution de la II<sup>e</sup> République) que la démocratie devait se protéger de sa dérive despotique inhérente en multipliant les contre-pouvoirs : associations, presse, autorités locales décentralisées, etc.

À la fin de son discours, Vance minimise l'importance des institutions, ce qui est hélas cohérent avec ses récentes déclarations contestant la légitimité des tribunaux et donc la séparation des pouvoirs. C'est une erreur profonde. Les institutions, protectrices des droits individuels contre la tyrannie de la majorité, sont précisément ce qui distingue la démocratie, gouvernement du peuple, de sa forme dégénérée, baptisée

“ochlocratie” par l’historien grec Polybe : le gouvernement des foules, ensorcelées par des démagogues. Que l’Europe embrasse la démocratie et que les États-Unis évitent l’ochlocratie : telle serait l’improbable recette pour que survive des deux côtés de l’Atlantique l’idéal d’une société libre et ouverte ».

De l’origine de ce long document consacré à l’Historique de l’euro au mois de novembre 2023 (voir ma réflexion personnelle du mercredi 22 novembre 2023 pour être précis), j’ai défendu personnellement une conception fédéraliste de la zone euro en particulier et de l’UE en général puis, sous l’effet non seulement des conséquences de la guerre en Ukraine mais aussi des contradictions et incohérences de la construction européenne, j’ai considéré le projet fédéraliste européen comme une utopie au moins à moyen terme. Le mercredi 27 décembre 2023, j’ai écrit la réflexion personnelle suivante : « après avoir défendu dans cet Historique avec conviction un avenir fédéral pour l’Europe, j’ai conscience aujourd’hui qu’il s’agit, au moins pour le moyen terme, d’une vision idyllique. Jean Garello a raison quand il qualifie l’UE actuelle de « centralisée, jacobine et bureaucratique » ; j’ajouterais même « trop peu démocratique ». Xavier Fournier n’a pas tort quand il écrit (Les Echos du mercredi 27) que « le “take back control” slogan des Brexiteurs passe, contrairement à leurs dires, par l’intégration européenne, principale valeur ajoutée pour nos souverainetés. Unis, les Européens sont renforcés sur la scène internationale. Ils “encaissent” mieux les crises mondiales à l’image du Covid-19 et de la guerre en Ukraine. La solidarité entre les Etats membres ainsi que notre capacité de relance commune sont de véritables atouts. Pour relever les défis majeurs du siècle, nous avons besoin de politiques globales dont les solutions se trouvent très souvent à l’échelle communautaire ». Mais, outre le manque de démocratie européenne et comme je l’ai souvent montré dans cet « Historique de l’euro », la zone euro n’a pas été correctement conçue et mise en œuvre parce qu’elle marche de guingois, avec une politique monétaire unique, donc fédérale (qui aggrave d’ailleurs l’hétérogénéité de la zone) et des politiques budgétaires nationales. S’ajoutent à cela plusieurs critiques que l’on est en droit de faire au fonctionnement effectif de l’UE d’aujourd’hui, trop soumis selon moi à des idéologies qui prennent la force de véritables dogmes et donc de carcans : il en est ainsi en particulier de l’application faite de l’ordolibéralisme et d’un « droits-de-l’homme » radical, donc excessif; ce qui peut amener, non pas certes à adopter une quelconque forme d’euro-scepticisme, mais à envisager sérieusement qu’il faille « refaire l’Europe sans en distraire les Nations », en reprenant pour de bon le slogan lancé par Georges Bidault en 1953, alors ministre des Affaires étrangères et Président du Conseil spécial de ministres de la CECA : « faire l’Europe sans défaire la France ».

Aujourd’hui, après les discours de P. Hegseth et de J.D. Vance, et après le rendez-vous entre les États-Unis et la Russie à Riyad (entre Marco Rubio, le Secrétaire d’État américain, et Sergueï Lavrov, le ministre des Affaires étrangères russe), je renoue avec ma conception fédéraliste, bravant les difficultés et les défis qu’une Europe fédérale comporte, parce que la « nécessité fait loi ». Je considère en effet comme absolument nécessaire et urgent d’accélérer autant qu’on peut la réalisation d’une Europe unie (donc privilégier l’approfondissement à l’élargissement, et concevoir éventuellement et temporairement une Europe à géométrie variable), forte et démocratique (donc nécessairement « débureaucratisée »), et donc de mettre en œuvre toutes les réformes qui s’imposent (sur ce point, certaines remarques faites par

J.D. Vance méritent d'être entendues) ; et, pour ce qui est de l'euro, il faut en assurer rapidement la pérennité en en réformant substantiellement le fonctionnement, en particulier dans le domaine budgétaire.

Les mardi 18 et mercredi 19, le site « touteurope.eu » donne plusieurs informations importantes avec en particulier trois cartes intéressantes :

- Sur la question militaire

« Nombre de militaires d'active dans les pays de l'UE :



Source: [Global Firepower \(2025\)](#), [Atlasocio \(2022\)](#) pour Chypre et Malte

Source : Global Firepower (2025), Atlasocio (2022) pour Chypre et Malte

Les pays les plus peuplés du monde sont aussi ceux qui comptent le plus de militaires actifs. En 2025, la Chine en possède plus de 2 millions et l'Inde pas moins de 1,45 million, les deux pays comptant 1,4 milliard d'habitants chacun. Les Etats-Unis ferment le podium, avec un effectif de plus d'1,3 million de militaires actifs pour une population proportionnellement bien moindre de 342 millions d'habitants.

À ces officiers en période d'activité (forces armées actives) peuvent s'ajouter des réservistes, des hommes et des femmes qui consacrent une partie de leur temps à la défense de leur pays sans en faire leur seul métier. Enfin, certains pays comptent des forces paramilitaires, organisées selon la discipline militaire mais hors des forces armées nationales et qui ne font donc pas officiellement partie des forces de sécurité de l'État.

À noter que sept États de l'Union européenne conservent un service militaire. C'est le cas par exemple de la Grèce, de l'Autriche, du Danemark, de la Finlande... Le service national est essentiel dans le cas de certains pays d'Europe pour assurer la défense de leur territoire. L'effectif de conscrits (engagés pour une durée de plusieurs mois) constitue une base importante pour ces pays, comme en Estonie, qui compte un nombre presque équivalent de militaires de carrière que de conscrits.

En termes d'effectifs, la Pologne compte l'armée la plus importante de l'Union européenne avec 202 100 militaires actifs (sur une population d'un peu moins de 37 millions d'habitants). Au second rang, les forces armées de France comptent 200 000 militaires d'active (sur une population de plus de 68 millions d'habitants), auxquels s'ajoutent 41 000 réservistes. L'Allemagne, pays le plus peuplé de l'Union avec une population de plus de 83 millions d'habitants, dispose de 181 600 militaires actifs et 33 000 réservistes.

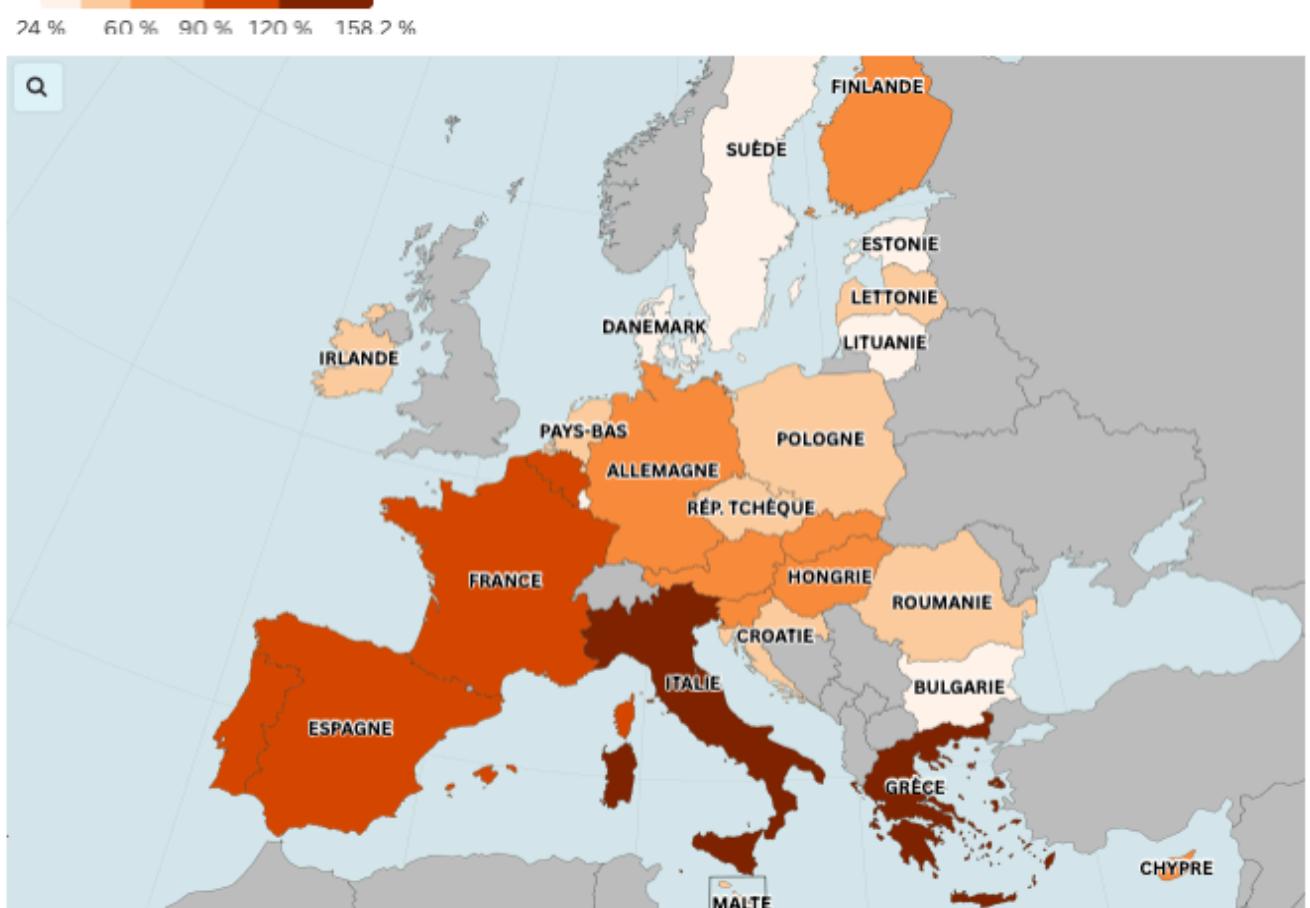
En quatrième position, l'Italie enregistre quant à elle 165 500 actifs (sur une population de plus de 58 millions d'habitants) et 18 000 réservistes. Parmi les États membres de l'UE qui jouissent d'effectifs militaires supérieurs à 100 000 actifs se trouvent également la Grèce (142 700) et l'Espagne (133 282).

La puissance militaire d'un État ne se mesure pas uniquement au nombre de ses effectifs humains. Ainsi, la puissance stratégique d'une nation peut reposer sur trois critères principaux : l'économie (qui s'appuie également sur la démographie et la géographie du pays), la technologie (ou l'innovation et la performance) et les moyens militaires. D'autres critères fondamentaux entrent en jeu tels que la détention de l'arme nucléaire, la capacité de projection de force, la possibilité de mener des opérations extérieures... Au sein de l'Union européenne, c'est la France qui possède l'armée la plus puissante en 2025, selon le site Global Firepower. Le classement la situe à la 7e place mondiale, juste derrière le Royaume-Uni. L'Italie, l'Allemagne et l'Espagne sont respectivement aux 10e, 14e et 17e rang mondial, juste avant l'Ukraine en 20e position ».

- Sur la question de la dette publique :

En % du PIB (3e trimestre 2024)

**iEurope**  
Comprendre l'Europe

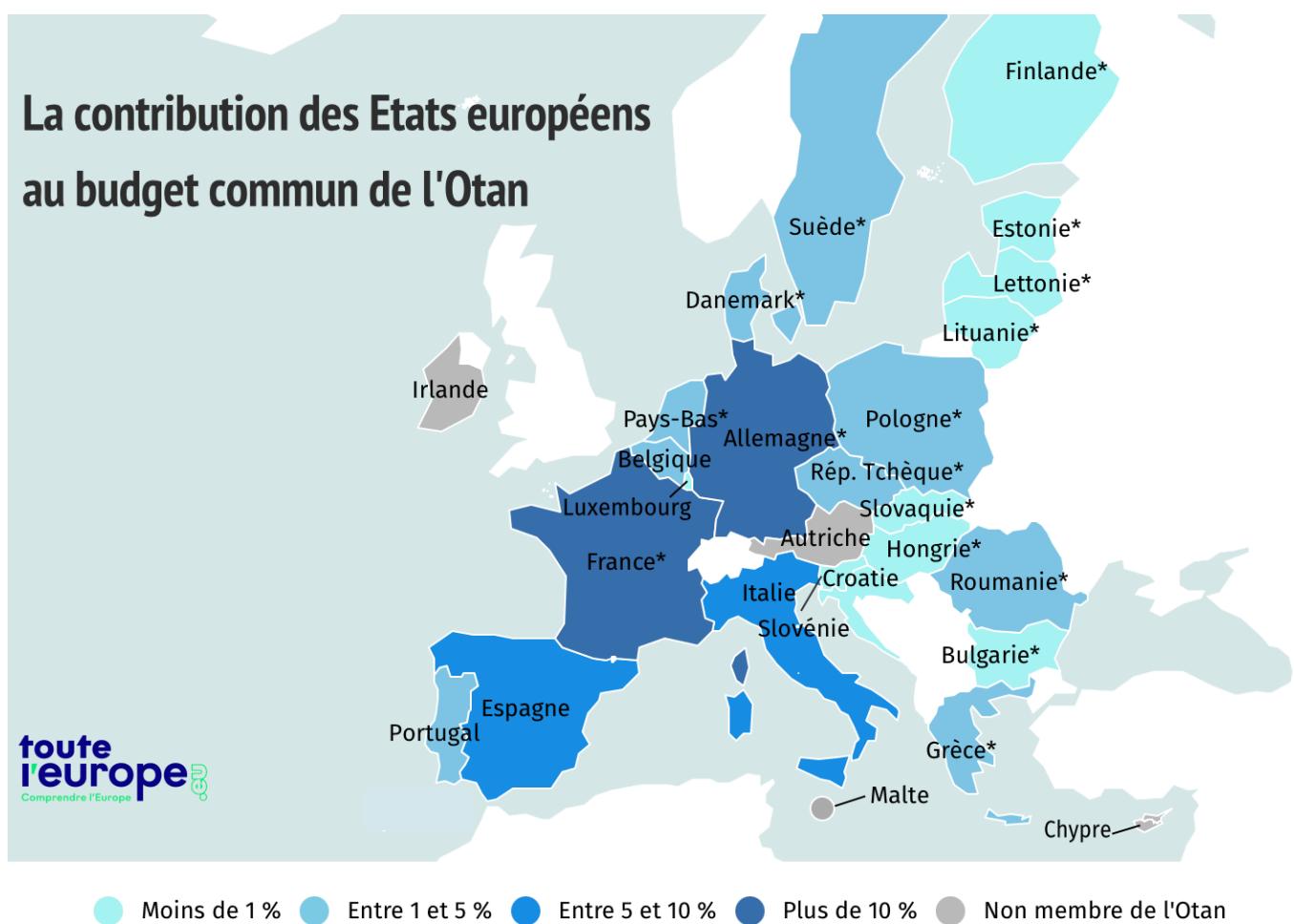


Source: [Eurostat](#)

## Dette publique des Etats membres de l'UE en pourcentage du PIB (3e trimestre 2024)

Pays	Dette publique en pourcentage du PIB
Allemagne	62,4
Autriche	83,2
Belgique	105,6
Bulgarie	24,6
Chypre	69,7
Croatie	59,7
Danemark	33,6
Espagne	104,3
Estonie	24
Finlande	81,5
<b>France</b>	<b>113,8</b>
Grèce	158,2
Hongrie	76
Irlande	42,2
Italie	136,3
Lettonie	47,7
Lituanie	38,4
Luxembourg	26,6
Malte	45,3
Pays-Bas	42,2
Pologne	53,5
Portugal	97,5
République tchèque	43,6
Roumanie	53,1
Slovaquie	60,3
Slovénie	66,9
Suède	31,6
<b>Union européenne</b>	<b>81,6</b>

- Sur l'OTAN (document du 9 janvier) :



Données : *Otan* (2024)

Les valeurs indiquées correspondent au **pourcentage du budget commun** de l'organisation que représente la participation du pays.

Les pays marqués d'une astérisque \* étaient par ailleurs les seuls à respecter, fin 2024, la règle de l'Otan sur les **2 % du PIB** consacrés aux dépenses militaires.

L'Organisation du traité de l'Atlantique nord (*Otan*), fondée en 1949, regroupe aujourd'hui 32 membres, dont 23 issus de l'Union européenne. Ceux-ci doivent contribuer au budget de l'organisation (financement direct), mais aussi à l'effort collectif en matière de dépenses militaires.

#### 1. Financement direct : les trois budgets communs de l'*Otan*

Les membres de l'*Otan* financent l'organisation via **trois budgets communs**.

Le plus important est le budget militaire de fonctionnement, doté de 2,37 milliards d'euros pour l'année 2025. Le budget civil est quant à lui fixé à 483,3 millions d'euros. Cela représente respectivement une hausse de 10 % et 9 % des dépenses par rapport à 2024.

La quote-part des membres de l'*Otan* est calculée selon une formule prenant en compte le revenu national brut (RNB) des Etats. Elle est fixée pour deux ans. En 2023 et 2024, les principaux contributeurs de l'UE étaient l'**Allemagne**, avec une participation à hauteur de 15,88 % du budget commun, la **France** (10,19 %), l'**Italie** (8,53 %) et l'**Espagne** (5,82 %). Les autres Etats membres ont tous une quote-part inférieure à 5 % du budget, voire à 1 % le plus souvent.

Les **États-Unis**, qui auparavant avaient la contribution la plus importante, contribuent désormais à la même hauteur que les Allemands : 15,88 %.

## *2. Financement indirect : les dépenses de défense*

En 2006, les alliés au sein de l'Otan ont fixé la "règle des 2 %", ce qui signifie que chaque État doit consacrer au moins 2 % de son PIB à ses propres dépenses de défense chaque année.

Après avoir critiqué les trop faibles dépenses militaires de certains pays européens lors de sa campagne, le prochain président américain Donald Trump a appelé, le 7 janvier 2025, à ce que celles-ci passent à 5 % du PIB.

En 2024, seize des vingt-trois États de l'UE membres de l'Alliance atlantique respectaient la règle des 2 %, selon la CIA. Ils étaient seulement neuf en 2023. La **Pologne** a fourni l'équivalent de 4,1 % de son PIB en dépenses militaires, suivie de l'**Estonie** (3,4 %) et de la **Grèce** (3,1 %).

Les **États-Unis** y consacrent quant à eux 3,4 % de leur PIB. Ce qui représente environ 70 % du budget de défense de l'ensemble des États membres.

Les forces armées des États membres de l'Otan peuvent être engagées dans des opérations communes. Et cet engagement est, en vertu de l'article 5 du Traité de l'Atlantique nord, obligatoire si l'un des États membres de l'Otan est attaqué. C'est également cette clause que Donald Trump, lorsqu'il était candidat à la présidence des Etats-Unis en 2024, a menacé de ne pas respecter vis-à-vis des pays qui ne consacreraient pas une part suffisante de leur budget à la défense.

Si le ton adopté par Donald Trump est particulièrement agressif, les critiques américaines sur la trop faible contribution des Européens à l'Otan ne sont pas nouvelles. Le débat relatif au "burden sharing" (partage du fardeau) remonte à des décennies et s'est accentué après la fin de la Guerre froide, lorsque les Européens ont progressivement réduit leurs dépenses de défense ».

Le jeudi 20, Patrick Artus publie son Flash Economie pour répondre à la question : « Pourquoi l'industrie européenne va si mal ? ».

Voici la synthèse de sa réponse :

« La production manufacturière de la zone euro n'a pas progressé depuis 2007 et les indicateurs avancés prédisent un nouveau recul de la production manufacturière.

Le recul du poids de l'industrie a de nombreuses conséquences négatives : perte d'emplois qualifiés, recul de la productivité, désindustrialisation de certains territoires.

Nous nous demandons quelles sont les causes de cette mauvaise santé de l'industrie manufacturière de la zone euro ; on peut penser :

- à la faiblesse de la demande intérieure pour les produits manufacturés ;
- à des pertes de parts de marché dans le commerce mondial de l'industrie européenne par rapport à l'industrie chinoise, américaine ;
- à un déficit de recherche-développement et d'investissements en nouvelles technologies, à un retard dans la robotisation de l'industrie européenne ;
- à un problème de compétitivité-coût lié au niveau des salaires, au prix de l'énergie,...

À cette liste de handicaps, il faudrait ajouter la faiblesse des compétences de la population active en France, en Espagne, en Italie (Tableau 2), la faible efficacité du système éducatif dans les matières scientifiques et en mathématiques (Tableau 3), les réglementations et mesures défavorables à l'investissement industriel ».

**Tableau 2 : résultats à l'enquête PIAAC de l'OCDE (2023, score global, par score décroissant)**

<b>Pays</b>	<b>Score</b>
<b>Japon</b>	285
<b>Allemagne</b>	267
<b>France</b>	253
<b>Etats-Unis</b>	251
<b>Corée du Sud</b>	246
<b>Espagne</b>	246
<b>Italie</b>	240

Source : OCDE

**Tableau 3 : résultats à l'enquête PISA de l'OCDE (2022, score en mathématiques, par score décroissant)**

<b>Pays</b>	<b>Score en mathématiques</b>
<b>Japon</b>	536
<b>Corée du Sud</b>	527
<b>Allemagne</b>	475
<b>France</b>	474
<b>Espagne</b>	473
<b>Italie</b>	471
<b>Etats-Unis</b>	465

Source : OCDE

Le jeudi 20, la BCE fait état d'une perte record de 7,9 Mds d'euros en 2024 (contre 1,3 Md en 2023).

Voici son communiqué :

« Les états financiers de la Banque centrale européenne (BCE) pour 2024 font apparaître une perte de 7 944 millions d'euros, un montant comparable à la perte de 7 886 millions d'euros enregistrée en 2023, avant le transfert depuis les provisions pour risques. Au cours de cet exercice, la reprise totale de la provision pour risques financiers, à hauteur de 6 620 millions d'euros, avait permis de ramener la perte à 1 266 millions d'euros. En 2024, en revanche, le solde de cette provision étant nul, les pertes n'ont pu être couvertes. La perte subie en 2024, comme celle enregistrée l'année précédente, restera au bilan de la BCE pour compensation par les bénéfices futurs. En raison de cette perte, aucun bénéfice ne sera distribué aux banques centrales nationales (BCN) de la zone euro au titre de 2024.

Ces pertes surviennent après de nombreux exercices clos par des bénéfices substantiels et résultent de mesures de politique monétaire que l'Eurosystème a dû prendre pour accomplir sa mission principale de maintien de la stabilité des prix. Dans le cadre de ces mesures, la BCE a dû accroître la taille de son bilan en acquérant des actifs financiers, essentiellement assortis de taux d'intérêt fixes et d'échéances longues. Ces achats se sont accompagnés d'une hausse correspondante des engagements, sur lesquels la BCE paie des intérêts à taux variables. Les relèvements des taux d'intérêt directeurs effectués par la BCE en 2022 et 2023 en vue de lutter contre l'inflation élevée dans la zone euro ont donc entraîné une augmentation immédiate des charges d'intérêts sur ces engagements, alors que les produits d'intérêts sur les actifs de la BCE, en particulier sur les titres acquis dans le cadre du programme d'achats d'actifs (*asset purchase programme*, APP) et du programme d'achats d'urgence face à la pandémie (*pandemic emergency purchase programme*, PEPP), n'ont pas progressé dans les mêmes proportions.

La BCE pourrait encore subir des pertes dans les années à venir. Si tel devait être le cas, ces pertes devraient toutefois être moins importantes que celles enregistrées en 2023 et 2024. Par la suite, la banque centrale devrait

renouer avec les bénéfices. En tout état de cause, la BCE peut opérer efficacement et remplir sa mission principale de maintien de la stabilité des prix, quelles que soient les pertes subies. Sa solidité financière est d'ailleurs confirmée par son capital et la taille considérable de ses comptes de réévaluation, dont le montant cumulé s'établissait à 59 milliards d'euros fin 2024, soit 13 milliards d'euros de plus que fin 2023. (...)

En 2024, comme en 2023, les charges d'intérêts ont été plus élevées que les produits d'intérêts, principalement en raison du niveau des charges d'intérêts sur les engagements TARGET nets de la BCE. L'accroissement de ces charges résulte du relèvement, à 4,1 % contre 3,8 % en 2023, du taux moyen des opérations principales de refinancement, qui est utilisé pour la rémunération de ces engagements. L'augmentation du taux moyen des opérations principales de refinancement a également entraîné une hausse des produits d'intérêts sur les créances relatives à la répartition des billets en euros en circulation et des charges d'intérêts dues aux BCN en rémunération de leurs créances au titre des avoirs de réserve transférés à la BCE. Les produits d'intérêts tirés des titres détenus à des fins de politique monétaire se sont également accrus, essentiellement sur les titres des administrations publiques détenus dans le cadre du PEPP. Les produits d'intérêts au titre des réserves de change se sont accrus, en grande partie sous l'impulsion des titres libellés en dollars des États-Unis.

Les réductions de valeur se sont élevées à 269 millions d'euros (38 millions d'euros en 2023) et résultent surtout du recul de la valeur de marché de certains titres détenus dans le portefeuille en dollars et de la dépréciation du yen, qui a entraîné une diminution de la valeur des avoirs dans cette devise.

Les frais de personnel ont atteint 844 millions d'euros (676 millions d'euros en 2023), en raison principalement de la hausse des dépenses relatives aux avantages postérieurs à l'emploi à la suite d'une modification des règles régissant les plans de retraite de la BCE en 2024. Les autres charges administratives se sont également accrues, à 626 millions d'euros (596 millions d'euros en 2023), essentiellement sous le poids des dépenses informatiques dans le cadre de la transformation numérique, mais aussi sous l'effet de l'inflation.

Le revenu provenant des redevances de surveillance prudentielle, prélevées auprès des banques supervisées pour couvrir les dépenses engagées par la BCE dans le cadre de ses missions prudentielles, s'est établi à 681 millions d'euros (654 millions d'euros en 2023).

La taille du bilan de la BCE s'est réduite de 33 milliards d'euros, à 641 milliards d'euros (673 milliards d'euros en 2023), en raison principalement de la diminution graduelle des avoirs au titre de l'APP du fait des remboursements.

Fin 2024, le bilan de l'Eurosystème, qui comprend les actifs et passifs des BCN des pays de la zone euro et de la BCE vis-à-vis des tiers, s'élevait à 6 428 milliards d'euros (6 887 milliards d'euros en 2023). La diminution par rapport à 2023 s'explique par le recul des titres détenus à des fins de politique monétaire, à 4 283 milliards d'euros (4 694 milliards d'euros en 2023), principalement du fait des remboursements. Les avoirs au titre de l'APP se sont contractés de 353 milliards d'euros, à 2 673 milliards d'euros, à la suite de l'arrêt, en juillet 2023, des réinvestissements des actifs arrivant à échéance, tandis que les avoirs au titre du PEPP se sont réduits de 57 milliards d'euros, à 1 609 milliards d'euros, les actifs arrivant à échéance n'ayant été que partiellement réinvestis au second semestre 2024. Par ailleurs, les opérations de prêt de l'Eurosystème sont revenues à 34 milliards d'euros (410 milliards d'euros en 2023), sous l'effet essentiellement de l'arrivée à échéance de la troisième série d'opérations ciblées de refinancement à plus long terme (TLTRO III). La baisse qui en a résulté a été partiellement contrebalancée par l'augmentation de la valeur en euros des avoirs en or de l'Eurosystème, à 872 milliards d'euros (649 milliards d'euros en 2023), en raison de l'appréciation du cours de marché de l'or, exprimé en euros ».

Le vendredi 21, la chronique de Jacques Attali dans Les Echos s'intitule « L'Europe de la défense, impossible et vitale » :

« On en arrive au moment de vérité. Depuis soixante-dix ans, au moins, l'idée d'une défense commune est au cœur de la question de l'avenir de l'Europe : on sait tous qu'il n'y aura pas de véritable union des nations européennes si elles ne sont pas capables de mettre en place une politique commune de défense. Or, une telle politique remettrait en cause l'indépendance stratégique de chacun de ces pays et contraindrait leurs industriels à travailler ensemble. Jusqu'à présent, cela n'a pas été possible. Trop de forces s'y sont opposées.

C'est pourtant par la défense que les Européens ont commencé de tenter de s'unir dès le début des années 1950, avec le projet incroyablement audacieux de la CED (Communauté européenne de défense), qui a échoué quand les vainqueurs de 1945 ont refusé de s'unir avec les vaincus. Depuis, on a pris une autre voie, et on a sans cesse reporté la reprise du chantier de la défense commune, comptant sur la protection américaine. (...)

Depuis quarante ans, rien n'a changé, même si tout le monde dans les états-majors sait, au moins depuis le début de la présidence Obama, que, quoi qu'il arrive, les Américains ne garantiront plus la sécurité des

Européens ; on a continué à réduire les dépenses militaires, et chacun a utilisé son budget de plus en plus petit pour se contenter de soutenir son industrie nationale et se gaver de matériels américains, en acceptant de ne les utiliser qu'avec l'accord express de la Maison-Blanche. Aujourd'hui, les dépenses militaires totales des Européens (Anglais compris) sont inférieures à la moitié de celles des États-Unis.

L'histoire retiendra donc que, depuis 1990, les dirigeants européens se sont conduits avec une grande inconscience, préférant dépenser des fortunes pour maintenir des modèles agricoles dépassés, des industries de défense dépareillées et des déficits budgétaires abyssaux, préparant ainsi les conditions d'une triple vassalisation de l'Europe (par les États-Unis, par la Russie et par la Chine), d'une perte de souveraineté et, à terme, d'un effondrement de son niveau de vie.

Les récentes déclarations du président et du vice-président américains nous donnent encore une chance de réagir et d'échapper à cette honte : ils ont clairement répété l'un et l'autre qu'ils ne nous défendront plus, qu'aucun soldat américain ne viendra plus risquer sa vie sur le sol européen, et qu'il nous appartient de financer notre protection. Leur mépris est allé jusqu'à commencer à négocier la paix en Ukraine avec les Russes, sans les Ukrainiens ni les autres Européens. Nous sommes donc seuls. Face à toutes les menaces, venant de l'Est, du Sud, et peut-être même de l'Ouest.

Nous avons trois choix.

Primo, continuer à ne pas nous doter des moyens de nous défendre ; un jour nous serons envahis, comme l'Ukraine l'a été, par une Russie qui aura compris qu'elle n'a rien à craindre.

Secundo, augmenter massivement nos budgets militaires en conservant chacun nos stratégies d'achat et nos politiques industrielles, et en achetant l'essentiel de nos armements à des firmes américaines ou nationales. Si on fait cela, on restera pieds et poings liés à l'Amérique, qui ne nous défendra pas, nous vassalisera et n'aura de cesse que de détruire l'Union européenne.

Tertio, augmenter massivement nos budgets militaires en nous dotant de stratégies communes, en quittant une Otan devenue vide de sens, et en nous dotant d'une véritable industrie de la défense intégrée. Cela supposerait des changements radicaux, qui ne peuvent être décidés que par des politiques. Les industriels s'y opposeront. Si on réussit à le faire, si l'Union et la Grande-Bretagne consacraient 5 % de leur PIB à la défense, ils y consacreraient plus que les États-Unis (1.110 milliards de dollars, contre 824 milliards de dollars). L'Europe serait alors la première puissance militaire du monde (...). Pour y parvenir, il faudrait en particulier que les politiques réussissent à convaincre leurs industriels à travailler ensemble et qu'ils fassent ailleurs les économies budgétaires nécessaires.

Cela suppose des dirigeants politiques lucides et fermes, capables de résister aux tentations nationalistes de leurs extrêmes droites, au pacifisme de leurs extrêmes gauches, aux conservatismes de leurs industriels et aux craintes de leurs syndicats. Nos ennemis peuvent dormir tranquille : de tels dirigeants n'existent pas ».

Le même vendredi 21, parution du nouveau HCOB PMI Flash pour la zone euro :

« *Informations clés* :

L'indice PMI Flash composite HCOB de l'activité globale dans la zone euro s'inscrit à 50,2 (50,2 en janvier). Taux de croissance inchangé.

L'indice PMI Flash HCOB de l'activité de services dans la zone euro se replie à 50,7 (51,3 en janvier). Plus bas de 3 mois.

L'indice PMI Flash HCOB de la production manufacturière dans la zone euro se redresse à 48,7 (47,1 en janvier). Plus haut de 9 mois.

L'indice PMI Flash HCOB de l'industrie manufacturière dans la zone euro se redresse à 47,3 (46,6 en janvier). Plus haut de 9 mois.

Données recueillies du 10 au 19 février

*Commentaire de Cyrus de la Rubia :*

« Alors qu'approche la prochaine réunion de la BCE, les nouvelles sont mauvaises sur le front des prix. Les indices PMI HCOB relatifs aux prix dans le secteur des services se sont, soit redressés, soit maintenu à un niveau élevé. Or, d'après les déclarations de sa présidente, la BCE semble considérer qu'on ne pourra réduire durablement l'inflation sans maîtriser la hausse des prix dans le secteur des services, une condition loin d'être acquise selon les dernières données PMI. En effet, poussés à la hausse par des augmentations de salaires supérieures à la moyenne, les coûts des prestataires de services ont fortement progressé en février, tandis que l'enquête signale également une accélération de l'inflation des prix d'achats dans le secteur manufacturier. C'est ce rebond de l'inflation des coûts industriels, qui reflète en partie la hausse des prix de l'énergie, conjugué au climat d'incertitude sur les marchés,

qui a notamment conduit Isabel Schnabel à plaider en faveur d'un arrêt des baisses de taux d'intérêt à la prochaine réunion de politique monétaire.

Le secteur des services montre à nouveau des signes de faiblesse. Après deux mois de croissance certes modérée mais non négligeable de l'activité, le rythme de l'expansion a nettement ralenti dans la zone euro en février tandis que les nouvelles affaires ont reculé et que la baisse du volume des affaires en cours s'est accélérée. Ce sont les faibles performances du secteur des services français, dans lequel la contraction de l'activité amorcée en septembre dernier s'est fortement accélérée en février, qui sont à l'origine du ralentissement observé dans la région. En Allemagne en revanche, le rythme modéré de la croissance de l'activité observée en janvier s'est globalement maintenu. Si l'on considère que la situation politique a un impact sur les performances du secteur des services, la conjoncture pourrait s'améliorer plus rapidement en Allemagne, où les prochaines élections générales devraient favoriser une stabilisation de la situation politique, qu'en France, où des élections anticipées pourraient être organisées à tout moment à partir du mois de juin.

L'activité économique de la zone euro est presque à l'arrêt. La récession s'est certes quelque peu atténuée dans le secteur manufacturier, mais la très faible croissance du secteur des services permet tout juste à la région de se maintenir en zone d'expansion. Si certains nourrissent l'espoir d'une relance de la croissance en Allemagne, grâce à l'action du gouvernement qui sera formé à l'issue des prochaines élections fédérales, et de l'élan que celle-ci donnerait à l'économie de la zone euro, l'instabilité politique en France et la menace de droits de douane aux Etats-Unis engendrent un fort climat d'incertitude dans la région. Dans cette mesure, les données PMI de février ne permettent guère d'espérer une reprise prochaine de la croissance dans la zone de la monnaie unique. »

Le lundi 24, en ce jour du troisième anniversaire de l'invasion de l'Ukraine par la Russie et où le Président Macron rencontre à Washington sur les questions géostratégiques le Président Trump, lequel « fait les yeux doux » au Président Poutine, Les Echos publient un article de Pierre-Antoine Donnet qui donne un éclairage original sur les relations entre la Russie et la Chine : « une lune de miel qui tourne à l'alliance militaire ». (<https://www.lesechos.fr/idees-debats/editos-analyses/chine-russie-une-lune-de-miel-qui-tourne-a-lalliance-militaire-2150363>)

*Cet article soulève des questions sur le bien-fondé de la stratégie américaine.*

Déplacement du Président Macron à Washington au moment du 3<sup>ème</sup> anniversaire du début de la guerre en Ukraine (24 février 2025), et après celui du Premier ministre anglais, Keir Starmer, le 27 février, c'est le tour du Président Zelinsky de rencontrer le Président Trump à la Maison blanche, le vendredi 28 février, dans le but de signer un accord prévu sur les minerais de terres rares ukrainiens : cette rencontre a été l'occasion d'une grave altercation entre les deux présidents, et l'accord n'a évidemment pas été signé.

Certes, cette **crise diplomatique inédite qui correspond presque à un divorce entre les deux rives de l'Atlantique, d'où pratiquement à l'éclatement de l'alliance transatlantique**, et qui s'ajoute pour l'Europe à son décrochage économique ainsi qu'à son désarmement moral, avec un profond questionnement sur ses valeurs, révèle au premier chef la vulnérabilité de l'Europe, mais, en même temps,

« cette crise diplomatique avec l'arrivée au pouvoir de Donald Trump à la Maison-Blanche est une chance pour l'Europe tout entière. En effet, si celle-ci fait face, par une cohésion affichée de ses États, elle trouvera auprès de ses citoyens un écho favorable. Elle entamera ainsi une nouvelle période de son histoire, où unie et solidaire, forte d'un grand espace de démocratie, d'une économie rénovée et indépendante, elle pourra faire face aux défis et crises futurs et apporter à un monde multipolaire sa voix et ses propositions. Il nous faut revenir au point de départ de la belle aventure européenne ce rêve d'unir des peuples qui s'étaient fait pendant si longtemps la guerre.

Il nous faut construire un souverainisme européen avec une défense européenne et une armée européenne. Dans l'un de mes précédents articles "Make Europe Great Again", je présentais la nécessité que l'Europe se construise sa propre doctrine Monroe.

Nous voici maintenant devant la nécessité de construire notre indépendance stratégique à travers aussi une défense globale. Nous pouvons nous inspirer de l'ordonnance de 1959 sous la présidence du général Charles de Gaulle qui a permis l'intégration de la notion de défense globale. Cette notion est apparue pour la première fois avec l'article 1 de l'ordonnance de 1959 qui précise que la défense nationale a "pour objet d'assurer en tout temps, en toutes circonstances et contre toutes les formes d'agression, la sécurité et l'intégrité du territoire, ainsi que la vie des populations". La défense a été ainsi qualifiée de globale en raison des différentes composantes qui la caractérisent. En effet, la défense globale se décline sous les

formes suivantes : la défense militaire, la défense civile, la défense économique, et la défense culturelle. Il faudrait maintenant rajouter la défense énergétique et celle de notre indépendance numérique.

Il faut aussi promouvoir une véritable citoyenneté européenne car on ne peut construire une défense européenne et une armée européenne sans citoyens européens. On pourrait se référer aux valeurs suivantes : la démocratie, le dialogue, les droits de l'homme et la solidarité. Enfin, ce qui fait aussi une grande puissance, c'est une société : c'est l'envie d'adhérer à un modèle. On parle de l'American way of life : à notre tour de promouvoir l'European way of life, en essayant de trouver dans nos cultures, chez nos philosophes ou dans ce qui nous définit, les idées pour créer un modèle de société. Bâtir un rêve européen est essentiel, car nous ne pouvons créer une défense si nous n'avons pas au départ une envie de vivre ensemble avec les mêmes projets. Ce modèle est à construire et il y a là encore un déficit de débat sur l'ensemble du continent européen. La construction d'un modèle social, économique et politique européen indépendant constituera une alternative crédible aux autres modèles de sociétés proposés dans le monde ». (Article d'Olivier Védrine, administrateur de l'Association Jean Monnet, dans la Tribune de Genève, le 4 mars).

Rappelons qu'après le déplacement du Président Macron à Washington au moment du 3<sup>ème</sup> anniversaire du début de la guerre en Ukraine (24 février 2025), et après celui du Premier ministre anglais, Keir Starmer, le 27 février, c'est le tour du Président Zelinsky de rencontrer le Président Trump à la Maison blanche, le vendredi 28 février, dans le but de signer un accord prévu sur les minéraux de terres rares ukrainiens : cette rencontre a été l'occasion d'une grave altercation entre les deux présidents, et l'accord n'a pas évidemment été signé.

Certes, cette crise diplomatique inédite qui correspond presque à un divorce entre les deux rives de l'Atlantique, d'où pratiquement à l'éclatement de l'alliance transatlantique, et qui s'ajoute pour l'Europe à son décrochage économique ainsi qu'à son désarmement moral, avec un profond questionnement sur ses valeurs, révèle au premier chef la vulnérabilité de l'Europe, mais, en même temps, ...

• **Article d'Olivier Védrine, administrateur de l'Association Jean Monnet, Tribune de Genève, 4 mars 2025.**

« (...) Cette crise diplomatique avec l'arrivée au pouvoir de Donald Trump à la Maison-Blanche est une chance pour l'Europe tout entière. En effet, si celle-ci fait face, par une cohésion affichée de ses États, elle trouvera auprès de ses citoyens un écho favorable. Elle entamera ainsi une nouvelle période de son histoire, où unie et solidaire, forte d'un grand espace de démocratie, d'une économie rénovée et indépendante, elle pourra faire face aux défis et crises futurs et apporter à un monde multipolaire sa voix et ses propositions. Il nous faut revenir au point de départ de la belle aventure européenne ce rêve d'unir des peuples qui s'étaient fait pendant si longtemps la guerre.

Il nous faut construire un souverainisme européen avec une défense européenne et une armée européenne. Dans l'un de mes précédents articles "Make Europe Great Again", je présentais la nécessité que l'Europe se construise sa propre doctrine Monroe.

Nous voici maintenant devant la nécessité de construire notre indépendance stratégique à travers aussi une défense globale. Nous pouvons nous inspirer de l'ordonnance de 1959 sous la présidence du général Charles de Gaulle qui a permis l'intégration de la notion de défense globale. Cette notion est apparue pour la première fois avec l'article 1 de l'ordonnance de 1959 qui précise que la défense nationale a «pour objet d'assurer en tout temps, en toutes circonstances et contre toutes les formes d'agression, la sécurité et l'intégrité du territoire, ainsi que la vie des populations». La défense a été ainsi qualifiée de globale en raison des différentes composantes qui la caractérisent. En effet, la défense globale se décline sous les formes suivantes : la défense militaire, la défense civile, la défense économique, et la défense culturelle. Il faudrait maintenant rajouter la défense énergétique et celle de notre indépendance numérique.

Il faut aussi promouvoir une véritable citoyenneté européenne car on ne peut construire une défense européenne et une armée européenne sans citoyens européens. On pourrait se référer aux valeurs

suivantes : la démocratie, le dialogue, les droits de l'homme et la solidarité. Enfin, ce qui fait aussi une grande puissance, c'est une société : c'est l'envie d'adhérer à un modèle. On parle de l'American way of life : à notre tour de promouvoir l'European way of life, en essayant de trouver dans nos cultures, chez nos philosophes ou dans ce qui nous définit, les idées pour créer un modèle de société. Bâtir un rêve européen est essentiel, car nous ne pouvons créer une défense si nous n'avons pas au départ une envie de vivre ensemble avec les mêmes projets. Ce modèle est à construire et il y a là encore un déficit de débat sur l'ensemble du continent européen. La construction d'un modèle social, économique et politique européen indépendant constituera une alternative crédible aux autres modèles de sociétés proposés dans le monde ».

- Le Premier ministre polonais, Donald Tusk, s'est confié avant son départ pour le sommet de Londres [du dimanche 2 mars] sur les paradoxes européens. Selon lui, "500 millions d'Européens demandent à 300 millions d'Américains de les protéger de 140 millions de Russes". Il a appelé à des solutions européennes, sans dépendre des États-Unis, soulignant que l'Europe était une grande puissance et disposait de ressources pour ne pas dépendre des États-Unis.
- La question de la prise en main par l'Europe de sa défense et de son destin ne date pas de la guerre en Ukraine, comme le démontrent les deux traités fondamentaux de l'UE :

- Traité sur l'Union européenne (TUE) ; JO de l'UE, du 26/10/2012

« (...) RÉSOLUS à mettre en œuvre une politique étrangère et de sécurité commune, y compris la définition progressive d'une politique de défense commune, qui pourrait conduire à une défense commune, conformément aux dispositions de l'article 42, renforçant ainsi l'identité de l'Europe et son indépendance afin de promouvoir la paix, la sécurité et le progrès en Europe et dans le monde, (...)

**Art. 42 :**

1. La politique de sécurité et de défense commune fait partie intégrante de la politique étrangère et de sécurité commune. Elle assure à l'Union une capacité opérationnelle s'appuyant sur des moyens civils et militaires. L'Union peut y avoir recours dans des missions en dehors de l'Union afin d'assurer le maintien de la paix, la prévention des conflits et le renforcement de la sécurité internationale conformément aux principes de la charte des Nations unies. L'exécution de ces tâches repose sur les capacités fournies par les États membres.

2. La politique de sécurité et de défense commune inclut la définition progressive d'une politique de défense commune de l'Union. Elle conduira à une défense commune, dès lors que le Conseil européen, statuant à l'unanimité, en aura décidé ainsi. Il recommande, dans ce cas, aux États membres d'adopter une décision dans ce sens conformément à leurs règles constitutionnelles respectives.

La politique de l'Union au sens de la présente section n'affecte pas le caractère spécifique de la politique de sécurité et de défense de certains États membres, elle respecte les obligations découlant du traité de l'Atlantique Nord pour certains États membres qui considèrent que leur défense commune est réalisée dans le cadre de l'Organisation du traité de l'Atlantique Nord (OTAN) et elle est compatible avec la politique commune de sécurité et de défense arrêtée dans ce cadre.

3. Les États membres mettent à la disposition de l'Union, pour la mise en œuvre de la politique de sécurité et de défense commune, des capacités civiles et militaires pour contribuer aux objectifs définis par le Conseil. Les États membres qui constituent entre eux des forces multinationales peuvent aussi les mettre à la disposition de la politique de sécurité et de défense commune.

Les États membres s'engagent à améliorer progressivement leurs capacités militaires. L'Agence dans le domaine du développement des capacités de défense, de la recherche, des acquisitions et de l'armement (ci-après dénommée «Agence européenne de défense») identifie les besoins opérationnels, promeut des mesures pour les satisfaire, contribue à identifier et, le cas échéant, mettre en œuvre toute mesure utile pour renforcer la base industrielle et technologique du secteur de la défense, participe à la définition d'une politique européenne des capacités et de l'armement, et assiste le Conseil dans l'évaluation de l'amélioration des capacités militaires.

4. Les décisions relatives à la politique de sécurité et de défense commune, y compris celles portant sur le lancement d'une mission visée au présent article, sont adoptées par le Conseil statuant à l'unanimité, sur proposition du haut représentant de l'Union pour les affaires étrangères et la politique de sécurité ou sur initiative d'un État membre. Le haut représentant peut proposer de recourir aux moyens nationaux ainsi qu'aux instruments de l'Union, le cas échéant conjointement avec la Commission.

5. Le Conseil peut confier la réalisation d'une mission, dans le cadre de l'Union, à un groupe d'États membres afin de préserver les valeurs de l'Union et de servir ses intérêts. La réalisation d'une telle mission est régie par l'article 44.

6. Les États membres qui remplissent des critères plus élevés de capacités militaires et qui ont souscrit des engagements plus contraignants en la matière en vue des missions les plus exigeantes, établissent une coopération structurée permanente dans le cadre de l'Union. Cette coopération est régie par l'article 46. Elle n'affecte pas les dispositions de l'article 43.

7. Au cas où un État membre serait l'objet d'une agression armée sur son territoire, les autres États membres lui doivent aide et assistance par tous les moyens en leur pouvoir, conformément à l'article 51 de la charte des Nations unies. Cela n'affecte pas le caractère spécifique de la politique de sécurité et de défense de certains États membres.

Les engagements et la coopération dans ce domaine demeurent conformes aux engagements souscrits au sein de l'Organisation du traité de l'Atlantique Nord, qui reste, pour les États qui en sont membres, le fondement de leur défense collective et l'instance de sa mise en œuvre ».

- Traité sur le fonctionnement de l'UE (TFUE) ; JO de l'UE du 26/10/2012

« (...) Art. 2 : (...) 4. L'Union dispose d'une compétence, conformément aux dispositions du traité sur l'Union européenne, pour définir et mettre en œuvre une politique étrangère et de sécurité commune, y compris la définition progressive d'une politique de défense commune. (...)

**Art 222 :** 1. L'Union et ses États membres agissent conjointement dans un esprit de solidarité si un État membre est l'objet d'une attaque terroriste ou la victime d'une catastrophe naturelle ou d'origine humaine. L'Union mobilise tous les instruments à sa disposition, y compris les moyens militaires mis à sa disposition par les États membres, pour :

- a) — prévenir la menace terroriste sur le territoire des États membres ;
  - protéger les institutions démocratiques et la population civile d'une éventuelle attaque terroriste ;
  - porter assistance à un État membre sur son territoire, à la demande de ses autorités politiques, dans le cas d'une attaque terroriste ;
- b) porter assistance à un État membre sur son territoire, à la demande de ses autorités politiques, en cas de catastrophe naturelle ou d'origine humaine.

2. Si un État membre est l'objet d'une attaque terroriste ou la victime d'une catastrophe naturelle ou d'origine humaine, les autres États membres lui portent assistance à la demande de ses autorités politiques. À cette fin, les Etats membres se coordonnent au sein du Conseil.

3. Les modalités de mise en œuvre par l'Union de la présente clause de solidarité sont définies par une décision adoptée par le Conseil, sur proposition conjointe de la Commission et du haut représentant de l'Union pour les affaires étrangères et la politique de sécurité. Lorsque cette décision a des implications dans le domaine de la défense, le Conseil statue conformément à l'article 31, paragraphe 1, du traité sur l'Union européenne. Le Parlement européen est informé.

Dans le cadre du présent paragraphe, et sans préjudice de l'article 240, le Conseil est assisté par le comité politique et de sécurité, avec le soutien des structures développées dans le cadre de la politique de sécurité et de défense commune, et par le comité visé à l'article 71, qui lui présentent, le cas échéant, des avis conjoints.

4. Afin de permettre à l'Union et à ses États membres d'agir d'une manière efficace, le Conseil européen procède à une évaluation régulière des menaces auxquelles l'Union est confrontée ».

*Il faut noter aussi que les Protocole n°10 et n°11 sont consacrés spécifiquement à « la coopération structurée permanente établie par l'article 42 du Traité sur l'U.E. »*

• Mars 2025 ->

Le mardi 4, la Présidente de la Commission, Ursula von der Leyen, propose un plan de près de 800 milliards d'euros pour la défense européenne (ce plan est appelé « Réarmer l'Europe » ; [https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/statement\\_25\\_673](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/statement_25_673)).

« Il s'agit d'utiliser tous les leviers financiers à notre disposition pour aider les États membres à rapidement augmenter leurs dépenses sur toute la décennie ».

Concrètement, la présidente a confirmé sa volonté de suspendre les règles du Pacte de stabilité et de croissance pour que les États membres augmentent leurs dépenses pour la défense sans engager un processus de déficit excessif. « Ceci permettrait d'augmenter leurs dépenses de 1,5 % du PNB, ce qui représenterait un espace fiscal de 650 milliards d'euros» sur quatre ans, a-t-elle souligné. Elle a aussi annoncé un «nouvel instrument», «quelque 150 milliards de prêts aux États membres» pour investir «mieux et ensemble. (...) Ceci permettra aux États membres de réunir leurs demandes et d'acheter ensemble». (...) Enfin, d'autres mesures visent à mobiliser les capitaux privés, accélérer l'union de l'épargne et de l'investissement, bloquée depuis des années mais que les États membres tentent de ressusciter depuis plusieurs mois ; ou encore à faire évoluer le mandat de la Banque européenne d'investissement pour qu'elle puisse fournir des prêts en matière de défense».

Note : La France pourra bénéficier comme les autres États membres des 150 Milliards d'euros qu'évoque U. von der Leyen. Pour autant, « il n'y a pas d'argent européen magique », prévient un membre du gouvernement, car les milliards prêtés par Bruxelles finissent toujours par être payés par les États bénéficiaires. Et « lors des prochains exercices, la contribution française à l'Union européenne doit déjà augmenter sensiblement », pointe la même source. Alors que la France doit verser cette année 23 milliards d'euros à l'Union européenne, ce montant devrait bondir de 7 milliards d'euros l'an prochain,

pour dépasser 30 milliards d'euros, puis encore de 2 milliards d'euros, à 32 milliards d'euros en 2027, selon la Commission des finances du Sénat.

Notons qu'entre-temps, le lundi 3, le Président Trump a suspendu son aide à l'Ukraine..., et que le mardi 4 au soir, les conservateurs et sociaux-démocrates allemands – qui négocient pour former une coalition gouvernementale – annoncent qu'ils souhaitent créer un fonds de » 500 milliards d'euros pour moderniser les infrastructures de leur pays et pour renforcer la compétitivité économique de l'Allemagne ; et que, pour ce faire, ils étaient prêts à s'exonérer du sacro-saint et constitutionnel frein à la dette.

Dans le sillage du Bund allemand, toutes les obligations d'État européennes dévissent (quand le prix d'une obligation baisse, son taux monte). Le 10 ans français s'établissait à 3,49 %, en fin d'après-midi, grimpant de 27 pb, tout comme son équivalent espagnol ». (Les Echos, du 5 mars 2025).

En tous les cas, la décision des dirigeants allemands est commentée de manière très intéressante et importante par Yanis Varoufakis (**sur X, le mercredi 5 mars**) :

« Il est tentant de se sentir justifié que l'acte autodestructeur de l'Allemagne – l'incorporation d'un frein à l'endettement dans sa Constitution – ait été reconnu comme tel par les deux partis (CDU et SPD) qui l'ont introduit. Mais ce n'est ni le moment ni l'occasion de se réjouir.

Pendant des décennies, j'ai plaidé en faveur d'une expansion budgétaire uniquement à des fins d'investissements productifs et verts – du type de ceux qui génèrent des flux de revenus (par exemple, les recettes des billets de train, les recettes de l'électricité verte) qui, à moyen terme, remboursent les dettes contractées. Hélas, l'idée de relâcher le frein à l'endettement, et donc de se livrer à une expansion budgétaire, afin d'acheter des armes, me remplit de désespoir.

Le militarisme keynésien ne rembourse les prêts sur lesquels il est fondé que si, à la manière américaine, l'État organise des guerres périodiques afin d'écouler les stocks de munitions, etc. Ainsi, avec la frénésie actuelle de réarmement qui semble s'être emparée de nos dirigeants, l'Allemagne en particulier et l'UE en général vont soit se plonger dans un profond vide budgétaire (aggravant la stagnation séculaire à long terme de l'Europe), soit transformer l'Europe d'un projet de paix (comme il était envisagé au début des années 1950) en une Union exportatrice de guerre ».

Cette décision en rajoute d'un coup à la déjà forte fébrilité des investisseurs :

# Obligations d'Etat

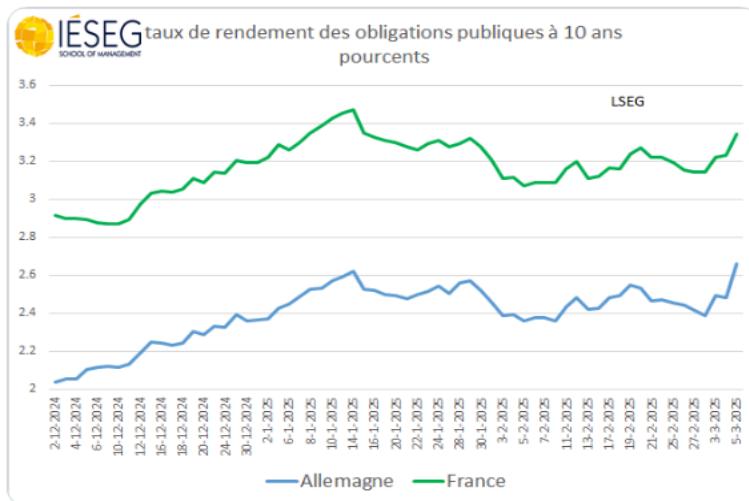
i



Pays	Taux	+ Haut	+ Bas	Var.	Var. %	Vs. Bund	Vs. T-Note	Heures
Afrique du Sud	10,430	10,748	10,430	<b>0,000</b>	<b>0,00%</b>	764,5	620,1	16:25:00
Allemagne	2,7830	2,7960	2,6550	<b>-0,0010</b>	<b>-0,04%</b>	0,0	-144,4	17:37:36
Australie	4,441	4,462	4,402	<b>+0,080</b>	<b>+1,83%</b>	165,6	21,3	17:37:32
Autriche	3,153	3,168	2,903	<b>-0,004</b>	<b>-0,13%</b>	36,6	-107,7	17:37:37
Bangladesh	10,540	10,540	10,480	<b>+0,270</b>	<b>+2,63%</b>	775,4	631,1	06:04:56
Belgique	3,338	3,358	3,078	<b>-0,006</b>	<b>-0,18%</b>	55,0	-89,3	17:37:36
Brésil	15,263	15,263	15,263	<b>-0,004</b>	<b>-0,03%</b>	1.247,7	1.103,4	13:00:26
Bulgarie	3,630	3,630	3,630	<b>0,000</b>	<b>0,00%</b>	84,5	-59,9	04/03
Canada	2,933	2,969	2,893	<b>-0,007</b>	<b>-0,24%</b>	15,1	-129,3	17:37:37
Chili	5,900	5,900	5,900	<b>0,000</b>	<b>0,00%</b>	311,5	167,1	13:04:08
Chine	1,756	1,761	1,753	<b>-0,009</b>	<b>-0,51%</b>	-103,0	-247,3	07:58:33
Chypre	3,150	3,157	3,017	<b>+0,156</b>	<b>+5,21%</b>	36,5	-107,9	16:19:07
Colombie	11,031	11,031	11,031	<b>-0,029</b>	<b>-0,26%</b>	824,6	680,2	15:29:14
Corée du Sud	2,773	2,776	2,662	<b>+0,072</b>	<b>+2,67%</b>	-1,3	-145,6	07:28:38
Côte D'Ivoire	7,010	7,010	7,010	<b>-0,000</b>	<b>0,00%</b>	422,5	278,1	04/03
Croatie	3,120	3,120	3,120	<b>0,000</b>	<b>0,00%</b>	33,4	-110,9	03/03
Danemark	2,226	2,293	2,177	<b>-0,009</b>	<b>-0,40%</b>	-56,0	-200,3	04/03
Égypte	22,813	22,835	22,813	<b>+0,753</b>	<b>+3,41%</b>	2.002,7	1.858,4	13:56:38
Espagne	3,443	3,461	3,173	<b>0,000</b>	<b>0,00%</b>	66,1	-78,3	17:37:37
États-Unis	4,233	4,274	4,183	<b>+0,023</b>	<b>+0,55%</b>	144,4	0,0	17:37:36
Finlande	3,053	3,067	2,919	<b>+0,006</b>	<b>+0,20%</b>	26,7	-117,7	17:37:36
France	3,492	3,510	3,229	<b>+0,001</b>	<b>+0,03%</b>	70,7	-73,6	17:37:37
Grèce	3,585	3,587	3,425	<b>-0,027</b>	<b>-0,75%</b>	79,9	-64,4	16:58:58
Hong-Kong	3,498	3,500	3,410	<b>-0,061</b>	<b>-1,71%</b>	71,2	-73,1	09:47:51
Hongrie	6,780	6,780	6,780	<b>+0,020</b>	<b>+0,30%</b>	399,5	255,1	13:54:49
Île Maurice	5,630	5,630	5,630	<b>-0,020</b>	<b>-0,35%</b>	284,5	140,1	08:03:11
Inde	6,827	6,864	6,821	<b>+0,086</b>	<b>+1,28%</b>	404,2	259,8	14:27:26
Indonésie	6,847	6,879	6,848	<b>-0,025</b>	<b>-0,44%</b>	406,2	261,8	10:39:59
Irlande	3,053	3,067	2,757	<b>+0,278</b>	<b>+10,02%</b>	27,0	-117,4	17:37:37

« C'est un tsunami qui s'est abattu sur le marché obligataire européen. Les taux d'emprunt des États se sont envolés dès l'ouverture des échanges. Le rendement des obligations allemandes à 10 ans a pris plus de 30 points de base (pb) pour atteindre 2,79 %. C'est un plus haut depuis novembre 2023, dans les jours suivant le krach des dettes souveraine. Et la plus forte hausse journalière depuis 1990, selon Bloomberg, alors que le pays était en pleine réunification après la chute du mur de Berlin.

Les taux longs montent en Europe alors que la croissance se détériore.  
C'est un durcissement des conditions financières alors que c'est le contraire qui serait nécessaire.



9:46 AM · 5 mars 2025 · 399 vues



Les lundi 3 et mardi 4, Eurostat publie des statistiques sur l'inflation et le chômage :

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



Poids (%)	Taux annuel								Taux mensuel
	2025	Fév 24	Sep 24	Oct 24	Nov 24	Déc 24	Jan 25	Fév 25	
<b>Ensemble de l'IPCH</b>	1000,0	2,6	1,7	2,0	2,2	2,4	2,5	<b>2,4e</b>	0,5e
<b>Ensemble hors: énergie</b>	906,0	3,3	2,6	2,7	2,7	2,7	2,6	<b>2,6e</b>	0,5e
<b>énergie, aliments non transformés</b>	863,4	3,3	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7	<b>2,6e</b>	0,5e
<b>énergie, alimentation, alcool &amp; tabac</b>	712,8	3,1	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7	<b>2,6e</b>	0,6e
<b>Alimentation, alcool &amp; tabac</b>	193,3	3,9	2,4	2,9	2,7	2,6	2,3	<b>2,7e</b>	0,4e
<b>aliments transformés y compris alcool &amp; tabac</b>	150,6	4,5	2,6	2,8	2,8	2,9	2,6	<b>2,6e</b>	0,4e
<b>aliments non transformés</b>	42,7	2,1	1,6	3,0	2,3	1,6	1,4	<b>3,1e</b>	0,7e
<b>Énergie</b>	94,0	-3,7	-6,1	-4,6	-2,0	0,1	1,9	<b>0,2e</b>	-0,3e
<b>Biens industriels hors énergie</b>	256,3	1,6	0,4	0,5	0,6	0,5	0,5	<b>0,6e</b>	0,4e
<b>Services</b>	456,5	4,0	3,9	4,0	3,9	4,0	3,9	<b>3,7e</b>	0,7e

e estimation

p provisoire

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

eurostat

## Chômage total corrigé des variations saisonnières



	Taux (%)				Nombre de personnes (en milliers)					
	2024		2024		2025	2024	2024		2025	
	Jan	Oct	Nov	Déc	Jan	Jan	Oct	Nov	Déc	
<b>Zone euro</b>	6,5	6,2	6,2	6,2	<b>6,2</b>	11 202	10 733	10 637	10 697	<b>10 655</b>
<b>UE</b>	6,1	5,8	5,8	5,8	<b>5,8</b>	13 334	12 850	12 769	12 832	<b>12 824</b>
<b>Belgique</b>	5,7	5,8	5,9	6,0	<b>5,8</b>	302	315	319	324	<b>317</b>
<b>Bulgarie</b>	4,6	4,1	4,0	4,0	<b>3,9</b>	141	123	122	120	<b>119</b>
<b>Tchéquie</b>	3,0	2,6	2,8	2,6	<b>2,6</b>	154	132	147	138	<b>139</b>
<b>Danemark</b>	6,0	5,8	6,8	7,0	<b>6,8</b>	193	191	219	232	<b>224</b>
<b>Allemagne</b>	3,2	3,4	3,4	3,5	<b>3,5</b>	1 429	1 540	1 546	1 555	<b>1 564</b>
<b>Estonie</b>	7,4	7,5	7,5	7,8	<b>7,6</b>	56	57	57	58	<b>57</b>
<b>Irlande</b>	4,5	4,2	4,2	4,5	<b>4,0</b>	126	121	122	129	<b>116</b>
<b>Grèce</b>	11,7	9,7	9,5	9,3	<b>8,7</b>	557	463	450	437	<b>408</b>
<b>Espagne</b>	11,9	10,9	10,7	10,6	<b>10,4</b>	2 886	2 653	2 616	2 599	<b>2 562</b>
<b>France</b>	7,5	7,3	7,3	7,3	<b>7,3</b>	2 335	2 289	2 280	2 264	<b>2 283</b>
<b>Croatie</b>	5,5	4,7	4,6	4,6	<b>4,5</b>	97	83	82	81	<b>80</b>
<b>Italie</b>	7,1	6,1	6,0	6,4	<b>6,3</b>	1 815	1 546	1 540	1 630	<b>1 621</b>
<b>Chypre</b>	5,3	4,7	4,7	4,9	<b>5,0</b>	27	24	24	25	<b>26</b>
<b>Lettonie</b>	6,9	7,0	7,0	6,9	<b>6,9</b>	66	65	65	65	<b>65</b>
<b>Lithuanie</b>	7,4	6,9	6,5	6,4	<b>6,6</b>	116	107	102	99	<b>105</b>
<b>Luxembourg</b>	5,9	6,4	6,5	6,4	<b>6,4</b>	20	22	22	22	<b>22</b>
<b>Hongrie</b>	4,3	4,5	4,5	4,4	<b>4,3</b>	213	222	223	215	<b>210</b>
<b>Malte</b>	3,4	3,0	2,9	3,0	<b>3,0</b>	11	10	10	10	<b>10</b>
<b>Pays-Bas</b>	3,6	3,7	3,7	3,7	<b>3,8</b>	368	376	372	373	<b>386</b>
<b>Autriche</b>	5,0	5,7	5,1	5,4	<b>5,5</b>	234	267	239	254	<b>261</b>
<b>Pologne</b>	3,0	2,9	2,8	2,7	<b>2,6</b>	526	504	488	474	<b>464</b>
<b>Portugal</b>	6,4	6,6	6,6	6,4	<b>6,2</b>	347	359	359	349	<b>342</b>
<b>Roumanie</b>	5,4	5,7	5,6	5,7	<b>5,5</b>	455	464	455	463	<b>451</b>
<b>Slovénie</b>	3,5	3,9	3,7	3,5	<b>3,3</b>	36	40	38	36	<b>34</b>
<b>Slovaquie</b>	5,6	5,2	5,2	5,1	<b>5,1</b>	155	143	142	142	<b>141</b>
<b>Finlande</b>	7,8	8,6	8,6	8,6	<b>8,7</b>	222	243	244	245	<b>246</b>
<b>Suède</b>	8,2	8,6	8,7	8,8	<b>8,9</b>	469	494	499	504	<b>510</b>

Le mercredi 5, publication du HCOB Indice PMI Composite pour la zone euro, pour février :

Indice PMI HCOB composite de l'activité globale dans la zone euro : 50,2 (50,2 en janvier). Sans changement. Indice PMI HCOB de l'activité de services dans la zone euro : 50,6 (51,3 en janvier). Plus bas de 3 mois. Nouvelle croissance de l'activité en février, son rythme demeurant toutefois marginal.

Données recueillies du 10 au 25 février 2025

*Commentaire* du Dr. Cyrus de la Rubia, Chef économiste à la Hamburg Commercial Bank, commente ainsi les derniers résultats de l'enquête PMI :

« L'économie de la zone euro n'a, pour un deuxième mois consécutif, enregistré qu'une très faible croissance, la légère expansion du secteur des services signalée au cours du mois ayant été presque entièrement éclipsée par la récession du secteur manufacturier. La contraction de l'industrie a toutefois ralenti en février, tendance qui pourrait ouvrir la voie d'une reprise dans la région.

À l'approche de la prochaine réunion du Conseil des gouverneurs de la BCE, et compte tenu de l'attention particulière que l'institution porte à l'inflation dans le secteur des services, la hausse des coûts induite par celle des salaires cristallise les inquiétudes. L'inflation ne montrant actuellement aucun signe de ralentissement, il n'est guère surprenant que certaines voix au sein de la BCE plaident en faveur d'une pause dans les réductions de taux d'intérêt.

Le degré de confiance des prestataires de services de la zone euro quant à une croissance future de leur activité est inférieur à sa moyenne historique, le climat des affaires et les niveaux de consommation étant

fortement impactés par l'incertitude politique en France et en Allemagne ainsi que par un climat international difficile. Parallèlement, et de manière peu surprenante, le volume des affaires en cours a de nouveau diminué. Les prestataires de services semblent toutefois conserver un certain pouvoir de tarification, comme le suggère un léger renforcement de l'inflation des prix facturés par rapport à janvier. Dans l'ensemble, si le tableau peint par les dernières données de l'enquête n'est pas entièrement négatif, la conjoncture du secteur demeure toutefois fragile.

À l'échelon national, les données de l'enquête mettent en évidence de fortes disparités de performances entre la France et l'Allemagne. En Allemagne, l'activité de services a augmenté à un rythme modéré tandis qu'en France elle a fortement reculé, la contraction s'étant même accélérée par rapport aux mois précédents. Ces tendances pourraient refléter l'absence de résolution de la crise politique dans l'Hexagone, tandis qu'outre-Rhin, l'issue des récentes élections laisse espérer la formation prochaine d'un gouvernement stable. »

### Le mercredi 5 à 20h, le Président Macron s'adresse aux Français.

*L'essentiel de cette adresse du Président aux Français selon Fabien Dabert, « linternaute.com » du 5 mars : « Le chef de l'État a parlé de la situation en Ukraine et de la défense européenne et française à l'heure où l'allié américain crée de l'incertitude, en s'éloignant de l'Ukraine et en se rapprochant de la Russie.*

Dans son discours, le président de la République a clairement pointé l'ennemi. "La menace revient à l'est", a-t-il argué. "Nous rentrons dans une nouvelle ère", a encore insisté Emmanuel Macron. "La Russie est devenue une menace pour la France et l'Europe." Et d'interroger : "Qui peut donc croire que la Russie s'arrêtera aux frontières de l'Ukraine ?"

Les États-Unis n'ont pas non plus été épargnés. "L'avenir de l'Europe n'a pas à être tranché à Washington ou Moscou", a défendu Emmanuel Macron, appelant à réhausser la défense et à renforcer l'indépendance des Européens. "Des financements communs seront décidés pour acheter sur le sol européen des chars, des avions..." lors d'un prochain sommet, a indiqué le président. Pour autant, l'envoi de troupes françaises ou européennes sur le sol ukrainien ne semble toujours pas à l'ordre du jour. Celles-ci ne seront envoyées sur place qu'une fois la paix signée.

Des "investissements supplémentaires" sont également à l'ordre du jour, a fait savoir le chef de l'État, tout en précisant qu'il n'y aura pas d'augmentation d'impôts pour les Français. Néanmoins, ces derniers sont appelés à se mobiliser. "La patrie a besoin de vous et de votre engagement. Les décisions politiques, les équipements militaires, les budgets sont une chose, mais ils ne remplaceront jamais la force d'âme", a conclu Emmanuel Macron assurant que "nous ferons face ensemble" ».

*Comment analyser ce discours du Président Macron quand on a lu le tweet de Y. Varoufakis reproduit plus haut ? De plus, ce discours peut être mis en parallèle avec celui que le Président Macron avait tenu au début de la crise du Covid (« nous sommes en guerre », etc) et, dans le contexte politique français actuel, on ne peut s'empêcher de se demander si le Président Macron ne se sert pas de la nouvelle tournure que prend l'actualité géopolitique pour servir en priorité ses desseins personnels ; et pour faire passer les problèmes internationaux au tout devant de la scène dans le but cynique de faire oublier le plus possible les problèmes intérieurs.*

*Remarquons au passage, d'abord que le Président Macron s'inscrit maintenant dans le cadre du traité de paix que prépare l'administration américaine et continue certes à soutenir le Président de l'Ukraine, non plus pour emporter la guerre qui semblait encore il y a peu comme la seule issue possible mais dans les relations qu'il doit continuer à avoir avec les États-Unis, et remarquons ensuite qu'il pousse maintenant à augmenter dans de très fortes proportions les dépenses militaires alors qu'en 2017 il avait limogé sans ménagement le Chef d'État-Major Pierre de Villiers parce qu'ils avaient fuité des propos qu'il avait tenus en privé au travers desquels il s'inquiétait énormément de l'état de nos armées...*

Il est ici spécialement intéressant et important de réfléchir à la chronique du Professeur Christian Saint-Étienne dans *Les Echos* du 4 mars :

« Sur le papier, c'est un pur-sang. Au carrefour des échanges commerciaux et baigné de mers et d'océans sur lesquels ses marins excellent, c'est un pays de paysages sublimes et changeants. Son art de vivre est admiré et copié dans le monde entier. En dépit de la baisse du niveau de ses écoles par idéologie du moindre effort, ses mathématiciens excellent dans les services informatiques et l'intelligence artificielle (IA), et ses ingénieurs construisent toujours des machines remarquables. Ses industries du luxe, ses architectes et ses médecins sont excellents.

Après avoir tenté de tuer le nucléaire et déclaré que l'avion n'est source que de pollution, ces deux filières renaissent ou continuent d'explorer les nouveaux moteurs et carburants, ainsi que le déploiement de l'énergie électrique. Ses grandes entreprises emploient des millions de salariés dans le monde et rapatrient des dizaines de milliards d'euros de profits dans le pays, tout en assurant plus de la moitié de la R&D privée en France. Sa culture continue d'intéresser le monde par ses livres, films et spectacles vivants même si l'introspection maladive réduit l'horizon de ses auteurs.

Les trois changements majeurs de notre environnement sont le conflit entre la Chine et les Etats-Unis pour la domination mondiale, le réarmement de toutes les nations conquérantes qui s'estiment supérieures et protégées par leurs dieux comme dans les temps anciens, et le vieillissement des populations de l'hémisphère nord tandis que celle de l'Afrique noire va doubler en vingt ans.

Le changement climatique, qui est un problème grave, n'obsède plus que l'Union européenne alors qu'elle émettra moins de 5 % du gaz carbonique mondial en 2035 et que ce gaz bouillonnera en Asie - 60 % du CO<sub>2</sub> mondial à cette échéance. L'IA, qui servira à fabriquer des armes et à optimiser les processus de production plutôt qu'à distribuer des fleurs dans la rue, va accentuer la divergence des performances des nations.

Face à ces transformations, les élites françaises - politiques, médiatiques, syndicales et culturelles - veulent augmenter les impôts plutôt que la production, avancer l'âge de départ à la retraite plutôt que le retarder, réindustrialiser toujours chez le voisin et sans dégager de zones industrielles pour ne pas gêner les moucherons, distribuer du pouvoir d'achat en réduisant la durée de travail, ne pas rétablir l'ordre car les délinquants sont fragiles et méritants, et s'excuser continuellement pour nos crimes passés en vomissant nos réussites et notre grandeur.

Ces "élites", qui valent moins que le peuple, sont incapables d'expliquer les dimensions technologiques, stratégiques et militaires du conflit sino-américain, de mobiliser pour rebâtir une industrie décarbonnée, de reprendre en main une "protection" sociale qui nous étouffe, de rétablir l'ordre républicain et laïc par tous les moyens, de refaire de l'école un lieu d'excellence et d'épanouissement, de reconstruire des armées puissantes et de prendre les décisions difficiles et nécessaires pour replacer la France au centre du jeu en Europe.

Bref, le temps de la révolution par l'intelligence et le courage est venu ».

Le jeudi 6, l'euro progresse nettement par rapport au dollar :



Ce même jeudi, Les Echos publient un article d'Anne Drif, qui commence ainsi :

« Le clash du Bureau ovale a fait sauter une nouvelle digue en Europe mercredi (5 mars). Cette fois chez les banques. La présidente de la Banque européenne d'investissement (BEI), Nadia Calvino, s'est dite prête à ce que les activités exclues du financement de la défense "soient aussi limitées que possible". Un signal attendu par la communauté financière : "Pourquoi financer l'armement si la banque elle-même détenue par les 27 États membres ne le fait pas ?" pointaient régulièrement les établissements de crédit.

Mais le geste d'ores et déjà jugé insuffisant. "On ne va pas trouver comme ça des milliards, tacle un banquier. Ce ne sera pas massif. Ça n'adresse pas le problème."

Une analyse partagée, pour une fois, par les industriels : "Tout nouvel ajustement des critères d'éligibilité constituerait un nouveau pas dans la bonne direction, réagit l'Association des industries aérospatiales et de défense de l'Europe (ASD). Toutefois, notre position reste inchangée, nous demandons l'inclusion complète des projets de défense dans la politique de prêt de la BEI" ».

**Également le jeudi 6, le Conseil des Gouverneurs de la BCE tient sa réunion mensuelle sur la politique monétaire.**

En voici le communiqué :

« Le Conseil des gouverneurs a décidé, ce jour, d'abaisser les trois taux d'intérêt directeurs de la BCE de 25 points de base. En particulier, la décision de réduire le taux de la facilité de dépôt, à travers lequel le Conseil des gouverneurs pilote l'orientation de la politique monétaire, est fondée sur son évaluation actualisée des perspectives d'inflation, de la dynamique de l'inflation sous-jacente et de la force de la transmission de la politique monétaire.

Le processus de désinflation est en bonne voie. L'évolution de l'inflation a été globalement conforme aux anticipations des services de l'Eurosystème, et les dernières projections macroéconomiques correspondent étroitement aux perspectives d'inflation établies précédemment. Les services de la BCE anticipent désormais une inflation globale moyenne de 2,3 % en 2025, 1,9 % en 2026 et 2,0 % en 2027. La révision à la hausse de l'inflation globale pour 2025 reflète une dynamique plus soutenue des prix de l'énergie. S'agissant de l'évolution des prix hors énergie et produits alimentaires, nos services projettent une hausse moyenne de 2,2 % en 2025, 2,0 % en 2026 et 1,9 % en 2027.

La plupart des mesures de l'inflation sous-jacente laissent entrevoir une stabilisation durable de l'inflation autour de l'objectif du Conseil des gouverneurs de 2 % à moyen terme. L'inflation intérieure reste élevée, principalement du fait de la poursuite de l'ajustement, avec un important décalage, des salaires et des prix dans certains secteurs à la poussée inflationniste passée. Mais la hausse des salaires s'atténue comme attendu et les bénéfices amortissent en partie leur incidence sur l'inflation.

La politique monétaire devient sensiblement moins restrictive dans la mesure où les réductions des taux d'intérêt directeurs rendent les nouveaux emprunts moins chers pour les entreprises et les ménages, et alors que la croissance des prêts se redresse. Cela étant, la poursuite de la transmission des hausses passées des taux directeurs à l'encours de crédits constitue un frein à l'assouplissement des conditions de financement, et l'activité de prêt demeure globalement modérée. La persistance de défis pesant sur l'économie a conduit nos services à de nouveau abaisser leurs projections de croissance, à 0,9 % pour 2025, 1,2 % pour 2026 et 1,3 % pour 2027. Les révisions à la baisse pour 2025 et 2026 traduisent un ralentissement des exportations et une faiblesse continue des investissements, provenant notamment d'une forte incertitude concernant la politique économique au sens large, et la politique commerciale en particulier. La croissance des revenus réels et la dissipation graduelle des effets des hausses passées des taux directeurs restent les principaux déterminants de la reprise progressive attendue de la demande.

Le Conseil des gouverneurs est résolu à assurer une stabilisation durable de l'inflation au niveau de son objectif de 2 % à moyen terme. Compte tenu, singulièrement, du contexte actuel d'incertitudes croissantes, nous suivrons une approche s'appuyant sur les données pour déterminer, réunion par réunion, l'orientation appropriée de la politique monétaire. Plus particulièrement, les décisions du Conseil des gouverneurs relatives aux taux d'intérêt directeurs 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. Le Conseil des gouverneurs ne s'engage pas à l'avance sur une trajectoire de taux particulière.

*Taux d'intérêt directeurs de la BCE*

Le Conseil des gouverneurs a décidé, ce jour, d'abaisser les trois taux d'intérêt directeurs de la BCE de 25 points de base. En conséquence, les taux d'intérêt de la facilité de dépôt, des opérations principales de refinancement et de la facilité de prêt marginal seront ramenés à respectivement 2,50 %, 2,65 % et 2,90 % à compter du 12 mars 2025.

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

Les portefeuilles du programme d'achats d'actifs (*asset purchase programme*, APP) et du programme d'achats d'urgence face à la pandémie (*pandemic emergency purchase programme*, PEPP) se contractent à un rythme mesuré et prévisible, car l'Eurosystème ne réinvestit plus les remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance.

\*\*\*

Le Conseil des gouverneurs se tient prêt à ajuster l'ensemble de ses instruments, dans le cadre de son mandat, pour assurer la stabilisation durable de l'inflation à 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 ».

*Extrait de la Conférence de presse de la Présidente Christine Lagarde, qui a suivi la réunion du Conseil des gouverneurs :*

« Le Conseil des gouverneurs a décidé, ce jour, d'abaisser les trois taux d'intérêt directeurs de la BCE de 25 points de base. En particulier, la décision de réduire le taux de la facilité de dépôt, à travers lequel nous pilotons l'orientation de la politique monétaire, est fondée sur notre évaluation actualisée des perspectives d'inflation, de la dynamique de l'inflation sous-jacente et de la force de la transmission de la politique monétaire.

Le processus de désinflation est en bonne voie. L'évolution de l'inflation a été globalement conforme aux anticipations des services de l'Eurosystème, et les dernières projections macroéconomiques correspondent étroitement aux perspectives d'inflation établies précédemment. Les services de la BCE anticipent désormais une inflation globale moyenne de 2,3 % en 2025, 1,9 % en 2026 et 2,0 % en 2027. La révision à la hausse de l'inflation globale pour 2025 reflète une dynamique plus soutenue des prix de l'énergie. S'agissant de l'évolution des prix hors énergie et produits alimentaires, nos services projettent une hausse moyenne de 2,2 % en 2025, 2,0 % en 2026 et 1,9 % en 2027.

La plupart des mesures de l'inflation sous-jacente laissent entrevoir une stabilisation durable de l'inflation autour de notre objectif à moyen terme de 2 %. L'inflation intérieure reste élevée, principalement du fait de la poursuite de l'ajustement, avec un important décalage, des salaires et des prix dans certains secteurs à la poussée inflationniste passée. Mais la hausse des salaires s'atténue comme attendu et les bénéfices amortissent en partie leur incidence sur l'inflation.

Notre politique monétaire devient sensiblement moins restrictive dans la mesure où nos réductions des taux d'intérêt directeurs rendent les nouveaux emprunts moins chers pour les entreprises et les ménages, et alors que la croissance des prêts se redresse. Cela étant, la poursuite de la transmission des hausses passées des taux directeurs à l'encours de crédits constitue un frein à l'assouplissement des conditions de financement, et l'activité de prêt demeure globalement modérée. La persistance de défis pesant sur l'économie a conduit nos services à de nouveau abaisser leurs projections de croissance, à 0,9 % pour 2025, 1,2 % pour 2026 et 1,3 % pour 2027. Les révisions à la baisse pour 2025 et 2026 traduisent un ralentissement des exportations et une faiblesse continue des investissements, provenant notamment d'une forte incertitude concernant la politique économique au sens large, et la politique commerciale en particulier. La croissance des revenus réels et la dissipation graduelle des effets de nos hausses passées des taux directeurs restent les principaux déterminants de la reprise progressive attendue de la demande.

Nous sommes résolus à assurer une stabilisation durable de l'inflation au niveau de notre objectif de 2 % à moyen terme. Compte tenu, singulièrement, du contexte actuel d'incertitudes croissantes, nous suivrons une approche s'appuyant sur les données pour déterminer, réunion par réunion, l'orientation appropriée de la politique monétaire. Plus particulièrement, nos décisions relatives aux taux d'intérêt directeurs seront fondées sur notre 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. Nous ne nous engageons pas à l'avance sur une trajectoire de taux particulière.

Les décisions que nous avons prises aujourd'hui sont présentées dans un communiqué de presse disponible sur notre site Internet.

Je voudrais à présent décrire de façon plus détaillée comment nous envisageons l'évolution de l'économie et de l'inflation, puis j'expliquerai notre évaluation des conditions financières et monétaires.

## *Activité économique*

L'économie de la zone euro devrait avoir crû faiblement au dernier trimestre 2024. Les deux premiers mois de 2025 se sont inscrits dans le sillage des évolutions à l'œuvre en 2024. L'activité manufacturière reste un frein à la croissance même si les indicateurs tirés d'enquêtes s'améliorent. La forte incertitude, dans la zone euro et dans le monde, restreint les investissements, alors que des défis en matière de compétitivité pèsent sur les exportations. L'activité dans les services, en revanche, demeure solide. En outre, la hausse des revenus des ménages et la vitalité du marché du travail devraient favoriser un rebond progressif de la consommation, en dépit d'une confiance des consommateurs toujours fragile et de taux d'épargne élevés.

Le taux de chômage s'est maintenu à son taux extrêmement bas de 6,2 % en janvier, et l'emploi aurait progressé de 0,1 % au dernier trimestre 2024. Cela étant, la demande de main-d'œuvre s'est modérée et les données d'enquêtes récentes signalent une croissance contenue de l'emploi au cours des deux premiers mois de 2025.

L'incertitude s'est accrue et devrait peser plus nettement sur l'investissement et les exportations qu'anticipé précédemment. Mais la croissance devrait être soutenue par la hausse des revenus et la diminution des coûts d'emprunt. Selon les projections des services de la BCE, les exportations bénéficieraient aussi de l'augmentation de la demande mondiale, si toutefois les tensions commerciales ne s'aggravent pas davantage.

Les politiques budgétaires et structurelles devraient améliorer la productivité, la compétitivité et la capacité de résistance de l'économie. La boussole pour la compétitivité présentée par la Commission européenne constitue un plan d'action concret dont les propositions devraient être adoptées sans délais. Il appartient aux gouvernements d'assurer la pérennité des finances publiques conformément au cadre de gouvernance économique de l'Union européenne et de privilégier les réformes structurelles essentielles favorables à la croissance ainsi que les investissements stratégiques.

## *Inflation*

Selon l'estimation rapide d'Eurostat, l'inflation en rythme annuel s'est établie à 2,4 % en février, après 2,5 % en janvier et 2,4 % en décembre. La hausse des prix de l'énergie s'est ralentie à 0,2 %, après une poussée à 1,9 % en janvier contre 0,1 % en décembre. En revanche, les prix des produits alimentaires ont progressé de 2,7 %, après 2,3 % en janvier et 2,6 % en décembre. Le renchérissement des biens s'est accentué, à 0,6 %, tandis que l'augmentation des prix des services s'est atténuée, à 3,7 %, contre 3,9 % en janvier et 4,0 % en décembre.

La plupart des indicateurs de l'inflation sous-jacente laissent entrevoir un retour durable de l'inflation au niveau de notre objectif de 2 % à moyen terme. L'inflation intérieure, qui suit de près la hausse des prix des services, s'est ralentie en janvier. Elle demeure toutefois élevée, du fait de la poursuite de l'ajustement, avec un important décalage, des salaires et des prix de certains services à la poussée inflationniste passée. Dans le même temps, les négociations salariales récentes suggèrent que les tensions sur les coûts de main-d'œuvre continuent de se modérer.

L'hypothèse d'un renchérissement plus marqué de l'énergie a conduit les services de la BCE à réviser leur projection d'inflation globale à la hausse pour 2025. Parallèlement, le ralentissement de l'inflation sous-jacente devrait se poursuivre, étant donné que la modération des tensions sur les coûts de main-d'œuvre perdure et que le resserrement passé de la politique monétaire pèse toujours sur les prix. La plupart des mesures des anticipations d'inflation à long terme continuent de s'établir autour de 2 %. Tous ces facteurs soutiendront le retour durable de l'inflation au niveau de notre objectif.

## *Évaluation des risques*

Les risques pesant sur la croissance économique restent orientés à la baisse. Une intensification des tensions commerciales altérerait la croissance de la zone euro en limitant les exportations et en affaiblissant l'économie mondiale. Les incertitudes persistantes quant aux politiques commerciales pourraient freiner l'investissement. Les tensions géopolitiques, tenant notamment à la guerre injustifiée menée par la Russie contre l'Ukraine et au conflit tragique au Moyen-Orient, demeurent également une source d'incertitude importante. La croissance pourrait être plus faible si les effets décalés du resserrement de la politique monétaire durent plus longtemps qu'anticipé. Elle pourrait en revanche être plus forte si l'assouplissement des conditions de financement et le recul de l'inflation permettent un

rebond plus rapide de la consommation et de l'investissement intérieurs. Une augmentation des dépenses consacrées à la défense et aux infrastructures pourrait aussi stimuler la croissance.

L'accentuation des frictions commerciales à l'échelle internationale accroît les incertitudes quant aux perspectives d'inflation dans la zone euro. Une aggravation générale des tensions commerciales pourrait se traduire par une dépréciation de l'euro et une hausse des coûts à l'importation, ce qui pourrait exercer une pression haussière sur l'inflation. Dans le même temps, le fléchissement de la demande d'exportations adressée à la zone euro dû à l'augmentation des droits de douane et le réacheminement d'exportations depuis des pays en surcapacité vers la zone euro pourraient exercer une pression baissière sur l'inflation. Des risques en sens opposé pèsent sur l'inflation du fait des tensions géopolitiques et de leurs effets sur les marchés de l'énergie, la confiance des consommateurs et l'investissement des entreprises. Des phénomènes météorologiques extrêmes et, plus généralement, l'évolution de la crise climatique, pourraient conduire à une hausse des prix des produits alimentaires plus importante qu'anticipé. L'inflation pourrait être plus élevée si les salaires ou les bénéfices progressent plus qu'attendu. Elle pourrait aussi se renforcer du fait de l'incidence sur la demande agrégée d'un accroissement des dépenses dans les domaines de la défense et des infrastructures. L'inflation pourrait toutefois surprendre à la baisse si la politique monétaire freine la demande plus que prévu.

#### *Conditions financières et monétaires*

Les taux d'intérêt de marché dans la zone euro ont diminué après notre réunion de janvier, mais ont augmenté ces derniers jours à la suite d'une révision des perspectives budgétaires. Nos réductions des taux d'intérêt directeurs rendent les emprunts progressivement moins chers pour les entreprises et les ménages et la croissance des prêts se redresse. Cela étant, la poursuite de la transmission des hausses passées des taux directeurs à l'encours de crédits constitue un frein à l'assouplissement des conditions de financement, et l'activité de prêt demeure globalement modérée.

Le taux d'intérêt moyen appliqué aux nouveaux prêts aux entreprises est revenu à 4,2 % en janvier, contre 4,4 % en décembre. En revanche, le coût du financement par endettement de marché pour les entreprises s'est inscrit en hausse, à 3,7 %, soit 0,2 point de pourcentage de plus qu'en décembre. Au cours de la même période, le taux d'intérêt moyen des nouveaux prêts hypothécaires a diminué, à 3,3 % après 3,4 %. La croissance des prêts bancaires aux entreprises est passée de 1,7 % en décembre à 2,0 % en janvier, sous l'effet de flux mensuels de nouveaux prêts modérés. Le taux de croissance des émissions de titres de créance par les entreprises a augmenté, à 3,4 % en glissement annuel. La croissance graduelle des prêts hypothécaires s'est poursuivie, mais à un rythme annuel globalement modéré de 1,3 %.

#### *Conclusion*

Le Conseil des gouverneurs a décidé, ce jour, d'abaisser les trois taux d'intérêt directeurs de la BCE de 25 points de base. En particulier, la décision de réduire le taux de la facilité de dépôt, à travers lequel nous pilotons l'orientation de la politique monétaire, est fondée sur notre évaluation actualisée des perspectives d'inflation, de la dynamique de l'inflation sous-jacente et de la force de la transmission de la politique monétaire. Nous sommes résolus à assurer une stabilisation durable de l'inflation au niveau de notre objectif de 2 % à moyen terme. Compte tenu, singulièrement, du contexte actuel d'incertitudes croissantes, nous suivrons une approche s'appuyant sur les données pour déterminer, réunion par réunion, l'orientation appropriée de la politique monétaire. Plus particulièrement, nos décisions relatives aux taux directeurs seront fondées sur notre 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. Nous ne nous engageons pas à l'avance sur une trajectoire de taux particulière. En toute hypothèse, nous nous tenons prêts à ajuster l'ensemble de nos instruments, dans le cadre de notre mandat, pour assurer la stabilisation durable de l'inflation au niveau de notre objectif à moyen terme et pour préserver la bonne transmission de la politique monétaire ».

Notons que, malgré les décisions de la BCE de baisser ses taux directeurs, les taux d'emprunt souverains à 10 ans continuent à monter :

Pays	Taux	+ Haut	+ Bas	Var.	Var. %	Vs. Bund	Vs. T-Note	Heures
Afrique du Sud	10,758	10,764	10,747	+0,248	+2,36%	792,9	650,6	08:57:49
Allemagne	2,8325	2,8425	2,7970	-0,0515	-1,79%	0,0	-142,3	08:59:44
Australie	4,457	4,520	4,441	+0,045	+1,02%	162,2	19,9	08:59:10
Autriche	3,188	3,198	3,143	-0,049	-1,51%	35,0	-107,3	08:59:46
Bangladesh	10,480	10,480	10,480	+0,180	+1,75%	764,5	622,2	06/03
Belgique	3,395	3,420	3,378	-0,049	-1,42%	56,3	-86,0	08:59:46
Brésil	14,952	14,952	14,878	-0,068	-0,45%	1.211,7	1.069,4	06/03
Bulgarie	3,630	3,630	3,630	-0,220	-5,71%	79,5	-62,8	08:58:19
Canada	3,067	3,089	2,966	+0,098	+3,37%	23,2	-119,1	00:28:59
Chili	5,890	5,890	5,890	0,000	0,00%	305,5	163,2	06/03
Chine	1,835	1,847	1,809	+0,063	+3,56%	-100,0	-242,3	07:58:34
Chypre	3,279	3,282	3,212	+0,064	+1,99%	44,4	-97,9	06/03
Colombie	11,144	11,170	11,099	+0,113	+1,00%	830,9	688,6	06/03
Corée du Sud	2,773	2,801	2,765	-0,033	-1,18%	-6,2	-148,5	07:29:55
Côte d'Ivoire	7,010	7,010	7,010	-0,000	0,00%	417,5	275,2	06/03
Croatie	3,114	3,114	3,114	-0,006	-0,19%	27,9	-114,4	06/03
Danemark	2,553	2,672	2,512	+0,060	+2,43%	-28,3	-170,5	06/03
Égypte	22,768	22,813	22,768	+0,728	+3,30%	1.993,3	1.851,0	06/03
Espagne	3,507	3,516	3,487	-0,035	-0,99%	67,3	-75,0	08:59:43
États-Unis	4,260	4,264	4,239	-0,022	-0,51%	142,3	0,0	08:59:19
Finlande	3,096	3,108	3,047	-0,067	-2,12%	26,0	-116,3	08:59:46
France	3,547	3,568	3,538	-0,038	-1,06%	71,5	-70,8	08:59:44
Grèce	3,675	3,680	3,647	-0,082	-2,18%	84,3	-58,0	08:59:43
Hong-Kong	3,468	3,549	3,468	-0,143	-3,96%	63,3	-79,0	05:52:46
Hongrie	6,930	7,010	7,010	+0,150	+2,21%	409,5	267,2	06/03
île Maurice	5,703	5,703	5,703	-0,017	-0,30%	286,8	144,5	08:03:10
Inde	6,798	6,802	6,794	+0,117	+1,75%	396,4	254,1	08:58:08
Indonésie	6,981	6,999	6,981	+0,094	+1,36%	414,6	272,3	07:51:08
Irlande	3,094	3,125	3,083	-0,012	-0,39%	25,9	-116,4	08:59:44
Islande	7,051	7,051	7,051	-0,045	-0,63%	421,6	279,3	08:03:01
Israël	4,358	4,360	4,326	+0,047	+1,16%	152,3	10,0	06/03
Italie	3,927	3,952	3,909	-0,017	-0,43%	109,4	-32,9	08:59:44
Japon	1,503	1,512	1,489	-0,011	-0,73%	-133,2	-275,5	06:44:49

Toujours ce jeudi 6, réunion d'un Sommet extraordinaire de l'UE sur l'Ukraine, auquel le Président Zelinsky est invité.

*Communiqué de presse du Président du Conseil européen, Antonio Costa :*

« Aujourd'hui marque un moment décisif pour l'Europe. Pour la sécurité des Européens. Il y a un mois, nous avons mené une réflexion stratégique pour orienter notre action commune en matière de défense. Et aujourd'hui, nous tenons nos promesses – nous avançons résolument vers une Europe de la défense, forte et plus souveraine.

Depuis 2022, à Versailles, nous assumons une plus grande responsabilité en matière de défense. Mais aujourd'hui, nous avons décidé de viser beaucoup plus haut, guidés par un nouveau sentiment d'urgence. Je remercie la Commission, et en particulier Ursula von der Leyen, d'avoir présenté un premier paquet de propositions en amont du Livre blanc sur la défense. Sur cette base, nous avons pris des décisions concrètes pour doter nos capacités de défense de nouvelles ressources, de nouveaux outils, de nouveaux instruments. Cela signifie investir dans notre économie et protéger nos citoyens.

Premièrement, nous avons décidé d'investir dans les domaines prioritaires déjà définis par l'Agence européenne de défense, en tenant compte des leçons tirées de la guerre en Ukraine et en pleine cohérence avec l'OTAN : défense aérienne et antimissile, systèmes d'artillerie, missiles et munitions, drones et systèmes anti-drones, outils stratégiques, mobilité militaire, intelligence artificielle, cyberguerre et guerre électronique.

Deuxièmement, nous avons décidé de mobiliser des fonds publics et privés supplémentaires pour notre défense. Nous allons créer un nouvel instrument européen, jusqu'à 150 milliards d'euros, pour aider les États membres à renforcer les capacités de défense dont ils ont un besoin urgent. En outre, les dirigeants

ont clairement indiqué aujourd’hui que nous avons besoin de flexibilité dans le pacte de stabilité et de croissance. Car les États membres investiront beaucoup plus dans la défense – et nos règles budgétaires communes doivent leur permettre de le faire. De manière soutenue et durable. La flexibilité dans l’acheminement des fonds européens existants vers la défense sera également importante – pour les États membres qui le souhaitent. En outre, l’initiative de la Banque européenne d’investissement visant à élargir son mandat – pour accorder davantage de prêts au secteur de la défense – améliorera l’accès au financement privé. Et aura un effet positif sur les banques privées.

Troisièmement, nous avons décidé d’investir mieux et plus efficacement ensemble. Grâce à des achats communs. Grâce à la normalisation et à la simplification.

Les décisions que nous avons prises aujourd’hui envoient un message clair : nous joignons le geste à la parole. Nous tenons nos promesses. Pour renforcer notre dissuasion. Pour renforcer la sécurité de nos citoyens. Et, ce faisant, pour stimuler la compétitivité de l’Europe et notre base technologique et industrielle.

Une défense européenne plus forte constitue également un moyen de dissuasion pour l’Ukraine. Nos efforts pour renforcer la défense européenne profiteront également à l’Ukraine. Car la sécurité de l’Ukraine est au cœur de la sécurité de l’Europe.

Nous sommes aux côtés de l’Ukraine depuis le premier jour. Nous avons déjà fourni plus de 135 milliards d’euros d’aide à l’Ukraine depuis 2022. Notre soutien est indéfectible. Si la guerre continue. Dans d’éventuelles négociations de paix futures. Dans la reconstruction. Dans l’adhésion à l’Union européenne. Et nous nous sommes désormais engagés à accroître encore davantage notre soutien. Les États membres peuvent immédiatement accroître leur soutien grâce à l’élargissement de la marge de manœuvre budgétaire. Plusieurs États membres ont déjà annoncé leurs engagements à hauteur de 15 milliards d’euros. Aujourd’hui, nous avons également demandé au Conseil de travailler d’urgence sur de nouvelles initiatives visant à répondre aux besoins urgents de l’Ukraine en matière militaire et de défense.

Dans le même temps, nous nous préparons à soutenir l’Ukraine lorsqu’elle décidera d’engager des négociations. Pour l’aider à parvenir à un résultat positif, cela signifie une paix juste et durable.

Il s’agit d’un point de basculement pour l’Europe. Et aujourd’hui, nous avons montré que l’Union européenne est à la hauteur du défi. Construire l’Europe de la défense et se tenir aux côtés de l’Ukraine, épaule contre épaule. Car, en fin de compte, ce que nous voulons tous, ce que nous méritons tous, ce pour quoi nous travaillons tous, c’est la paix et la sécurité. Merci ».

Lors de ce Sommet, les États membres de l’UE ont donc validé le plan « Réarmer l’Europe » présenté par la Présidente de la Commission européenne.

Les ministres de l’économie et des finances vont devoir examiner lundi et mardi prochains les modalités de financement.

« Parmi les hypothèses sur la table, l’émission d’eurobonds, qui permettraient de mutualiser les coûts de la défense et de répartir les charges financières entre les différents États membres de l’UE. Ou encore l’utilisation des ressources - environ 427 milliards - du mécanisme européen de stabilité, le fonds de sauvetage créé par les pays de la zone euro pour fournir une assistance financière aux États membres en difficulté.

A l’issue du sommet, Emmanuel Macron a soutenu l’idée d’un emprunt commun devant la presse. “Si on veut vraiment avoir des grands programmes européens et une base industrielle européenne, il faut un financement européen“, a jugé le président Français, estimant que “dans les cinq à dix ans“, l’UE a “des investissements massifs à faire“ dans la défense, l’IA et la décarbonation des industries. “En parallèle je suis favorable à des ressources propres“, notamment “la fameuse taxe numérique évoquée depuis plusieurs années“, a-t-il ajouté.

Lors de la réunion, les leaders sont aussi allés, fait rare, jusqu’à identifier les domaines prioritaires dans lesquels il est urgent pour eux d’investir, signe d’une volonté d’accélérer. Leur liste compte la défense aérienne et antimissiles, les systèmes d’artilleries, les missiles et munitions, les drones et systèmes anti-drones, la mobilité militaire, les technologies spatiales, l’IA pour la défense et la cybernétique.

“Nous allons de l’avant de façon décisive vers une Europe de la défense forte et plus souveraine“, s’est félicité Antonio Costa, président du Conseil européen. Dans le même temps, de l’autre côté de l’Atlantique, Donald Trump remettait une nouvelle fois en cause l’engagement américain au sein de l’Otan…

Les Vingt-Sept ayant désormais fixé un cadre, il revient à la Commission d'affiner ses propositions pour la défense européenne, ce qu'elle devrait faire dans le livre blanc sur la défense attendu le 19 mars.

S'ils se montrés unanimes sur la défense, les leaders européens ont en revanche échoué à afficher la même unité sur l'Ukraine, également au menu des discussions du sommet, auquel Volodymyr Zelinsky, invité, était présent.

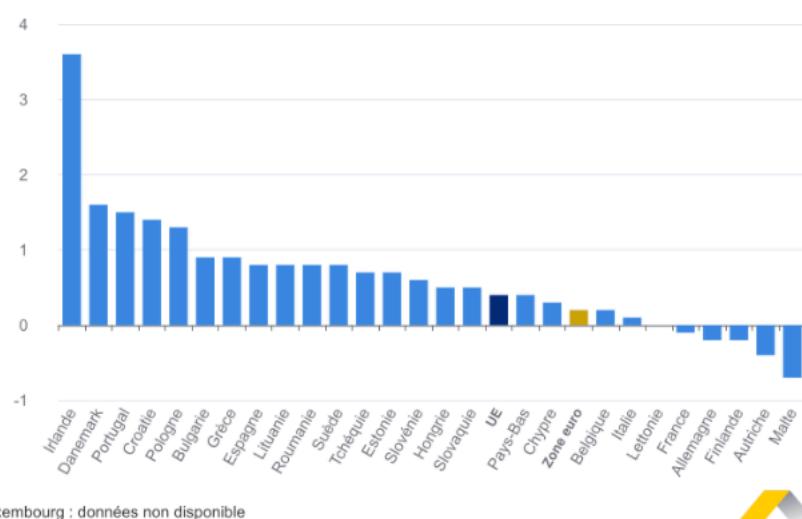
Le Premier ministre hongrois, Viktor Orban, proche de Donald Trump et de Vladimir Poutine, qui fissure régulièrement le front des Européens, a refusé de valider les conclusions visant à apporter un soutien renforcé à Kiev et à définir les grands principes européens d'un accord de paix.

Résultat, la déclaration, signée par Vingt-Six pays a été publiée sous la forme d'une annexe aux conclusions du sommet affichant un accord unanime des Vingt-Sept sur la défense.

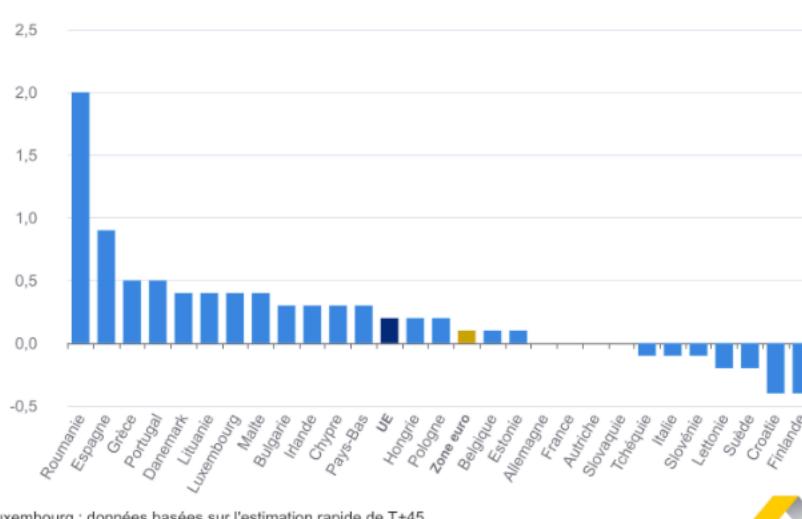
Un bien mauvais signal, alors que Washington a suspendu l'aide militaire et le partage de renseignements avec Kiev. Et surtout à l'heure où l'UE doit obtenir l'accord de Budapest pour renouveler tous les six mois les sanctions contre la Russie... » (Fabienne Schmitt, dans Les Echos du 6 mars.)

Le vendredi 7, Eurostat publient les statistiques suivantes :

Taux de croissance du PIB au quatrième trimestre 2024  
Pourcentage de variation, basé sur des données corrigées des variations saisonnières



Taux de croissance de l'emploi en personnes au quatrième trimestre 2024  
Pourcentage de variation par rapport au trimestre précédent, corrigé des variations saisonnières



Le même vendredi 7, dans son hebdomadaire consacré à l'analyse économique et sectorielle, le Crédit Agricole fournit des informations intéressantes sur le comportement des marchés financiers qui sont inquiets de l'effet Trump :

« La BCE a procédé cette semaine à une nouvelle baisse de 25 points de base de ses taux directeurs. C. Lagarde a affirmé que le processus désinflationniste est sur de bons rails, mais que la situation

géopolitique crée des risques à la fois à la hausse et à la baisse pour l'inflation, même si la hausse des droits de douane américains serait porteuse d'un risque haussier sur l'inflation, *via* la dépréciation de l'euro.

Mais la BCE pourrait se retrouver à réfléchir beaucoup plus structurellement que jamais à la question du lien entre politique monétaire et taux de change.

Dans un blog récent, la BCE explore les canaux à travers lesquels la politique monétaire américaine se propage dans la zone euro et, en particulier, l'impact d'un découplage entre les deux politiques monétaires. Il en résulte qu'à moyen terme, la politique monétaire américaine pousse l'économie de la zone euro dans la même direction que le ferait une politique monétaire de la BCE alignée sur celle de la Fed, notamment une hausse des taux américains se répercute sur la zone euro *via* les marchés financiers mondiaux, entraînant un ralentissement de l'activité économique dans la zone euro. Dans le même temps, le resserrement de la Fed pèse également sur l'activité économique aux États-Unis, la baisse de la demande des ménages et des entreprises américains impliquant également une baisse des importations en provenance de la zone euro.

Aligner donc la politique monétaire de la zone euro sur celle de la Fed renforcerait l'impulsion de resserrement venue de l'étranger, ce qui, toutes choses égales par ailleurs, créerait le risque que la BCE, à son tour, ne s'écarte pas par le bas de son objectif d'inflation.

S'il est important de tenir compte de ces répercussions à moyen terme pour l'objectif d'inflation de la BCE, il est aussi important de comprendre les implications du maintien d'un découplage entre les politiques des deux côtés de l'Atlantique pour la devise. Et ces implications sont de plus en plus géopolitiques outre qu'économiques.

Pour les comprendre il faut analyser les objectifs de la politique américaine dans le mandat de Trump et pour ce faire il faut faire un pas plus long à l'arrière et remonter aux années soixante et au dilemme de Triffin. Robert Triffin dans *Gold and the Dollar Crisis : The Future of Convertibility* (1960) soutenait que les banques centrales devaient accumuler des créances sur les États-Unis pour soutenir leur croissance monétaire, mais ces créances dépassant le stock d'or américain faisaient remonter les taux d'intérêt américains. Une interprétation *post Bretton-Woods* de Triffin affirme que les pays dont la monnaie est une monnaie de réserve internationale doivent nécessairement être en déficit commercial car ils exportent des actifs de réserve pour que les agents économiques non-résidents détiennent sa monnaie à la fois en tant qu'instrument qui facilite les échanges, mais aussi en tant qu'instrument d'épargne. Et quand les pays-clés sont en position de monopole ou de quasi-monopole, ils ont tendance, avec le temps, à tirer parti de la forte dépendance des autres pays à l'égard de leur monnaie. Ce « privilège exorbitant », leur permet de mettre en place des politiques incitatives d'absorption des chocs (par exemple, le financement d'une guerre ou son évitemennt par une politique de sanction fondée sur le rôle de la devise dans les échanges) ou des modèles de croissance (fondés par exemple sur la surconsommation) qui ne sont viables à long terme que si leurs propres actifs liquides et sûrs font l'objet d'une demande inconditionnelle de la part du reste du monde. Mais cette demande a aussi des conséquences néfastes car elle apprécie la devise. Cela peut un jour ou l'autre devenir un réel dilemme, car si la part dans le PIB mondial du pays dominant se réduit, il devra maintenir un déficit de balance courante d'autant plus élevé pour continuer à financer le commerce mondial et à attirer l'épargne globale. Il y aurait donc un arbitrage clair entre compétitivité à l'exportation et avantages géopolitiques de la devise de réserve mondiale et de l'extraterritorialité financière.

Comment donc affaiblir le dollar pour soulager la balance commerciale tout en maintenant l'incitation des pays partenaires à détenir leurs réserves ? La réponse de l'administration Trump semble être la suivante : les obliger à accepter. Et tous les moyens sont bons : de la menace sur la garantie de défense américaine, à l'imposition de droits de douane, il n'y a pas de ségrégation des instruments, tous servent le dessin du maintien de la puissance. C'est bien là l'esprit des Accords de Mar-a-Lago portés par Stephen Miran, fraîchement nommé au Conseil des experts économiques : faire accepter une dépréciation du dollar et/ou obliger les partenaires à détenir des bons du Trésor de maturité à cent ans et à faible taux.

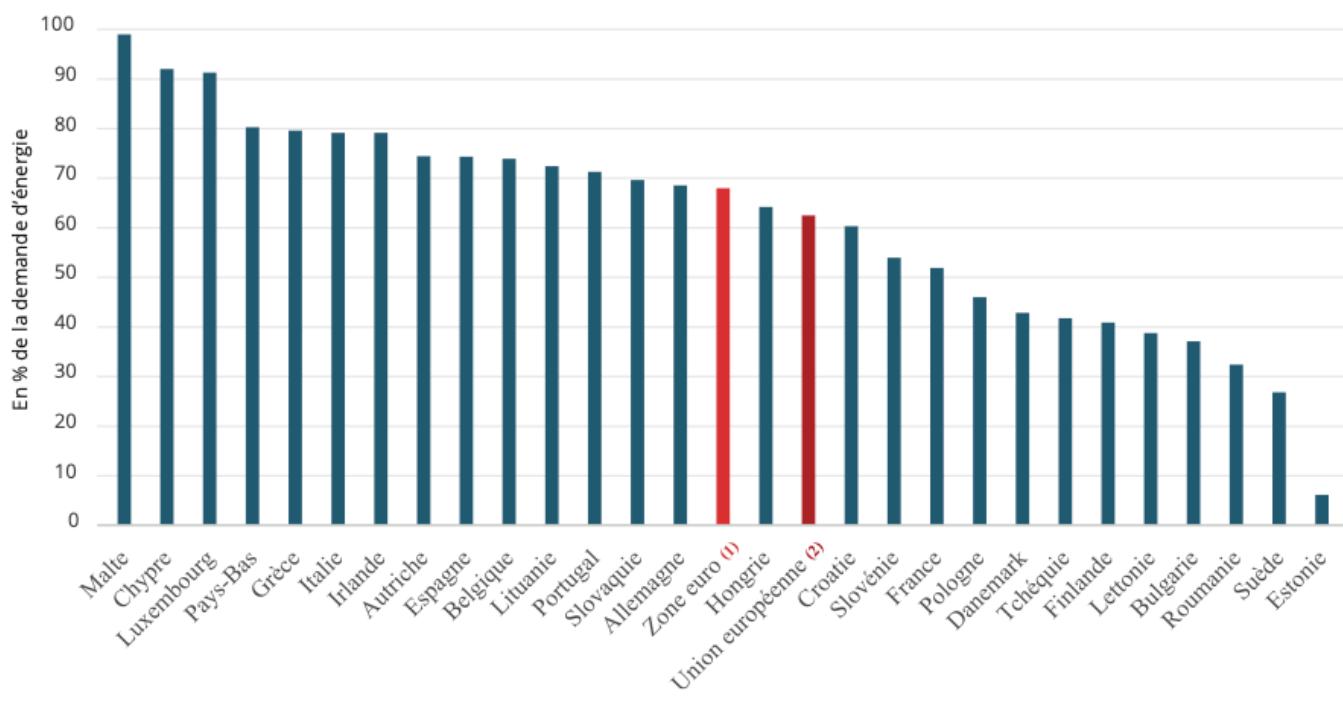
La question est donc de savoir si la BCE pourra s'affranchir de ces considérations dans la conduite de sa politique monétaire et maintenir un découplage de la politique de la Fed, justifié par les fondamentaux macro-économiques. Et si la réponse côté européen résidait dans un actif sûr européen, pour contribuer à réduire une exposition vis-à-vis du dollar sujette à une arsenalisation croissante ? ».

Le mercredi 12, l'OFCE publie une analyse sur les conséquences attendues de l'arrivée de D. Trump à la Maison Blanche (<https://www.ofce.sciences-po.fr/pdf/pbrief/2025/OFCEpbrief140.pdf>).

Nous en reproduisons le paragraphe 5.3 : « Face à un durcissement américain, l'Union européenne à un tournant ? » :

« Pour l'Europe, le retour de Donald Trump à la Maison-Blanche signifie un regain du protectionnisme américain avec un durcissement des politiques commerciales et énergétiques. L'approvisionnement énergétique constitue la pierre angulaire du modèle de production de tout pays. À ce titre, l'Union européenne est liée aux États-Unis puisqu'elle dépend massivement de son pétrole et de son gaz, et ce d'autant plus depuis l'invasion de la Russie en Ukraine qui l'a poussée à se tourner vers d'autres pays pour diversifier son approvisionnement. Ainsi, en 2023, les États-Unis fournissaient 19,4 % de la totalité des importations de gaz de l'UE, et 15,4 % de son pétrole. Déjà leaders dans la production de pétrole et de gaz et dans l'exportation de GNL, les États-Unis disposent d'un pouvoir de marché et de négociation important au niveau mondial, et particulièrement sur l'UE qui en est dépendante. Le retour de Trump devrait tendre cette relation puisque ce dernier compte faire des États-Unis une nation indépendante et dominante énergétiquement, imposant ses conditions au reste du monde. Face à cela, l'UE a deux options : ne rien changer à son modèle et accepter de se plier aux exigences de Trump, ou augmenter sa production d'énergies dites "décarbonées" (renouvelables et nucléaire), diversifier ses fournisseurs et promouvoir un nouveau modèle basé sur les énergies propres et la sobriété énergétique. Aujourd'hui, l'UE est très dépendante des autres pays pour son approvisionnement énergétique, avec une dépendance énergétique moyenne de 62,5 % en 2022 mais une forte hétérogénéité puisque de gros pays comme la Grèce, l'Italie ou l'Espagne importent trois quarts de leur énergie alors que l'Estonie ou la Suède en importent moins de 30 % (graphique 5).

**Graphique 5. Dépendance des pays de l'Union européenne en 2022 aux importations énergétiques**



Eurostat, Calculs OFCE.

(1) Zone euro –20 pays (à partir de 2023).

(2) Union européenne – 27 pays (à partir de 2020).

Cette importante dépendance globale s'explique par le fait que l'UE est un continent relativement dépourvu de ressources énergétiques, ce qui est également en partie valable pour les matières premières critiques, essentielles pour mener à bien la transition écologique et énergétique.

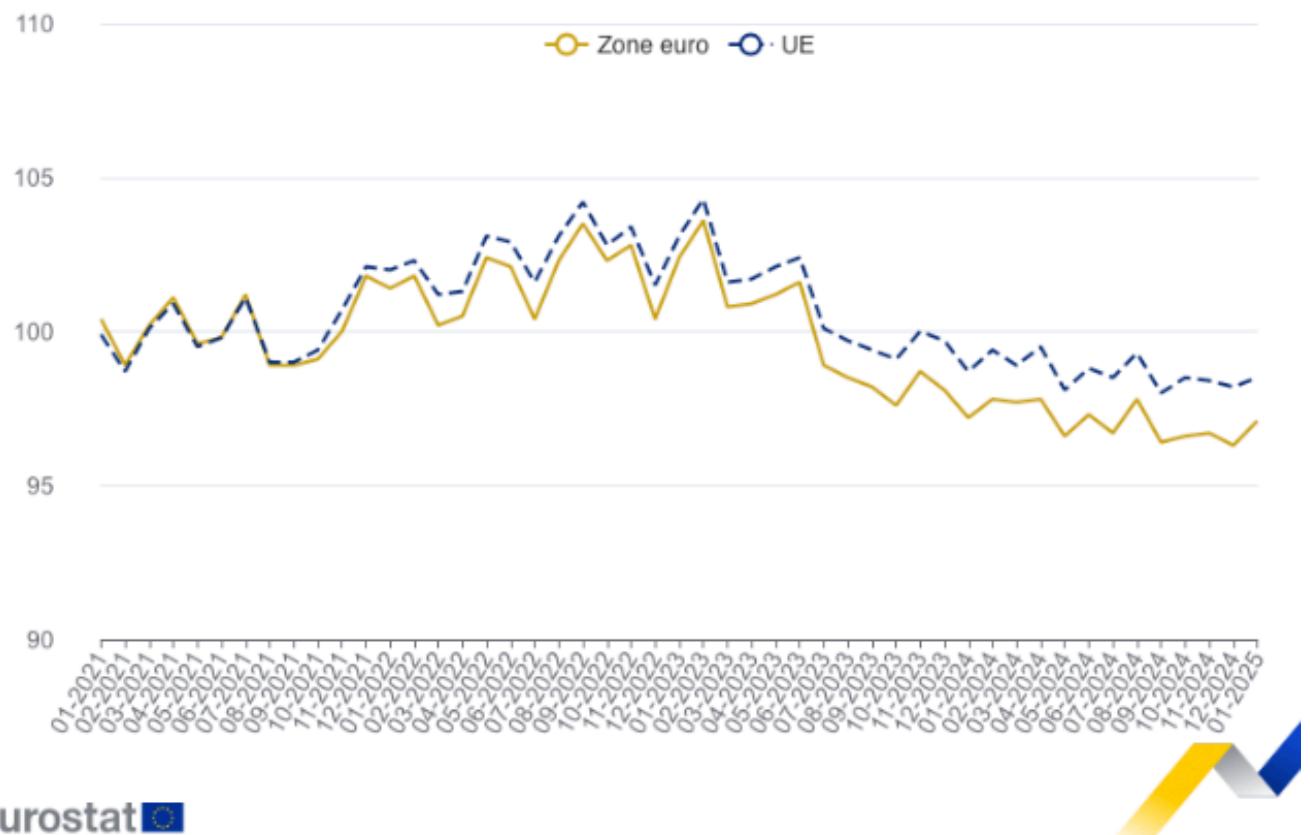
D'après le rapport Pisani-Ferry–Mahfouz, l'essentiel de la transformation reposera sur la substitution de capital aux énergies fossiles, ce qui implique d'importants efforts d'investissements. Aussi bien au niveau européen que français, cet effort est chiffré à 2 points de PIB d'investissements additionnels en 2030 . Se pose également la question de la compétitivité européenne liée aux coûts énergétiques relativement plus

élevés en Europe et aux objectifs de décarbonation plus importants, et donc aux coûts supplémentaires pour l'industrie européenne supérieurs aux autres zones du monde. L'UE fait face à un arbitrage : soutenir une production européenne de panneaux photovoltaïques, d'éoliennes et de batteries électriques coûteuse mais locale, ou s'appuyer sur l'excédent de capacité chinois (rendu possible par des faibles coûts de production et des subventions publiques quatre fois supérieures à celles des autres grandes économies) qui pourrait approvisionner l'Europe en technologies vertes à bas coûts. Au vu de sa dépendance en matière d'énergie et de ressources critiques envers les États-Unis et la Chine (90 % des importations européennes de minerais énergétiques critiques proviennent de Chine), l'UE devra certainement arbitrer entre une dépendance trop forte aux technologies chinoises, qui ne pourront pas être totalement bannies, et une stratégie qui pénaliserait trop fortement la compétitivité des entreprises en raison de coûts de l'énergie trop élevés. À l'inverse, une absence totale de stratégie européenne serait néfaste pour son emploi, sa productivité et sa sécurité économique. Le rapport Draghi propose ainsi une stratégie pour permettre à l'Europe de se décarboner tout en préservant la position compétitive de son industrie : dans les secteurs où le désavantage de l'Europe en matière de coûts est trop important pour en faire une concurrente sérieuse, elle doit importer les technologies nécessaires tout en diversifiant ses fournisseurs pour limiter ses dépendances. Dans les secteurs où l'Europe est soucieuse de l'endroit de la production mais pas de l'origine de la technologie sous-jacente, il faut encourager les investissements directs étrangers (IDE) entrants tout en établissant des mesures commerciales pour compenser l'avantage de coût obtenu par les subventions étrangères. Dans les secteurs où l'UE a un intérêt stratégique à conserver un savoir-faire et une capacité productive, il faut augmenter la rentabilité ("*bankability*") à long terme des investissements en Europe. Enfin, dans les secteurs où l'UE a un avantage innovant et perçoit un potentiel de croissance future élevé, elle doit utiliser tous les outils à sa disposition pour créer des effets de distorsions sur le commerce, et ce, jusqu'à ce que l'industrie atteigne une échelle suffisante pour être viable. Par ailleurs, le rapport Draghi insiste sur la nécessité de maintenir l'industrie européenne à l'avant-garde de l'innovation en matière de technologies propres tout en exploitant les nouvelles opportunités industrielles, et de "*niveler le terrain de jeu*" ("*levelling the playing field*") dans les secteurs exposés à la concurrence étrangère déloyale et/ou confrontés à des objectifs de décarbonation plus exigeants que leurs concurrents internationaux, y compris en ayant recours à des tarifs douaniers ou à d'autres mesures commerciales si besoin ».

Le vendredi 14, Eurostat publie la statistique suivante sur l'évolution de la production industrielle :

## Production industrielle

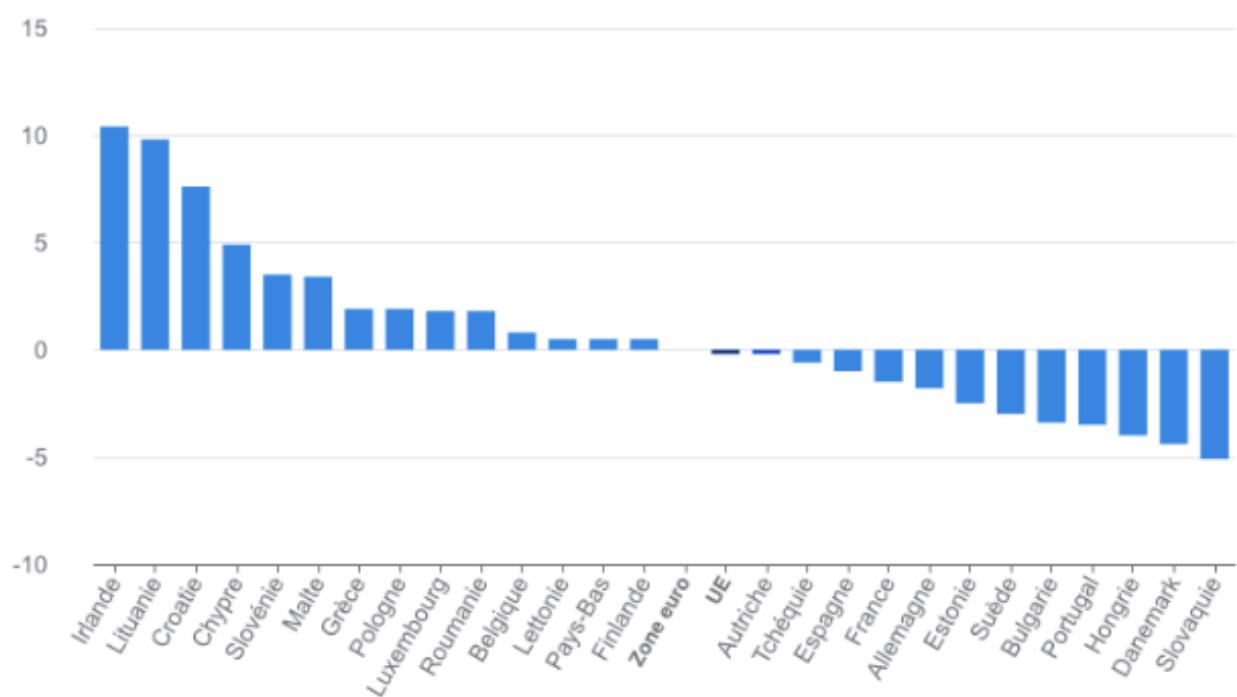
2021=100, données corrigées des variations saisonnières



eurostat

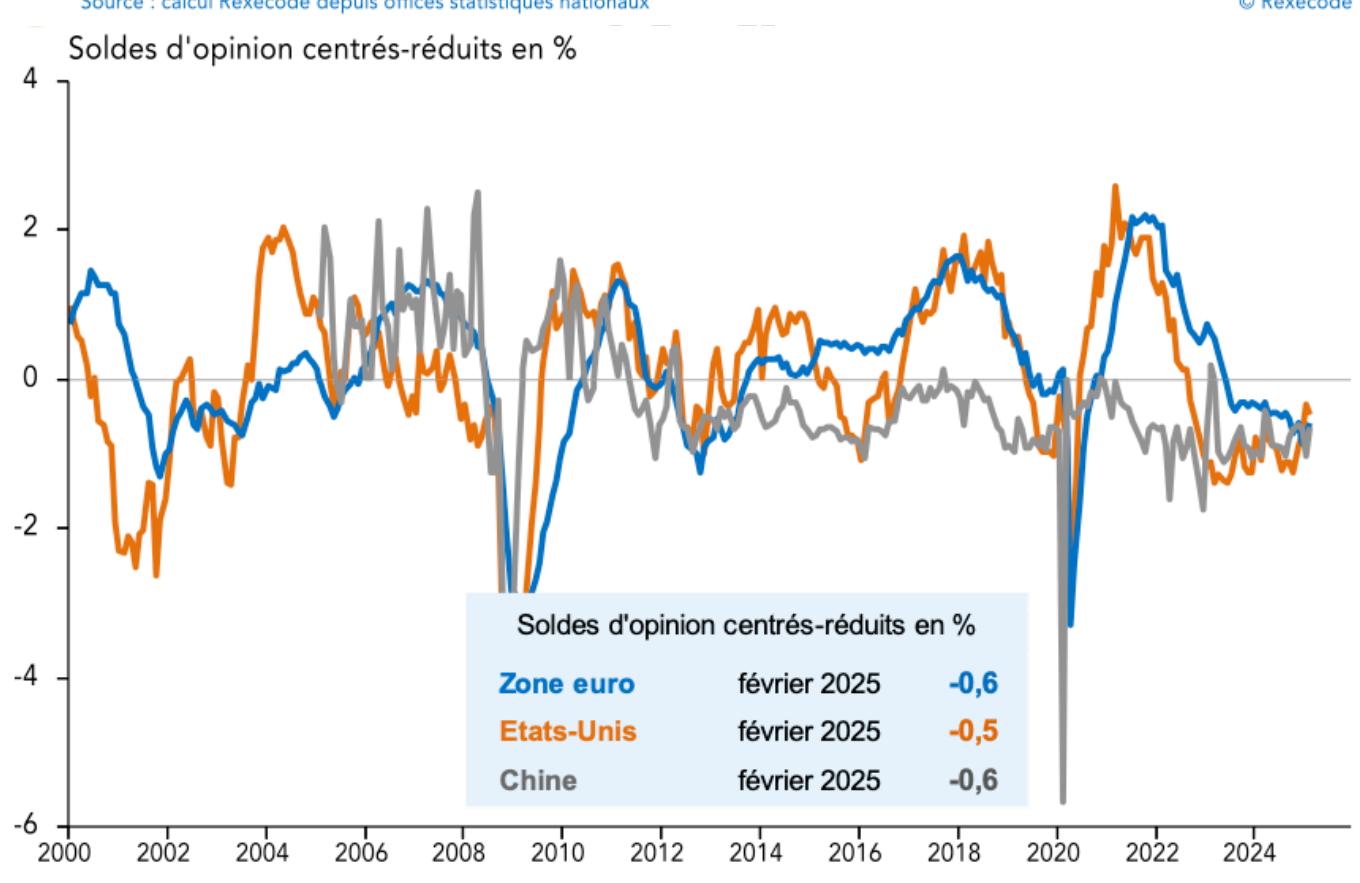
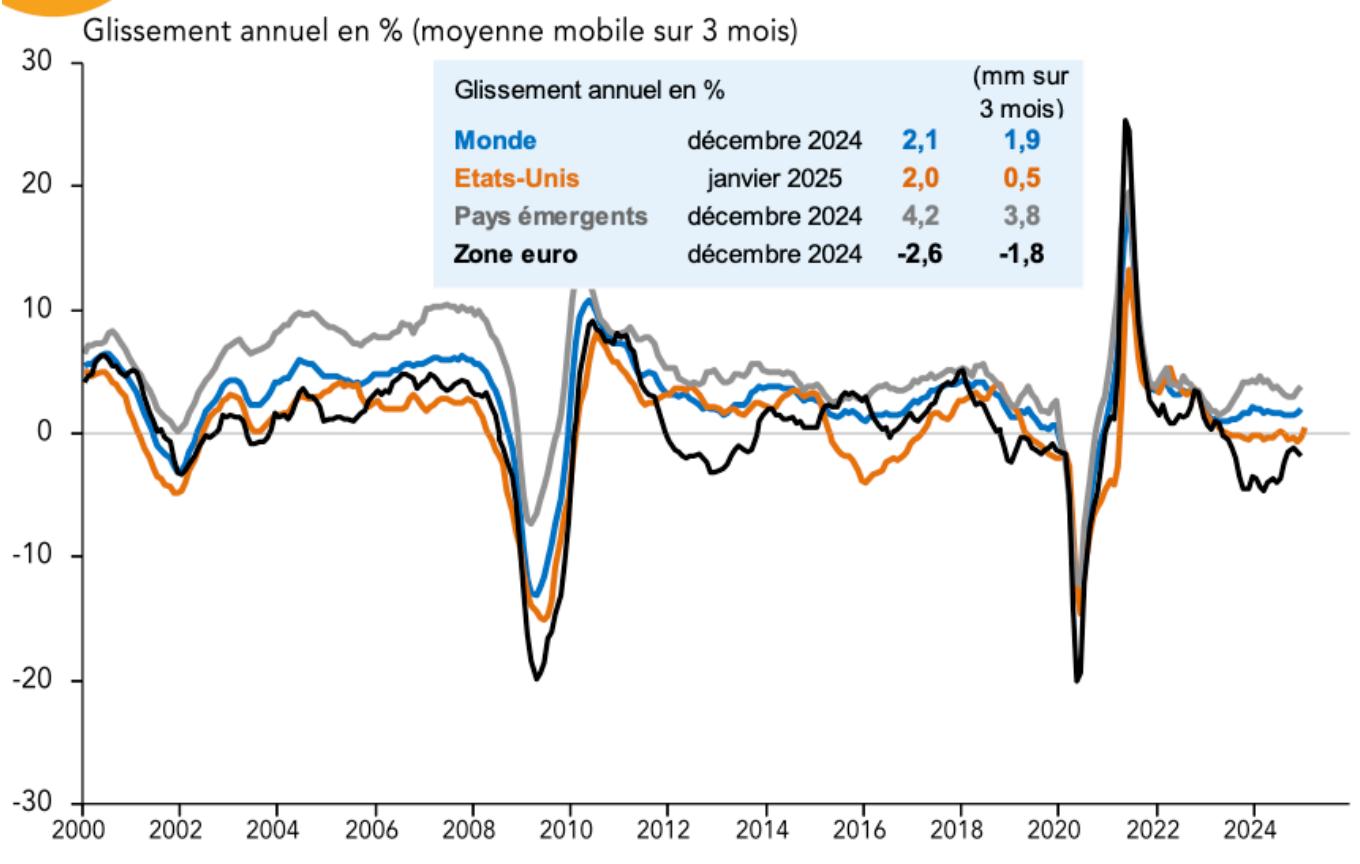
## Production industrielle en janvier 2025

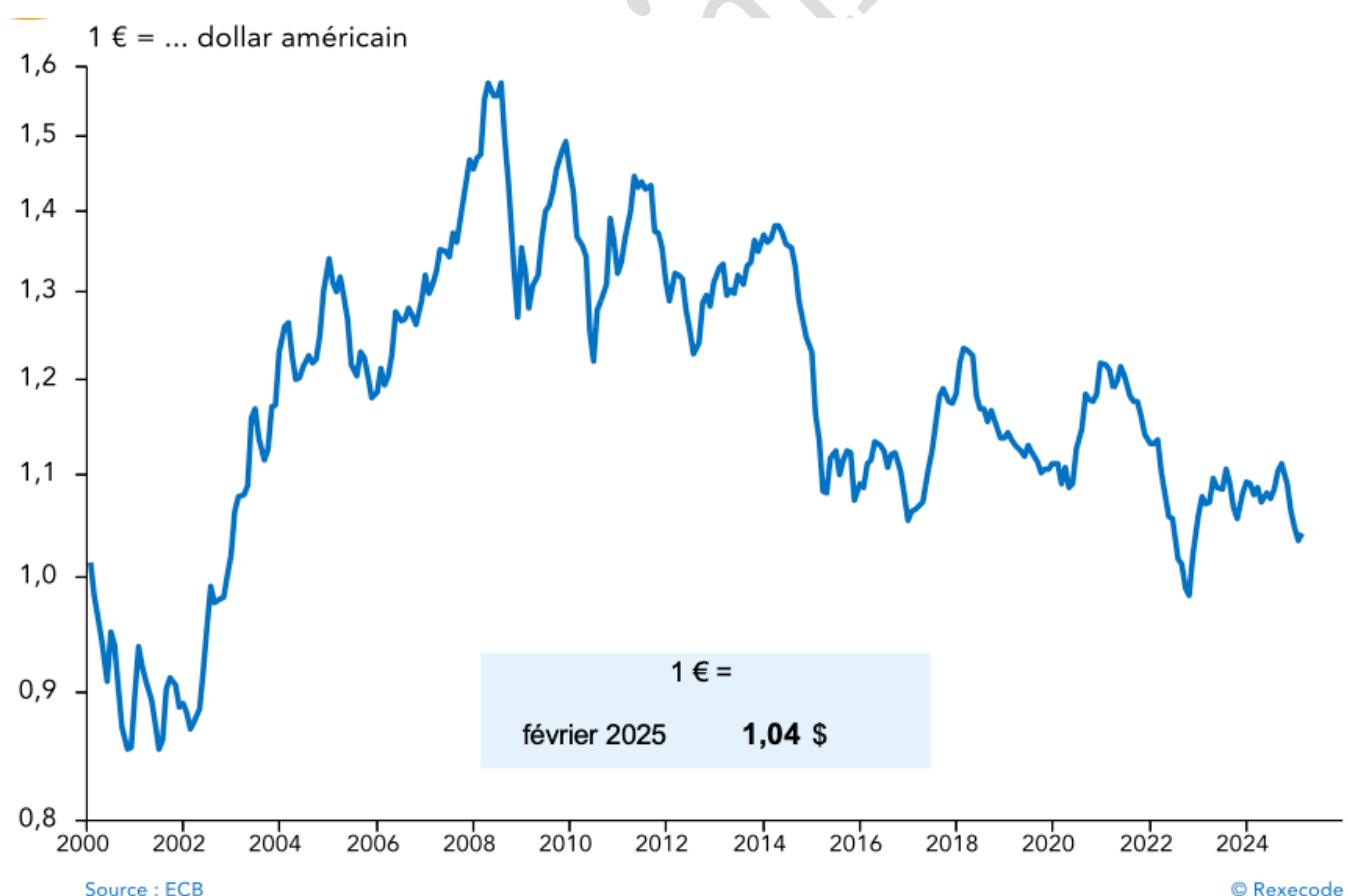
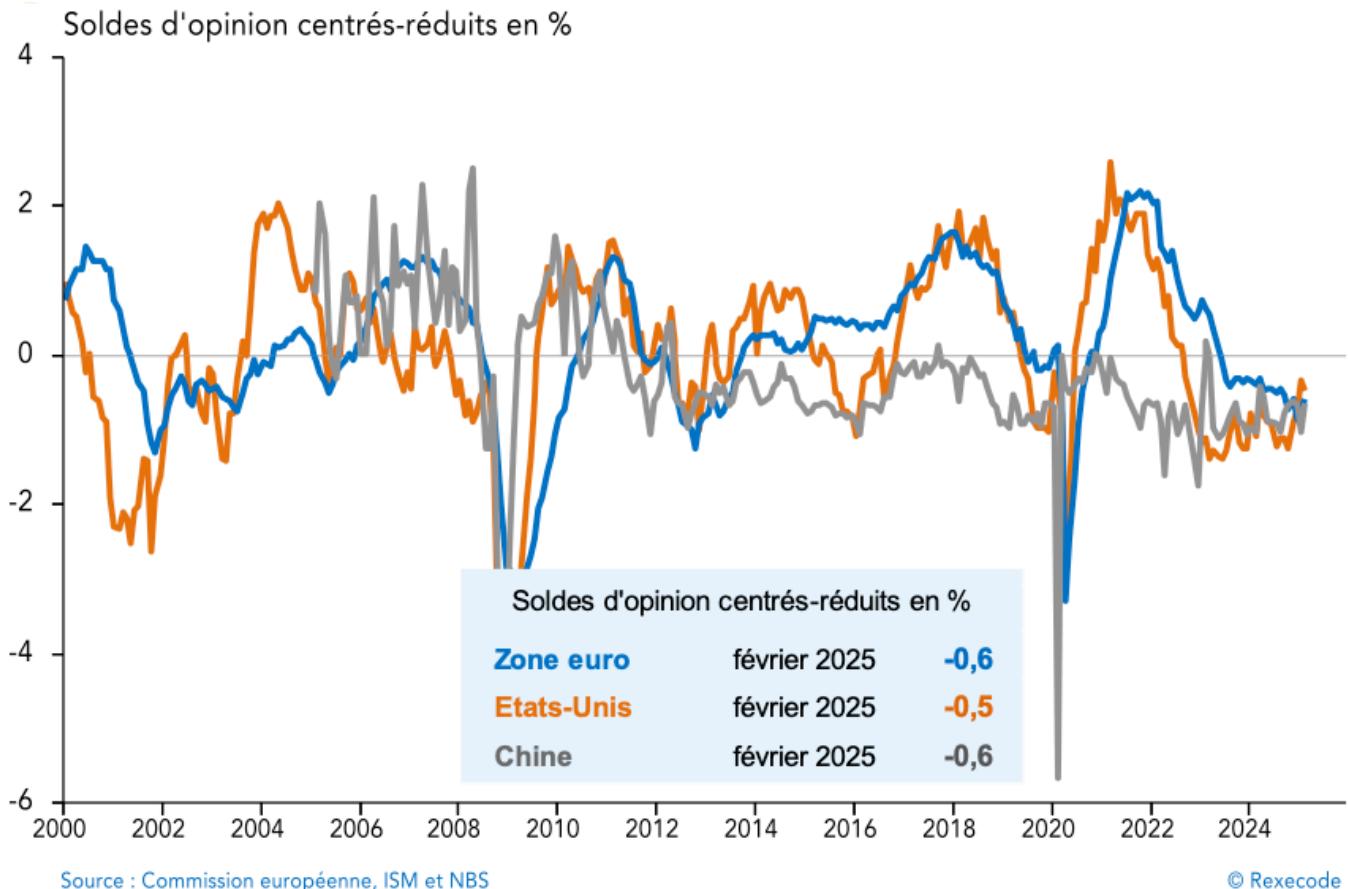
Variation en pourcentage par rapport à janvier 2024



eurostat

Quelques jours auparavant (le vendredi 7), Rexecode publiait les graphiques suivants sur l'évolution de la production industrielle mondiale et sur les indicateurs synthétiques de confiance dans l'industrie ; et un graphique de l'évolution du taux de change euro-dollar :

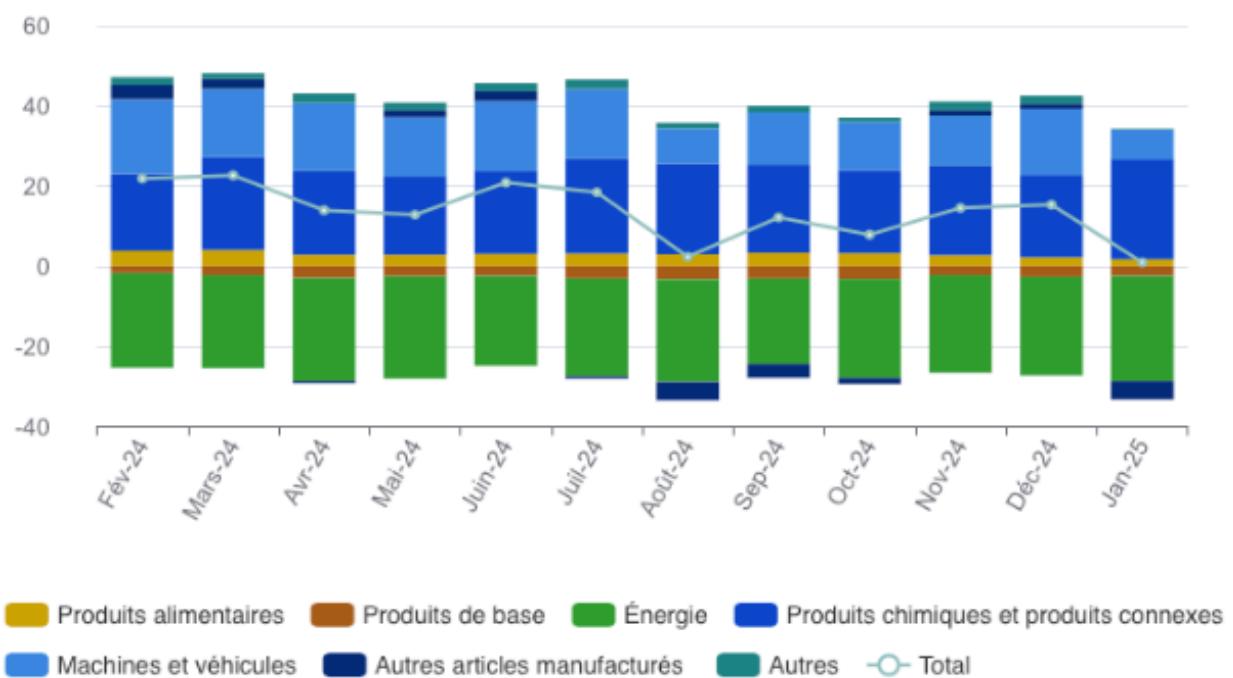




Le mardi 18, Eurostat publie les statistiques suivantes :

## Balance de la zone euro par groupe de produits

(en mrds €)



## Taux d'emplois vacants par activité économique principale (en %)

– données non corrigées des variations saisonnières –



	Industrie et construction (sections B à F de la NACE Rév. 2)					Services (sections G à N de la NACE Rév. 2)				
	2023T4	2024T1	2024T2	2024T3	2024T4	2023T4	2024T1	2024T2	2024T3	2024T4
<b>Zone euro</b>	2,7	2,5	2,3	2,1	2,2	3,1	3,2	2,9	2,7	2,7
<b>UE</b>	2,4	2,3	2,2	2,0	2,0	2,9	3,0	2,7	2,6	2,5
<b>Belgique</b>	3,8	4,0	4,2	4,2	3,8	5,8	5,5	5,6	5,3	5,4
<b>Bulgarie</b>	0,6	0,6	0,7	0,6	0,6	0,6	0,8	0,7	0,7	0,7
<b>Tchéquie</b>	4,1	4,0	3,9	3,7	3,5	4,6	4,4	4,4	4,5	4,7
<b>Danemark</b>	2,1	2,4	2,4	2,2	2,0	2,4	2,6	2,8	2,7	2,5
<b>Allemagne</b>	3,5	2,9	2,6	2,4	2,6	4,6	4,4	3,6	3,6	3,9
<b>Estonie</b>	0,7	0,8	1,0	0,9	0,8	1,6	1,5	1,5	1,7	1,7
<b>Irlande</b>	0,7	0,9	1,1	0,9	0,8	1,0	1,1	1,2	1,1	0,9
<b>Grèce</b>	2,9	3,4	2,2	1,3	1,2	1,9	4,3	3,3	2,1	1,4
<b>Espagne</b>	0,5	0,6	0,5	0,6	0,5	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
<b>France</b>	2,9	2,6	2,4	2,2	2,2	2,9	2,8	2,7	2,4	2,4
<b>Croatie</b>	1,1	1,6	1,4	1,4	1,1	1,0	1,8	1,5	1,0	1,0
<b>Italie</b>	2,1	2,4	2,0	1,8	1,8	1,8	2,7	2,2	1,9	1,7
<b>Chypre</b>	2,1	2,2	2,2	3,5	2,4	3,2	3,8	3,8	4,0	3,3
<b>Lettonie</b>	2,1	2,5	2,6	2,5	2,2	2,1	2,4	2,1	2,0	1,9
<b>Lituanie</b>	1,7	1,8	1,9	2,0	1,7	1,9	1,9	2,0	2,1	2,0
<b>Luxembourg</b>	0,9	1,1	1,1	0,9	0,9	2,1	2,0	2,0	1,9	1,6
<b>Hongrie</b>	1,9	1,8	1,8	1,8	1,6	2,1	2,0	2,0	2,0	1,8
<b>Malte</b>	3,0	2,7	2,9	3,4	2,9	3,4	3,5	3,8	3,7	3,5
<b>Pays-Bas</b>	4,7	4,9	5,3	5,1	5,1	4,4	4,6	4,6	4,4	4,2
<b>Autriche</b>	3,9	4,5	3,9	3,6	3,5	5,4	5,6	5,0	4,9	4,4
<b>Pologne</b>	0,8	1,1	1,1	1,0	0,9	0,8	0,9	0,9	1,0	0,7
<b>Portugal</b>	1,2	1,1	1,1	1,1	1,2	2,0	1,9	2,1	2,1	1,8
<b>Roumanie</b>	0,6	0,7	0,7	0,7	0,5	0,7	0,7	0,6	0,7	0,7
<b>Slovénie</b>	2,7	3,0	2,7	2,5	2,0	2,7	3,0	2,9	2,9	2,6
<b>Slovaquie</b>	0,8	1,0	0,9	0,8	0,7	0,9	1,0	1,0	0,9	0,8
<b>Finlande</b>	1,1	1,4	1,6	0,9	0,9	2,3	2,7	2,3	2,0	1,8

Également le mardi 18, l'INSEE publie sa note de conjoncture, qui s'intitule ce mois-ci : « Désordre mondial, croissance en berne » (<https://www.insee.fr/fr/statistiques/8388054>).

Mercredi 19, la Fed laisse inchangés ses taux directeurs bien qu'elle révise à la baisse ses projections économiques et qu'elle puisse craindre le risque croissant de stagflation ; ce qui l'amène à confirmer ses intentions de baisser ses taux à deux reprises cette année.

Ce même mercredi, la Commission européenne présente sa stratégie pour une « union de l'épargne et de l'investissement », de façon à pouvoir financer les investissements considérables que l'UE doit faire. ([https://commission.europa.eu/news/savings-and-investments-union-better-financial-opportunities-eu-citizens-and-businesses-2025-03-19\\_en?prefLang=fr&etrans=fr](https://commission.europa.eu/news/savings-and-investments-union-better-financial-opportunities-eu-citizens-and-businesses-2025-03-19_en?prefLang=fr&etrans=fr)) Cette stratégie s'inscrit dans le vieux projet d'une Union des marchés de capitaux, en allant plus loin puisqu'elle vise l'ensemble du secteur financier, donc y compris les banques ; mais elle prévoit une supervision unique – et non plus nationale – des marchés de capitaux, point décisif qui est loin de faire l'unanimité des États membres. La stratégie prévoit aussi l'union bancaire, qui reste à parachever.

Toujours en ce mercredi 19, l'or continue sa progression inouïe : sa valeur a dépassé son record historique de 3000 dollars depuis quelques jours.



« (...) En fait, l'or est en ébullition depuis la fin 2023.

La première poussée a été alimentée par la Réserve fédérale américaine et, plus encore, par les anticipations de baisse des taux des investisseurs financiers. À partir de septembre 2024, la détente monétaire aux États-Unis s'est matérialisée, faisant passer le loyer de l'argent d'un plafond de 5 % à 5,25 %, sur lequel il stationnait depuis un an, à une fourchette de 4,25 % -4,5 % aujourd'hui. Cette baisse a réduit le coût d'opportunité de l'or par rapport aux obligations d'État à court terme.

La deuxième poussée trouve, elle, son origine dans le bouleversement de l'ordre mondial, qui, lui-même, a ses racines ancrées dans la stratégie va-t'en guerre commerciale de Donald Trump, qui matraque, jour

après jour, de surtaxes douanières de nouvelles marchandises ou/et de nouveaux pays, que l'on n'ose plus vraiment appeler "des partenaires commerciaux". Dernière cible en date du locataire du Bureau Ovale : l'Union européenne. (...)

La ruée vers l'or s'explique aussi, et sans surprise, par la volonté des investisseurs de se protéger face aux tensions géopolitiques, en particulier le conflit au Moyen-Orient et la guerre en Ukraine, un dossier fait de multiples rebondissements. (...)

Historiquement, les prix de l'or ont toujours été influencés par les grandes crises internationales, qu'elles soient géopolitiques ou économiques. Ainsi, le métal jaune a dépassé la barre des 1.000 dollars l'once début 2009, en pleine crise financière. (...)

Le cap des 2.000 dollars, lui, a été franchi en août 2020 alors que la pandémie mondiale de Covid-19 continuait de faire des ravages. La contraction historique des taux d'intérêt à 10 ans américains, négatifs lorsque corrigés de l'inflation, avait propulsé l'once.

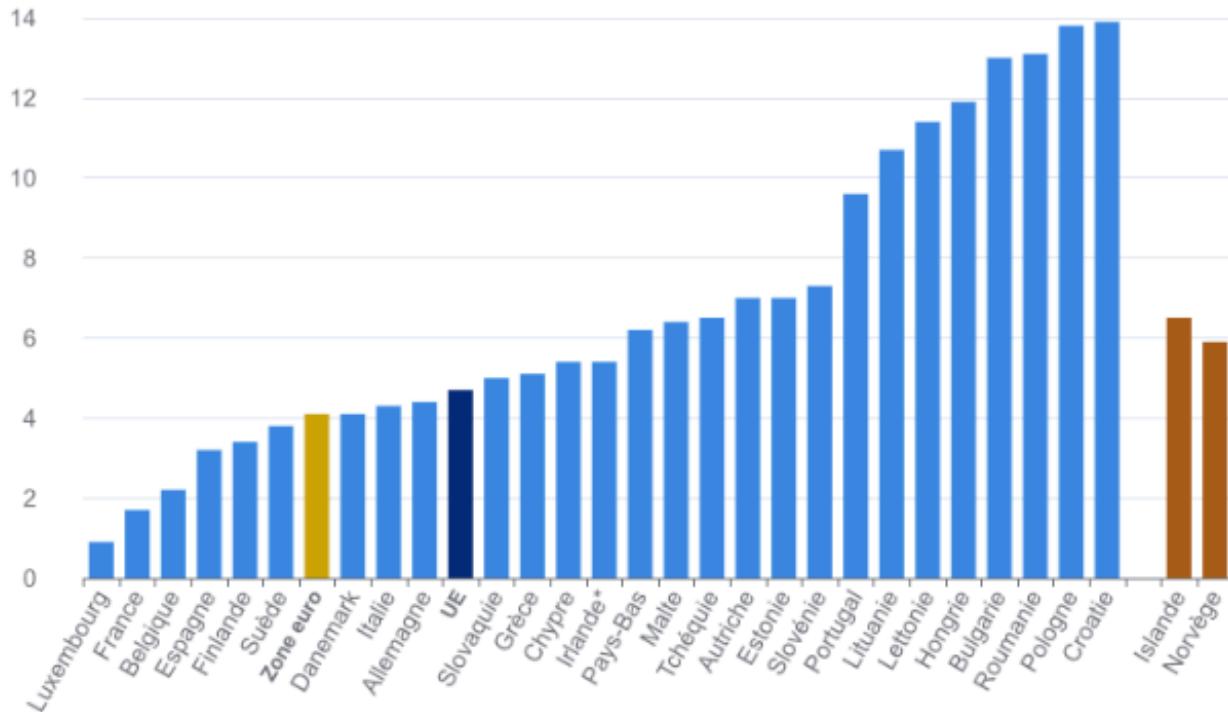
Les ressorts de l'envolée actuelle sont nombreux. On peut ajouter la demande la Chine, où les investisseurs privilégièrent l'or dans un contexte de taux d'épargne historiquement bas et de crise immobilière, et celle des banques centrales. Les institutions monétaires cherchent à diversifier leurs placements hors des obligations d'État et du dollar, qui pourrait être utilisé comme une arme. Depuis l'invasion, les achats d'or des banques centrales ont doublé, passant d'environ 500 tonnes par an à plus de 1.000. Dans cette frénésie, les banques centrales émergentes font la course en tête, selon le World Gold Council : la Chine, mais aussi la Pologne, l'Inde et la Turquie. (...) ».

Céline Panteix, Les Echos du 14 mars 2025.

Encore le mercredi 19, Eurostat publie les statistiques suivantes :

#### Coûts salariaux horaires, en termes nominaux, ensemble de l'économie

Variation en % par rapport au même trimestre de l'année précédente, corrigée des effets de calendrier - T4 2024



\* Voir la note pays dans 'Révisions et calendrier'



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



	Taux annuel							Taux mensuel
	Fév 24	Sep 24	Oct 24	Nov 24	Déc 24	Jan 25	Fév 25	Fév 25
<b>Zone euro</b>	2,6	1,7	2,0	2,2	2,4	2,5	<b>2,3</b>	0,4
<b>UE</b>	2,8	2,1	2,3	2,5	2,7	2,8	<b>2,7</b>	0,4
<b>Belgique</b>	3,6	4,3	4,5	4,8	4,4	4,4	<b>4,4</b>	2,4
<b>Bulgarie</b>	3,5	1,5	2,0	2,0	2,1	3,8	<b>3,9</b>	0,4
<b>Tchéquie</b>	2,2	2,8	3,0	3,1	3,3	2,9	<b>2,8</b>	0,2
<b>Danemark</b>	0,6	1,2	1,6	1,6	1,8	1,4	<b>2,0</b>	1,0
<b>Allemagne</b>	2,7	1,8	2,4	2,4	2,8	2,8	<b>2,6</b>	0,5
<b>Estonie</b>	4,4	3,2	4,5	3,8	4,1	3,8	<b>5,1</b>	1,3
<b>Irlande</b>	2,3	0,0	0,1	0,5	1,0	1,7	<b>1,4</b>	0,8
<b>Grèce</b>	3,1	3,1	3,1	3,0	2,9	3,1	<b>3,0</b>	0,0
<b>Espagne</b>	2,9	1,7	1,8	2,4	2,8	2,9	<b>2,9</b>	0,4
<b>France</b>	3,2	1,4	1,6	1,7	1,8	1,8	<b>0,9</b>	0,1
<b>Croatie</b>	4,8	3,1	3,6	4,0	4,5	5,0	<b>4,8</b>	0,0
<b>Italie</b>	0,8	0,7	1,0	1,5	1,4	1,7	<b>1,7</b>	0,1
<b>Chypre</b>	2,1	1,6	1,6	2,2	3,1	2,9	<b>2,3</b>	0,3
<b>Lettonie</b>	0,6	1,6	2,1	2,3	3,4	3,1	<b>3,7</b>	0,7
<b>Lituanie</b>	1,1	0,4	0,1	1,1	1,9	3,4	<b>3,2</b>	0,5
<b>Luxembourg</b>	3,2	0,8	0,9	1,1	1,6	2,4	<b>1,9</b>	1,1
<b>Hongrie</b>	3,6	3,0	3,4	3,9	4,8	5,7	<b>5,7</b>	0,7
<b>Malte</b>	3,0	2,1	2,4	2,1	1,8	1,8	<b>2,0</b>	0,4
<b>Pays-Bas</b>	2,7	3,3	3,3	3,8	3,9	3,0	<b>3,5</b>	1,4
<b>Autriche</b>	4,0	1,8	1,8	1,9	2,1	3,4	<b>3,4</b>	0,5
<b>Pologne</b>	3,7	4,2	4,2	3,9	3,9	4,3	<b>4,3</b>	0,3
<b>Portugal</b>	2,3	2,6	2,6	2,7	3,1	2,7	<b>2,5</b>	-0,1
<b>Roumanie</b>	7,1	4,8	5,0	5,4	5,5	5,3	<b>5,2</b>	0,7
<b>Slovénie</b>	3,4	0,7	0,0	1,6	2,0	2,3	<b>1,9</b>	0,2
<b>Slovaquie</b>	3,8	2,9	3,5	3,6	3,2	4,2	<b>4,1</b>	0,4
<b>Finlande</b>	1,1	1,0	1,5	1,7	1,6	1,7	<b>1,5</b>	0,5
<b>Suède</b>	2,6	1,2	1,6	2,0	1,6	2,0	<b>2,8</b>	1,0
<b>Islande</b>	5,3	3,4	3,7	3,5	3,6	3,7	<b>3,4</b>	1,1
<b>Norvège</b>	4,4	2,7	2,2	1,9	1,7	1,9	<b>3,3</b>	1,6
<b>Suisse</b>	1,2	0,9	0,7	0,7	0,4	0,2	<b>0,1</b>	0,1

p provisoire

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



Le lundi 24, publication du HCOB PMI Flash pour la zone euro :

« L'indice PMI Flash composite HCOB de l'activité globale dans la zone euro s'inscrit à 50,4 (50,2 en février). Plus haut de 7 mois.

L'indice PMI Flash HCOB de l'activité de services dans la zone euro se replie à 50,4 (50,6 en février). Plus bas de 4 mois.

L'indice PMI Flash HCOB de la production manufacturière dans la zone euro se redresse à 50,7 (48,9 en février). Plus haut de 34 mois.

L'indice PMI Flash HCOB de l'industrie manufacturière dans la zone euro se redresse à 48,7 (47,6 en février). Plus haut de 26 mois.

Données recueillies du 12 au 20 mars.

Commentaire du Dr. Cyrus de la Rubia, Chef économiste à Hamburg Commercial Bank, :

« Coïncidant avec l'arrivée du printemps, on observe des signes de renouveau dans le secteur manufacturier. S'il est prudent ne se pas surestimer l'impact d'un résultat ponctuel, il est toutefois encourageant de constater que la production a augmenté pour la première fois depuis mars 2023 et que l'indice relatif à cette variable s'est redressé pour un troisième mois consécutif. Cette croissance de l'activité des fabricants s'est en outre accompagnée d'un net ralentissement des replis des nouvelles commandes et de l'emploi. Si l'on peut arguer que cette amélioration s'explique par un rebond temporaire des importations en provenance des États-Unis, lié aux droits de douane, la volonté de l'Europe d'investir massivement dans la défense et les infrastructures - en Allemagne, un budget exceptionnel et historique correspondant a été approuvé la semaine dernière - permet toutefois d'espérer une reprise plus soutenue dans les mois à venir.

L'évolution des prix dans le secteur des services, suivie de très près par la BCE, devrait réjouir les partisans d'une politique monétaire plus souple. En effet, les hausses des coûts et des prix facturés ont ralenti par rapport à celles enregistrées ces derniers mois, l'atténuation de l'inflation des prix payés suggérant un affaiblissement des pressions salariales, principal facteur d'augmentation des coûts dans le secteur des services (secteur à forte intensité de main-d'œuvre). Parallèlement, l'augmentation des prix de vente et des prix d'achats dans le secteur manufacturier est restée modérée, grâce notamment à la baisse des coûts de l'énergie. La Banque centrale européenne ne peut toutefois ignorer les risques inflationnistes que font peser sur l'économie de la zone euro la taxation possible de produits américains en réponse aux droits de douane annoncés par Donald Trump, l'adoption de mesures destinées à limiter l'importation de biens chinois et l'augmentation des prix des produits alimentaires engendrée par des températures extrêmes. Conjugués au climat d'incertitude générale, ces facteurs devraient dissuader la Banque centrale de réduire, de façon trop agressive, ses taux directeurs.

Il est intéressant de noter que, tant en termes de production manufacturière que d'activité de services, les performances de l'Allemagne ont surpassé en mars celles de son principal partenaire commercial européen, la France. Toutefois, si l'on tient compte des performances de ces deux pays pour les deux dernières années, l'industrie française ne s'est contractée que d'environ 1 % depuis le début de l'année 2023, tandis que l'industrie allemande a chuté d'environ 8 %. L'Allemagne dispose donc d'un grand potentiel de ratrappage pour les mois à venir.

La confiance des entreprises affiche un niveau inférieur à sa moyenne de long terme dans le secteur des services et un niveau conforme à celle-ci dans le secteur manufacturier. Ces faibles perspectives d'activité n'ont rien de surprenant compte tenu du climat actuel, marqué par un risque de guerre commerciale avec les États-Unis, des tensions géopolitiques et un manque de visibilité relatif à l'évolution des politiques monétaires. Face à ces difficultés, l'Europe pourrait présenter un front commun et faire preuve d'une plus grande unité, notamment pour l'adoption de nouvelles réformes, les décisions relatives aux dépenses de défense ou la mise en place d'un marché unique des capitaux. Ce faisant, elle enverrait un message clair au reste du monde : celui d'une Europe unie dont la puissance économique est appelée à se renforcer dans les années à venir. »

• Avril 2025 ->

Le mardi 1<sup>er</sup>, publication du « HCOB PMI Industrie manufacturière pour la zone euro » :

« L'indice PMI HCOB pour l'industrie manufacturière de la zone euro se redresse à 48,6 (février : 47,6). Plus haut de 26 mois. L'indice PMI HCOB de la production manufacturière dans la zone euro se redresse à 50,5 (février : 48,9). Plus haut de 34 mois.

L'enquête met en évidence des signes de reprise de la croissance, la production ayant augmenté pour la première fois depuis mars 2023.

Les données ont été recueillies entre le 12 et le 24 mars 2025.

Commentaire du Dr Cyrus de la Rubia :

« Les résultats de l'enquête de mars sont prometteurs. L'indice PMI® HCOB pour l'industrie manufacturière de la zone euro s'est redressé pour un troisième mois consécutif tandis que l'indice de la production a dépassé la barre du 50,0 du sans changement qui sépare la contraction de la croissance. Ces

évolutions favorables peuvent s'expliquer en partie par une augmentation de la demande en provenance d'Amérique du Nord, les clients ayant passé commandes avant la mise en application des nouveaux droits de douane aux États-Unis. Dans cette hypothèse, cette tendance haussière risque de s'inverser dans les prochains mois. En outre, compte tenu du contexte géopolitique actuel, on devrait assister à une expansion significative du secteur de la défense au cours des prochaines années, avec des effets positifs directs et indirects attendus sur l'industrie.

L'inflation est demeurée relativement faible dans le secteur manufacturier de la zone euro en mars. On s'étonnera toutefois de la très légère accélération de la hausse des prix des achats observée au cours du mois malgré des baisses importantes des cours du pétrole et du gaz. Ce renforcement de l'inflation suggère un renchérissement du coût d'autres marchandises, et les responsables de la BCE devraient s'intéresser de près à cette dernière évolution des prix. En effet, l'inflation a diminué au cours des dernières années, principalement sous l'effet de la baisse des prix des intrants dans le secteur manufacturier, la hausse des coûts étant demeurée résolument élevée dans le secteur des services. Or, une augmentation continue des prix des intrants dans l'industrie risquerait de compliquer les politiques monétaires.

Les tendances jusque-là signalées par l'enquête semblent s'inverser progressivement. Les nouvelles commandes ne reculent quasiment plus, le repli de l'emploi s'est atténué et l'activité achats a diminué à un rythme nettement plus faible qu'il y a quelques mois. L'existence de capacités excédentaires dans le secteur manufacturier, confirmée par les statistiques officielles, suggère que toute hausse des dépenses publiques dans le secteur de la défense et autres domaines qui s'y rattachent pourrait générer une croissance sans pour autant entraîner un pic d'inflation.

Si l'indice PMI s'est redressé en Allemagne et en France, les deux principales économies de la zone euro, il s'est en revanche replié en Italie, tandis qu'il s'est établi sous la barre du 50,0 sans changement pour un deuxième mois consécutif en Espagne après s'être longuement maintenu à un niveau relativement élevé. On peut espérer que les dépenses budgétaires augmenteront de manière significative en Allemagne, et que cette hausse profitera également aux autres pays de la région, stimulant ainsi la croissance dans l'ensemble de la zone euro. Ces spéculations ne sont pas injustifiées, mais il faudra probablement attendre 2026, voire plus tard encore, pour ressentir les premiers effets de ces nouvelles politiques budgétaires. »

**Le mercredi 2 avril au soir (heure française), le Président américain D. Trump déclare au monde une guerre commerciale** : les États-Unis vont imposer dans les tout prochains jours des droits de douane « réciproques », individualisés par pays avec un plancher de 10%. En ce qui concerne l'Europe, ses produits supporteront des taxes de 20% (ceux de la Chine supporteront des taxes de 34% !). Ce retour en force du protectionnisme relance chez les économistes le débat sur l'opposition protectionnisme/libre-échange.

Cette guerre commerciale est déclarée de manière brutale – bien que le Président Trump l'avait annoncée dès sa campagne électorale, d'où le manque d'anticipation et de préparation des autres pays, notamment des pays européens et des autorités bruxelloises : le taux moyen de droits de douane passe de 2,5% en 2024 à 22% maintenant, niveau jamais vu depuis 1910 ! Le Président Trump veut avec cette politique « en finir avec 50 ans de trahison », ramener des usines sur le territoire américain et protéger des emplois. Mais de nombreux analystes (Fitch, Bloomberg, ...) estiment que les plus touchés seront les pays les plus vulnérables et les consommateurs les plus modestes ; et cette politique ouvre pour les États-Unis une période d'isolement stratégique, économique et diplomatique, peut-être aussi financier et monétaire ; ce qui explique une montée des résistances et critiques non seulement dans le monde mais aussi aux États-Unis, y compris dans le camp présidentiel.

Avant d'envisager des mesures de représailles, en particulier dans le secteur des services, la Présidente de la Commission, U. von der Leyen affirme qu'il n'est pas encore trop tard pour négocier.

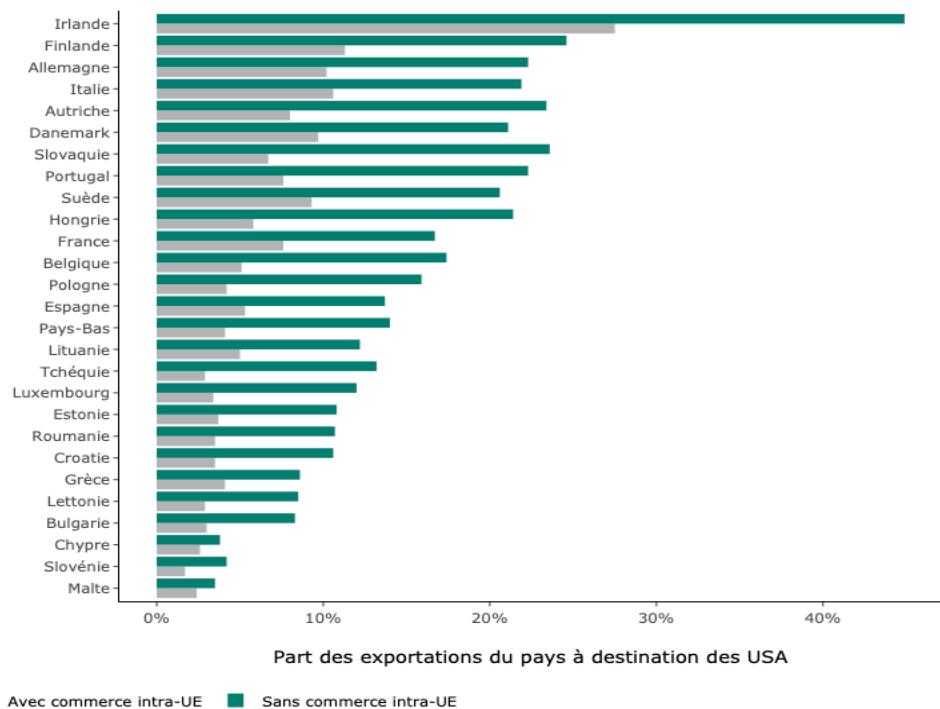
Dès le jeudi 3, les marchés et les bourses plongent ; les chaînes d'approvisionnement sont sous pression, le prix du pétrole diminue et celui de l'or va de record en record.

À un peu plus de 10h du matin, on a les chiffres suivants :

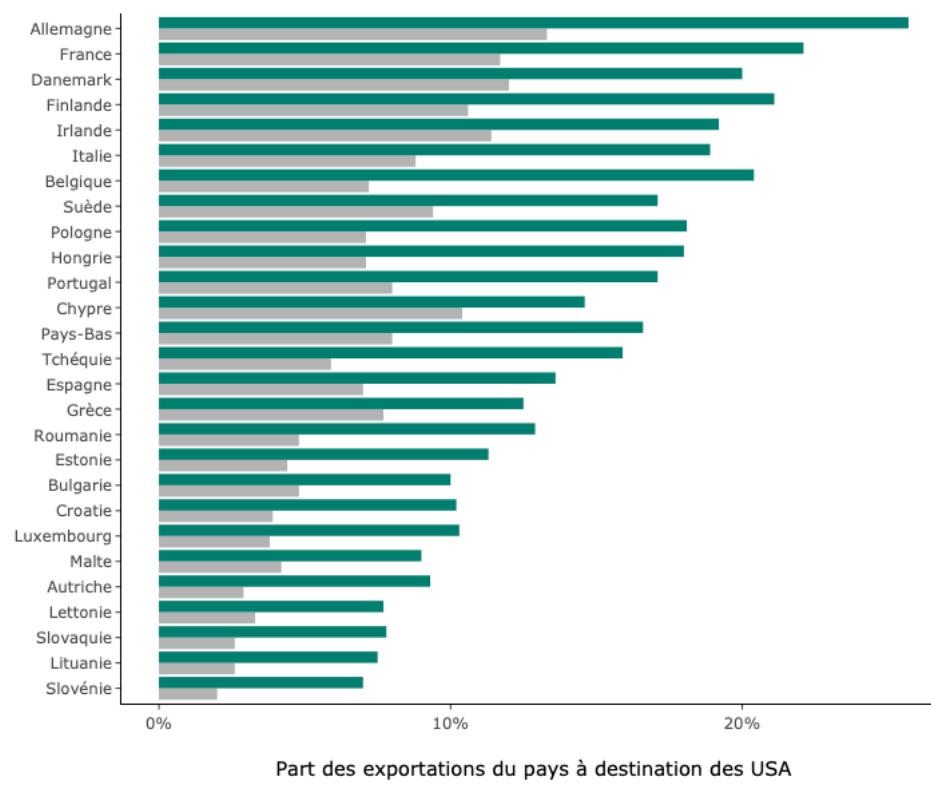
	Nom	Dernier	+ Haut	+ Bas	Var.	Var.%	Heure
	VN 30	1.283,18	1.342,46	1.282,99	-93,76	-6,81%	09:59:55
	Nikkei 225	34.751,00	34.843,50	33.729,50	-974,87	-2,73%	08:30:28
	OMXS30	2.418,12	2.429,53	2.402,35	-60,57	-2,44%	10:05:54
	Euro Stoxx 50	5.206,75	5.211,55	5.171,05	-97,20	-1,83%	10:05:57
	SBF 120	5.837,21	5.847,36	5.808,03	-105,71	-1,78%	09:50:45
	Hang Seng	22.792,00	22.992,00	22.565,00	-410,53	-1,77%	09:59:59
	CAC 40	7.727,31	7.732,16	7.677,09	-131,52	-1,67%	10:05:45
	WIG20	2.704,46	2.711,35	2.688,79	-43,53	-1,58%	10:05:45
	FTSE MIB	37.887,00	37.923,00	37.638,00	-567,20	-1,48%	10:05:56
	AEX	889,13	889,84	883,53	-12,39	-1,37%	10:05:45
	ATX	4.063,93	4.267,77	4.040,35	-63,04	-1,53%	09:34:59
	DAX	22.043,77	22.083,84	21.805,77	-331,33	-1,48%	10:05:57
	SMI	12.386,10	12.447,10	12.353,10	-179,69	-1,43%	10:05:57
	SZSE Component	10.365,73	10.481,60	10.328,02	-147,39	-1,40%	09:44:48
	FTSE 100	8.526,50	8.529,26	8.475,69	-81,98	-0,95%	10:05:56
	IBEX 35	13.220,53	13.227,92	13.104,29	-115,17	-0,86%	10:05:57
	S&P/ASX 200	7.859,70	7.934,50	7.768,00	-74,80	-0,94%	07:04:59
	KOSPI	2.486,70	2.488,92	2.437,43	-19,16	-0,76%	08:29:59
	TA 35	2.454,81	2.454,92	2.426,69	-8,88	-0,36%	10:05:55
	Tadawul All Share	11.958,44	11.989,94	11.836,96	-66,61	-0,55%	09:50:55
	BSE Sensex	76.298,17	76.493,74	75.807,55	-319,27	-0,42%	09:50:57
	DJ Shanghai	462,99	465,80	460,78	-1,80	-0,39%	08:59:59
	Nifty 50	23.274,65	23.306,50	23.145,80	-57,70	-0,25%	10:05:57
	Shanghai	3.342,01	3.358,43	3.319,61	-8,12	-0,24%	08:59:59
	BEL 20	4.341,30	4.342,30	4.276,00	-2,87	-0,07%	10:05:45
	MSCI World	3.664,48	3.673,72	3.660,39	-4,05	-0,11%	10:05:45
	China A50	13.262,98	13.320,53	13.138,83	-17,47	-0,13%	08:59:59
	Budapest SE	89.731,32	90.250,64	89.218,54	0,00	0,00%	02/04
	Bovespa	131.190	131.424	130.393	+43	+0,03%	02/04
	Taiwan Weighted	21.298,22	21.390,52	21.235,99	+18,05	+0,08%	02/04
	PSI	6.991,42	6.993,71	6.881,03	+33,42	+0,48%	10:05:45
	Dow Jones	42.225,32	42.382,27	41.629,70	+235,36	+0,56%	02/04
	IDX Composite	6.510,62	6.510,62	6.417,24	+38,26	+0,59%	27/03
	BIST 100	9.579,73	9.627,70	9.530,67	+56,42	+0,59%	09:50:58
	S&P 500	5.670,97	5.695,31	5.571,48	+37,90	+0,67%	02/04
	MOEX Russia Index	2.957,77	2.964,60	2.942,40	+31,38	+1,07%	10:05:56
	RTSI	1.101,99	1.104,54	1.095,87	+11,68	+1,07%	10:05:56
	Nasdaq	17.601,05	17.716,52	17.181,27	+151,15	+0,87%	02/04

Dans ce nouveau contexte, il est intéressant de publier quelques figures et tableaux, tirés du « Panorama du commerce EU-UE » publié par le CEPPII en mars 2025, qui expriment les liens de dépendance commerciale entre les pays européens et les États-Unis :

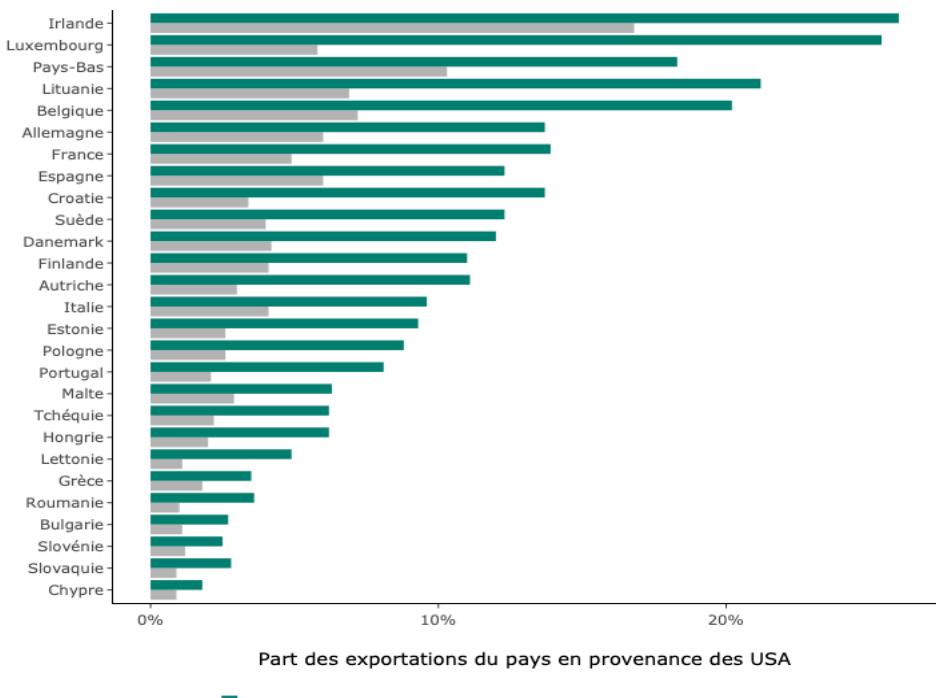
**Figure 7: Exposition par pays sur les exportations de biens**



**Figure 11: Exposition par pays sur les exportations de services**

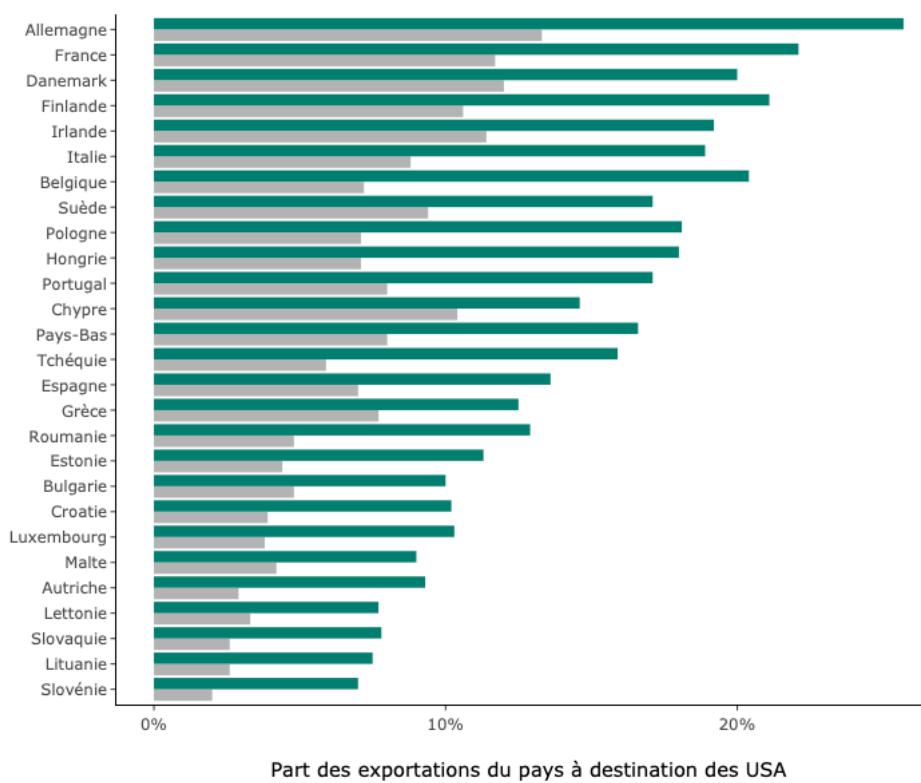


**Figure 8: Exposition par pays sur les importations de biens**



Note de lecture : la [Figure 7](#) et la [Figure 8](#) représentent la part des exportations (importations) de chaque pays à destination des États-Unis (en provenance des Etats-Unis). Par exemple, pour la figure [Figure 7](#) : En 2023, 44,9% des exportations irlandaises ont pour destination les États-Unis (hors flux intra-EU), et 27,5% des exportations irlandaises ont pour destination les États-Unis (en incluant les flux intra-EU). Source : [BACI](#) (CEPII)

**Figure 11: Exposition par pays sur les exportations de services**



**Table 3: Protection commerciale de l'UE sur les importations en provenance des Etats Unis, par secteur**

Section du Système Harmonisé	Droit de douane moyen (%) <sup>a</sup>	Importations (mds USD)	Part des USA dans le commerce mondial (%)	Part des USA dans les importations européennes (%)
Produits animaux	36.1	1.48	11.2	4.2
Produits alimentaires	11.8	4.04	9.7	5.9
Graisses, huiles	8.0	0.24	2.2	1.5
Chaussures, chapeaux	7.8	0.21	1.3	0.7
Textiles	7.4	2.02	3.6	1.4
Matériel de transport	6.4	38.89	12.5	17.1
Produits végétaux	6.2	7.51	14.1	9.9
Plastiques, caoutchouc	5.4	11.53	13.4	13.6
Articles en pierre	3.4	2.72	8.1	13.8
Cuir, peaux	3.1	0.47	3.1	3.0
Métaux	2.5	8.70	7.2	5.2
Chimie, pharmacie	2.3	76.55	13.9	26.3
Articles divers	1.7	1.97	4.6	3.1
Armes, munitions	1.6	0.91	30.1	38.7
Machines, appareils	1.1	63.52	8.6	9.6
Bois	1.0	1.10	8.7	8.9
Produits minéraux	0.6	94.72	11.3	15.2
Instruments	0.4	32.32	17.8	29.5
Pierres précieuses	0.3	6.77	6.8	13.1
Pâte à papier	0.0	2.75	14.4	14.6
Œuvres d'art	0.0	2.03	26.1	37.5

<sup>a</sup> Le droit de douane moyen correspond à la moyenne de l'équivalent ad-valorem des droits de douanes appliqués. Pour plus d'informations sur la méthodologie, voir Guimbard et al. (2012)

**Table 4: Protection commerciale des Etats-Unis sur les importations en provenance de l'UE, par secteur**

Section du Système Harmonisé	Droit de douane moyen (%) <sup>a</sup>	Importations (mds USD)	Part de l'UE dans le commerce mondial (%)	Part de l'UE dans les importations des USA (%)
Chaussures, chapeaux	11.2	3.44	10.5	10.7
Textiles	10.2	6.98	8.7	5.9
Produits alimentaires	9.4	19.89	23.0	20.5
Produits animaux	9.2	4.51	15.8	10.9
Cuirs, peaux	7.3	3.67	26.7	24.8
Graisses, huiles	5.7	2.20	9.7	14.1
Plastiques, caoutchouc	4.4	14.36	14.1	13.3
Articles en pierre	4.4	5.86	18.4	23.0
Matériel de transport	3.1	84.63	24.6	20.1
Produits végétaux	2.7	3.11	8.5	5.2
Pierres précieuses	2.0	9.70	7.2	12.2
Chimie, pharmacie	1.5	148.63	28.3	48.1
Métaux	1.5	24.18	12.3	14.4
Articles divers	1.5	7.68	10.9	6.3
Armes, munitions	1.3	1.94	26.9	46.3
Bois	1.2	3.40	20.0	13.7
Machines, appareils	1.1	129.64	12.7	14.3
Produits minéraux	0.7	16.73	4.1	6.2
Instruments	0.5	33.98	20.9	26.7
Pâte à papier	0.0	4.45	20.4	16.0
Œuvres d'art	0.0	2.74	24.0	43.1

<sup>a</sup> Le droit de douane moyen correspond à la moyenne de l'équivalent ad-valorem des droits de douanes appliqués. Pour plus d'informations sur la méthodologie, voir Guimbard et al. (2012)

**Pour la suite des conséquences et des réactions à la guerre commerciale qui s'est engagée, voir notre document « Réflexions que suggère l'actualité économique, Série 3, à partir d'avril 2025 ».**

Jeudi 17 avril : Réunion du Conseil des gouverneurs de la BCE pour décider de la politique monétaire.

En voici le Communiqué de presse :

« Le Conseil des gouverneurs a décidé, ce jour, d'abaisser les trois taux d'intérêt directeurs de la BCE de 25 points de base. En particulier, la décision de réduire le taux de la facilité de dépôt, à travers lequel le Conseil des gouverneurs pilote l'orientation de la politique monétaire, est fondée sur son évaluation actualisée des perspectives d'inflation, de la dynamique de l'inflation sous-jacente et de la force de la transmission de la politique monétaire.

Le processus de désinflation est en bonne voie. L'évolution de l'inflation est restée conforme aux anticipations de nos services, et tant l'inflation globale que l'inflation sous-jacente se sont ralenties en mars. La hausse des prix des services s'est aussi nettement atténuée ces derniers mois. La plupart des mesures de l'inflation sous-jacente laissent entrevoir une inflation se stabilisant durablement autour de l'objectif du Conseil des gouverneurs de 2 % à moyen terme. La progression des salaires s'amenuise, et les bénéfices compensent en partie les effets sur l'inflation de leur croissance toujours forte. L'économie de la zone euro a développé une certaine résilience face aux chocs mondiaux, même si les perspectives de croissance se sont détériorées du fait de l'intensification des tensions commerciales. L'incertitude accrue devrait affaiblir la confiance des ménages et des entreprises, tandis que les réactions négatives et volatiles des marchés aux tensions commerciales devraient entraîner un durcissement des conditions de financement. Ces facteurs pourraient par ailleurs peser sur les perspectives économiques de la zone euro. Le Conseil des gouverneurs est résolu à assurer une stabilisation durable de l'inflation au niveau de son objectif de 2 % à moyen terme. Compte tenu, singulièrement, du contexte actuel d'incertitudes exceptionnelles, nous suivrons une approche s'appuyant sur les données pour déterminer, réunion par

réunion, l'orientation appropriée de la politique monétaire. Plus spécifiquement, les décisions du Conseil des gouverneurs relatives aux taux d'intérêt directeurs 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. Le Conseil des gouverneurs ne s'engage pas à l'avance sur une trajectoire de taux particulière.

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

Le Conseil des gouverneurs a décidé, ce jour, d'abaisser les trois taux d'intérêt directeurs de la BCE de 25 points de base. En conséquence, les taux d'intérêt de la facilité de dépôt, des opérations principales de refinancement et de la facilité de prêt marginal seront ramenés à respectivement 2,25 %, 2,40 % et 2,65 % à compter du 23 avril 2025.

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

Les portefeuilles du programme d'achats d'actifs (*asset purchase programme*, APP) et du programme d'achats d'urgence face à la pandémie (*pandemic emergency purchase programme*, PEPP) se contractent à un rythme mesuré et prévisible, car l'Eurosystème ne réinvestit plus les remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance.

Le Conseil des gouverneurs se tient prêt à ajuster l'ensemble de ses instruments, dans le cadre de son mandat, pour assurer la stabilisation durable de l'inflation à 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 ».

#### *Conférence de presse de la Présidente Christine Lagarde :*

« Le Conseil des gouverneurs a décidé, ce jour, d'abaisser les trois taux d'intérêt directeurs de la BCE de 25 points de base. En particulier, la décision de réduire le taux de la facilité de dépôt, à travers lequel nous pilotons l'orientation de la politique monétaire, est fondée sur notre évaluation actualisée des perspectives d'inflation, de la dynamique de l'inflation sous-jacente et de la force de la transmission de la politique monétaire.

Le processus de désinflation est en bonne voie. L'évolution de l'inflation est restée conforme aux anticipations de nos services, et tant l'inflation globale que l'inflation sous-jacente se sont ralenties en mars. La hausse des prix des services s'est aussi nettement atténuée ces derniers mois. La plupart des mesures de l'inflation sous-jacente laissent entrevoir une inflation se stabilisant durablement autour de notre objectif à moyen terme de 2 %. La progression des salaires s'amenuise, et les bénéfices compensent en partie les effets sur l'inflation de leur croissance toujours forte. L'économie de la zone euro a développé une certaine résilience face aux chocs mondiaux, même si les perspectives de croissance se sont détériorées du fait de l'intensification des tensions commerciales. L'incertitude accrue devrait affaiblir la confiance des ménages et des entreprises, tandis que les réactions négatives et volatiles des marchés aux tensions commerciales devraient entraîner un durcissement des conditions de financement. Ces facteurs pourraient par ailleurs peser sur les perspectives économiques de la zone euro.

Nous sommes résolus à assurer une stabilisation durable de l'inflation au niveau de notre objectif de 2 % à moyen terme. Compte tenu, singulièrement, du contexte actuel d'incertitudes exceptionnelles, nous suivrons une approche s'appuyant sur les données pour déterminer, réunion par réunion, l'orientation appropriée de la politique monétaire. Plus spécifiquement, nos décisions relatives aux taux d'intérêt directeurs seront fondées sur notre 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. Nous ne nous engageons pas à l'avance sur une trajectoire de taux particulière.

Les décisions que nous avons prises aujourd'hui sont présentées dans un communiqué de presse disponible sur notre site Internet.

Je voudrais à présent décrire de façon plus détaillée comment nous envisageons l'évolution de l'économie et de l'inflation, puis j'expliquerai notre évaluation des conditions financières et monétaires.

#### *Activité économique*

Les perspectives économiques sont obscurcies par des incertitudes exceptionnelles. Les exportateurs de la zone euro font face à de nouvelles barrières commerciales, dont l'ampleur reste cependant indéterminée. Les perturbations des échanges internationaux, les tensions sur les marchés financiers et l'incertitude géopolitique

pèsent sur l'investissement des entreprises. De plus en plus prudents quant à l'avenir, les consommateurs pourraient quant à eux limiter leurs dépenses.

Cela étant, l'économie de la zone euro a développé une certaine résilience face aux chocs mondiaux. Elle devrait avoir crû au premier trimestre, alors que l'activité dans le secteur manufacturier montre des signes de stabilisation. Le taux de chômage, qui a diminué à 6,1 % en février, n'a jamais été aussi bas depuis la création de l'euro. Les dépenses de consommation devraient bénéficier de la vigueur du marché du travail, de la hausse des revenus réels et des effets de notre politique monétaire. Les importantes initiatives politiques lancées dans les différents pays et au niveau de l'Union européenne (UE) en vue d'augmenter les dépenses de défense et les investissements dans les infrastructures devraient stimuler l'activité manufacturière, comme le montrent aussi des enquêtes récentes.

Dans l'environnement géopolitique actuel, il est encore plus urgent que les politiques budgétaires et structurelles contribuent à renforcer la productivité, la compétitivité et la résilience de l'économie de la zone euro. La boussole pour la compétitivité présentée par la Commission européenne constitue un plan d'action concret dont les propositions, axées notamment sur la simplification, devraient être adoptées sans délai. Il s'agit entre autres d'achever l'union de l'épargne et des investissements selon un calendrier clair et ambitieux, ce qui devrait permettre d'offrir aux épargnants davantage de possibilités de placement et d'améliorer l'accès des entreprises au financement, par capital-risque en particulier. Il importe également de mettre rapidement en place le cadre législatif posant les jalons de l'introduction éventuelle d'un euro numérique. Il appartient aux gouvernements d'assurer la pérennité des finances publiques conformément au cadre de gouvernance économique de l'UE et de privilégier les réformes structurelles essentielles favorables à la croissance ainsi que les investissements stratégiques.

#### *Inflation*

L'inflation en rythme annuel s'est quelque peu ralentie en mars, à 2,2 %. Les prix de l'énergie ont diminué de 1,0 %, après une faible hausse en février, tandis que les prix des produits alimentaires ont augmenté de 2,9 % en mars, après 2,7 % en février. La hausse des prix des biens est restée stable, à 0,6 %. Le renchérissement des services s'est quant à lui de nouveau ralenti en mars, à 3,5 %, et est aujourd'hui un demi-point de pourcentage inférieur au niveau enregistré fin 2024.

La plupart des indicateurs de l'inflation sous-jacente laissent entrevoir un retour durable de l'inflation au niveau de notre objectif de 2 % à moyen terme. L'inflation intérieure recule depuis fin 2024. La croissance des salaires se tasse progressivement. La hausse annuelle de la rémunération par tête est revenue à 4,1 % au dernier trimestre 2024, contre 4,5 % au trimestre précédent. Le renforcement de la productivité signifie en outre que les coûts unitaires de main-d'œuvre ont progressé plus lentement. L'outil de suivi des salaires de la BCE et les informations tirées de nos contacts avec les entreprises signalent un fléchissement de la croissance des salaires en 2025, qui ressort également des projections macroéconomiques de mars établies par nos services. Les bénéfices unitaires ont reculé à un rythme annuel de 1,1 % à la fin de l'année dernière, et contribué ainsi au ralentissement de l'inflation intérieure.

La plupart des mesures des anticipations d'inflation à plus long terme continuent de s'établir autour de 2 %, ce qui confirme l'hypothèse d'un retour durable de l'inflation au niveau de notre objectif.

#### *Évaluation des risques*

Les risques de ralentissement de la croissance économique se sont accentués. L'intensification considérable des tensions commerciales dans le monde et les incertitudes qui en découlent devraient affaiblir la croissance dans la zone euro en limitant les exportations, et pourraient également freiner l'investissement et la consommation. La détérioration de la confiance sur les marchés financiers pourrait entraîner un durcissement des conditions de financement, accroître l'aversion au risque et décourager les entreprises et les ménages d'investir et de consommer. Les tensions géopolitiques, notamment liées à la guerre injustifiée menée par la Russie contre l'Ukraine et au conflit tragique au Moyen-Orient, demeurent également une source d'incertitude importante. Cela étant, une augmentation des dépenses consacrées à la défense et aux infrastructures stimulerait la croissance.

Les perturbations croissantes des échanges commerciaux mondiaux accentuent les incertitudes entourant les perspectives d'inflation de la zone euro. La baisse des prix mondiaux de l'énergie et l'appréciation de l'euro pourraient exercer de nouvelles pressions à la baisse sur l'inflation. Cette tendance pourrait être renforcée par un fléchissement de la demande d'exportations adressée à la zone euro, dû à l'augmentation des droits de douane, et par un réacheminement d'exportations depuis des pays en surcapacité vers la zone euro. Des réactions défavorables des marchés financiers aux tensions commerciales pourraient peser sur la demande intérieure et par conséquent se traduire par un affaiblissement de l'inflation. En revanche, une fragmentation des chaînes d'approvisionnement mondiales pourrait exacerber l'inflation en poussant les prix à l'importation à la hausse. Un accroissement des dépenses consacrées à la défense et aux infrastructures pourrait également avoir un effet haussier sur l'inflation à moyen terme. Des phénomènes météorologiques extrêmes et, plus généralement, l'évolution de la crise climatique, pourraient conduire à une hausse des prix des produits alimentaires plus importante qu'anticipé.

#### *Conditions financières et monétaires*

Les taux d'intérêt sans risque ont diminué du fait de l'intensification des tensions commerciales. Les prix des actions ont baissé dans un contexte de forte volatilité et les écarts de rendement des obligations d'entreprise ont augmenté partout dans le monde. L'euro s'est apprécié ces dernières semaines sous l'effet du maintien d'une plus grande confiance des investisseurs vis-à-vis de la zone euro que des autres économies.

Les dernières statistiques officielles relatives aux emprunts des entreprises, qui sont antérieures aux tensions actuelles sur les marchés, continuent d'indiquer que nos réductions des taux d'intérêt directeurs ont abaissé le coût de ces emprunts. Le taux d'intérêt moyen appliqué aux nouveaux prêts aux entreprises est revenu de 4,3 % en janvier à 4,1 % en février. Le coût du financement par endettement de marché pour les entreprises a diminué, à 3,5 % en février, mais subit depuis peu des pressions à la hausse. En outre, la croissance des prêts aux entreprises s'est de nouveau redressée en février, à 2,2 %, tandis que l'émission de titres de créance par les entreprises a progressé à un rythme inchangé de 3,2 %.

Dans le même temps, selon notre dernière enquête sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro, les critères d'octroi des crédits aux entreprises se sont encore légèrement durcis au premier trimestre 2025. Comme au trimestre précédent, cette évolution résulte principalement des inquiétudes croissantes des banques face aux risques économiques auxquels leurs clients sont confrontés. La demande de prêts émanant des entreprises a un peu fléchi au premier trimestre, après s'être modérément redressée au cours des trimestres précédents.

Le taux d'intérêt moyen appliqué aux nouveaux prêts hypothécaires a augmenté, à 3,3 % en février, en raison des hausses passées des taux de marché à long terme. L'activité de prêts hypothécaires a continué de se renforcer en février, quoiqu'à un rythme annuel toujours atone de 1,5 %, les banques ayant assoupli leurs critères d'octroi tandis que la demande de prêts des ménages a encore fortement augmenté.

#### *Conclusion*

Le Conseil des gouverneurs a décidé, ce jour, d'abaisser les trois taux d'intérêt directeurs de la BCE de 25 points de base. En particulier, la décision de réduire le taux de la facilité de dépôt, à travers lequel nous pilotons l'orientation de la politique monétaire, est fondée sur notre évaluation actualisée des perspectives d'inflation, de la dynamique de l'inflation sous-jacente et de la force de la transmission de la politique monétaire. Nous sommes résolus à assurer une stabilisation durable de l'inflation au niveau de notre objectif de 2 % à moyen terme. Compte tenu, singulièrement, du contexte actuel d'incertitudes exceptionnelles, nous suivrons une approche s'appuyant sur les données pour déterminer, réunion par réunion, l'orientation appropriée de la politique monétaire. Plus spécifiquement, nos décisions relatives aux taux d'intérêt directeurs seront fondées sur notre 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. Nous ne nous engageons pas à l'avance sur une trajectoire de taux particulière.

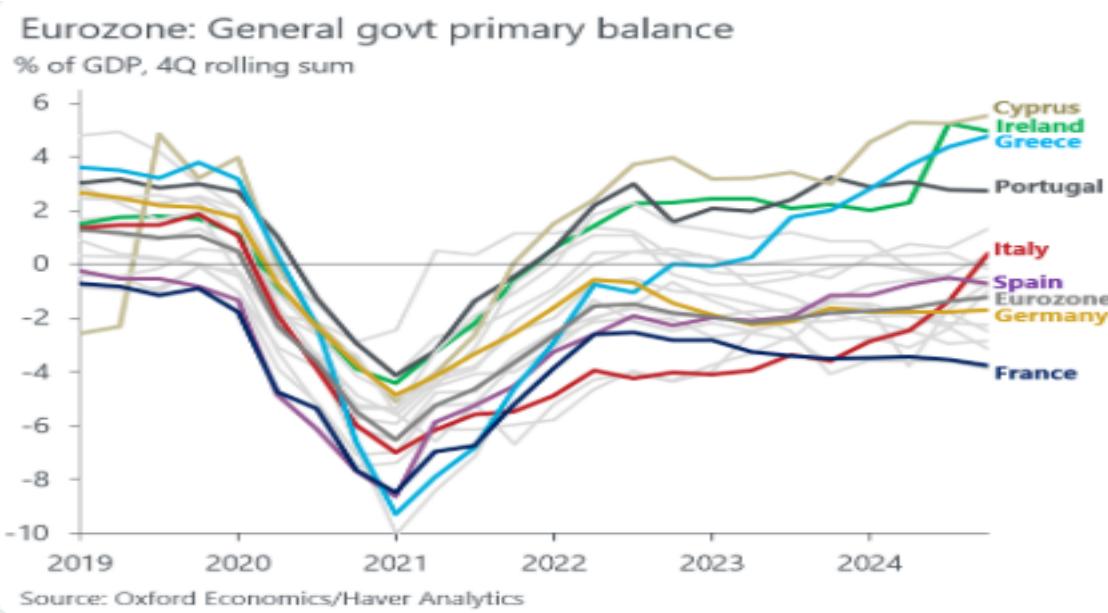
En toute hypothèse, nous nous tenons prêts à ajuster l'ensemble de nos instruments, dans le cadre de notre mandat, pour assurer la stabilisation durable de l'inflation au niveau de notre objectif à moyen terme et pour préserver la bonne transmission de la politique monétaire ».

Remarque : on lit le 28 avril dans un article des Echos : « (...) Le 17 avril dernier, à Francfort, lorsque Christine Lagarde avait annoncé sa septième baisse de taux en 10 mois (à 2,25 % pour le taux de dépôt), elle était déjà préoccupée par "l'incertitude hors normes" sur les perspectives économiques. Elle avait expliqué que la BCE avait renoncé à atteindre un "taux neutre" (qui n'accélère, ni ne freine l'économie), concept devenu caduc dans un environnement dominé par la guerre commerciale. Et indiqué que la banque centrale devait rester "réactive et agile". Les "ECB watchers", ces spécialistes de la Banque centrale européenne, en avaient déduit que si le choc négatif sur la demande se confirmait, elle serait prête à aller plus loin, dans ses baisses des taux, que ce qu'ils envisageaient jusque-là. La publication d'indicateurs d'activité peu reluisants et les déclarations des différents gouverneurs de la BCE, la semaine dernière, les ont confortés dans cette idée. (...) ».

Situation en cette après-midi des taux des obligations souveraines :

Pays :	Taux :	+ Haut	+ Bas	Var. :	Var. % :	Vs. Bund :	Vs. T-Note :	Heures :
Afrique du Sud	11,186	11,202	11,144	<b>+0,296</b>	<b>+2,72%</b>	871,4	690,1	14:37:02
Allemagne	2,4735	2,5365	2,4705	<b>-0,0295</b>	<b>-1,18%</b>	0,0	-181,3	15:03:43
Australie	4,239	4,338	4,233	<b>+0,003</b>	<b>+0,07%</b>	176,7	-4,6	15:03:44
Autriche	2,914	2,992	2,911	<b>-0,037</b>	<b>-1,25%</b>	44,2	-137,1	15:03:44
Bangladesh	12,360	12,360	12,360	<b>+0,280</b>	<b>+2,32%</b>	988,8	807,5	08:11:15
Belgique	3,088	3,156	3,078	<b>-0,030</b>	<b>-0,96%</b>	61,3	-120,0	15:03:42
Brésil	14,635	14,635	14,608	<b>0,000</b>	<b>0,00%</b>	1.216,3	1.035,0	16/04
Bulgarie	3,629	3,629	3,629	<b>0,000</b>	<b>0,00%</b>	115,7	-65,6	16/04
Canada	3,101	3,137	3,095	<b>+0,022</b>	<b>+0,71%</b>	62,9	-118,4	15:03:43
Chili	5,600	5,600	5,600	<b>+0,010</b>	<b>+0,18%</b>	312,8	131,5	16/04
Chine	1,650	1,651	1,644	<b>+0,007</b>	<b>+0,43%</b>	-82,2	-263,5	08:58:58
Chypre	2,939	3,024	2,934	<b>-0,107</b>	<b>-3,51%</b>	46,7	-134,6	15:03:11
Colombie	11,821	11,821	11,805	<b>-0,079</b>	<b>-0,66%</b>	934,9	753,6	16/04
Corée du Sud	2,640	2,700	2,618	<b>+0,006</b>	<b>+0,23%</b>	16,8	-164,5	08:29:51
Côte D'Ivoire	7,010	7,010	7,010	<b>-0,000</b>	<b>0,00%</b>	453,8	272,5	16/04
Croatie	3,123	3,123	3,123	<b>0,00</b>	<b>0,00%</b>	65,1	-116,2	15/04
Danemark	2,316	2,381	2,316	<b>-0,046</b>	<b>-1,95%</b>	-15,6	-196,9	16/04
Égypte	22,209	22,209	22,164	<b>+0,049</b>	<b>+3,97%</b>	1.973,7	1.792,4	10:15:10
Espagne	3,177	3,246	3,175	<b>-0,029</b>	<b>-0,90%</b>	70,4	-110,9	15:03:43
États-Unis	4,284	4,323	4,277	<b>+0,005</b>	<b>+0,12%</b>	181,3	0,0	15:03:41
Finlande	2,777	2,856	2,770	<b>-0,044</b>	<b>-1,56%</b>	30,1	-151,2	15:03:42
France	3,241	3,308	3,238	<b>-0,024</b>	<b>-0,74%</b>	76,8	-104,5	15:03:42
Grèce	3,371	3,451	3,370	<b>-0,076</b>	<b>-2,20%</b>	89,9	-91,4	15:02:47
Hong-Kong	3,256	3,256	3,218	<b>-0,061</b>	<b>-1,84%</b>	78,4	-102,9	11:04:43
Hongrie	7,085	7,085	7,085	<b>-0,075</b>	<b>-1,05%</b>	461,3	280,0	13:52:45
Île Maurice	5,784	5,784	5,731	<b>-0,017</b>	<b>-0,29%</b>	331,2	149,9	10:15:14
Inde	6,473	6,493	6,472	<b>+0,079</b>	<b>+1,24%</b>	400,1	218,8	13:30:08
Indonésie	6,920	6,938	6,925	<b>0,000</b>	<b>0,00%</b>	444,8	263,5	11:39:59
Irlande	2,825	2,899	2,822	<b>-0,053</b>	<b>-1,84%</b>	35,2	-146,1	15:03:43
Islande	6,737	6,737	6,730	<b>-0,043</b>	<b>-0,63%</b>	426,5	245,2	12:48:53
Israël	4,271	4,271	4,271	<b>-0,065</b>	<b>-1,50%</b>	179,9	-1,4	12:48:56
Italie	3,651	3,728	3,651	<b>-0,042</b>	<b>-1,14%</b>	118,0	-63,3	15:03:43
Japon	1,322	1,330	1,273	<b>+0,009</b>	<b>+0,69%</b>	-115,0	-296,3	12:54:59
Kazakstan	15,407	15,407	15,407	<b>+0,000</b>	<b>+0,00%</b>	1.293,5	1.112,2	16/04
Kenya	13,580	13,580	13,580	<b>0,000</b>	<b>0,00%</b>	1.110,8	929,5	16/04
Lituanie	3,373	3,373	3,373	<b>-0,014</b>	<b>-0,41%</b>	90,1	-91,2	16/04
Malaisie	3,712	3,725	3,717	<b>-0,006</b>	<b>-0,16%</b>	124,0	-57,3	11:58:59
Malte	3,266	3,266	3,266	<b>0,000</b>	<b>0,00%</b>	79,4	-101,9	10:30:15
Maroc	2,950	3,049	3,048	<b>0,000</b>	<b>0,00%</b>	47,8	-133,5	16/04
Mexique	9,818	9,818	9,814	<b>+0,354</b>	<b>+3,74%</b>	734,6	553,3	16/04
Namibie	10,028	10,028	10,028	<b>+0,113</b>	<b>+1,14%</b>	755,6	574,3	12:59:14
Nigéria	19,886	19,886	19,886	<b>0,000</b>	<b>0,00%</b>	1.741,4	1.560,1	15/04
Norvège	3,862	3,862	3,862	<b>-0,021</b>	<b>-0,54%</b>	139,0	-42,3	12:32:18

En cette fin d'avril, voici un schéma qui montre comment les pays européens réalisent leur redressement budgétaire (mesuré par l'évolution du solde primaire) : alors que l'Italie fait d'énormes progrès, la France est en queue de peloton !



Par ailleurs, voici un document qui met en relation les dépenses publiques (% du PIB) pour l'enseignement secondaire et le niveau des performances mesuré par l'indice PISA pour les mathématiques :

**Eric Dor**  
@ericdor\_econo

...

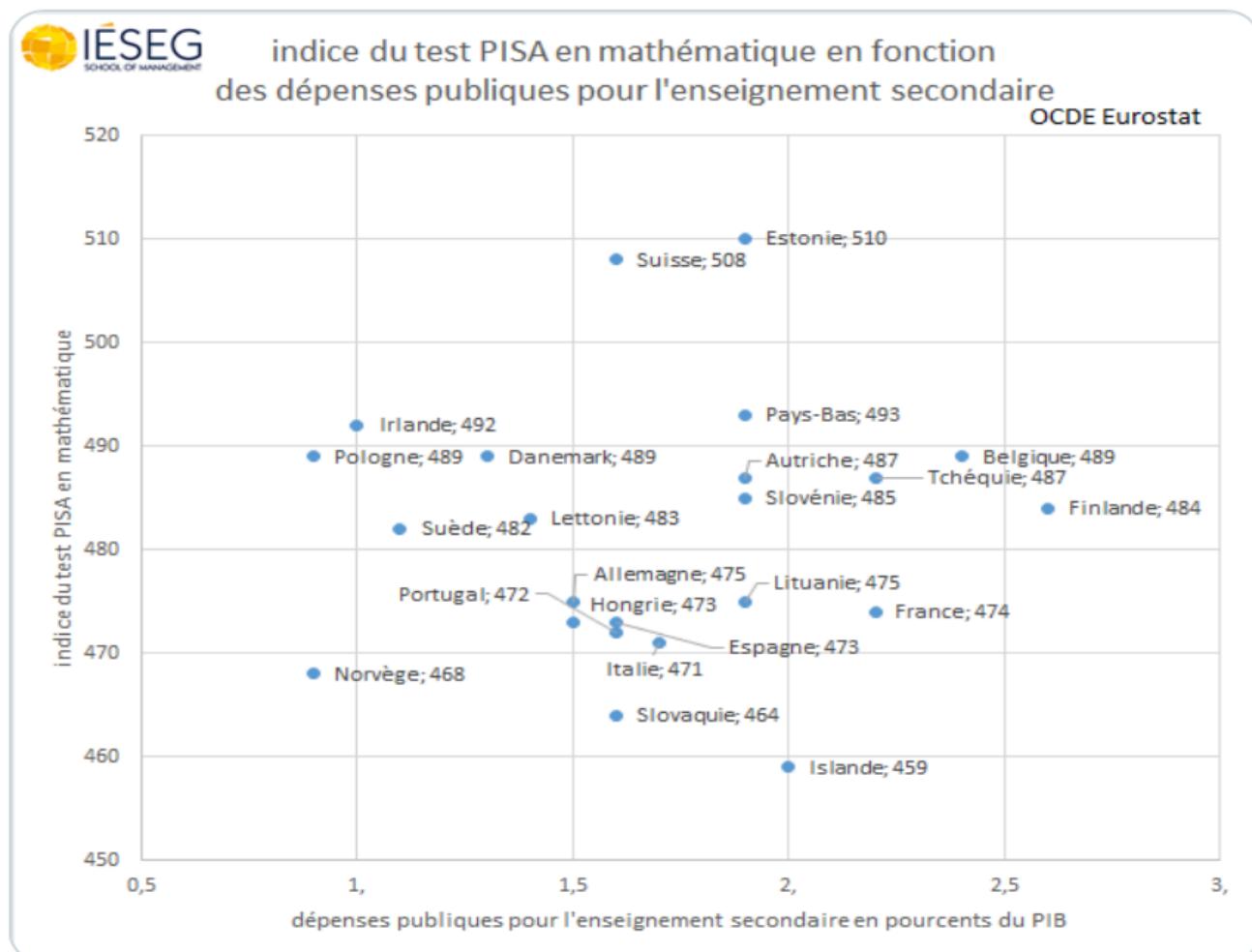
résultat qui surprend

La France, sur 23 pays européens testés

- 3èmes plus hautes dépenses publiques pour l'enseignement secondaire

- 16ème sur le classement du test PISA en mathématique

Aucune corrélation entre les dépenses d'enseignement et la compétence des élèves!



2:17 PM · 22 avr. 2025 · 34,3 k vues

Cet autre document fournit les prévisions de croissance du FMI :

### IMF Growth Projections: 2025

-  US: 1.8%
-  Germany: 0.0%
-  France: 0.6%
-  Italy: 0.4%
-  Spain: 2.5%
-  UK: 1.1%
-  Japan: 0.6%
-  Canada: 1.4%
-  China: 4.0%
-  India: 6.2%
-  Russia: 1.5%
-  Mexico: -0.3%
-  KSA: 3.0%
-  Nigeria: 3.0%
-  RSA: 1.0%

## World Economic Outlook Growth Projections

### PROJECTIONS

(Real GDP, annual percent change)	2024	2025	2026
<b>World Output</b>	<b>3.3</b>	<b>2.8</b>	<b>3.0</b>
<b>Advanced Economies</b>	<b>1.8</b>	<b>1.4</b>	<b>1.5</b>
United States	2.8	1.8	1.7
Euro Area	0.9	0.8	1.2
Germany	-0.2	0.0	0.9
France	1.1	0.6	1.0
Italy	0.7	0.4	0.8
Spain	3.2	2.5	1.8
Japan	0.1	0.6	0.6
United Kingdom	1.1	1.1	1.4
Canada	1.5	1.4	1.6
Other Advanced Economies	2.2	1.8	2.0
<b>Emerging Market and Developing Economies</b>	<b>4.3</b>	<b>3.7</b>	<b>3.9</b>
Emerging and Developing Asia	5.3	4.5	4.6
China	5.0	4.0	4.0
India	6.5	6.2	6.3
Emerging and Developing Europe	3.4	2.1	2.1
Russia	4.1	1.5	0.9
Latin America and the Caribbean	2.4	2.0	2.4
Brazil	3.4	2.0	2.0
Mexico	1.5	-0.3	1.4
Middle East and Central Asia	2.4	3.0	3.5
Saudi Arabia	1.3	3.0	3.7
Sub-Saharan Africa	4.0	3.8	4.2
Nigeria	3.4	3.0	2.7
South Africa	0.6	1.0	1.3
<b>Memorandum</b>			
Emerging Market and Middle-Income Economies	4.3	3.7	3.8
Low-Income Developing Countries	4.0	4.2	5.2

Le mardi 22, Eurostat publie des statistiques sur le déficit et la dette publics dans la zone euro :

www.christian-biales.fr

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



	En % du PIB									
	2022		2023				2024			
	T4	T1	T2	T3	T4		T1	T2	T3	T4
<b>Zone euro</b>	-4,9	-3,1	-3,4	-3,6	-4,0		-3,1	-3,2	-2,8	-3,2
<b>UE</b>	-4,6	-3,0	-3,3	-3,5	-3,9		-3,0	-3,3	-3,0	-3,4
<b>Belgique</b>	-3,8	-4,8	-4,2	-3,4	-4,1		-3,6	-4,8	-4,8	-4,8
<b>Bulgarie</b>	-0,6	-2,6	-4,1	-4,3	2,5		-5,2	-3,3	-6,4	1,8
<b>Tchéquie</b>	-3,3	-4,1	-3,6	-3,5	-3,8		-2,0	-2,5	-2,5	-1,8
<b>Danemark</b>	4,0	3,7	3,3	3,4	3,3		5,8	5,3	4,0	2,9
<b>Allemagne</b>	-4,7	-2,4	-2,5	-2,3	-2,7		-3,3	-2,7	-2,5	-2,5
<b>Estonie</b>	-2,1	-2,5	-0,7	-3,3	-6,0		-2,5	-2,5	-0,9	-0,3
<b>Irlande</b>	1,3	2,2	1,1	1,1	1,9		1,3	2,1	12,6	1,3
<b>Grèce</b>	-2,1	-2,4	-1,9	-0,7	-0,5		0,4	1,1	1,6	2,2
<b>Espagne</b>	-5,7	-2,6	-4,5	-4,0	-3,0		-2,8	-3,2	-3,4	-3,3
<b>France</b>	-5,7	-5,1	-5,1	-5,5	-5,7		-5,5	-5,5	-6,1	-6,1
<b>Croatie</b>	-1,0	-0,6	0,2	-0,4	-1,9		-1,2	-3,5	-2,2	-2,7
<b>Italie</b>	:	:	:	:	:		:	:	:	:
<b>Chypre</b>	4,3	-0,7	0,3	5,0	2,1		5,5	3,3	5,0	3,4
<b>Lettonie</b>	-6,2	-2,7	-0,7	-4,2	-2,2		-3,2	-9,6	3,8	1,0
<b>Lithuanie</b>	-2,5	-1,9	-0,6	0,0	-0,4		-0,7	-1,7	-1,9	-0,3
<b>Luxembourg</b>	-1,1	-1,1	-0,4	0,4	-1,9		1,9	1,3	0,0	1,1
<b>Hongrie</b>	-8,8	-9,4	-6,1	-5,5	-6,1		-5,7	-4,9	-5,1	-4,1
<b>Malte</b>	-6,5	-3,3	-3,1	-2,5	-8,5		-0,3	-1,6	-1,6	-10,7
<b>Pays-Bas</b>	-0,5	-0,8	-0,3	-0,5	0,1		-0,5	-0,6	-0,2	-2,1
<b>Autriche</b>	-4,5	-2,2	-2,0	-3,8	-2,4		-2,9	-3,9	-5,9	-5,9
<b>Pologne</b>	-6,2	-2,6	-4,5	-6,0	-7,2		-2,2	-8,4	-6,5	-7,9
<b>Portugal</b>	-5,3	2,8	1,1	2,4	-1,3		-0,2	3,3	0,3	-0,6
<b>Roumanie</b>	-7,3	-6,5	-7,4	-6,9	-5,9		-9,7	-8,2	-9,5	-9,9
<b>Slovénie</b>	-3,5	-3,4	-2,0	-2,3	-1,8		-0,3	-1,9	-1,7	0,8
<b>Slovaquie</b>	-2,1	-5,1	-3,8	-4,3	-7,6		-3,5	-4,4	-4,4	-8,8
<b>Finlande</b>	-0,5	-1,6	-3,7	-3,0	-3,7		-3,4	-4,9	-5,0	-4,3
<b>Suède</b>	-0,4	-0,1	-1,0	-0,8	-1,0		-1,1	-1,2	-1,9	-1,6
<b>Islande**</b>	-6,5	-1,7	-0,7	-1,1	-4,4		-3,4	-4,1	-4,0	-2,5
<b>Suisse</b>	1,1	0,6	0,3	0,0	-0,1		0,4	0,5	0,6	0,8

## Dette des administrations publiques par État membre



### Dette brute des administrations publiques

		Millions de monnaie nationale			% du PIB			Variation en pp du PIB, 2024T4 par rapport à:	
		2023T4	2024T3	2024T4	2023T4	2024T3	2024T4	2023T4	2024T3
<b>Zone euro</b>	EUR	12 753 756	13 229 645	13 258 117	87,3	88,1	87,4	0,1	-0,7
<b>UE</b>	EUR	13 901 073	14 481 033	14 543 529	80,8	81,6	81,0	0,2	-0,6
<b>Belgique</b>	EUR	615 573	642 689	642 875	103,2	105,7	104,7	1,5	-0,9
<b>Bulgarie</b>	BGN	42 393	48 736	48 846	22,9	24,6	24,1	1,2	-0,5
<b>Tchéquie</b>	CZK	3 234 077	3 449 352	3 491 908	42,5	43,7	43,6	1,1	-0,1
<b>Danemark</b>	DKK	942 073	961 615	920 586	33,6	33,4	31,1	-2,5	-2,3
<b>Allemagne</b>	EUR	2 632 103	2 672 337	2 688 879	62,9	62,4	62,5	-0,4	0,1
<b>Estonie</b>	EUR	7 708	9 356	9 327	20,2	24,0	23,6	3,4	-0,4
<b>Irlande</b>	EUR	220 721	218 070	218 178	43,3	42,3	40,9	-2,4	-1,4
<b>Grèce</b>	EUR	369 110	370 824	364 885	163,9	158,3	153,6	-10,3	-4,7
<b>Espagne</b>	EUR	1 575 378	1 635 732	1 620 602	105,1	104,4	101,8	-3,3	-2,5
<b>France</b>	EUR	3 102 542	3 301 444	3 305 287	109,8	113,6	113,0	3,2	-0,6
<b>Croatie</b>	EUR	48 262	49 966	49 283	61,8	59,6	57,6	-4,3	-2,0
<b>Italie</b>	EUR	2 869 648	2 962 625	2 966 597	134,6	136,2	135,3	0,7	-0,9
<b>Chypre</b>	EUR	23 081	22 901	21 828	73,6	69,2	65,0	-8,6	-4,1
<b>Lettonie</b>	EUR	17 579	18 853	18 800	44,6	47,2	46,8	2,1	-0,5
<b>Lituanie</b>	EUR	27 558	29 513	29 972	37,3	38,4	38,2	0,9	-0,1
<b>Luxembourg</b>	EUR	20 268	21 795	22 654	25,0	25,8	26,3	1,3	0,5
<b>Hongrie</b>	HUF	55 139 767	60 608 244	59 875 234	73,0	75,6	73,5	0,5	-2,1
<b>Malte</b>	EUR	9 831	10 170	10 648	47,9	45,9	47,4	-0,5	1,5
<b>Pays-Bas</b>	EUR	482 228	470 240	491 585	45,2	42,2	43,3	-1,8	1,2
<b>Autriche</b>	EUR	371 520	398 349	394 131	78,5	83,2	81,8	3,3	-1,4
<b>Pologne</b>	PLN	1 691 243	1 897 166	2 011 840	49,5	53,2	55,3	5,7	2,0
<b>Portugal</b>	EUR	261 849	272 221	270 723	97,7	97,1	94,9	-2,8	-2,2
<b>Roumanie</b>	RON	784 235	916 404	963 941	48,9	53,2	54,8	5,9	1,6
<b>Slovénie</b>	EUR	43 739	44 245	44 895	68,4	66,7	67,0	-1,4	0,3
<b>Slovaquie</b>	EUR	68 896	77 439	77 648	55,6	59,8	59,3	3,6	-0,6
<b>Finlande</b>	EUR	211 539	225 175	226 701	77,5	82,0	82,1	4,5	0,0
<b>Suède</b>	SEK	1 964 555	2 036 868	2 158 987	31,6	31,9	33,5	1,9	1,6
<b>Norvège</b>	NOK	2 270 665	2 194 602	2 863 030	44,5	42,4	55,1	10,6	12,6

Le mercredi 23, publication du HCOB PMI Flash pour la zone euro :

### *Informations clés :*

L'indice PMI Flash composite HCOB de l'activité globale dans la zone euro se replie à 50,1 (50,9 en mars). Plus bas de 4 mois.

L'indice PMI Flash HCOB de l'activité de services dans la zone euro se replie à 49,7 (51,0 en mars). Plus bas de 5 mois.

L'indice PMI Flash HCOB de la production manufacturière dans la zone euro se redresse à 51,2 (50,5 en mars). Plus haut de 35 mois.

L'indice PMI Flash HCOB de l'industrie manufacturière dans la zone euro se redresse à 48,7 (48,6 en mars). Plus haut de 27 mois.

Données recueillies du 9 au 22 avril

*Commentaire du Dr. Cyrus de la Rubia, Chef économiste à Hamburg Commercial Bank :*

« L'industrie manufacturière se porte mieux qu'on aurait pu le craindre. L'application d'un droit de douane général de 10 % sur les biens entrant aux États-Unis et d'un tarif additionnel de 25 % sur les importations d'automobiles au début du mois d'avril ne semble pas avoir déstabilisé outre mesure les fabricants de la zone euro. Loin de s'être effondrées, les entreprises manufacturières ont au contraire accru leur production pour un deuxième mois consécutif, la hausse observée en avril ayant en outre été plus soutenue qu'en mars. Les suppressions de postes ont également ralenti, tandis que la baisse du prix des achats et le renforcement du pouvoir de tarification des entreprises (la hausse des prix de vente s'est accélérée au cours du mois) ont permis à ces dernières d'accroître leurs marges bénéficiaires. Conjuguée à l'annonce d'une hausse des dépenses militaires, la diminution des prix de l'énergie, liée à la crainte d'une récession aux États-Unis, a permis au secteur manufacturier de retrouver un certain essor.

Le secteur des services, qui soutenait jusqu'à peu l'économie de la région, commence désormais à entraver ses performances. Après avoir augmenté de façon presque continue depuis février 2024, l'activité de service a en effet reculé en avril, entraînant, selon les dernières données PMI composites, une stagnation de l'économie de la zone euro. L'accélération de la baisse des nouvelles affaires obtenues par les prestataires de services suggère en outre de nouveaux reculs de l'activité dans les prochains mois. Les nouvelles politiques fiscales de l'Allemagne, destinées à accroître les dépenses de défense et d'infrastructure, et l'augmentation des dépenses militaires dans plusieurs pays d'Europe, devraient toutefois favoriser, à terme, une reprise du secteur des services.

L'évolution des prix dans le secteur des services, suivie de près par les autorités monétaires, devrait conforter la Banque centrale européenne dans sa politique d'assouplissement monétaire. En effet, si les coûts des prestataires de services ont augmenté à un rythme similaire à celui de mars, la hausse des prix facturés a quant à elle fortement ralenti au cours du mois. Dans le secteur manufacturier, après quatre mois consécutifs d'inflation, les prix des achats sont repartis à la baisse en avril. L'augmentation des prix de vente s'est en revanche légèrement accélérée, mais a conservé un rythme modéré.

Au niveau national, on observe des tendances similaires en France et en Allemagne. Dans les deux pays, l'activité a augmenté dans le secteur manufacturier tandis qu'elle a reculé dans le secteur des services. La conjoncture semble plus fragile en France, notamment dans le secteur des services, l'écart de performance entre les deux principales économies de la région pouvant s'expliquer par des contextes politiques différents : en effet, le climat politique français reste marqué par une forte instabilité gouvernementale, liée à une situation budgétaire difficile, tandis que l'Allemagne devrait, dès le mois de mai, être doté d'un gouvernement stable, favorable à une hausse notable des dépenses fédérales. »

**Indice PMI composite, en points (50 = stagnation de l'activité)**

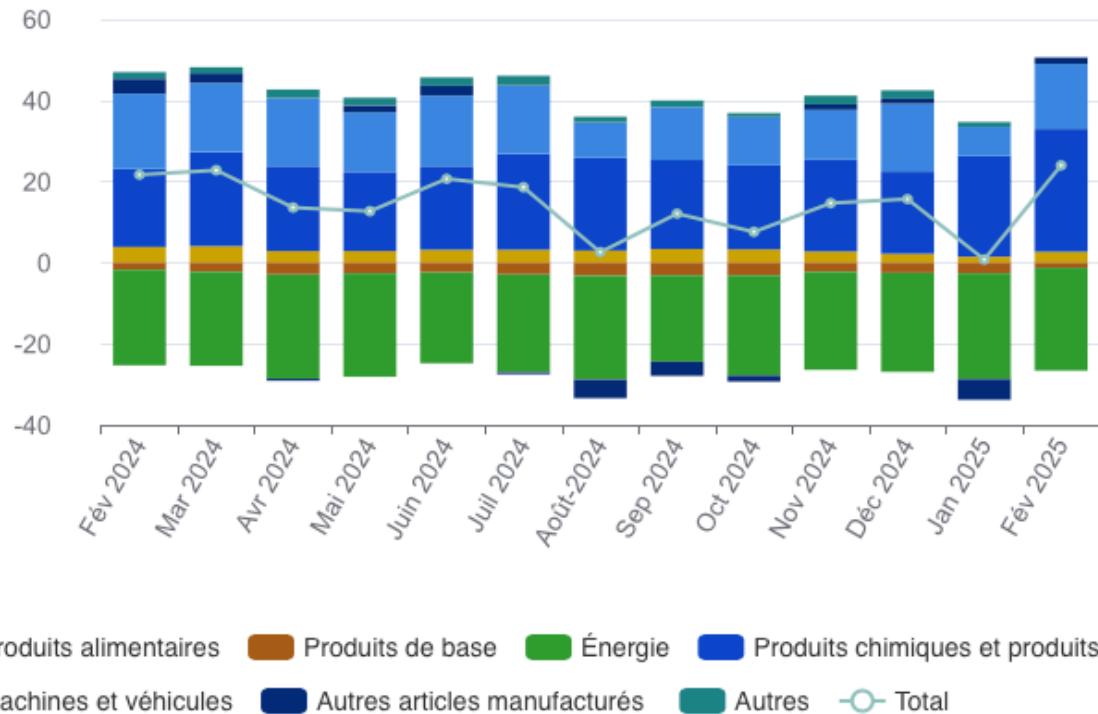


SOURCE : S&P GLOBAL

 **Les Echos**

Ce même mercredi 23, Eurostat publie la balance commerciale de la zone euro :

## Balance de la zone euro par groupe de produits (en mrds €)



■ Produits alimentaires    ■ Produits de base    ■ Énergie    ■ Produits chimiques et produits connexes  
■ Machines et véhicules    ■ Autres articles manufacturés    ■ Autres    ○ Total

## Taux d'intérêt actuels des Banques centrales :

PAYS/RÉGION	TAUX ACTUEL	DIRECTION	TAUX PRÉCÉDENT	MODIFICATION
Banque centrale américaine	4,50 %	↑	4,75 %	18-12-2024
Banque centrale australienne	4,10 %	↑	4,35 %	18-02-2025
Banque centrale britannique	4,50 %	↑	4,75 %	06-02-2025
Banque centrale chinoise	3,10 %	↑	3,35 %	21-10-2024
Banque centrale d'Arabie saoudite	5,00 %	↑	5,25 %	18-12-2024
Banque centrale danoise	2,00 %	↑	2,25 %	17-04-2025
Banque centrale de Nouvelle-Zélande	3,50 %	↑	3,75 %	09-04-2025
Banque centrale du Brésil	14,25 %	↓	13,25 %	19-03-2025
Banque centrale du Canada	2,75 %	↑	3,00 %	12-03-2025
Banque centrale du Chili	5,00 %	↑	5,25 %	17-12-2024
Banque centrale du Japon	0,50 %	↓	0,25 %	24-01-2025
Banque centrale européenne	2,40 %	↑	2,65 %	17-04-2025
Banque centrale hongroise	6,50 %	↑	6,75 %	24-09-2024
Banque centrale indienne	6,00 %	↑	6,25 %	09-04-2025
Banque centrale israélienne	4,50 %	↑	4,75 %	01-01-2024
Banque centrale mexicaine	9,00 %	↑	9,50 %	27-03-2025
Banque centrale norvégienne	4,50 %	↓	4,25 %	14-12-2023

## Taux de rendement des emprunts souverains :

Pays :	Taux :	+ Haut	+ Bas	Var. :	Var. % :	Vs. Bund :	Vs. T-Note :	Heures :
Afrique du Sud	10,670	10,705	10,580	<b>+0,005</b>	<b>+0,05%</b>	819,7	641,6	25/04
Allemagne	2,4730	2,4800	2,4550	<b>+0,0310</b>	<b>+1,27%</b>	0,0	-178,1	25/04
Australie	4,189	4,215	4,189	<b>-0,011</b>	<b>-0,26%</b>	171,6	-6,5	25/04
Autriche	2,902	2,943	2,886	<b>+0,022</b>	<b>+0,76%</b>	42,9	-135,2	25/04
Bangladesh	12,485	12,510	12,480	<b>+0,430</b>	<b>+3,57%</b>	1.001,2	823,1	24/04
Belgique	3,055	3,070	3,031	<b>+0,035</b>	<b>+1,16%</b>	58,2	-119,9	25/04
Brésil	14,451	14,451	14,212	<b>-0,063</b>	<b>-0,43%</b>	1.197,8	1.019,7	25/04
Bulgarie	3,629	3,629	3,629	<b>-0,221</b>	<b>-5,74%</b>	115,6	-62,5	25/04
Canada	3,172	3,206	3,148	<b>-0,020</b>	<b>-0,63%</b>	69,9	-108,2	00:28:59
Chili	5,590	5,590	5,590	<b>0,000</b>	<b>0,00%</b>	311,7	133,6	24/04
Chine	1,664	1,671	1,656	<b>-0,008</b>	<b>-0,48%</b>	-80,9	-259,0	25/04
Chypre	2,838	2,849	2,809	<b>-0,049</b>	<b>-1,70%</b>	36,5	-141,6	25/04
Colombie	11,581	11,620	11,581	<b>+0,050</b>	<b>+0,43%</b>	910,8	732,7	25/04
Corée du Sud	2,577	2,620	2,571	<b>-0,047</b>	<b>-1,79%</b>	10,4	-167,7	25/04
Côte D'Ivoire	7,010	7,010	7,010	<b>-0,000</b>	<b>0,00%</b>	453,7	275,6	25/04
Croatie	3,160	3,160	3,160	<b>-0,043</b>	<b>-1,34%</b>	68,7	-109,4	25/04
Danemark	2,243	2,295	2,244	<b>+0,020</b>	<b>+0,90%</b>	-23,0	-201,1	25/04
Égypte	22,075	22,075	22,075	<b>+0,795</b>	<b>+3,74%</b>	1.960,2	1.782,1	24/04
Espagne	3,126	3,135	3,087	<b>-0,007</b>	<b>-0,22%</b>	65,3	-112,8	25/04
États-Unis	4,254	4,330	4,237	<b>-0,060</b>	<b>-1,39%</b>	178,1	0,0	25/04
Finlande	2,759	2,774	2,738	<b>-0,014</b>	<b>-0,50%</b>	28,6	-149,5	25/04
France	3,190	3,198	3,169	<b>+0,028</b>	<b>+0,89%</b>	71,7	-106,4	25/04
Grèce	3,310	3,353	3,300	<b>+0,020</b>	<b>+0,61%</b>	83,7	-94,4	25/04
Hong-Kong	3,256	3,264	3,256	<b>-0,061</b>	<b>-1,84%</b>	78,3	-99,8	25/04
Hongrie	6,920	7,020	7,000	<b>-0,030</b>	<b>-0,43%</b>	444,7	266,6	25/04
Île Maurice	5,700	5,700	5,700	<b>+0,001</b>	<b>+0,02%</b>	322,7	144,6	25/04
Inde	6,461	6,476	6,424	<b>+0,141</b>	<b>+2,23%</b>	398,8	220,7	25/04
Indonésie	6,907	6,966	6,916	<b>-0,022</b>	<b>-0,32%</b>	443,4	265,3	25/04
Irlande	2,813	2,826	2,791	<b>-0,017</b>	<b>-0,60%</b>	34,0	-144,1	25/04
Islande	6,668	6,719	6,718	<b>+0,019</b>	<b>+0,29%</b>	419,5	241,4	25/04
Israël	4,366	4,366	4,366	<b>-0,006</b>	<b>-0,14%</b>	189,3	11,2	24/04
Italie	3,581	3,599	3,549	<b>+0,041</b>	<b>+1,16%</b>	110,8	-67,3	25/04
Japon	1,343	1,347	1,343	<b>+0,008</b>	<b>+0,60%</b>	-113,0	-291,1	25/04
Kazakstan	15,007	15,007	15,007	<b>-0,200</b>	<b>-1,32%</b>	1.253,4	1.075,3	25/04
Kenya	13,360	13,360	13,360	<b>0,000</b>	<b>0,00%</b>	1.088,7	910,6	25/04
Lituanie	3,209	3,209	3,209	<b>-0,017</b>	<b>-0,53%</b>	73,6	-104,5	25/04
Malaisie	3,666	3,676	3,673	<b>-0,006</b>	<b>-0,16%</b>	119,3	-58,8	25/04
Malte	3,168	3,168	3,168	<b>-0,039</b>	<b>-1,22%</b>	69,5	-108,6	25/04
Maroc	2,890	2,995	2,994	<b>-0,010</b>	<b>-0,34%</b>	41,7	-136,4	25/04
Mexique	9,617	9,624	9,617	<b>+0,343</b>	<b>+3,70%</b>	714,4	536,3	00:51:17
Namibie	9,505	9,647	9,630	<b>-0,015</b>	<b>-0,16%</b>	703,2	525,1	25/04
Nigéria	19,803	19,803	19,803	<b>+0,007</b>	<b>+0,04%</b>	1.733,0	1.554,9	24/04
Norvège	3,855	3,884	3,837	<b>+0,050</b>	<b>+1,31%</b>	138,2	-39,9	25/04
Nouvelle-Zélande	4,513	4,625	4,538	<b>-0,040</b>	<b>-0,88%</b>	204,0	25,9	24/04

Cours de l'euro / dollar :



Bousculé dans son rôle de monnaie hégémonique du commerce mondial depuis l'agression tarifaire menée par la Maison Blanche, le Dollar restait sur la défensive, la paire de devises phare consolidation à proximité des 1,14\$ pour un €.

« Les tensions commerciales relancées par l'administration Trump continuent d'exercer une pression significative sur les marchés financiers. L'intensification des mesures protectionnistes — notamment les droits de douane — a ravivé les craintes d'un ralentissement économique. À cela s'ajoutent les déclarations imprévisibles du président américain, qui nourrissent la volatilité et déstabilisent le sentiment des investisseurs », synthétise Grégoire Kounowski, Investment Advisor chez Norman K.

## Principaux indices boursiers :

Nom	Dernier	+ Haut	+ Bas	Var.	Var.%	Heure
France CAC 40	7.536,26	7.574,25	7.525,13	+33,48	+0,45%	25/04
France SBF 120	5.719,02	5.747,00	5.709,54	+24,52	+0,43%	25/04
Europe Euro Stoxx 50	5.156,05	5.170,65	5.126,15	+41,07	+0,80%	25/04
USA Dow Jones	40.113,50	40.137,31	39.718,68	+20,10	+0,05%	25/04
USA S&P 500	5.525,21	5.528,11	5.455,86	+40,44	+0,74%	25/04
USA Nasdaq	17.382,94	17.404,49	17.110,72	+216,90	+1,26%	25/04
USA Russell 2000	1.957,62	1.957,62	1.934,38	+0,03	0,00%	25/04
USA S&P 500 VIX	24,84	27,20	24,84	-1,63	-6,16%	25/04
Canada S&P/TSX	24.710,51	24.718,97	24.602,24	-17,02	-0,07%	25/04
Bresil Bovespa	134.739	134.992	134.186	+159	+0,12%	25/04
Argentine S&P/BMV IPC	56.720,12	56.842,66	56.058,22	+338,12	+0,60%	25/04
Singapour MSCI World	3.618,48	3.620,18	3.585,81	+22,32	+0,62%	25/04
Allemagne DAX	22.242,45	22.318,36	22.078,34	+177,94	+0,81%	25/04
Royaume-Uni FTSE 100	8.415,25	8.442,65	8.397,07	+7,81	+0,09%	25/04
Belgique AEX	872,84	875,74	868,67	+0,85	+0,10%	25/04
Espagne IBEX 35	13.355,30	13.375,90	13.254,90	+175,60	+1,33%	25/04
Italie FTSE MIB	37.348,38	37.368,80	36.882,03	+539,69	+1,47%	25/04
Suisse SMI	11.952,17	12.013,11	11.922,05	+34,58	+0,29%	25/04
Pologne PSI	6.942,73	6.957,11	6.874,23	+64,26	+0,93%	25/04
Balkans BEL 20	4.306,05	4.313,16	4.281,36	+15,91	+0,37%	25/04
Croatie ATX	4.061,59	4.061,59	3.925,27	+36,16	+0,90%	25/04
Suède OMXS30	2.426,97	2.436,08	2.410,32	+28,13	+1,17%	25/04
Russie MOEX Russia Index	3.006,14	3.009,48	2.956,80	+61,71	+2,10%	25/04
Pologne RTSI	1.145,73	1.147,00	1.120,88	+26,24	+2,34%	25/04
Pologne WIG20	2.793,70	2.816,30	2.784,81	-3,59	-0,13%	25/04
Hongrie Budapest SE	92.964,32	93.061,88	91.147,12	+1.817,01	+1,99%	25/04
Turquie BIST 100	9.432,55	9.531,35	9.427,88	-58,35	-0,61%	25/04
Grèce TA 35	2.506,94	2.506,94	2.488,55	+1,00	+0,04%	24/04
Saoudie Tadawul All Share	11.764,39	11.774,72	11.684,14	+83,28	+0,71%	24/04
Japan Nikkei 225	35.705,74	35.835,28	35.337,98	+666,59	+1,90%	25/04
Australie S&P/ASX 200	7.968,20	7.983,80	7.920,50	+47,70	+0,60%	24/04
Chine Shanghai	3.295,06	3.305,26	3.288,75	-2,23	-0,07%	25/04
Chine SZSE Component	9.917,06	9.976,77	9.878,67	+38,74	+0,39%	25/04
Chine China A50	13.205,71	13.288,10	13.185,63	-24,53	-0,19%	25/04
Chine DJ Shanghai	454,41	456,17	453,59	+0,31	+0,07%	25/04
Chine Hang Seng	21.980,74	22.267,96	21.923,90	+70,98	+0,32%	25/04
Taiwan Taiwan Weighted	19.478,81	19.752,59	19.433,37	-160,33	-0,82%	24/04

Le mercredi 30, Eurostat publie la statistique suivante :

Taux de croissance du PIB en volume  
(basé 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			
	2024T2	2024T3	2024T4	2025T1	2024T2	2024T3	2024T4	2025T1
<b>Zone euro</b>	0,2	0,4	0,2	<b>0,4</b>	0,5	1,0	1,2	<b>1,2</b>
<b>UE</b>	0,3	0,4	0,4	<b>0,3</b>	0,8	1,1	1,4	<b>1,4</b>
<b>Belgique</b>	0,3	0,3	0,2	<b>0,4</b>	1,0	1,2	1,1	<b>1,1</b>
<b>Tchéquie</b>	0,2	0,6	0,7	<b>0,5</b>	0,4	1,4	1,8	<b>2,0</b>
<b>Allemagne</b>	-0,3	0,1	-0,2	<b>0,2</b>	-0,2	-0,3	-0,2	<b>-0,2</b>
<b>Estonie</b>	0,2	0,2	0,7	<b>0,1</b>	-0,7	-0,2	1,1	<b>1,2</b>
<b>Irlande</b>	-0,4	4,1	3,6	<b>3,2</b>	-3,1	3,0	9,2	<b>10,9</b>
<b>Espagne</b>	0,8	0,7	0,7	<b>0,6</b>	3,3	3,3	3,3	<b>2,8</b>
<b>France</b>	0,3	0,4	-0,1	<b>0,1</b>	1,0	1,3	0,8	<b>0,8</b>
<b>Italie</b>	0,2	0,0	0,2	<b>0,3</b>	0,7	0,6	0,5	<b>0,6</b>
<b>Lituanie</b>	0,4	1,2	1,0	<b>0,6</b>	1,6	2,6	3,9	<b>3,2</b>
<b>Hongrie</b>	-0,2	-0,7	0,6	<b>-0,2</b>	1,2	-0,8	0,1	<b>-0,4</b>
<b>Pays-Bas**</b>	1,0	0,8	0,3	<b>0,1</b>	0,8	1,7	1,9	<b>2,0</b>
<b>Autriche</b>	-0,4	-0,2	-0,4	<b>0,2</b>	-1,7	-1,1	-0,9	<b>-0,7</b>
<b>Finlande**</b>	0,1	0,6	0,0	<b>0,1</b>	-1,1	1,1	1,0	<b>1,2</b>
<b>Suède**</b>	0,0	0,5	0,6	<b>0,0</b>	0,4	0,9	2,4	<b>1,1</b>

\* Les taux de croissance par rapport au trimestre précédent et au même trimestre de l'année précédente présentés dans le tableau sont basés sur des données corrigées des variations saisonnières sauf mention contraire. Les données non corrigées ne sont pas disponibles pour tous les États Membres inclus dans les 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.

Données sources: [namq\\_10\\_gdp](#)

eurostat

Ce même mercredi 30, Rexecode publie ce tableau :



**Niveau du coût de l'heure de travail, en euros**

**Industrie et Services marchands**

Nace Rev.2 (Rev.1 avant 2008) - entreprises de 10 employés et plus

	Enquête 2000	Enquête 2004	Enquête 2008	Enquête 2012	Enquête 2016	Enquête 2020	2024 T3	2024 T4
<b>Zone euro*</b>	20.78	23.35	25.48	28.73	29.68	32.67	37.74	38.03
<b>Allemagne</b>	<b>26.34</b>	<b>27.76</b>	<b>29.34</b>	<b>31.93</b>	<b>34.10</b>	<b>38.35</b>	<b>43.97</b>	<b>44.16</b>
Autriche	23.60	25.96	27.22	30.74	33.46	37.29	46.15	46.45
Belgique	26.68	30.33	35.70	40.14	38.87	40.34	48.20	48.60
Chypre	10.74	12.49	15.32	16.65	13.86	15.71	19.39	19.67
Croatie	:	6.72	8.98	9.34	9.46	11.80	16.18	16.61
Espagne	14.22	16.25	18.94	20.92	20.78	22.47	25.79	25.88
Estonie	3.03	4.48	8.02	8.93	11.04	14.21	19.77	20.24
Finlande	22.13	25.30	27.57	31.93	34.42	34.81	38.98	39.46
<b>France</b>	<b>24.42</b>	<b>28.67</b>	<b>32.19</b>	<b>35.20</b>	<b>35.49</b>	<b>39.72</b>	<b>44.10</b>	<b>44.37</b>
Grèce	11.48	15.39	16.51	15.85	15.38	13.94	17.46	18.25
Irlande	17.31	23.14	27.45	28.48	29.13	31.71	44.13	44.45
Italie	18.99	22.81	24.88	26.91	26.97	28.74	30.46	30.57
Lettonie	2.42	2.75	5.92	6.27	8.12	11.15	15.84	16.21
Lituanie	2.71	3.26	5.99	5.88	7.66	10.31	16.27	16.60
Luxembourg	24.61	30.04	32.38	35.29	38.91	47.36	55.00	55.52
Malte	:	9.19	11.44	11.43	13.81	12.66	19.36	19.29
Pays-Bas	22.99	27.23	29.23	32.17	33.78	36.65	43.91	44.49
Portugal	8.13	10.26	11.56	12.91	12.81	14.31	17.45	17.79
Slovaquie	3.06	4.30	7.61	9.25	10.37	13.58	18.61	18.90
Slovénie	8.98	10.68	13.42	15.34	16.75	20.51	27.41	28.62
<b>Hors Zone euro</b>								
Bulgarie	1.35	1.61	2.54	3.43	4.47	6.47	10.58	10.80
Danemark	27.10	31.14	36.36	41.55	43.54	47.12	52.16	52.26
Hongrie	3.83	6.01	7.95	7.94	8.58	10.29	14.57	14.44
Norvège	:	:	:	57.89	50.15	48.99	53.40	54.67
Pologne	:	4.60	7.53	7.62	8.53	10.64	16.70	17.06
Rép. tchèque	3.90	5.94	9.34	10.15	10.43	14.49	18.30	18.66
Roumanie	:	1.90	4.12	4.26	5.36	7.80	12.45	12.64
Suède	28.56	31.08	33.80	40.07	40.77	40.59	43.63	43.89

• Mai 2025 ->

Le vendredi 2, Eurostat produit les statistiques suivantes :

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



	Taux annuel							Taux mensuel
	Avr 24	Nov 24	Déc 24	Jan 25	Fév 25	Mars 25	Avr 25	Avr 25
<b>Belgique</b>	4,9	4,8	4,4	4,4	4,4	3,6	<b>3,1e</b>	-0,6e
<b>Allemagne</b>	2,4	2,4	2,8	2,8	2,6	2,3	<b>2,2e</b>	0,5e
<b>Estonie</b>	3,1	3,8	4,1	3,8	5,1	4,3	<b>4,4e</b>	1,2e
<b>Irlande</b>	1,6	0,5	1,0	1,7	1,4	1,8	<b>2,0e</b>	0,4e
<b>Grèce</b>	3,2	3,0	2,9	3,1	3,0	3,1	<b>2,7e</b>	0,5e
<b>Espagne</b>	3,4	2,4	2,8	2,9	2,9	2,2	<b>2,2e</b>	0,6e
<b>France</b>	2,4	1,7	1,8	1,8	0,9	0,9	<b>0,8e</b>	0,6e
<b>Croatie</b>	4,7	4,0	4,5	5,0	4,8	4,3	<b>3,9e</b>	0,7e
<b>Italie</b>	0,9	1,5	1,4	1,7	1,7	2,1	<b>2,1e</b>	0,5e
<b>Chypre</b>	2,1	2,2	3,1	2,9	2,3	2,1	<b>1,3e</b>	0,6e
<b>Lettonie</b>	1,1	2,3	3,4	3,1	3,7	3,5	<b>4,1e</b>	1,1e
<b>Lituanie</b>	0,4	1,1	1,9	3,4	3,2	3,7	<b>3,6e</b>	0,2e
<b>Luxembourg</b>	3,0	1,1	1,6	2,4	1,9	1,5	<b>1,7e</b>	0,6e
<b>Malte</b>	2,4	2,1	1,8	1,8	2,0	2,1	<b>2,5e</b>	3,1e
<b>Pays-Bas</b>	2,6	3,8	3,9	3,0	3,5	3,4	<b>4,1e</b>	1,8e
<b>Autriche</b>	3,4	1,9	2,1	3,4	3,4	3,1	<b>3,3e</b>	0,3e
<b>Portugal</b>	2,3	2,7	3,1	2,7	2,5	1,9	<b>2,1e</b>	1,3e
<b>Slovénie</b>	3,0	1,6	2,0	2,3	1,9	2,2	<b>2,3e</b>	0,8e
<b>Slovaquie</b>	2,4	3,6	3,2	4,2	4,1	4,2	<b>3,9e</b>	0,1e
<b>Finlande</b>	0,6	1,7	1,6	1,7	1,5	1,8	<b>2,0e</b>	0,3e

e estimation

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

eurostat

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

	Poids (%)	Taux annuel						Taux mensuel	
		2025	Avr 24	Nov 24	Déc 24	Jan 25	Fév 25	Mars 25	Avr 25
Ensemble de l'IPCH	1000,0	2,4	2,2	2,4	2,5	2,3	2,2	2,2e	0,6e
Ensemble hors: énergie	906,0	2,7	2,7	2,7	2,6	2,6	2,5	2,8e	0,9e
énergie, aliments non transformés	863,4	2,8	2,7	2,7	2,7	2,6	2,5	2,7e	0,9e
énergie, alimentation, alcool & tabac	712,8	2,7	2,7	2,7	2,7	2,6	2,4	2,7e	1,0e
Alimentation, alcool & tabac	193,3	2,8	2,7	2,6	2,3	2,7	2,9	3,0e	0,4e
aliments transformés y compris alcool & tabac	150,6	3,2	2,8	2,9	2,6	2,6	2,6	2,5e	0,2e
aliments non transformés	42,7	1,2	2,3	1,6	1,4	3,0	4,2	4,9e	0,9e
Énergie	94,0	-0,6	-2,0	0,1	1,9	0,2	-1,0	-3,5e	-2,3e
Biens industriels hors énergie	256,3	0,9	0,6	0,5	0,5	0,6	0,6	0,6e	0,4e
Services	456,5	3,7	3,9	4,0	3,9	3,7	3,5	3,9e	1,3e

e estimation

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

eurostat

## Chômage total corrigé des variations saisonnières



	Taux (%)					Nombre de personnes (en milliers)				
	2024		2025			2024		2025		
	Mar	Déc	Jan	Fév	Mar	Mar	Déc	Jan	Fév	Mar
<b>Zone euro</b>	6,5	6,2	6,2	6,2	<b>6,2</b>	11 106	10 729	10 762	10 735	<b>10 818</b>
<b>UE</b>	6,0	5,8	5,8	5,8	<b>5,8</b>	13 244	12 864	12 920	12 830	<b>12 904</b>
<b>Belgique</b>	5,7	6,0	5,8	5,9	<b>5,9</b>	302	324	318	322	<b>323</b>
<b>Bulgarie</b>	4,5	3,9	3,9	3,9	<b>3,8</b>	139	120	119	117	<b>114</b>
<b>Tchéquie</b>	2,9	2,7	2,4	2,7	<b>2,6</b>	151	139	129	146	<b>139</b>
<b>Danemark</b>	5,7	7,0	6,8	5,7	<b>7,1</b>	186	232	224	187	<b>234</b>
<b>Allemagne</b>	3,3	3,5	3,5	3,5	<b>3,5</b>	1 476	1 564	1 575	1 582	<b>1 580</b>
<b>Estonie</b>	7,7	7,8	7,9	8,6	<b>8,7</b>	58	58	59	65	<b>66</b>
<b>Irlande</b>	4,3	4,4	4,0	3,9	<b>4,0</b>	120	128	116	113	<b>115</b>
<b>Grèce</b>	10,8	9,2	9,0	8,6	<b>9,0</b>	518	433	423	404	<b>425</b>
<b>Espagne</b>	11,7	10,8	10,8	10,9	<b>10,9</b>	2 842	2 645	2 660	2 674	<b>2 698</b>
<b>France</b>	7,4	7,2	7,3	7,4	<b>7,3</b>	2 310	2 259	2 270	2 317	<b>2 300</b>
<b>Croatie</b>	5,3	4,6	4,6	4,5	<b>4,5</b>	94	81	80	80	<b>80</b>
<b>Italie</b>	6,9	6,3	6,2	5,9	<b>6,0</b>	1 763	1 611	1 603	1 523	<b>1 555</b>
<b>Chypre</b>	5,1	4,9	5,0	4,9	<b>4,8</b>	26	25	26	25	<b>25</b>
<b>Lettonie</b>	6,9	6,9	6,9	6,9	<b>6,7</b>	66	65	65	65	<b>63</b>
<b>Lituanie</b>	7,3	6,4	6,6	6,6	<b>6,4</b>	115	99	105	102	<b>101</b>
<b>Luxembourg</b>	6,0	6,4	6,4	6,5	<b>6,4</b>	20	22	22	22	<b>22</b>
<b>Hongrie</b>	4,3	4,4	4,3	4,3	<b>4,2</b>	211	215	210	211	<b>205</b>
<b>Malte</b>	3,4	3,0	2,9	2,8	<b>2,8</b>	11	10	10	10	<b>10</b>
<b>Pays-Bas</b>	3,6	3,7	3,8	3,8	<b>3,9</b>	371	373	386	392	<b>395</b>
<b>Autriche</b>	5,0	5,4	5,4	5,3	<b>5,4</b>	233	253	259	248	<b>260</b>
<b>Pologne</b>	2,9	2,7	2,6	2,6	<b>2,7</b>	510	475	467	469	<b>473</b>
<b>Portugal</b>	6,5	6,5	6,4	6,5	<b>6,5</b>	352	355	355	357	<b>359</b>
<b>Roumanie</b>	5,2	5,7	5,5	5,6	<b>5,5</b>	439	463	451	457	<b>453</b>
<b>Slovénie</b>	3,4	3,4	3,3	3,3	<b>3,2</b>	36	35	34	34	<b>33</b>
<b>Slovaquie</b>	5,5	5,1	5,1	5,1	<b>5,0</b>	153	142	141	140	<b>139</b>
<b>Finlande</b>	8,1	8,8	8,9	9,0	<b>9,1</b>	230	249	252	256	<b>259</b>
<b>Suède</b>	8,3	8,7	8,7	8,7	<b>8,8</b>	473	498	501	503	<b>504</b>
<b>Islande</b>	3,5	3,5	3,6	:	:	8	8	8	:	:
<b>Norvège</b>	3,9	4,0	4,1	4,1	<b>4,1</b>	118	122	123	123	<b>124</b>

La mardi 6, coup de tonnerre à Berlin. Le candidat Chancelier Friedrich Merz n'est pas élu à la Chancellerie d'Allemagne (à ce premier tour, il lui a manqué 6 voix). C'est la 1<sup>ère</sup> fois que cela arrive. C'est un très mauvais début pour la coalition « noire » CDU/CSU et « rouge » (SPD). Deuxième tour dans les 14 jours qui viennent selon les textes mais si les députés veulent bien donner cette seconde chance à F. Merz... Et si celui-ci n'était pas élu à l'issue de ce second tour ? Le Président aurait le choix entre nommer un chancelier minoritaire et dissoudre le parlement et donc décider de nouvelles élections. De toute façon, F. Merz sort très meurtri de cet épisode. L'Allemagne, déjà très affaiblie sur plusieurs plans, à commencer par celui de l'économie, se confronte à une difficulté supplémentaire et très déstabilisante. L'Europe peut en subir elle-même le contre-coup (rappelons d'ailleurs que F. Merz se rêvait en nouveau leader européen).

On apprend au cours de cette après-midi même que le second tour vient d'avoir lieu et que F. Merz est bel et bien élu Chancelier (avec 325 voix sur 630 députés).

Ce même mardi 6, publication du HCOB Indice PMI composite pour la zone euro :

*Points clés :*

Indice PMI HCOB composite de l'activité globale dans la zone euro : 50,4 (50,9 en mars). Plus bas de 2 mois. Indice PMI HCOB de l'activité de services dans la zone euro : 50,1 (51,0 en mars). Plus bas de 5 mois. Faible croissance du secteur privé de la zone euro sur fond de détérioration de la demande.

Données recueillies du 9 au 25 avril 2025

*Commentaire du Dr. Cyrus de la Rubia, Chef économiste à la Hamburg Commercial Bank :*

*« Après un regain de dynamisme au cours des trois premiers mois de l'année, la croissance de la zone euro a ralenti en ce début de deuxième trimestre. Le secteur des services, qui contribue fortement aux performances économiques globales de la région, a quasiment stagné en avril, et bien qu'une reprise inattendue de la production ait été enregistrée dans le secteur manufacturier, celle-ci n'a pas suffi à empêcher un ralentissement de la croissance de l'ensemble du secteur privé.*

*Les tensions sur les coûts demeurent en outre relativement élevées dans le secteur des services, bien qu'elle se soient légèrement atténuées ces deux derniers mois. La hausse des prix facturés a par ailleurs ralenti en avril, conformément à la tendance observée ces derniers mois. Les dernières données sur les prix abondent donc dans le sens des partisans, parmi les membres de la Banque centrale européenne, d'une nouvelle baisse des taux directeurs de l'institution en juin.*

*L'emploi s'est globalement stabilisé en avril, la baisse des effectifs observée dans le secteur manufacturier ayant été compensée par les créations de postes dans le secteur des services. Dans l'ensemble toutefois, les entreprises restent prudentes en matière d'embauche, ce qui, compte tenu du fort climat d'incertitude actuelle, n'est guère surprenant.*

*À l'échelon national, c'est l'Espagne qui a enregistré la plus forte croissance en avril, suivie de l'Italie, puis de l'Allemagne, qui n'a signalé qu'une hausse marginale de son activité globale. La France, avec des performances nettement plus faibles que ces trois autres pays, se trouve en dernière position. Ces tendances se reflètent dans les niveaux des indices PMI pour les quatre premiers mois de l'année 2025 ainsi que dans les données Eurostat relatives au PIB pour le premier trimestre 2025. Nous prévoyons en outre que la croissance allemande devrait bientôt surpasser celle de l'Italie, grâce au généreux paquet fiscal du gouvernement fédéral, tandis que la France devrait, pour l'heure, se maintenir en bas de classement du fait du fort climat d'incertitude politique régnant dans le pays. »*



Le mercredi 7, la Fed maintient ses taux directeurs. Voici son communiqué de presse :

« Bien que les fluctuations des exportations nettes aient affecté les données, les indicateurs récents suggèrent que l'activité économique a continué de croître à un rythme soutenu. Le taux de chômage s'est stabilisé à un bas niveau ces derniers mois et la situation du marché du travail demeure solide. L'inflation reste relativement élevée.

Le Comité vise un taux d'emploi maximal et une inflation de 2 % à long terme. L'incertitude entourant les perspectives économiques s'est encore accrue. Le Comité est attentif aux risques qui pèsent sur les deux parties de son double mandat et estime que les risques de hausse du chômage et de l'inflation ont augmenté.

Pour soutenir ses objectifs, le Comité a décidé de maintenir la fourchette cible du taux des fonds fédéraux entre 4,25 % et 4,5 %. Lors de l'examen de l'ampleur et du calendrier des ajustements supplémentaires de la fourchette cible du taux des fonds fédéraux, le Comité évaluera attentivement les données disponibles, l'évolution des perspectives et la balance des risques. Le Comité continuera de réduire ses avoirs en titres du Trésor, en titres de créance et en titres adossés à des créances hypothécaires d'agences. Le Comité est fermement déterminé à soutenir le plein emploi et à ramener l'inflation à son objectif de 2 %.

Pour évaluer l'orientation appropriée de la politique monétaire, le Comité continuera de suivre l'impact des informations reçues sur les perspectives économiques. Il sera prêt à ajuster l'orientation de la politique monétaire si des risques susceptibles d'entraver la réalisation de ses objectifs apparaissent. Ses évaluations prendront en compte un large éventail d'informations, notamment les données sur la situation du marché du travail, les pressions et les anticipations d'inflation, ainsi que l'évolution de la situation financière et internationale ».

Le mercredi 21, Les Echos publient un article de Samir Hamladji, « Comment faire émerger une pensée européenne du leadership », à l'occasion de l'ouverture de l'École du leadership de Paris sur le campus de l'ESCP Business School (<https://www.lesechos.fr/idees-debats/leadership-management/comment-faire-emerger-une-pensee-europeenne-du-leadership-2166484>)

Le jeudi 22, publication des échanges faits lors d'un colloque qui s'est tenu à la BCE les 16 et 17 avril. En voici des extraits :

« *Analyse des évolutions financières, économiques et monétaires et des options politiques*  
*Évolution des marchés financiers*

Mme Schnabel a rappelé que l'annonce par le président Trump, le 2 avril 2015, de droits de douane d'un niveau inattendu avait déclenché une forte correction sur les marchés boursiers mondiaux et obligataires américains, entraînant une forte volatilité sur les marchés financiers. La sévérité des droits de douane et la manière dont ils avaient été introduits avaient entraîné une rupture des corrélations inter-marchés standard, une correction des actions américaines intervenant simultanément avec une correction des obligations du Trésor, dans un contexte de forte dépréciation du dollar américain face aux principales devises.

L'évolution des taux sans risque de la zone euro reflétait les effets opposés du plan budgétaire historique allemand et du conflit commercial mondial. Sur la partie longue de la courbe des taux, l'impulsion positive attendue de la politique budgétaire pour la croissance, ainsi que les anticipations d'un resserrement monétaire futur, avaient été les facteurs dominants, tirant les taux d'intérêt nominaux et réels vers le haut. Sur la partie courte de la courbe des taux, la baisse de la compensation de l'inflation, principalement due à la baisse des primes de risque d'inflation, a été plus importante que la hausse des rendements réels, entraînant une baisse des taux nominaux. Cette évolution reflète à la fois les retombées négatives des droits de douane et la

baisse des prix des matières premières. Les investisseurs s'attendaient à ce que la BCE réagisse à l'évolution de la situation en abaissant ses taux plus que prévu, mais en recommençant à les relever l'année suivante. Dans un contexte de turbulences sur les marchés, les marchés obligataires de la zone euro ont continué de fonctionner sans heurts et l'offre d'obligations a été bien absorbée grâce à une forte demande des investisseurs et à un système d'intermédiation performant. Suite à la forte correction des cours boursiers et à la forte appréciation de l'euro, les conditions financières dans la zone euro se sont resserrées, malgré la baisse des taux nominaux à court terme.

S'agissant de l'évolution des marchés depuis la précédente réunion du Conseil des gouverneurs, l'annonce du président Trump le 2 avril 2025 a conduit l'indice de volatilité VIX à atteindre temporairement des niveaux jamais observés depuis la pandémie de COVID-19. En quelques jours, l'indice S&P 500 a chuté de 12 %, provoquant de fortes corrections sur les marchés boursiers du monde entier, y compris dans la zone euro. Malgré un rebond après la suspension des droits de douane "réciproques" le 9 avril 2025, l'indice boursier américain de référence a perdu 8 % depuis le début de l'année, tandis que les marchés boursiers de la zone euro ont quasiment retrouvé leurs niveaux du début d'année. Les actions des secteurs américains sensibles aux échanges commerciaux ont été beaucoup plus durement touchées que les autres et ont également chuté bien plus fortement que leurs homologues de la zone euro.

Les turbulences des marchés se sont propagées aux marchés des obligations d'État, mais la réaction a été très différente entre la zone euro et les États-Unis. Les rendements des obligations d'État américaines ont augmenté parallèlement à la chute des actions américaines, ce qui est très inhabituel, car les obligations du Trésor bénéficient généralement des flux de capitaux vers les valeurs refuges. Les spreads de swap d'actifs américains à dix ans ont également fortement augmenté, ce qui est également inhabituel. Entre-temps, les rendements du Bund avaient baissé et l'écart entre le Bund et les taux des swaps d'indice au jour le jour (OIS) s'était considérablement réduit, les obligations d'État allemandes continuant de jouer leur rôle de valeur refuge.

L'aversion au risque avait également affecté la dynamique du taux de change du dollar américain, mais celui-ci avait réagi différemment des attentes. En janvier 2025, le taux de change EUR/USD avait atteint un plus bas à 1,02, mais la tendance baissière de l'euro s'était inversée au moment de l'annonce, début mars 2025, de la réforme du frein à l'endettement allemand, laissant entrevoir une croissance positive pour l'Europe grâce à la hausse des dépenses de défense et d'infrastructures. Le taux de change de l'euro avait bénéficié d'un deuxième coup de pouce majeur après l'annonce des droits de douane aux États-Unis le 2 avril. Cette forte hausse n'avait pas été provoquée, comme c'était généralement le cas, par l'évolution du différentiel de rendement, qui avait évolué en sens inverse, mais par la faiblesse du dollar américain, les investisseurs ayant révisé à la baisse leurs prévisions de croissance américaine. Ces dernières semaines, le dollar américain n'avait donc pas bénéficié de l'aversion au risque généralisée.

Les évolutions récentes se sont reflétées dans les flux de portefeuille mondiaux. L'enquête de mars 2025 de la Bank of America auprès des gestionnaires de fonds a enregistré la plus forte baisse des actions américaines jamais enregistrée, 45 % des gestionnaires déclarant avoir réduit leurs positions. Parallèlement, une part significative des gestionnaires de fonds a indiqué avoir modifié son positionnement en faveur des actions de la zone euro. Il s'agit d'un changement de perspective significatif, passant de l'exceptionnalisme américain à l'Europe, perçue comme le point positif parmi les grandes économies, compte tenu de la relance budgétaire attendue en Allemagne et de la reprise des dépenses de défense européennes.

La dynamique des marchés obligataires sans risque a illustré les effets opposés du plan budgétaire allemand et des annonces de tarifs douaniers ces dernières semaines. Dans la zone euro, la hausse globale des taux d'intérêt nominaux à long terme a été alimentée par une hausse des taux réels, indiquant que les acteurs du marché considéraient le plan budgétaire allemand comme un facteur de croissance à long terme. Les taux réels ont continué d'augmenter pendant les tensions tarifaires, les investisseurs continuant d'anticiper, dans l'ensemble, une amélioration des perspectives de croissance pour la zone euro. En revanche, la compensation de l'inflation a diminué sur l'ensemble de la courbe des taux après une brève hausse liée au plan budgétaire allemand.

Mme Schnabel a ensuite abordé les facteurs d'évolution de la compensation de l'inflation dans la zone euro. D'un côté, les investisseurs obligataires anticipaient une compensation de l'inflation plus élevée en raison des mesures budgétaires expansionnistes allemandes qui seront mises en œuvre au cours de la prochaine décennie. De l'autre, les inquiétudes concernant la guerre commerciale ont tiré la compensation de l'inflation à la baisse, compensant largement l'impact du plan budgétaire allemand sur les échéances à court et moyen terme. L'un des principaux facteurs de cette révision à la baisse a été la forte baisse des prix du pétrole suite à l'annonce des droits de douane et à la montée des craintes d'une récession mondiale.

Les acteurs du marché anticipaient alors un cycle d'assouplissement plus rapide et plus profond de la BCE, visant un taux final d'environ 1,7 % en mai 2026. Cependant, la BCE devrait recommencer à relever ses taux en 2026, selon une courbe en J, les anticipations de taux s'améliorant sensiblement à long terme.

Sur les marchés obligataires d'entreprises, les spreads de crédit ont augmenté à l'échelle mondiale en réponse à l'aversion au risque et à la forte correction des marchés d'actifs risqués. Cependant, la hausse des spreads des obligations d'entreprises américaines de qualité "investment grade" a été plus prononcée que celle de leurs homologues de la zone euro.

Les spreads souverains sont restés résilients ces dernières semaines. La forte hausse du rendement du Bund après l'annonce du plan budgétaire allemand en mars 2025 ne s'est pas traduite par une hausse des spreads souverains, qui ont même légèrement diminué à cette époque. La réaction favorable des marchés obligataires d'État de la zone euro ces dernières semaines pourrait s'expliquer par les anticipations de retombées économiques positives de l'Allemagne sur le reste de la zone euro, les perspectives d'un renforcement de l'unité européenne et, dans le cas de l'Italie, par une amélioration de la notation.

Les émissions d'obligations d'État dans la zone euro ont continué d'être bien absorbées, la demande des investisseurs étant restée soutenue, les marchés primaires et secondaires continuant de fonctionner sans heurts. La volatilité accrue des marchés obligataires d'État n'a pas entraîné de détérioration significative des conditions de liquidité, contrairement aux épisodes de tension précédents. Par conséquent, les turbulences sur les marchés du Trésor américain n'ont pas eu de répercussions sur le fonctionnement des marchés obligataires souverains de la zone euro.

Mme Schnabel a conclu en examinant les implications des récentes évolutions des marchés pour les conditions financières globales. Depuis la réunion de politique monétaire de mars, les conditions financières se sont resserrées, principalement en raison de la baisse des cours des actions et d'un taux de change effectif nominal de l'euro plus élevé, ce qui a plus que compensé l'impulsion d'assouplissement découlant de la baisse des taux d'intérêt nominaux à court terme. Les taux réels ont progressivement augmenté sur toute la courbe des taux. Dans l'ensemble, les évolutions récentes du marché pourraient non seulement refléter des perturbations à court terme, mais aussi un changement plus large sur les marchés financiers mondiaux, dont la zone euro pourrait être l'un des bénéficiaires potentiels ».

#### *Environnement mondial et évolutions économiques et monétaires dans la zone euro*

Commençant par l'inflation dans la zone euro, M. Lane a déclaré que le processus de désinflation était en bonne voie. L'inflation a continué d'évoluer comme prévu, l'inflation globale selon l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) et l'inflation sous-jacente (IPCH hors énergie et produits alimentaires) ayant reculé en mars. L'inflation globale est tombée à 2,2 % en mars, contre 2,3 % en février. L'inflation énergétique a reculé à -1,0 %, en partie grâce à une baisse plus marquée que prévu des prix du pétrole, tandis que l'inflation alimentaire a augmenté à 2,9 % en raison de la hausse des prix des produits alimentaires non transformés. L'inflation sous-jacente a reculé à 2,4 % en mars, contre 2,6 % en février. Si l'inflation des biens est restée stable à 0,6 %, on a observé une nette correction à la baisse de l'inflation des services, qui est passée de 3,7 % en février à 3,5 % en mars, confirmant ainsi la dynamique de réévaluation plus modérée attendue dans certains services.

La plupart des mesures d'inflation sous-jacente basées sur l'exclusion ont encore baissé en mars. La composante persistante et commune de l'inflation (PCCI), qui présentait le meilleur pouvoir prédictif de l'inflation globale future, a diminué à 2,2 % en mars, contre 2,3 % en février. L'inflation intérieure est restée inchangée en mars après avoir reculé à 3,9 % en février, contre 4,0 % en janvier. L'écart entre l'inflation intérieure et l'inflation des services reflète la décélération significative de l'inflation dans le segment des services échangés observée dans les données récentes.

La croissance des salaires s'est modérée. Le taux de croissance annuel de la rémunération par employé a reculé à 4,1 % au quatrième trimestre 2024, contre 4,5 % au troisième trimestre et inférieur à la projection de 4,3 % de mars 2025. La croissance des salaires négociés s'est également établie à 4,1 % au quatrième trimestre 2024. Selon la série d'avril de l'enquête téléphonique auprès des entreprises, les principales sociétés non financières de la zone euro ont réduit leurs prévisions de croissance des salaires pour 2025 à 3,0 %, contre 3,6 % lors de la série d'enquêtes précédente. Les répondants à l'enquête sur l'accès au financement des entreprises ont abaissé leurs prévisions de croissance des salaires pour les 12 prochains mois à 3,0 %, contre 3,3 % lors de la dernière série d'enquêtes. Pour l'avenir, l'indicateur de suivi des salaires de la BCE a également souligné une baisse substantielle de la croissance annuelle des salaires négociés entre 2024 et 2025, les paiements ponctuels devenant une composante moins dominante des augmentations de salaire. Les prévisions salariales rapportées dans l'enquête auprès des prévisionnistes professionnels et l'enquête Consensus Economics ont également signalé un ralentissement de la croissance des coûts de la main-d'œuvre en 2025 par rapport à l'année dernière (entre 0,7 et 1,0 point de pourcentage), ce qui est globalement conforme aux projections de mars.

A l'avenir, l'inflation devrait se maintenir proche de l'objectif de 2 % pour le reste de l'année. L'inflation sous-jacente, et en particulier celle des services, devrait reculer jusqu'à mi-2025, à mesure que les effets de la révision décalée des prix s'estomperont, que les pressions salariales s'atténuent et que les resserrements monétaires passés continueront de se faire sentir. Les enquêtes ont confirmé ce tableau général, tandis que les anticipations d'inflation à long terme sont restées bien ancrées autour de l'objectif de 2 %. Dans le même temps, les acteurs du marché ont sensiblement revu à la baisse leurs anticipations d'inflation à plus court terme, les taux des swaps indexés sur l'inflation à un an, à deux ans et à quatre ans chutant d'environ 20 points de base, à 1,6 %, 1,7 % et 1,9 % respectivement.

La croissance mondiale devrait avoir maintenu sa dynamique au premier trimestre de l'année, l'indice composite des directeurs d'achat (PMI) mondial publié le 3 avril s'établissant en moyenne à 52,0. L'indice PMI manufacturier s'était redressé et se situait au-dessus du seuil d'expansion, tandis que l'indice PMI des services avait perdu de son élan dans les économies avancées. Cependant, la croissance mondiale était susceptible d'être affectée par les hausses de droits de douane décidées par les États-Unis et les turbulences qui en ont résulté sur les marchés financiers, dans un contexte de tensions géopolitiques déjà élevées.

Sous l'effet des inquiétudes concernant la demande mondiale, les prix du pétrole et du gaz, ainsi que ceux d'autres matières premières, ont fortement baissé depuis le 2 avril. Comparés aux hypothèses des projections de mars, les prix du pétrole brut Brent étaient désormais inférieurs d'environ 10 % en dollars américains et de 18,3 % en euros. Les prix du gaz étaient inférieurs de 37 % à la valeur intégrée dans les projections de mars. L'euro s'est renforcé ces dernières semaines, le sentiment des investisseurs s'étant montré plus résilient envers la zone euro qu'envers les autres économies, le taux de change EUR/USD ayant progressé de 9,6 % et le taux de change effectif nominal de 5,5 % par rapport aux hypothèses des projections de mars.

La croissance économique de la zone euro a ralenti à 0,2 % en glissement trimestriel au quatrième trimestre 2024, contre 0,4 % au troisième trimestre. Ce chiffre est supérieur de 0,1 point de pourcentage aux prévisions de mars. Comme prévu, la croissance a été entièrement tirée par la demande intérieure. L'économie a probablement également progressé au premier trimestre de l'année, et le secteur manufacturier a montré des signes de stabilisation. Les premières annonces de droits de douane par les États-Unis début 2025 ne semblent pas avoir jusqu'à présent sensiblement affecté le climat économique et pourraient même avoir entraîné une certaine concentration des échanges commerciaux. Cependant, certaines enquêtes plus récentes indiquent une baisse du climat économique, notamment la dernière enquête sur les attentes des consommateurs, l'indicateur ZEW du sentiment économique et l'indice Sentix.

Le marché du travail est resté résilient. Le taux de chômage a légèrement baissé pour s'établir à 6,1 % en février. Parallèlement, la demande de main-d'œuvre s'est ralentie. Le taux de postes vacants était resté inchangé à 2,5 % au quatrième

trimestre 2024 et se situait désormais à 0,8 point de pourcentage en dessous de son pic du deuxième trimestre 2022. Le nombre total d'offres d'emploi et les nouvelles offres d'emploi étaient respectivement inférieurs de 16 % et 26 % à ceux de l'année précédente. De plus, moins d'entreprises ont signalé que le travail constituait un facteur limitant pour la production. L'indice PMI de l'emploi était resté globalement neutre en mars, à 50,4, indiquant une stabilité de l'emploi au premier trimestre 2025.

Les politiques budgétaires ont été identifiées comme une autre source potentielle de résilience. Les mesures gouvernementales récemment annoncées devraient avoir un impact relativement limité sur la politique budgétaire de la zone euro par rapport à l'évaluation incluse dans les projections de mars. Cependant, les marges de manœuvre pour les investissements dans les infrastructures et la transition climatique, ainsi que pour les dépenses de défense dans la plus grande économie de la zone euro, ont été considérablement accrues grâce à l'assouplissement du frein à l'endettement allemand, ainsi qu'à une flexibilité accrue pour accroître les dépenses de défense dans les pays de la zone euro grâce aux initiatives de l'UE.

Les perspectives économiques étaient toutefois assombries par une incertitude exceptionnelle. Les risques de baisse de la croissance économique s'étaient accrûs. L'escalade majeure des tensions commerciales mondiales et l'incertitude qui en découlait étaient susceptibles de freiner la croissance de la zone euro en freinant les exportations et l'investissement. La détérioration du sentiment des marchés financiers pourrait entraîner un durcissement des conditions de financement et une aversion accrue au risque, et pourrait dissuader les entreprises et les ménages d'investir et de consommer. Les tensions géopolitiques, telles que la guerre injustifiée de la Russie contre l'Ukraine et le conflit tragique au Moyen-Orient, demeuraient également une source majeure d'incertitude. Parallèlement, une augmentation des dépenses de défense et d'infrastructures contribuerait à la croissance.

L'aggravation des perturbations du commerce mondial ajoutait de l'incertitude aux perspectives d'inflation de la zone euro. La baisse des prix mondiaux de l'énergie et l'appréciation de l'euro pourraient exercer une pression à la baisse supplémentaire sur l'inflation.

#### *Considérations et options de politique monétaire*

En résumé, les données disponibles ont confirmé que le processus de désinflation restait bien engagé. L'inflation globale et l'inflation sous-jacente en mars ont été conformes aux attentes. En particulier, la baisse prévue de l'inflation des services en mars a été confirmée par les données et a renforcé la confiance dans la trajectoire baissière sous-jacente. Les indicateurs plus prospectifs de l'inflation sous-jacente sont restés cohérents avec une stabilisation durable de l'inflation autour de l'objectif, l'inflation intérieure étant également en baisse grâce à la baisse de la croissance des coûts de main-d'œuvre, qui a ralenti un peu plus vite que prévu. L'économie de la zone euro avait acquis une certaine résilience face aux chocs mondiaux, mais les perspectives de croissance se sont sensiblement dégradées en raison de la montée des tensions commerciales. L'incertitude accrue était susceptible de saper la confiance des ménages et des entreprises, et la réaction négative et volatile des marchés aux récentes tensions commerciales était susceptible d'avoir un effet de resserrement sur les conditions de financement et, partant, de peser davantage sur les perspectives économiques de la zone euro.

Sur la base de cette évaluation, M. Lane a proposé d'abaisser les trois principaux taux d'intérêt de la BCE de 25 points de base. En particulier, la baisse du taux de la facilité de dépôt – taux par lequel le Conseil des gouverneurs oriente la politique monétaire – s'appuyait sur sa nouvelle évaluation des perspectives d'inflation, de la dynamique de l'inflation sous-jacente et de la force de la transmission de la politique monétaire. Une nouvelle baisse lors de la présente réunion était importante pour garantir une stabilisation durable de l'inflation à l'objectif, tout en évitant que des chocs externes défavorables aux perspectives économiques ne soient exacerbés par un niveau trop élevé du taux directeur.

Pour l'avenir, il est plus important que jamais de conserver une certaine souplesse pour ajuster la politique monétaire au fur et à mesure des réunions et de ne pas s'engager à l'avance sur une trajectoire de taux particulière.

#### *Discussions et décisions de politique monétaire du Conseil des gouverneurs*

##### *Analyses économiques, monétaires et financières*

Concernant la conjoncture mondiale, les membres ont souligné que les perspectives de croissance mondiale étaient très incertaines. En réaction aux annonces fréquentes – et souvent contradictoires – de droits de douane et aux mesures de rétorsion prises ces dernières semaines, le Fonds monétaire international (FMI) révisait actuellement ses Perspectives de l'économie mondiale. Depuis la dernière réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs, l'euro s'est apprécié de 4,2 % en termes nominaux effectifs et de 6,4 % face au dollar américain, sous l'effet des anticipations du marché d'un rétrécissement de l'écart de croissance entre la zone euro et les États-Unis et, peut-être, d'une réévaluation généralisée des investisseurs du risque lié aux expositions aux États-Unis. Les prix de l'énergie et des matières premières alimentaires ont également fortement baissé en raison des inquiétudes concernant la croissance, alors que la guerre commerciale s'intensifiait. Sous l'effet combiné de l'affaiblissement du dollar et de la baisse des prix du pétrole et du gaz, les prix du pétrole ont chuté de 18,3 % et ceux du gaz de 37 % en euros depuis la réunion du Conseil des gouverneurs de mars. Les données macroéconomiques ne reflétaient pas encore pleinement la guerre commerciale en cours, qui ne se manifesteraient que plus clairement au deuxième trimestre 2025. L'indice PMI composite de l'activité économique mondiale hors zone euro était resté globalement stable en mars.

Le commerce mondial devait ralentir significativement, reflétant la baisse des importations, principalement en provenance des États-Unis, de la Chine, du Mexique et du Canada – tous des pays entretenant des relations commerciales réciproques importantes. Au premier trimestre, les échanges commerciaux étaient restés vigoureux grâce à un rebond en début d'année, en partie dû à une concentration des importations en prévision de futurs droits de douane. Cependant, les données à haute

fréquence et plus récentes (basées sur les mouvements de navires) avaient déjà commencé à s'affaiblir, en particulier pour les importations américaines. Les prévisions du secteur privé concernant la croissance américaine en 2025 avaient amorcé une tendance à la baisse à l'approche de l'annonce des droits de douane le 2 avril. Cependant, cet événement, conjugué à la détérioration des conditions financières qui a suivi, a conduit à une nouvelle révision à la baisse des perspectives de croissance du PIB américain pour cette année, la forte incertitude entourant les politiques américaines devant freiner l'investissement et l'activité économique. Dans ce contexte, l'impact du canal de la confiance était considéré comme particulièrement important. Alors que la plupart des économistes supposaient une appréciation du dollar américain en raison de la hausse des droits de douane et d'une guerre commerciale, les derniers développements ont mis en évidence des effets négatifs sur la confiance et le caractère autodestructeur des droits de douane affaiblissant le dollar. Les prévisions du secteur privé concernant la croissance chinoise en 2025 avaient également été revues à la baisse depuis début avril, la contribution des exportations nettes – un soutien essentiel à la croissance chinoise en 2024 – devant diminuer significativement cette année. L'annonce par le gouvernement chinois d'un soutien budgétaire supplémentaire pour stimuler la consommation était considérée comme susceptible de ne compenser que partiellement la perte du commerce international.

En général, le protectionnisme et l'imprévisibilité des politiques étaient perçus comme les principales sources de détresse. Cela soulevait la question de savoir si l'impact de ces facteurs pourrait s'atténuer lorsque l'approche politique qui les avait générés pourrait s'inverser. En effet, l'opinion a été exprimée que des accords commerciaux mutuellement bénéfiques pourraient être conclus, conduisant à une issue beaucoup plus favorable. Parallèlement, certains ont avancé que, premièrement, un dénouement complet de la politique tarifaire annoncée le 2 avril était peu probable et, deuxièmement, que même en cas de revirement politique complet, il était douteux que l'économie mondiale puisse revenir à son statu quo antérieur.

La récente forte appréciation de l'euro s'explique en grande partie par un rééquilibrage des portefeuilles, dû aux inquiétudes croissantes des investisseurs concernant les politiques économiques américaines et les risques qu'elles faisaient peser sur les fortes expositions aux États-Unis. Globalement, l'économie mondiale n'était pas considérée comme étant à l'équilibre, et il faudrait peut-être plusieurs années avant qu'elle n'atteigne un nouvel équilibre. Pendant longtemps, le monde a évolué dans une configuration centrée sur les États-Unis, accusant d'importants déficits courants, avec des consommateurs optimistes, des taux d'investissement du secteur privé élevés et un déficit budgétaire important.

À l'avenir, deux scénarios extrêmes se dessinaient. Le premier était celui d'une stabilisation de la situation, où le déficit courant américain était structurel et largement financé par des entrées de capitaux. Dans ce contexte, le rééquilibrage en cours des portefeuilles entre devises finirait par s'inverser en faveur des États-Unis, entraînant une nouvelle appréciation réelle du dollar américain, en partie due à des ajustements de prix relatifs. Cependant, les événements récents ont érodé la confiance dans le système américain, et il était difficile d'envisager comment la restaurer.

L'autre direction possible pour l'ordre mondial serait la poursuite des tendances actuelles au rééquilibrage. Une telle situation pourrait entraîner temporairement une inflation américaine nettement plus élevée, sous l'effet combiné des droits de douane et d'un taux de change potentiellement plus faible. Plus généralement, le nouvel équilibre pourrait se traduire par des droits de douane élevés, une intensification du biais domestique – pour des raisons de balance commerciale ou de sécurité – et un monde plus fragmenté. Cet environnement plus fragmenté serait probablement caractérisé par de plus fortes pressions inflationnistes. De plus, la transition vers un nouvel équilibre impliquerait une dynamique d'ajustement coûteuse, les entreprises, les ménages et les gouvernements devant réoptimiser leurs activités face à cette nouvelle configuration, mais aussi en raison des fortes incertitudes de la période de transition. Dans le même temps, l'érosion de la confiance dans l'économie américaine et dans l'ordre mondial du commerce et de la finance devrait entraîner une structure de coûts mondiale plus élevée, due aux politiques protectionnistes, et une prime de risque plus élevée, imputable à l'imprévisibilité. Un scénario intermédiaire était également envisageable, dans lequel l'euro deviendrait de plus en plus attractif, renforçant ainsi son rôle international de monnaie de réserve. Globalement, même si l'on savait avec certitude où se situerait le nouvel équilibre, d'importantes dynamiques d'ajustement persisteraient en cours de route. De plus, les chaînes d'approvisionnement mondiales ayant été façonnées au fil des ans pour s'adapter au mieux à l'ancien équilibre, elles devraient s'ajuster au nouveau, ce qui entraînerait probablement une perte de valeur marchande pour les entreprises les plus engagées dans l'ancien ordre mondial. Tout au long de ce processus, la dynamique de l'économie serait influencée par le sentier suivi.

Concernant l'activité économique dans la zone euro, les membres ont convenu que les perspectives économiques étaient assombries par une incertitude exceptionnelle. Les exportateurs de la zone euro se heurtaient à de nouvelles barrières commerciales, dont l'ampleur et la nature demeuraient floues. Les perturbations du commerce international, les tensions sur les marchés financiers et l'incertitude géopolitique pesaient sur l'investissement des entreprises. Les consommateurs devenant plus prudents quant à l'avenir, ils pourraient freiner leurs dépenses, retardant ainsi davantage la reprise plus robuste tirée par la consommation que les projections des services de la BCE anticipaient depuis plusieurs cycles de projection.

Parallèlement, l'économie de la zone euro avait développé une certaine résilience face aux chocs mondiaux. La demande intérieure a contribué de manière significative à la croissance de la zone euro au quatrième trimestre 2024, l'investissement des entreprises et la consommation privée ayant enregistré une forte croissance malgré une incertitude déjà élevée. L'indice PMI de la production manufacturière a dépassé 50 en mars pour la première fois en deux ans, tandis que l'indice PMI de l'activité des services est resté en zone expansionniste, les chiffres relativement solides de la production industrielle confirmant les informations des indicateurs faibles. Si le conflit commercial a fortement pesé sur la demande étrangère, les dépenses budgétaires attendues compenseraient en partie ces effets. L'économie a probablement progressé au premier trimestre de l'année et le secteur manufacturier a montré des signes de stabilisation. Le chômage est tombé à 6,1 % en février, son plus bas niveau depuis le lancement de l'euro. À l'avenir, un marché du travail vigoureux, des revenus réels plus élevés et l'impact d'une politique monétaire plus souple devraient soutenir les dépenses.

À court terme, il a été avancé que le ralentissement probable des échanges commerciaux et la montée de l'incertitude frappaient la zone euro à un moment critique, alors que la reprise était encore faible et fragile. Il est apparu de plus en plus

clairement que l'impact du choc commercial pourrait être très fort sur l'activité aux États-Unis, avec des répercussions potentiellement importantes sur la zone euro. Malgré les dépenses supplémentaires en matière de défense et d'infrastructures, il était probable que, globalement, la croissance de la zone euro serait plus faible que prévu en 2025. L'impact de la récente escalade des tensions commerciales, les éventuelles mesures de rétorsion de l'UE et les turbulences des marchés financiers de ces dernières semaines pourraient affaiblir significativement l'activité en 2025. Par conséquent, il a été suggéré que la probabilité d'une récession au cours des quatre prochains trimestres dans la zone euro et aux États-Unis avait sensiblement augmenté.

Cependant, il a également été avancé que, bien que complexe, la situation présentait encore un potentiel d'amélioration. Premièrement, la forte réaction des marchés pourrait imposer une certaine discipline à l'administration américaine. Deuxièmement, des accords commerciaux mutuellement bénéfiques étaient possibles, ce qui atténuerait la gravité de la hausse des droits de douane annoncée le 2 avril. Concernant les répercussions sur la croissance, les effets ultimes des nouvelles tensions commerciales dépendraient essentiellement de la substituabilité des produits importés par les États-Unis. L'essentiel des exportations de la zone euro vers les États-Unis était constitué de produits pharmaceutiques, de machines, de véhicules et de produits chimiques, des produits très différenciés et difficiles à remplacer à court terme. Cette rigidité limiterait le frein à la demande extérieure de la zone euro. De plus, les droits de douane quasi prohibitifs entre la Chine et les États-Unis étaient perçus comme susceptibles de réorienter la demande vers les entreprises de la zone euro.

Un autre facteur susceptible d'atténuer les répercussions des tensions commerciales et de l'incertitude était l'annonce du plan budgétaire allemand et l'augmentation des dépenses de défense européennes, qui stimulerait la demande intérieure. Ce nouvel élément a été perçu comme une excellente nouvelle, car il contribuerait à relancer le discours sur la croissance européenne et à renforcer la confiance dans la zone euro. Ce qui importait n'était pas seulement l'effet direct des dépenses budgétaires sur la demande et l'activité, mais aussi l'afflux attendu d'investissements privés en prévision des futures mesures de relance budgétaire. Dans l'enquête téléphonique auprès des entreprises, les entreprises signalaient déjà qu'elles prévoyaient d'accroître leurs capacités en prévision des initiatives dans les domaines de la défense et des infrastructures. L'enquête sur l'accès au financement des entreprises a également mis en évidence un optimisme accru des entreprises en matière d'investissement. Le secteur de la construction devrait poursuivre sa reprise. Il a donc été avancé que l'impact négatif des droits de douane pouvait être considéré comme étant plus ou moins du même ordre de grandeur que l'impact positif de la relance budgétaire en Allemagne. Bien entendu, les profils temporels des impacts des deux chocs majeurs – hausses des droits de douane et relance budgétaire – étaient différents. À court terme, les effets négatifs sur la demande domineraient, car les investissements supplémentaires dans la défense et les infrastructures mettraient du temps à se concrétiser et à soutenir la croissance.

Parallèlement, il a été avancé que, même à moyen terme, les dépenses de défense ne changeraient pas clairement la donne, car non seulement elles se matérialiseraient avec un certain retard, mais elles augmenteraient probablement la croissance du PIB de la zone euro de quelques dixièmes de point de pourcentage au maximum. Quoi qu'il en soit, l'ampleur et les modalités de mise en œuvre de la relance budgétaire restaient incertaines. Dans ce contexte, il a été noté que la réaction des marchés à l'annonce budgétaire de l'Allemagne suggérait que l'économie de la zone euro devrait réagir à la nouvelle impulsion budgétaire par une hausse du PIB et une très faible hausse de l'inflation. Cela démontre que l'économie de la zone euro n'est pas perçue comme limitée par des problèmes structurels.

Dans l'ensemble, les membres ont estimé que les risques à la baisse pesant sur la croissance économique s'étaient accrus. L'escalade majeure des tensions commerciales mondiales et les incertitudes qui en découlent freineraient probablement la croissance de la zone euro en freinant les exportations, et pourraient peser sur l'investissement et la consommation. La détérioration du sentiment des marchés financiers pourrait entraîner un durcissement des conditions de financement, accroître l'aversion au risque et dissuader les entreprises et les ménages d'investir et de consommer. Les tensions géopolitiques, telles que la guerre injustifiée de la Russie contre l'Ukraine et le conflit tragique au Moyen-Orient, demeurent également une source majeure d'incertitude. Parallèlement, une augmentation des dépenses de défense et d'infrastructures contribuerait à la croissance.

Compte tenu de toutes les incertitudes entourant les perspectives, il a été estimé qu'il était important d'élaborer des scénarios alternatifs pour les prochaines réunions du Conseil des gouverneurs. Ces indicateurs devraient tenir compte du niveau très élevé d'incertitude actuel et contribuer à identifier les canaux pertinents et à quantifier l'impact sur la croissance, l'emploi et l'inflation. Outre l'analyse de scénarios, il était important d'utiliser des sources d'information fréquentes et non conventionnelles pour mieux comprendre l'orientation de l'économie. Il était également nécessaire d'élargir l'ensemble des indicateurs à suivre, compte tenu des difficultés d'interprétation de certaines statistiques standard, influencées et faussées par des facteurs spécifiques tels que la concentration des commandes et l'accumulation des stocks qui en résulte.

La situation turbulente à laquelle l'Europe était confrontée a toutefois eu un point positif : la forte impulsion donnée aux décideurs politiques européens pour mettre en œuvre rapidement les réformes structurelles décrites dans les rapports de Mario Draghi et d'Enrico Letta. Si elles se révélaient efficaces, ces mesures concrètes pourraient constituer un atout majeur pour l'économie de la zone euro à l'avenir, amplifiant l'effet stimulant des dépenses budgétaires supplémentaires prévues en Allemagne. Parallèlement, il a été souligné que, pour tirer pleinement parti des réformes, l'Europe devait agir rapidement et à une échelle ambitieuse.

Les importantes initiatives politiques lancées aux niveaux national et européen pour accroître les dépenses de défense et les investissements dans les infrastructures devraient stimuler l'industrie manufacturière, comme le reflétaient également les récentes enquêtes. Dans le contexte géopolitique actuel, il était encore plus urgent que les politiques budgétaires et structurelles rendent l'économie de la zone euro plus productive, compétitive et résiliente. Le Compas de compétitivité de la Commission européenne fournit une feuille de route concrète pour l'action, et ses propositions, notamment en matière de simplification, devraient être rapidement adoptées. Il s'agissait notamment de finaliser l'union de l'épargne et de l'investissement, selon un

calendrier clair et ambitieux, ce qui devrait permettre aux épargnants de bénéficier de davantage d'opportunités d'investissement et d'améliorer l'accès des entreprises au financement, notamment au capital-risque. Il était également important d'établir rapidement le cadre législatif pour préparer le terrain à l'introduction potentielle d'un euro numérique. Les gouvernements devraient garantir la viabilité des finances publiques, conformément au cadre de gouvernance économique de l'UE, et donner la priorité aux réformes structurelles essentielles à la croissance et aux investissements stratégiques.

Concernant l'évolution des prix, les membres ont souscrit à l'évaluation présentée par M. Lane. Malgré toutes les incertitudes qui subsistaient, les récentes données d'inflation publiées étaient globalement conformes aux projections de mars des services de la BCE, tant pour l'inflation globale que sous-jacente. Cela suggérait que l'inflation était en bonne voie pour atteindre l'objectif de 2 %, les anticipations d'inflation à long terme restant également bien ancrées. Si l'on considère les données d'inflation de février et de mars combinées, la confiance dans la réalisation du scénario de référence pour l'inflation des projections de mars était désormais bien plus grande. Ce constat était valable même sans l'appréciation de l'euro ni la baisse des prix du pétrole et des matières premières intervenue depuis la finalisation des projections.

À l'avenir, il a été avancé que l'inflation serait probablement plus faible en 2025 que prévu dans les projections de mars si le taux de change et les prix de l'énergie se maintenaient autour de leurs niveaux actuels. Les récentes mesures des anticipations d'inflation basées sur le marché indiquaient également que l'inflation pourrait baisser plus rapidement que prévu. Les taux d'inflation fixes impliquaient désormais que les investisseurs anticipaient une inflation (hors tabac) se maintenant juste en dessous de 2 % en 2025 et une baisse à environ 1,2 % début 2026, avant de revenir à environ 1,6 % mi-2026. Cela indiquait que les risques pesant sur la stabilité des prix pourraient désormais être orientés à la baisse, surtout à court terme. Les dernières informations suggéraient également que la croissance des salaires se modérait à un rythme légèrement plus rapide que prévu. À plus long terme, le durcissement des conditions financières, notamment l'appréciation de l'euro, la forte baisse des prix du pétrole et du gaz et les vents contraires liés au ralentissement de l'activité économique, étaient considérés comme de nouveaux facteurs importants de ralentissement de l'inflation. Il existait désormais un risque que l'inflation chute nettement en dessous de 2 %, au moins jusqu'à la fin de l'année en cours. Le détournement des échanges commerciaux et les concessions tarifaires consenties par les exportateurs chinois pourraient également aggraver la dépréciation actuelle du renminbi et exercer de nouveaux effets baissiers sur l'inflation, s'ils ne sont pas contrés par des mesures de la Commission européenne. En cas de représailles contre les droits de douane imposés sur les importations américaines en provenance de la zone euro, l'impact inflationniste direct pourrait être contrebalancé par d'autres facteurs, notamment le taux de change, la baisse des prix des matières premières ou un éventuel durcissement des conditions financières. À court terme, les effets compensatoires de l'augmentation des dépenses budgétaires ne devraient pas, en outre, compenser les nouvelles pressions désinflationnistes émanant de l'environnement international.

Parallèlement, il a été souligné que les risques de hausse n'avaient pas disparu. La dynamique de hausse détectée dans les indicateurs PCCI d'inflation sous-jacente justifiait un suivi afin de confirmer si cette hausse était temporaire et liée à une révision des prix en début d'année, conformément aux tendances saisonnières précédentes. Bien que les mesures de compensation de l'inflation fondées sur le marché aient considérablement diminué, en raison de la baisse des primes de risque d'inflation, les anticipations d'inflation réelles ont été révisées dans une bien moindre mesure, et les anticipations d'inflation des analystes étaient pour la plupart bien supérieures aux taux d'inflation. Il fallait également tenir compte du fait que le probable réaplatissement de la courbe de Phillips, reflétant notamment des ajustements de prix moins fréquents, impliquait que des écarts significatifs à la baisse de l'inflation par rapport à l'objectif étaient peu probables en l'absence d'une récession profonde et prolongée. Mais un tel événement était peu probable compte tenu de l'impulsion budgétaire attendue. De plus, l'impact précis de l'appréciation de l'euro était incertain, d'autant plus que l'une des raisons de cette appréciation était un choc de confiance positif, l'Europe offrant une stabilité en période de turbulences. De plus, le succès des négociations commerciales et la résolution des différends commerciaux pourraient stimuler les prix de l'énergie, modifiant très rapidement le contexte inflationniste. Enfin, si les mesures de relance budgétaire récemment annoncées étaient peu susceptibles de provoquer des pressions inflationnistes à court terme compte tenu de la sous-utilisation des capacités, l'économie était susceptible de se heurter à des contraintes de capacité à moyen terme, notamment sur le marché du travail. En effet, les anticipations d'inflation rapportées dans l'enquête sur les attentes des consommateurs, l'enquête sur l'accès au financement des entreprises et l'enquête auprès des prévisionnistes professionnels restaient orientées à la hausse sur des horizons plus longs. Il a été avancé que, dans son ensemble, le contexte actuel présentait des risques de baisse de l'inflation à court terme, mais des risques de hausse notables à moyen terme. Si les représailles contre les droits de douane américains touchaient des produits difficilement substituables, tels que les biens intermédiaires, l'impact inflationniste pourrait être important et persistant, car la hausse des coûts des intrants due aux droits de douane serait progressivement répercutée sur les consommateurs. Cela pourrait plus que compenser la pression désinflationniste due à la baisse de la demande étrangère. Le système commercial mondial, étroitement interconnecté, impliquait que les droits de douane pourraient être répercutés sur l'ensemble des chaînes d'approvisionnement. La nécessité d'absorber les droits de douane dans les marges bénéficiaires, alors que celles-ci étaient déjà comprimées par la forte croissance des salaires, augmenterait la probabilité et la force de cette répercussion. Les risques de hausse de l'inflation à moyen terme étaient considérés comme persistants, en particulier dans un scénario où la guerre commerciale conduirait à une fragmentation durable de l'économie mondiale, en raison d'une allocation moins efficace des ressources, de chaînes d'approvisionnement plus fragiles et d'une offre mondiale moins élastique.

Globalement, les perturbations croissantes du commerce mondial ajoutaient de l'incertitude aux perspectives d'inflation dans la zone euro. La baisse des prix mondiaux de l'énergie et l'appréciation de l'euro pourraient exercer une pression à la baisse supplémentaire sur l'inflation. Cette pression pourrait être renforcée par une baisse de la demande d'exportations de la zone euro due à la hausse des droits de douane et par une réorientation des exportations vers la zone euro en provenance des pays en surcapacité. Les réactions défavorables des marchés financiers aux tensions commerciales pourraient peser sur la demande intérieure et, par conséquent, entraîner une baisse de l'inflation. À l'inverse, une fragmentation des chaînes

d'approvisionnement mondiales pourrait accroître l'inflation en faisant grimper les prix à l'importation. Une augmentation des dépenses de défense et d'infrastructures pourrait également doper l'inflation à moyen terme. Les phénomènes météorologiques extrêmes, et plus généralement la crise climatique en cours, pourraient faire grimper les prix des denrées alimentaires plus que prévu.

S'agissant de l'analyse monétaire et financière, les membres ont souligné que la période écoulée depuis la réunion des 5 et 6 mars avait été caractérisée par une volatilité exceptionnelle des marchés financiers. Cela avait conduit certaines données financières à indiquer des fluctuations quotidiennes importantes, décalées de plusieurs écarts types par rapport à leur moyenne. Les taux d'intérêt sans risque ont baissé depuis la réunion de mars en réponse à l'escalade des tensions commerciales, même si les taux sans risque à long terme restaient supérieurs à ceux à la date d'arrêté des projections de mars. Les cours des actions ont chuté dans un contexte de forte volatilité et les spreads des obligations d'entreprises se sont creusés partout dans le monde. En partie en réaction à ces turbulences, les marchés financiers anticipaient désormais pleinement une baisse des taux de 25 points de base lors de la réunion en cours.

L'euro s'est considérablement renforcé ces dernières semaines, le sentiment des investisseurs s'étant montré plus résilient envers la zone euro qu'envers les autres économies. Si l'appréciation de l'euro a été importante, le taux de change bilatéral EUR/USD a fluctué, depuis son introduction, dans une fourchette relativement large, se situant actuellement au milieu de cette fourchette. L'ajustement récent des prix des actifs est atypique, les turbulences sur les marchés financiers s'étant accompagnées d'un rééquilibrage des portefeuilles internationaux, au détriment des actifs américains et au profit d'expositions à d'autres régions, comme la zone euro. Une explication, corroborée par l'affaiblissement concomitant du dollar américain et par certaines informations de marché initiales, est que les investisseurs nationaux et étrangers se sont désengagés des actifs américains, reflétant peut-être une perte de confiance dans les politiques budgétaires et commerciales américaines.

S'agissant des conditions de financement plus générales, les dernières statistiques officielles sur les emprunts des entreprises, antérieures aux tensions sur les marchés, continuaient d'indiquer que les baisses de taux d'intérêt antérieures avaient rendu l'emprunt moins coûteux pour les entreprises. Le taux d'intérêt moyen des nouveaux prêts aux entreprises était tombé à 4,1 % en février, contre 4,3 % en janvier. Le coût d'émission de dette de marché pour les entreprises était tombé à 3,5 % en février, mais une légère pression à la hausse avait été observée plus récemment. Par ailleurs, la croissance des prêts aux entreprises avait repris en février, à 2,2 %, tandis que les émissions de titres de créance par les entreprises avaient progressé à un rythme inchangé de 3,2 %. Parallèlement, les critères d'octroi de prêts aux entreprises s'étaient à nouveau légèrement resserrés au premier trimestre 2025, comme l'indiquait l'enquête d'avril sur le crédit bancaire. Ce resserrement s'expliquait principalement par une plus grande inquiétude des banques quant aux risques économiques auxquels leurs clients étaient confrontés. La demande de prêts aux entreprises avait légèrement diminué au premier trimestre, après une modeste reprise au cours des trimestres précédents. Le taux moyen des nouveaux prêts hypothécaires, à 3,3 % en février, avait augmenté grâce aux précédentes hausses des taux du marché à long terme. Les prêts hypothécaires ont continué de se renforcer en février, bien qu'à un rythme annuel encore modéré de 1,5 %, les banques ayant assoupli leurs critères d'octroi de crédit et la demande de prêts des ménages ayant continué de croître fortement. (... »).

Le même jeudi 22, Les Echos publient un article d'Emmanuel Grasland à propos du « bazooka budgétaire » allemand : « C'est le sauveur attendu de l'économie allemande, le levier qui a fait bondir le DAX de plus de 20 % depuis janvier. Adopté début mars, le "bazooka budgétaire" du chancelier Merz suscite beaucoup d'espoir outre-Rhin, alors que le pays va connaître sa troisième année d'affilée sans croissance.

Le dispositif, qui marque la fin du dogme de l'austérité, s'appuie sur deux éléments clés : la création d'un fonds spécial de 500 milliards d'euros pour les infrastructures et une réforme du "frein à la dette", qui limitait jusqu'à présent le déficit annuel de l'État fédéral à 0,35 % du PIB. Désormais, toutes les dépenses de défense au-delà de 1 % du PIB seront exemptées du mécanisme et les Länder pourront eux aussi s'endetter.

Mais si le "bazooka budgétaire" réjouit les entreprises, il suscite aussi des questions chez les économistes. "La compatibilité du paquet fiscal avec les règles budgétaires de l'UE est très incertaine", estime dans un rapport le groupe des experts qui conseillent le gouvernement allemand. Le traité de Maastricht impose de respecter un taux d'endettement équivalent à 60 % du PIB. Bonne élève, l'Allemagne se situe à 63 %. Mais le "bazooka budgétaire" va faire s'envoler ce chiffre, même si l'ampleur de la hausse dépendra du fléchage des milliards investis, du montant de l'effort de défense et de la croissance.

Pour valider les règles européennes, les experts insistent sur la proportion des investissements dits "supplémentaires". Autrement dit, ceux qui seront injectés dans l'économie, en plus de ceux déjà prévus aujourd'hui. Plus ces investissements seront élevés, plus l'impact sur la croissance sera fort, ce qui limitera alors l'augmentation du ratio dette sur PIB. D'après les experts, si l'on suppose que les dépenses de défense financées par l'endettement augmentent pour atteindre 1,5 % du PIB entre 2026 et 2029 inclus, puis reviennent à zéro début 2035, un "bazooka budgétaire" orienté vers les investissements se traduirait par un endettement équivalent à 69,4 % du PIB en 2040. Mais il bondirait à 79,9 %, si l'aspect "consommation" l'emportait. (... ».

Note : Dans une analyse publiée récemment, le think tank européen Bruegel est encore plus pessimiste sur l'impact du bazooka sur la dette allemande. Si le montant des dépenses totales de défense s'élève à 2,5 % du PIB et la croissance à 2 %, l'endettement atteindra 92,5 % du PIB à l'horizon 2050. Voire 142,5 %, avec un ratio d'investissement dans la défense équivalent à 3,5 % du PIB, comme c'est aujourd'hui évoqué en amont du sommet de l'Otan.

Le mercredi 28, la BCE fait paraître un article « Transmission de la politique monétaire, des taux hypothécaires à la consommation » (<https://www.ecb.europa.eu/press/blog/date/2025/html/ecb.blog20250528~bd3c3b750a.fr.html>)

Ce même mercredi 28, Les Echos publie une tribune d'Olivier Nordon (membre des Gracques), « Pour qu'il y ait une Europe, il faut amener les Européens à ressentir l'envie commune de faire société » : « En cette période de basculement, de changements d'alliances et de pouvoirs néocoloniaux, le repli identitaire a le vent en poupe, avec son lot d'idéologies, de nationalismes et d'intolérance, tandis que les bruits de bottes se font plus forts et plus proches aux portes de l'Europe.

L'Europe, de son côté, a horreur de la guerre, précisément parce qu'elle la connaît : c'est dans les guerres qu'elle s'est construite. Le rapport de force s'imposant désormais, ce n'est qu'en étant forts, donc ensemble, que les Européens pourront contenir la guerre à leur porte.

Dans ce contexte, l'émergence d'un patriotisme européen est un enjeu majeur de l'avenir. L'Europe n'adviendra pas si elle se cantonne à ses dimensions politique, administrative et commerciale. Et on ne peut se satisfaire d'une volonté d'Europe qui n'apparaîtrait que lorsque les événements l'exigent, ou parce que la seule raison conduit à faire ce choix.

Pour qu'il y ait Europe, il faut amener les Européens à se reconnaître entre eux, à ressentir l'envie commune de faire société. Le préalable est l'apparition d'une culture européenne partagée, « culture » étant pris ici au sens de l'identité : valeurs, traditions, codes, références, croyances, arts, goûts, coutumes, modes de vie, dans leurs diversités... Alors, au même titre qu'il peut se sentir grec, letton ou hongrois, chacun s'appropriera au plus profond de soi cette communauté d'appartenance.

L'Europe ne surgira que de la conscience des Hommes. La survenance d'un sentiment européen largement partagé ne peut être que le fruit d'une volonté politique. (...)

Tordons tout de suite le cou à deux arguments qui ne manqueront pas de se dresser devant une telle ambition :

- Pas plus que l'identité française n'empêche la culture bretonne ou corse d'être aujourd'hui vivace, pas plus que la récente unité de l'Italie n'a tué la culture sarde, que la culture catalane ne s'est noyée dans celle espagnole, aucune culture locale, régionale ou nationale ne se diluera dans une culture européenne. Rassurons-nous : les combats de clocher ont la vie dure. Préserver et faire continuer à vivre la culture de chaque pays et de chaque région d'Europe n'est pas antinomique avec ce qui précède.

- On nous opposera aussi, sans doute, l'horreur du lavage de cerveau que subissent par exemple les enfants russes, à qui on impose aujourd'hui une version revisitée de l'histoire. Si on peut légitimement s'en offusquer, c'est l'intention révisionniste qui est répréhensible, pas la volonté assumée de défendre et de construire la culture de sa population.

Action ! Il faut choisir. Décider de quelle identité européenne partagée nous voulons, et agir pour la faire éclore : instituer toujours plus de célébrations et de jours fériés communs, de codes et de repères du quotidien partagés.

Et, à destination des jeunes, donner la primauté à un corpus commun tout au long de leur parcours scolaire et universitaire : apprentissage systématique de plusieurs langues européennes, même récit de la construction européenne et de l'histoire de chaque pays au sein de cette aventure, enseignement de références culturelles communes. (...).

Dans la même livraison des Echos, Tom Théobald montre que « la politique tarifaire de la nouvelle administration américaine aura eu un grand mérite : elle a repositionné l'Europe en meilleure place sur l'échiquier mondial. Face à l'incertitude et l'imprévisibilité que le monde vit actuellement, le Vieux Continent, souvent critiqué, apparaît désormais comme un havre de stabilité et une destination de nouveau prisée par les investisseurs internationaux. (...) ».

Le mercredi 4, la Commission européenne annonce que la Bulgarie est prête à adopter l'euro à partir du 1<sup>er</sup> janvier 2026. Il y aura donc à cette date-là 21 membres de la zone euro.

Le jeudi 5, réunion du Conseil des gouverneurs de la BCE sur la politique monétaire. Voici le communiqué de presse puis le contenu de la conférence de presse de la Présidente, Christine Lagarde :

• « Le Conseil des gouverneurs a décidé, ce jour, d'abaisser les trois taux d'intérêt directeurs de la BCE de 25 points de base. En particulier, la décision de réduire le taux de la facilité de dépôt, à travers lequel le Conseil des gouverneurs pilote l'orientation de la politique monétaire, est fondée sur son évaluation actualisée des perspectives d'inflation, de la dynamique de l'inflation sous-jacente et de la force de la transmission de la politique monétaire.

L'inflation se situe actuellement autour de l'objectif du Conseil des gouverneurs de 2 % à moyen terme. Le scénario de base des dernières projections macroéconomiques des services de l'Eurosystème table sur une inflation totale moyenne de 2,0 % en 2025, 1,6 % en 2026 et 2,0 % en 2027. Les révisions à la baisse par rapport aux projections de mars, de 0,3 point de pourcentage tant pour 2025 que pour 2026, reflètent essentiellement une réduction des hypothèses relatives aux prix de l'énergie et une appréciation de l'euro. Selon les services de l'Eurosystème, l'inflation hors énergie et produits alimentaires devrait ressortir, en moyenne, à 2,4 % en 2025 et à 1,9 % en 2026 et 2027, pratiquement sans changement depuis mars.

Les services de l'Eurosystème anticipent que la croissance du PIB en volume devrait s'établir en moyenne à 0,9 % en 2025, 1,1 % en 2026 et 1,3 % en 2027. La projection de croissance inchangée pour 2025 tient à la fois à un premier trimestre meilleur qu'attendu et à de moins bonnes perspectives pour le reste de l'année. L'incertitude autour des politiques commerciales devrait peser sur l'investissement des entreprises et les exportations, notamment à court terme, mais la hausse de l'investissement public en matière de défense et d'infrastructures soutiendra de plus en plus la croissance à moyen terme. Grâce à une augmentation des revenus réels et à la solidité du marché du travail, les ménages pourront quant à eux accroître leurs dépenses. Combinée à des conditions de financement plus favorables, cette évolution devrait rendre l'économie plus résistante face aux chocs mondiaux.

Dans un environnement d'incertitudes élevées, nos services ont aussi évalué certains des mécanismes à travers lesquels différentes politiques commerciales pourraient influer sur la croissance et l'inflation dans plusieurs scénarios illustratifs alternatifs. Ces scénarios seront publiés avec les projections macroéconomiques sur le site Internet de la BCE. Dans le cadre de cette analyse de scénarios, une nouvelle aggravation des tensions commerciales au cours des mois à venir se traduirait par une croissance et une inflation inférieures aux niveaux ressortant des projections de référence. À l'inverse, si un terme favorable est mis aux tensions commerciales, la croissance et, dans une moindre mesure, l'inflation seraient plus élevées que dans les projections de référence.

La plupart des mesures de l'inflation sous-jacente laissent entrevoir une stabilisation durable de l'inflation autour de l'objectif du Conseil des gouverneurs de 2 % à moyen terme. La progression des salaires reste forte, mais continue de s'atténuer sensiblement. Les bénéfices en amortissent en partie les effets sur l'inflation. Les préoccupations quant à la possibilité que l'incertitude accrue et l'accentuation de la volatilité sur les marchés en réaction aux tensions commerciales en avril entraînent un durcissement des conditions de financement se sont modérées.

Le Conseil des gouverneurs est résolu à assurer une stabilisation durable de l'inflation au niveau de son objectif de 2 % à moyen terme. Compte tenu, singulièrement, du contexte actuel d'incertitudes exceptionnelles, il suivra une approche s'appuyant sur les données pour déterminer, réunion par réunion, l'orientation appropriée de la politique monétaire. Les décisions du Conseil des gouverneurs relatives aux taux d'intérêt directeurs 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. Le Conseil des gouverneurs ne s'engage pas à l'avance sur une trajectoire de taux particulière.

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

Le Conseil des gouverneurs a décidé, ce jour, d'abaisser les trois taux d'intérêt directeurs de la BCE de 25 points de base. En conséquence, les taux d'intérêt de la facilité de dépôt, des opérations principales de refinancement et de la facilité de prêt marginal seront ramenés à respectivement 2,00 %, 2,15 % et 2,40 % à compter du 11 juin 2025.

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

Les portefeuilles du programme d'achats d'actifs (*asset purchase programme*, APP) et du programme d'achats d'urgence face à la pandémie (*pandemic emergency purchase programme*, PEPP) se contractent à un rythme mesuré et prévisible, car l'Eurosystème ne réinvestit plus les remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance.

\*\*\*

Le Conseil des gouverneurs se tient prêt à ajuster l'ensemble de ses instruments, dans le cadre de son mandat, pour assurer la stabilisation durable de l'inflation à 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 ».

• Bonjour, le vice-président et moi-même vous souhaitons la bienvenue à cette conférence de presse.

Le Conseil des gouverneurs a décidé, ce jour, d'abaisser les trois taux d'intérêt directeurs de la BCE de 25 points de base. En particulier, la décision de réduire le taux de la facilité de dépôt, à travers lequel nous pilotons l'orientation de la politique monétaire, est fondée sur notre évaluation actualisée des perspectives d'inflation, de la dynamique de l'inflation sous-jacente et de la force de la transmission de la politique monétaire.

L'inflation se situe actuellement autour de notre objectif à moyen terme de 2 %. Le scénario de base des dernières projections macroéconomiques des services de l'Eurosystème table sur une inflation totale moyenne de 2,0 % en 2025, 1,6 % en 2026 et 2,0 % en 2027. Les révisions à la baisse par rapport aux projections de mars, de 0,3 point de pourcentage tant pour 2025 que pour 2026, reflètent essentiellement une réduction des hypothèses relatives aux prix de l'énergie et une appréciation de l'euro. Selon les services de l'Eurosystème, l'inflation hors énergie et produits alimentaires devrait ressortir, en moyenne, à 2,4 % en 2025 et à 1,9 % en 2026 et 2027, pratiquement sans changement depuis mars.

Les services de l'Eurosystème anticipent une croissance du PIB en volume moyenne de 0,9 % en 2025, 1,1 % en 2026 et 1,3 % en 2027. La projection de croissance inchangée pour 2025 tient à la fois à un premier trimestre meilleur qu'attendu et à de moins bonnes perspectives pour le reste de l'année. L'incertitude autour des politiques commerciales devrait peser sur l'investissement des entreprises et les exportations, notamment à court terme, mais la hausse de l'investissement public en matière de défense et d'infrastructures soutiendra de plus en plus la croissance à moyen terme. Grâce à une augmentation des revenus réels et à la solidité du marché du travail, les ménages pourront quant à eux accroître leurs dépenses. Combinée à des conditions de financement plus favorables, cette évolution devrait rendre l'économie plus résistante face aux chocs mondiaux.

Dans un environnement d'incertitudes élevées, nos services ont aussi évalué certains des mécanismes à travers lesquels différentes politiques commerciales pourraient influer sur la croissance et l'inflation dans plusieurs scénarios illustratifs alternatifs. Ces scénarios seront publiés avec les projections macroéconomiques sur notre site Internet. Dans le cadre de cette analyse de scénarios, une nouvelle aggravation des tensions commerciales au cours des mois à venir se traduirait par une croissance et une inflation inférieures aux niveaux ressortant des projections de référence. À l'inverse, si un terme favorable est mis aux tensions commerciales, la croissance et, dans une moindre mesure, l'inflation seraient plus élevées que dans les projections de référence.

La plupart des mesures de l'inflation sous-jacente laissent entrevoir une hausse des prix se stabilisant durablement autour de notre objectif à moyen terme de 2 %. La progression des salaires reste forte, mais continue de s'atténuer sensiblement. Les bénéfices en amortissent en partie les effets sur l'inflation. Les préoccupations quant à la possibilité que l'incertitude accrue et l'accentuation de la volatilité sur les marchés en réaction aux tensions commerciales en avril entraînent un durcissement des conditions de financement se sont modérées.

Nous sommes résolus à assurer une stabilisation durable de l'inflation au niveau de notre objectif de 2 % à moyen terme. Compte tenu, singulièrement, du contexte actuel d'incertitudes exceptionnelles, nous suivrons une approche s'appuyant sur les données pour déterminer, réunion par réunion, l'orientation appropriée de la politique monétaire. Nos décisions relatives aux taux directeurs seront fondées sur notre évaluation des perspectives d'inflation, effectuée compte tenu des données économiques et financières disponibles, de la dynamique de l'inflation sous-jacente et de la force de la transmission de la politique monétaire. Nous ne nous engageons pas à l'avance sur une trajectoire de taux particulière.

Les décisions que nous avons prises aujourd'hui sont présentées dans un communiqué de presse disponible sur notre site Internet.

Je voudrais à présent décrire de façon plus détaillée comment nous envisageons l'évolution de l'économie et de l'inflation, puis j'expliquerai notre évaluation des conditions financières et monétaires.

### *Activité économique*

L'économie de la zone euro a crû de 0,3 % au premier trimestre 2025, selon l'estimation rapide d'Eurostat. Le chômage, à 6,2 % en avril, est à son plus bas niveau depuis l'introduction de l'euro, et l'emploi aurait progressé de 0,3 % au premier trimestre selon l'estimation rapide.

Comme les projections des services de l'Eurosystème, les données des enquêtes pointent globalement vers une certaine détérioration à court terme. Si l'activité manufacturière s'est renforcée, en partie du fait de l'anticipation d'échanges commerciaux en prévision d'une hausse des droits de douane, l'activité dans les services, davantage orientés vers le marché

intérieur, ralentit. Le relèvement des droits de douane et le renchérissement de l'euro devraient entraver les exportations des entreprises. Les fortes incertitudes devraient peser sur l'investissement.

Cela étant, plusieurs facteurs soutiennent la résilience de l'économie et devraient favoriser la croissance à moyen terme. La vigueur du marché du travail, la hausse des revenus réels, la solidité des bilans du secteur privé et l'amélioration des conditions de financement, en partie sous l'effet de nos réductions antérieures des taux d'intérêt, devraient aider les consommateurs et les entreprises à faire face aux retombées d'un environnement mondial volatile. Les mesures annoncées récemment visant à augmenter les investissements dans la défense et les infrastructures devraient également stimuler la croissance.

Dans l'environnement géopolitique actuel, il est encore plus urgent que les politiques budgétaires et structurelles contribuent à renforcer la productivité, la compétitivité et la résilience de l'économie de la zone euro. La boussole pour la compétitivité présentée par la Commission européenne constitue un plan d'action concret dont les propositions, axées notamment sur la simplification, devraient être adoptées sans délai. Il convient, par exemple, d'achever l'union pour l'épargne et l'investissement, selon un calendrier clair et ambitieux. Il importe également de mettre rapidement en place le cadre législatif posant les jalons de l'introduction éventuelle d'un euro numérique. Il appartient aux gouvernements d'assurer la pérennité des finances publiques conformément au cadre de gouvernance économique de l'UE, tout en privilégiant les réformes structurelles essentielles favorables à la croissance ainsi que les investissements stratégiques.

#### *Inflation*

L'inflation en rythme annuel s'est ralenti à 1,9 % en mai, contre 2,2 % en avril, selon l'estimation rapide d'Eurostat. La baisse des prix de l'énergie s'est maintenue à -3,6 %. Les produits alimentaires se sont renchis de 3,3 %, contre 3,0 % le mois précédent. La hausse des prix des biens est restée inchangée, à 0,6 %, tandis que l'augmentation des prix des services est revenue à 3,2 %, contre 4,0 % en avril. L'augmentation des prix des services s'était accélérée en avril du fait principalement du renchérissement plus important qu'anticipé des services de voyage pendant la période de Pâques.

La plupart des indicateurs de l'inflation sous-jacente laissent entrevoir une stabilisation durable de l'inflation au niveau de notre objectif de 2 % à moyen terme. Les coûts de main-d'œuvre s'atténuent progressivement, comme l'indiquent les dernières données sur les salaires négociés et les données disponibles par pays sur la rémunération par tête. L'outil de suivi des salaires de la BCE signale une nouvelle modération de la croissance des salaires négociés en 2025, tandis que les projections établies par les services de l'Eurosystème tablent sur une croissance des salaires qui reviendrait au-dessous de 3 % en 2026 et 2027. Si le recul des prix de l'énergie et le renforcement de l'euro exercent une pression baissière sur l'inflation à court terme, celle-ci devrait revenir au niveau de l'objectif en 2027.

Les anticipations d'inflation à court terme des consommateurs ont légèrement augmenté en avril, reflétant probablement l'évolution des tensions commerciales. Toutefois, la plupart des mesures des anticipations d'inflation à plus long terme continuent de s'établir autour de 2 %, ce qui soutient l'hypothèse d'une stabilisation de l'inflation au niveau de notre objectif.

#### *Évaluation des risques*

Les risques pesant sur la croissance économique restent orientés à la baisse. Une nouvelle intensification des tensions commerciales dans le monde et les incertitudes qui en découlent pourraient affaiblir la croissance dans la zone euro en limitant les exportations et en freinant l'investissement et la consommation. Une détérioration de la confiance sur les marchés financiers pourrait entraîner un durcissement des conditions de financement et une plus grande aversion au risque, et décourager les entreprises et les ménages d'investir et de consommer. Les tensions géopolitiques, notamment liées à la guerre injustifiée menée par la Russie contre l'Ukraine et au conflit tragique au Moyen-Orient, demeurent une source d'incertitude importante. En revanche, si les tensions commerciales et géopolitiques s'apaisaient rapidement, cela pourrait stimuler la confiance et l'activité. Une nouvelle augmentation des dépenses consacrées à la défense et aux infrastructures, associée à des réformes visant à accroître la productivité, favoriseraient aussi la croissance.

Les perspectives d'inflation pour la zone euro sont plus incertaines que d'habitude, en raison de la volatilité des politiques commerciales dans le monde. La baisse des prix de l'énergie et l'appréciation de l'euro pourraient exercer de nouvelles pressions à la baisse sur l'inflation. Cette tendance pourrait être renforcée si l'augmentation des droits de douane provoquait une baisse de la demande d'exportations adressée à la zone euro et un réacheminement d'exportations depuis des pays en surcapacité vers la zone euro. Les tensions commerciales pourraient se traduire par une volatilité et une aversion au risque plus importantes sur les marchés financiers, ce qui pèserait sur la demande intérieure et ferait également reculer l'inflation. À l'inverse, une fragmentation des chaînes d'approvisionnement mondiales pourrait exacerber l'inflation en poussant les prix à l'importation à la hausse et en accentuant les contraintes de capacités au sein de la zone euro. Un accroissement des dépenses consacrées à la défense et aux infrastructures pourrait également avoir un effet haussier sur l'inflation à moyen terme. Des phénomènes météorologiques extrêmes et, plus généralement, l'évolution de la crise climatique, pourraient conduire à une hausse des prix des produits alimentaires plus importante qu'anticipé.

#### *Conditions financières et monétaires*

Les taux d'intérêt sans risque sont restés globalement inchangés depuis notre dernière réunion. Les prix des actions ont augmenté et les écarts de rendement des obligations d'entreprise se sont resserrés, en réaction à des évolutions plus positives des politiques commerciales mondiales et à l'amélioration du sentiment à l'égard du risque dans le monde.

Nos réductions passées des taux d'intérêt directeurs continuent de rendre les emprunts des entreprises plus abordables. Le taux d'intérêt moyen appliqué aux nouveaux prêts aux entreprises est revenu à 3,8 % en avril, après 3,9 % en mars. Le coût du financement par endettement de marché est resté inchangé à 3,7 %. Les prêts bancaires aux entreprises ont continué de se renforcer progressivement, enregistrant une croissance annuelle de 2,6 % en avril, après 2,4 % en mars, tandis que l'émission d'obligations d'entreprises a été limitée. Le taux d'intérêt moyen sur les nouveaux prêts hypothécaires est demeuré à 3,3 % en avril, alors que l'activité de prêt hypothécaire s'est renforcée, à 1,9 %.

Conformément à notre stratégie de politique monétaire, le Conseil des gouverneurs a procédé à une évaluation approfondie des liens entre politique monétaire et stabilité financière. Si les banques de la zone euro demeurent résilientes, les risques pesant

plus largement sur la stabilité financière restent élevés, en particulier du fait des politiques commerciales mondiales, qui sont entourées d'une incertitude et d'une volatilité importantes. La politique macroprudentielle reste la première ligne de défense contre l'accumulation de vulnérabilités financières, en renforçant la capacité de résistance et en préservant la marge de manœuvre macroprudentielle.

#### Conclusion

Le Conseil des gouverneurs a décidé, ce jour, d'abaisser les trois taux d'intérêt directeurs de la BCE de 25 points de base. En particulier, la décision de réduire le taux de la facilité de dépôt, à travers lequel nous pilotons l'orientation de la politique monétaire, est fondée sur notre évaluation actualisée des perspectives d'inflation, de la dynamique de l'inflation sous-jacente et de la force de la transmission de la politique monétaire. Nous sommes résolus à assurer une stabilisation durable de l'inflation au niveau de notre objectif de 2 % à moyen terme. Compte tenu, singulièrement, du contexte actuel d'incertitudes exceptionnelles, nous suivrons une approche s'appuyant sur les données pour déterminer, réunion par réunion, l'orientation appropriée de la politique monétaire. Nos décisions relatives aux taux directeurs seront fondées sur notre évaluation des perspectives d'inflation, effectuée compte tenu des données économiques et financières disponibles, de la dynamique de l'inflation sous-jacente et de la force de la transmission de la politique monétaire. Nous ne nous engageons pas à l'avance sur une trajectoire de taux particulière.

En toute hypothèse, nous nous tenons prêts à ajuster l'ensemble de nos instruments, dans le cadre de notre mandat, pour assurer la stabilisation durable de l'inflation au niveau de notre objectif à moyen terme et pour préserver la bonne transmission de la politique monétaire ».

Le journal Les Echos réagit de deux manières :

- Le fossé se creuse pour la politique monétaire entre la BCE et la Fed : la première baisse ses taux pour la 4<sup>ème</sup> fois depuis le début de l'année tandis que la seconde observe un strict statu quo monétaire.
- « Après la lutte contre l'inflation, le spectre de la déflation ; le risque d'un scénario à la japonaise menace l'Europe ». Car, « il y a tout à craindre d'une hausse des prix trop faible. D'abord parce qu'elle est le reflet d'une demande anémique, ce qui n'est jamais bon pour une économie. Ensuite parce que le risque est de se rapprocher d'une spirale déflationniste, où les prix viendraient non plus à augmenter faiblement, comme c'est le cas aujourd'hui, mais à baisser. Dans un tel cas de figure, les consommateurs attendent, avant d'acheter, que les prix baissent plus encore, ce qui fait chuter la demande, et donc à nouveau diminuer les prix ». D'où une spirale dangereuse.

Mercredi 18, la Fed choisit le statu quo pour ses taux directeurs, les maintenant entre 4,25% et 4,50% pour la 4<sup>ème</sup> fois consécutive.

Voici le contenu de la conférence de presse de son président, Jerome Powell :

« Mes collègues et moi restons résolument concentrés sur la réalisation de notre double objectif : plein emploi et prix stables, au bénéfice du peuple américain. Malgré une incertitude élevée, l'économie est solide. Le taux de chômage reste faible et le marché du travail est proche du plein emploi. L'inflation a fortement baissé, mais se situe légèrement au-dessus de notre objectif à long terme de 2 %.

Conformément à nos objectifs, le Comité fédéral de l'open market a décidé aujourd'hui de laisser notre taux directeur inchangé. Nous pensons que l'orientation actuelle de la politique monétaire nous place en bonne position pour réagir rapidement aux évolutions économiques potentielles. Je reviendrai sur la politique monétaire après un bref aperçu de l'évolution économique.

Après une croissance de 2,5 % l'an dernier, le PIB aurait légèrement reculé au premier trimestre, reflétant les fluctuations des exportations nettes, alimentées par les importations des entreprises en prévision d'éventuelles taxes douanières. Cette variation inhabituelle a compliqué la mesure du PIB. Les achats intérieurs finaux privés (PDFP) – qui excluent les exportations nettes, les investissements en stocks et les dépenses publiques – ont progressé à un rythme soutenu de 2,5 %. Au sein du PDFP, la croissance des dépenses de consommation a ralenti, tandis que les investissements en équipements et en actifs incorporels ont rebondi après leur faiblesse du quatrième trimestre. Les enquêtes auprès des ménages et des entreprises font toutefois état d'une baisse de confiance ces derniers mois et d'une incertitude accrue quant aux perspectives économiques, reflétant en grande partie les préoccupations liées à la politique commerciale. Il reste à déterminer l'impact de ces évolutions sur les dépenses et les investissements futurs. Dans notre Synthèse des projections économiques, le participant médian prévoit une hausse du PIB de 1,4 % cette année et de 1,6 % l'année prochaine, soit un rythme légèrement inférieur aux prévisions de mars.

Sur le marché du travail, la situation est restée solide. Les créations d'emplois salariés ont atteint en moyenne 135 000 par mois au cours des trois derniers mois. Le taux de chômage, à 4,2 %, reste faible et se situe dans une fourchette étroite depuis un an. La croissance des salaires a continué de se modérer, tout en restant supérieure à l'inflation. Globalement, un large éventail d'indicateurs suggère que la situation du marché du travail est globalement équilibrée et compatible avec un emploi maximum. Le marché du travail n'est pas source de pressions inflationnistes significatives. La projection médiane du taux de chômage dans le SEP est de 4,5 % à la fin de cette année et l'année prochaine, soit un peu plus que prévu en mars.

L'inflation a considérablement diminué par rapport à ses sommets de mi-2022, mais reste relativement élevée par rapport à notre objectif à long terme de 2 %. Les estimations basées sur l'indice des prix à la consommation et d'autres données indiquent que les prix totaux des PCE ont augmenté de 2,3 % sur la période de 12 mois se terminant en mai et que, hors secteurs volatils de l'alimentation et de l'énergie, les prix de base des PCE ont augmenté de 2,6 %. Les mesures à court terme des anticipations d'inflation ont augmenté ces derniers mois, comme en témoignent les mesures de marché et les enquêtes. Les répondants aux enquêtes auprès des consommateurs, des entreprises et des prévisionnistes professionnels pointent les tarifs douaniers comme

le facteur déterminant. Cependant, au-delà d'un an environ, la plupart des mesures des anticipations à plus long terme restent conformes à notre objectif d'inflation de 2 %. La projection médiane du SEP pour l'inflation totale des dépenses de consommation personnelle cette année est de 3 %, légèrement supérieure à celle projetée en mars. La projection médiane d'inflation tombe à 2,4 % en 2026 et à 2,1 % en 2027.

Nos actions de politique monétaire sont guidées par notre double mandat : promouvoir le plein emploi et la stabilité des prix pour la population américaine. Lors de sa réunion d'aujourd'hui, le Comité a décidé de maintenir la fourchette cible du taux des fonds fédéraux entre 4,25 % et 4,5 % et de poursuivre la réduction de la taille de notre bilan. Nous continuerons de déterminer l'orientation appropriée de notre politique monétaire en fonction des données disponibles, de l'évolution des perspectives et de la balance des risques.

Les changements apportés aux politiques commerciales, migratoires, budgétaires et réglementaires continuent d'évoluer, et leurs effets sur l'économie demeurent incertains. Les effets des droits de douane dépendront, entre autres, de leur niveau final. Les anticipations concernant ce niveau, et donc les effets économiques qui en découlent, ont atteint un pic en avril et ont depuis diminué. Malgré cela, les augmentations de droits de douane cette année sont susceptibles de faire grimper les prix et de peser sur l'activité économique.

Les effets sur l'inflation pourraient être de courte durée, reflétant une variation ponctuelle du niveau des prix. Il est également possible que les effets inflationnistes soient plus persistants. Éviter ce scénario dépendra de l'ampleur des effets des droits de douane, du temps nécessaire à leur répercussion complète sur les prix et, in fine, du maintien d'un bon ancrage des anticipations d'inflation à long terme.

Notre obligation est de maintenir un bon ancrage des anticipations d'inflation à long terme et d'éviter qu'une hausse ponctuelle du niveau des prix ne devienne un problème d'inflation durable. Pour remplir cette obligation, nous équilibrerons nos mandats de plein emploi et de stabilité des prix, en gardant à l'esprit que, sans stabilité des prix, nous ne pourrons pas garantir de longues périodes de forte croissance du marché du travail, bénéfiques pour tous les Américains.

Nous pourrions nous retrouver dans une situation délicate où nos objectifs de double mandat seraient en tension. Si cela devait se produire, nous examinerions l'écart entre l'économie et chaque objectif, ainsi que les horizons temporels potentiellement différents sur lesquels ces écarts respectifs devraient se combler. Pour l'instant, nous sommes bien placés pour attendre d'en savoir plus sur l'évolution probable de l'économie avant d'envisager tout ajustement de notre politique monétaire.

Lors de notre réunion de politique monétaire, les membres du FOMC ont consigné leurs évaluations individuelles de la trajectoire appropriée du taux des fonds fédéraux, en fonction du scénario que chacun juge le plus probable pour l'avenir. Le participant médian prévoit que le niveau approprié du taux des fonds fédéraux sera de 3,9 % à la fin de l'année, soit le même niveau que celui projeté en mars. La projection médiane baisse à 3,6 % à la fin de l'année prochaine et à 3,4 % à la fin de 2027, soit un niveau légèrement supérieur à celui de mars. Ces prévisions individuelles sont toujours sujettes à incertitude et, comme je l'ai souligné, cette incertitude est exceptionnellement élevée. Et, bien entendu, ces projections ne constituent ni un plan ni une décision du Comité.

Lors de cette réunion, le Comité a poursuivi ses discussions dans le cadre de son examen quinquennal de son cadre de politique monétaire. Nous nous sommes concentrés sur les questions liées à l'évaluation des risques et des incertitudes pertinents pour la politique monétaire, ainsi que sur leurs implications potentielles pour la stratégie et la communication de la politique monétaire. Notre analyse comprend des actions de sensibilisation et des événements publics impliquant un large éventail d'acteurs, notamment des événements « Fed Listens » organisés dans tout le pays et une conférence de recherche organisée le mois dernier. Nous sommes ouverts aux nouvelles idées et aux commentaires critiques, et nous tiendrons compte des enseignements des cinq dernières années pour formuler nos conclusions. Nous prévoyons de finaliser toute modification de notre Déclaration sur les objectifs à long terme et notre stratégie de politique monétaire d'ici la fin de l'été. Ensuite, nous étudierons les améliorations à apporter à nos outils de communication, notamment le SEP.

La Fed s'est vu assigner deux objectifs de politique monétaire : le plein emploi et la stabilité des prix. Nous restons déterminés à soutenir le plein emploi, à ramener durablement l'inflation à notre objectif de 2 % et à maintenir un bon ancrage des anticipations d'inflation à long terme. La réussite de ces objectifs est importante pour tous les Américains. Nous comprenons que nos actions affectent les communautés, les familles et les entreprises à travers le pays. Chacune de nos actions est au service de notre mission publique. À la Fed, nous mettrons tout en œuvre pour atteindre nos objectifs de plein emploi et de stabilité des prix. Merci ».

#### • Juillet 2025 ->

Le mardi 1<sup>er</sup>, le Danemark prend pour six mois, donc jusqu'à la fin de l'année, la présidence tournante du Conseil de l'UE, avec deux priorités : « Une Europe sûre et une Europe compétitive et verte » ; deux priorités très générales, et même un peu vagues, mais cela s'explique par le climat d'incertitude actuelle.

En ce tout début de mois, on a poursuite de l'appréciation de l'euro par rapport au dollar :

EUR/USD - Euro Dollar américain ▲ 1,1804 +0,0016 (+0,14%)

[Acheter](#)

[Vendre](#)



Depuis le début de l'année, l'euro a ainsi gagné +14% face au dollar et n'est pas loin de la limite de 1,20 au-delà de laquelle cela peut devenir beaucoup plus compliqué : la force de l'euro commence à inquiéter la BCE parce qu'il fait pression sur l'inflation et sur toute l'activité économique ; même si le taux de change ne fait pas normalement partie des objectifs de la politique monétaire de la BCE (rappelons que celle-ci n'est intervenue sur le marché des changes qu'en 2000 et 2011).

Également le 1<sup>er</sup> juillet, Eurostat publie cette statistique sur l'inflation en zone euro :

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



	Poids (%)	Taux annuel							Taux mensuel
		Juin 24	Jan 25	Fév 25	Mars 25	Avr 25	Mai 25	Juin 25	
<b>Ensemble de l'IPCH</b>	1000,0	2,5	2,5	2,3	2,2	2,2	1,9	<b>2,0e</b>	0,3e
<b>Ensemble hors: énergie</b>	906,0	2,8	2,6	2,6	2,5	2,8	2,5	<b>2,5e</b>	0,3e
énergie, aliments non transformés	863,4	2,8	2,7	2,6	2,5	2,7	2,4	<b>2,4e</b>	0,3e
énergie, alimentation, alcool & tabac	712,8	2,9	2,7	2,6	2,4	2,7	2,3	<b>2,3e</b>	0,4e
Alimentation, alcool & tabac	193,3	2,4	2,3	2,7	2,9	3,0	3,2	<b>3,1e</b>	0,1e
aliments transformés y compris alcool & tabac	150,6	2,7	2,6	2,6	2,6	2,4	2,9	<b>2,7e</b>	0,2e
aliments non transformés	42,7	1,3	1,4	3,0	4,2	4,9	4,3	<b>4,6e</b>	-0,1e
<b>Énergie</b>	94,0	0,2	1,9	0,2	-1,0	-3,6	-3,6	<b>-2,7e</b>	0,1e
<b>Biens industriels hors énergie</b>	256,3	0,7	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6	<b>0,5e</b>	-0,2e
<b>Services</b>	456,5	4,1	3,9	3,7	3,5	4,0	3,2	<b>3,3e</b>	0,7e

e estimation

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

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



	Juin 24	Taux annuel						Taux mensuel
		Jan 25	Fév 25	Mars 25	Avr 25	Mai 25	Juin 25	
<b>Belgique</b>	5,4	4,4	4,4	3,6	3,1	2,8	<b>2,8e</b>	0,5e
<b>Allemagne</b>	2,5	2,8	2,6	2,3	2,2	2,1	<b>2,0e</b>	0,1e
<b>Estonie</b>	2,8	3,8	5,1	4,3	4,4	4,6	<b>5,2e</b>	1,1e
<b>Irlande</b>	1,5	1,7	1,4	1,8	2,0	1,4	<b>1,6e</b>	0,5e
<b>Grèce</b>	2,5	3,1	3,0	3,1	2,6	3,3	<b>3,6e</b>	1,3e
<b>Espagne</b>	3,6	2,9	2,9	2,2	2,2	2,0	<b>2,2e</b>	0,6e
<b>France</b>	2,5	1,8	0,9	0,9	0,9	0,6	<b>0,8e</b>	0,4e
<b>Croatie</b>	3,5	5,0	4,8	4,3	4,0	4,3	<b>4,4e</b>	0,8e
<b>Italie</b>	0,9	1,7	1,7	2,1	2,0	1,7	<b>1,7e</b>	0,2e
<b>Chypre</b>	3,0	2,9	2,3	2,1	1,4	0,4	<b>0,5e</b>	0,4e
<b>Lettonie</b>	1,5	3,1	3,7	3,5	4,0	3,7	<b>4,0e</b>	0,3e
<b>Lituanie</b>	1,0	3,4	3,2	3,7	3,6	3,0	<b>3,1e</b>	0,2e
<b>Luxembourg</b>	2,8	2,4	1,9	1,5	1,7	2,1	<b>2,4e</b>	0,3e
<b>Malte</b>	2,2	1,8	2,0	2,1	2,6	2,7	<b>2,5e</b>	1,1e
<b>Pays-Bas</b>	3,4	3,0	3,5	3,4	4,1	2,9	<b>2,8e</b>	0,0e
<b>Autriche</b>	3,1	3,4	3,4	3,1	3,3	3,0	<b>3,2e</b>	0,2e
<b>Portugal</b>	3,1	2,7	2,5	1,9	2,1	1,7	<b>2,1e</b>	0,1e
<b>Slovénie</b>	1,6	2,3	1,9	2,2	2,3	1,9	<b>2,5e</b>	0,6e
<b>Slovaquie</b>	2,4	4,2	4,1	4,2	3,9	4,3	<b>4,6e</b>	0,3e
<b>Finlande</b>	0,5	1,7	1,5	1,8	1,9	2,0	<b>1,9e</b>	-0,2e

→ estimation

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

### • Août 2025 ->

Le lundi 4, la BCE publie un blog de Piero Cipollone, Member of the Executive Board of the ECB, qui montre que l'introduction de l'euro digital ne supprime en rien l'intérêt de la monnaie fiduciaire : [https://www.ecb.europa.eu/press/blog/date/2025/html/ecb.blog20250804~9d3993abe0.en.html?utm\\_source=blog\\_newsletter&utm\\_medium=email&utm\\_campaign=20250804\\_Making\\_euro\\_cash&utm\\_content=Making\\_euro\\_cash](https://www.ecb.europa.eu/press/blog/date/2025/html/ecb.blog20250804~9d3993abe0.en.html?utm_source=blog_newsletter&utm_medium=email&utm_campaign=20250804_Making_euro_cash&utm_content=Making_euro_cash).

### • Septembre 2025 ->

Le mercredi 3, publication de HCOB Indice PMI composite pour la zone euro :

« Indice PMI HCOB composite de l'activité globale dans la zone euro : 51,0 (50,9 en juillet). Plus haut de 12 mois.

Indice PMI HCOB de l'activité de services dans la zone euro : 50,5 (51,0 en juin). Plus bas de 2 mois. Première croissance du volume global des nouvelles affaires depuis mai 2024 mais accélération du repli des ventes à l'export

Données recueillies du 12 au 26 août 2025

Les dernières données de l'enquête PMI ont mis en évidence une nouvelle augmentation de l'activité dans le secteur privé de la zone euro, conformément à la tendance observée depuis le début de l'année en cours. Si le taux de croissance s'est redressé à son plus haut niveau depuis douze mois, il est toutefois demeuré modeste. La hausse de l'activité globale a été freinée par le secteur des services, qui n'a enregistré en août qu'une expansion marginale. Les entreprises du secteur privé de la zone euro ont toutefois, pour la première fois depuis mai 2024, signalé une progression des nouvelles affaires, tandis que le taux de croissance de l'emploi a affiché un sommet de quatorze mois. Les perspectives d'activité sont restées quasiment stables par rapport à juillet et se sont ainsi maintenues à un niveau inférieur à leur

moyenne de long terme. Enfin, sur le front des prix, l'inflation des prix payés s'est accélérée, tendance ayant contribué à une hausse également plus soutenue des prix facturés au cours du mois. (...) ».

Le jeudi 11 : réunion du Conseil des Gouverneurs de la BCE à propos de la politique monétaire, dont voici le communiqué de presse qui annonce le statu quo pour les taux directeurs :

« Le Conseil des gouverneurs a décidé ce jour de laisser inchangés les trois taux d'intérêt directeurs de la BCE. L'inflation se situe actuellement autour de l'objectif à moyen terme de 2 % et l'évaluation, par le Conseil des gouverneurs, des perspectives d'inflation est globalement inchangée.

Les nouvelles projections établies par les services de la BCE présentent une image de l'inflation similaire à celle projetée en juin. Nos services prévoient que l'inflation totale s'établira en moyenne à 2,1 % en 2025, 1,7 % en 2026 et 1,9 % en 2027. S'agissant de l'inflation hors énergie et produits alimentaires, elle ressortirait en moyenne à 2,4 % en 2025, 1,9 % en 2026 et 1,8 % en 2027. L'économie devrait croître de 1,2 % en 2025, soit une révision à la hausse par rapport au taux de 0,9 % projeté en juin. La projection de croissance pour 2026 est désormais légèrement plus faible, à 1,0 %, tandis que la projection pour 2027 est inchangée, à 1,3 %.

Le Conseil des gouverneurs est déterminé à assurer la stabilisation de l'inflation au niveau de son objectif de 2 % à moyen terme. Il suivra une approche s'appuyant sur les données pour déterminer, réunion par réunion, l'orientation appropriée de la politique monétaire. Plus particulièrement, les décisions du Conseil des gouverneurs relatives aux taux d'intérêt seront fondées sur son évaluation des perspectives d'inflation et des risques entourant ces perspectives, compte tenu des données économiques et financières disponibles, de la dynamique de l'inflation sous-jacente et de la force de la transmission de la politique monétaire. Le Conseil des gouverneurs ne s'engage pas à l'avance sur une trajectoire de taux particulière.

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

Les taux d'intérêt de la facilité de dépôt, des opérations principales de refinancement et de la facilité de prêt marginal resteront inchangés, à respectivement 2,00 %, 2,15 % et 2,40 %.

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

Les portefeuilles du programme d'achats d'actifs (*asset purchase programme*, APP) et du programme d'achats d'urgence face à la pandémie (*pandemic emergency purchase programme*, PEPP) se contractent à un rythme mesuré et prévisible, car l'Eurosystème ne réinvestit plus les remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance.

Le Conseil des gouverneurs se tient prêt à ajuster l'ensemble de ses instruments, dans le cadre de son mandat, pour assurer la stabilisation de l'inflation au niveau de 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 ».

#### A suivi la conférence de presse de la Présidente de la BCE, Christine Lagarde :

« Bonjour, le vice-président et moi-même vous souhaitons la bienvenue à cette conférence de presse.

Le Conseil des gouverneurs a décidé ce jour de laisser inchangés les trois taux d'intérêt directeurs de la BCE. L'inflation se situe actuellement autour de notre objectif à moyen terme de 2 % et notre évaluation des perspectives d'inflation est globalement inchangée.

Les nouvelles projections établies par les services de la BCE présentent une image de l'inflation similaire à celle projetée en juin. Nos services prévoient que l'inflation totale s'établira en moyenne à 2,1 % en 2025, 1,7 % en 2026 et 1,9 % en 2027. S'agissant de l'inflation hors énergie et produits alimentaires, elle ressortirait en moyenne à 2,4 % en 2025, 1,9 % en 2026 et 1,8 % en 2027. L'économie devrait croître de 1,2 % en 2025, soit une révision à la hausse par rapport au taux de 0,9 % projeté en juin. La projection de croissance pour 2026 est désormais légèrement plus faible, à 1,0 %, tandis que la projection pour 2027 est inchangée, à 1,3 %.

Nous sommes déterminés à assurer la stabilisation de l'inflation au niveau de notre objectif de 2 % à moyen terme. Nous suivrons une approche s'appuyant sur les données pour déterminer, réunion par réunion, l'orientation appropriée de la politique monétaire. Plus particulièrement, nos décisions relatives

aux taux directeurs seront fondées sur notre évaluation des perspectives d'inflation et des risques entourant ces perspectives, compte tenu des données économiques et financières disponibles, de la dynamique de l'inflation sous-jacente et de la force de la transmission de la politique monétaire. Nous ne nous engageons pas à l'avance sur une trajectoire de taux particulière.

Les décisions que nous avons prises aujourd'hui sont présentées dans un [communiqué de presse](#) disponible sur notre site Internet.

Je voudrais à présent décrire de façon plus détaillée comment nous envisageons l'évolution de l'économie et de l'inflation, puis j'expliquerai notre évaluation des conditions financières et monétaires.

#### *Activité économique*

L'économie a crû de 0,7 % en termes cumulés au cours du premier semestre de l'année, tirée par la résilience de la demande intérieure. En rythme trimestriel, la croissance a été plus soutenue au premier trimestre et plus faible au deuxième trimestre, traduisant en partie une anticipation initiale du commerce international avant les hausses attendues des droits de douane, puis une inversion de cet effet.

Les indicateurs tirés d'enquêtes suggèrent une poursuite de la croissance dans le secteur manufacturier comme dans les services, signe d'une dynamique sous-jacente positive dans l'économie. Même si la demande de main-d'œuvre s'atténue, le marché du travail reste une source de vigueur, le taux de chômage s'étant établi à 6,2 % en juillet. Avec le temps, cela devrait stimuler les dépenses de consommation, en particulier si, comme anticipé dans les projections des services de la BCE, les ménages épargnent une part moindre de leur revenu. Les dépenses de consommation et l'investissement devraient bénéficier de la transmission de nos réductions antérieures des taux directeurs aux conditions de financement. L'investissement devrait également être soutenu par d'importantes dépenses publiques dans les infrastructures et la défense.

Une augmentation des droits de douane, un renforcement de l'euro et une intensification de la concurrence mondiale devraient freiner la croissance pour le reste de l'année. Les répercussions de ces facteurs défavorables sur la croissance devraient toutefois s'atténuer l'année prochaine. Si les accords commerciaux conclus récemment ont quelque peu réduit l'incertitude, l'incidence globale de l'évolution des politiques dans le monde ne deviendra claire qu'avec le temps.

Le Conseil des gouverneurs considère qu'il est essentiel de renforcer, sans attendre, la zone euro et son économie dans l'environnement géopolitique actuel. Les politiques budgétaires et structurelles devraient améliorer la productivité, la compétitivité et la capacité de résistance de l'économie. Un an après la publication du rapport de Mario Draghi sur l'avenir de la compétitivité européenne, il demeure crucial de suivre ses recommandations avec de nouvelles actions concrètes et d'en accélérer la mise en œuvre, conformément à la feuille de route de la Commission européenne. Il appartient aux gouvernements de privilégier les réformes structurelles et les investissements stratégiques favorables à la croissance tout en assurant la pérennité des finances publiques. Il est essentiel d'achever l'union pour l'épargne et l'investissement ainsi que l'union bancaire, selon un calendrier ambitieux, et de rapidement mettre en place le cadre législatif nécessaire à l'introduction éventuelle d'un euro numérique.

#### *Inflation*

L'inflation en rythme annuel reste proche de notre objectif, à 2,1 % en août contre 2,0 % en juillet. La baisse des prix de l'énergie s'est établie à -1,9 %, après -2,4 % en juillet, tandis que la hausse des prix des produits alimentaires a ralenti, à 3,2 %, contre 3,3 %. L'inflation hors énergie et produits alimentaires est restée constante à 2,3 %. La progression des prix des services a légèrement diminué, à 3,1 %, contre 3,2 % en juillet, tandis que la hausse des prix des biens est demeurée inchangée, à 0,8 %.

Les indicateurs de l'inflation sous-jacente restent conformes à notre objectif de 2 % à moyen terme. La croissance annuelle de la rémunération par tête s'est établie à 3,9 % au deuxième trimestre, contre 4,0 % au trimestre précédent et 4,8 % au deuxième trimestre de l'année dernière. Les indicateurs prospectifs, notamment l'outil de suivi des salaires de la BCE et les enquêtes sur les anticipations relatives aux salaires, suggèrent que la progression des salaires va continuer de se modérer. Cette évolution, conjuguée aux gains de productivité, contribuera à contenir les tensions d'origine interne sur les prix, même si les bénéfices se redressent à partir de niveaux faibles.

Pour l'avenir, les services de la BCE anticipent un ralentissement de la hausse des prix des produits alimentaires, de 2,9 % en 2025 à 2,3 % en 2026 et 2027. La hausse des prix de l'énergie devrait rester volatile, mais s'accentuer sur l'horizon de projection, en partie en raison du système d'échange de quotas

d'émission de l'UE 2, qui démarrera en 2027. L'inflation hors énergie et produits alimentaires devrait baisser de 2,4 % en 2025 à 1,9 % en 2026 et 1,8 % en 2027, sous l'effet du renforcement de l'euro et de la diminution des tensions sur les coûts de main-d'œuvre.

La plupart des mesures des anticipations d'inflation à plus long terme continuent de s'établir autour de 2 %, ce qui soutient l'hypothèse d'une stabilisation de l'inflation au niveau de notre objectif.

#### *Évaluation des risques*

Les risques pesant sur la croissance économique sont devenus plus équilibrés. Si les accords commerciaux conclus récemment ont réduit l'incertitude, une nouvelle dégradation des relations commerciales pourrait limiter davantage les exportations et freiner l'investissement et la consommation. Une détérioration de la confiance sur les marchés financiers pourrait entraîner un durcissement des conditions de financement, une plus grande aversion au risque et un affaiblissement de la croissance. Les tensions géopolitiques, notamment liées à la guerre injustifiée menée par la Russie contre l'Ukraine et au conflit tragique au Moyen-Orient, demeurent une source d'incertitude importante. En revanche, une augmentation plus importante que prévu des dépenses consacrées à la défense et aux infrastructures, associée à des réformes visant à accroître la productivité, favoriserait la croissance. Une amélioration de la confiance des entreprises stimulerait l'investissement privé. Une diminution des tensions géopolitiques, ou une résolution plus rapide que prévu des différends commerciaux encore présents, pourrait aussi stimuler la confiance et l'activité.

Les perspectives d'inflation restent plus incertaines que d'ordinaire, en raison de la volatilité persistante des politiques commerciales dans le monde. Avec l'appréciation de l'euro, le ralentissement de l'inflation pourrait être plus marqué qu'attendu. L'inflation pourrait aussi être plus faible si l'augmentation des droits de douane provoquait une baisse de la demande d'exportations adressée à la zone euro et une nouvelle hausse des exportations depuis des pays en surcapacité vers la zone euro. Les tensions commerciales pourraient se traduire par une volatilité et une aversion au risque plus importantes sur les marchés financiers, ce qui pèserait sur la demande intérieure et ferait ainsi également reculer l'inflation. En revanche, l'inflation pourrait être plus forte si une fragmentation des chaînes d'approvisionnement mondiales poussait les prix à l'importation à la hausse et renforçait les contraintes de capacité au sein de la zone euro. Un accroissement des dépenses consacrées à la défense et aux infrastructures pourrait également attiser l'inflation à moyen terme. Des phénomènes météorologiques extrêmes et, plus généralement, l'évolution de la crise climatique pourraient conduire à une hausse des prix des produits alimentaires plus importante qu'anticipé.

#### *Conditions financières et monétaires*

Depuis notre dernière réunion, les taux de marché à court terme ont augmenté, tandis que les taux à plus long terme sont restés globalement inchangés. Toutefois, nos réductions antérieures des taux d'intérêt directeurs ont continué de faire baisser les coûts des emprunts des entreprises en juillet. Le taux d'intérêt moyen appliqué aux nouveaux prêts aux entreprises est passé de 3,6 % en juin à 3,5 % en juillet. Le coût du financement par endettement de marché est resté inchangé à 3,5 %. Les prêts aux entreprises ont progressé de 2,8 %, soit un rythme légèrement plus soutenu qu'en juin, tandis que la croissance des émissions d'obligations d'entreprises s'est renforcée à 4,1 %, après 3,4 %. Le taux d'intérêt moyen sur les nouveaux prêts hypothécaires est de nouveau resté inchangé à 3,3 % en juillet, alors que l'activité de prêt hypothécaire s'est redressée à 2,4 %, après 2,2 %.

#### *Conclusion*

Le Conseil des gouverneurs a décidé ce jour de laisser inchangés les trois taux d'intérêt directeurs de la BCE. Nous sommes déterminés à assurer la stabilisation de l'inflation au niveau de notre objectif de 2 % à moyen terme. Nous suivrons une approche s'appuyant sur les données pour déterminer, réunion par réunion, l'orientation appropriée de la politique monétaire. Nos décisions relatives aux taux directeurs seront fondées sur notre évaluation des perspectives d'inflation et des risques entourant ces perspectives, compte tenu des données économiques et financières disponibles, de la dynamique de l'inflation sous-jacente et de la force de la transmission de la politique monétaire. Nous ne nous engageons pas à l'avance sur une trajectoire de taux particulière.

En toute hypothèse, nous nous tenons prêts à ajuster l'ensemble de nos instruments, dans le cadre de notre mandat, pour assurer la stabilisation durable de l'inflation au niveau de notre objectif à moyen terme et pour préserver la bonne transmission de la politique monétaire ».

Vendredi 12, les taux directeurs des grandes Banques centrales sont les suivants

### TAUX D'INTÉRÊT ACTUELS

	PAYS/RÉGION	TAUX ACTUEL	TAUX PRÉCÉDENT	MODIFICATION
Banque centrale américaine	Etats-Unis	4,50 %	4,75 %	18-12-2024
Banque centrale australienne	Australie	3,60 %	3,85 %	12-08-2025
Banque centrale britannique	Royaume-Uni	4,00 %	4,25 %	07-08-2025
Banque centrale chinoise	Chine	3,00 %	3,10 %	20-05-2025
Banque centrale d'Arabie saoudite	Arabie Saoudite	5,00 %	5,25 %	18-12-2024
Banque centrale danoise	Danemark	1,75 %	2,00 %	05-06-2025
Banque centrale de Nouvelle-Zélande	Nouvelle-Zélande	3,00 %	3,25 %	20-08-2025
Banque centrale du Brésil	Brésil	15,00 %	14,75 %	18-06-2025
Banque centrale du Canada	Canada	2,75 %	3,00 %	12-03-2025
Banque centrale du Chili	Chili	4,75 %	5,00 %	29-07-2025
Banque centrale du Japon	Japon	0,50 %	0,25 %	24-01-2025
Banque centrale européenne	Europe	2,15 %	2,40 %	05-06-2025
Banque centrale hongroise	Hongrie	6,50 %	6,75 %	24-09-2024
Banque centrale indienne	Inde	6,00 %	6,25 %	09-04-2025
Banque centrale israélienne	Israël	4,50 %	4,75 %	01-01-2024
Banque centrale mexicaine	Mexique	7,75 %	8,00 %	07-08-2025

Le même jour, les principaux indices boursiers prennent les valeurs suivantes :



Nom	Dernier	+ Haut	+ Bas	Var.	Var.%	Heure
France CAC 40	7.835,95	7.840,09	7.768,91	+12,43	+0,16%	16:02:00
France SBF 120	5.938,39	5.943,55	5.890,15	+10,07	+0,17%	15:47:00
Europe Euro Stoxx 50	5.390,75	5.397,25	5.359,70	+3,98	+0,07%	16:02:00
USA Dow Jones	46.067,34	46.077,14	45.966,37	-40,66	-0,09%	15:59:16
USA S&P 500	6.586,75	6.590,79	6.580,48	-0,72	-0,01%	16:02:00
USA Nasdaq	22.080,99	22.090,25	22.031,62	+37,92	+0,17%	16:02:00
USA Russell 2000	2.404,45	2.414,45	2.403,39	-17,08	-0,71%	16:02:00
USA S&P 500 VIX	14,70	14,82	14,60	-0,01	-0,07%	15:47:00
Canada S&P/TSX	29.356,54	29.421,15	29.354,29	-51,35	-0,17%	16:02:00
Bresil Bovespa	142.624	143.151	142.291	-526	-0,37%	15:47:00
Italie S&P/BMV IPC	61.735,79	61.788,37	61.535,96	+182,21	+0,30%	16:01:59
Monde MSCI World	4.255,12	4.258,93	4.252,42	-0,11	0,00%	16:02:00
Allemagne DAX	23.701,88	23.795,88	23.601,88	+8,55	+0,04%	16:02:00
Royaume-Uni FTSE 100	9.316,00	9.341,23	9.304,95	+18,42	+0,20%	16:02:00

Mercredi 17, la Fed décide d'abaisser de 25 pdb ses taux directeurs et d'enclencher peut-être ainsi un cycle de baisse. Notons que le Comité de politique monétaire qui s'est réuni, avait dans ses rangs à la fois Lisa Cook que le gouvernement a décidé de révoquer et Stephen Miran qui vient d'être nommé à sa place...

Voici son communiqué de presse :

« Les indicateurs récents suggèrent un ralentissement de la croissance économique au premier semestre. Les créations d'emplois ont ralenti et le taux de chômage a légèrement augmenté, tout en restant faible. L'inflation a progressé et demeure relativement élevée.

Le Comité vise un taux d'emploi maximal et une inflation de 2 % à long terme. L'incertitude entourant les perspectives économiques demeure élevée. Le Comité est attentif aux risques qui pèsent sur les deux volets de son double mandat et estime que les risques de baisse de l'emploi ont augmenté.

Pour soutenir ses objectifs et compte tenu de l'évolution de la répartition des risques, le Comité a décidé d'abaisser la fourchette cible du taux des fonds fédéraux de 0,4 point de pourcentage, à 4 % ou 4,5 %. Lorsqu'il envisagera de nouveaux ajustements de la fourchette cible du taux des fonds fédéraux, le Comité évaluera attentivement les données disponibles, l'évolution des perspectives et la répartition des risques. Il continuera de réduire ses avoirs en titres du Trésor, en titres de créance et en titres adossés à des créances hypothécaires émises par des agences. Il est fermement déterminé à soutenir le plein emploi et à ramener l'inflation à son objectif de 2 %.

Pour évaluer l'orientation appropriée de la politique monétaire, le Comité continuera de suivre l'impact des informations reçues sur les perspectives économiques. Il sera prêt à ajuster l'orientation de la politique monétaire si des risques susceptibles d'entraver la réalisation de ses objectifs apparaissent. Ses évaluations prendront en compte un large éventail d'informations, notamment les données sur la situation du marché du travail, les pressions et les anticipations d'inflation, ainsi que l'évolution de la situation financière et internationale ».

Jeudi 18, le taux de change du dollar par rapport au dollar est le suivant :



Samedi 20, les taux des obligations souveraines et les spreads correspondants sont les suivants :

W

Pays :	Taux :	+ Haut	+ Bas	Var. :	Var. % :	Vs. Bund :	Vs. T-Note :	Heures :
Afrique du Sud	9,160	9,240	9,160	<b>-0,020</b>	<b>-0,22%</b>	641,1	502,1	19/09
Allemagne	2,7485	2,7510	2,7260	<b>+0,0325</b>	<b>+1,20%</b>	0,0	-139,0	19/09
Australie	4,248	4,257	4,228	<b>+0,056</b>	<b>+1,34%</b>	150,0	10,9	19/09
Autriche	3,057	3,069	3,033	<b>+0,020</b>	<b>+0,66%</b>	30,8	-108,2	19/09
Bangladesh	9,920	9,920	9,890	<b>-0,370</b>	<b>-3,60%</b>	717,1	578,1	18/09
Belgique	3,284	3,297	3,266	<b>+0,015</b>	<b>+0,46%</b>	53,5	-85,5	19/09
Brésil	13,595	13,635	13,595	<b>0,000</b>	<b>0,00%</b>	1.084,7	945,6	19/09
Bulgarie	3,850	3,850	3,850	<b>0,000</b>	<b>0,00%</b>	110,1	-28,9	17/09
Canada	3,202	3,222	3,183	<b>+0,016</b>	<b>+0,50%</b>	45,3	-93,7	00:28:59
Chili	5,530	5,540	5,530	<b>-0,010</b>	<b>-0,18%</b>	278,2	139,1	17/09
Chine	1,872	1,900	1,851	<b>+0,006</b>	<b>+0,32%</b>	-87,7	-226,7	19/09
Chypre	3,066	3,085	3,058	<b>+0,013</b>	<b>+0,43%</b>	31,7	-107,3	19/09
Colombie	11,189	11,198	11,165	<b>+0,032</b>	<b>+0,29%</b>	844,1	705,0	19/09
Corée du Sud	2,790	2,820	2,785	<b>+0,062</b>	<b>+2,27%</b>	4,1	-134,9	19/09
Côte D'Ivoire	7,240	7,240	7,240	<b>0,000</b>	<b>0,00%</b>	449,1	310,1	19/09
Croatie	3,067	3,067	3,067	<b>-0,001</b>	<b>-0,03%</b>	31,8	-107,2	18/09
Danemark	2,614	2,632	2,560	<b>+0,065</b>	<b>+2,55%</b>	-13,5	-152,5	19/09
Égypte	21,820	21,830	21,820	<b>-0,010</b>	<b>-0,05%</b>	1.907,1	1.768,1	18/09
Espagne	3,297	3,306	3,282	<b>-0,001</b>	<b>-0,03%</b>	54,8	-84,2	19/09
États-Unis	4,139	4,145	4,106	<b>+0,035</b>	<b>+0,85%</b>	139,0	0,0	19/09
Finlande	3,116	3,139	3,095	<b>-0,020</b>	<b>-0,64%</b>	36,7	-102,3	19/09
France	3,557	3,560	3,541	<b>+0,016</b>	<b>+0,45%</b>	80,8	-58,2	19/09
Grèce	3,414	3,443	3,405	<b>+0,012</b>	<b>+0,35%</b>	66,5	-72,5	19/09
Hong-Kong	3,089	3,089	3,028	<b>+0,061</b>	<b>+2,01%</b>	34,0	-105,0	19/09
Hongrie	6,940	6,940	6,940	<b>+0,020</b>	<b>+0,29%</b>	419,1	280,1	19/09
Ile Maurice	5,690	5,690	5,690	<b>0,000</b>	<b>0,00%</b>	294,1	155,1	19/09
Inde	6,489	6,531	6,485	<b>-0,020</b>	<b>-0,31%</b>	374,0	235,0	19/09
Indonésie	6,324	6,324	6,302	<b>+0,019</b>	<b>+0,30%</b>	357,5	218,5	19/09
Irlande	2,979	3,002	2,965	<b>-0,004</b>	<b>-0,13%</b>	23,0	-116,0	19/09
Islande	6,763	6,763	6,746	<b>+0,020</b>	<b>+0,30%</b>	401,4	262,4	19/09
Israël	4,181	4,181	4,181	<b>+0,032</b>	<b>+0,77%</b>	143,3	4,2	18/09
Italie	3,567	3,573	3,553	<b>+0,017</b>	<b>+0,48%</b>	81,8	-57,2	19/09
Japon	1,640	1,645	1,640	<b>+0,043</b>	<b>+2,69%</b>	-110,9	-249,9	19/09
Kazakstan	16,885	16,885	16,885	<b>0,000</b>	<b>0,00%</b>	1.413,7	1.274,6	19/09
Kenya	13,430	13,430	13,430	<b>0,000</b>	<b>0,00%</b>	1.068,2	929,1	19/09
Lituanie	3,644	3,644	3,644	<b>+0,027</b>	<b>+0,75%</b>	89,5	-49,5	19/09
Malaisie	3,414	3,414	3,395	<b>+0,018</b>	<b>+0,53%</b>	66,5	-72,5	19/09

[Connexion](#)   [Développement](#)   [Forums](#)   [Aide](#)

Le jeudi 25, entretien avec Hélène Baudchon, de l'équipe de recherche économique de BNPPatibas, spécialement sur les enjeux qui concerne les Banques centrales :

« *Isabelle Gounin Levy : Selon vous, quels sont les principaux sujets de préoccupation pour les banques centrales au cours des prochains semestres ?*

Hélène Baudchon : On peut regrouper les banques centrales en trois catégories :

- Certaines jouent les équilibristes, entre un ralentissement de l'économie et une inflation non seulement supérieure à l'objectif mais qui, en plus, s'en éloigne. C'est le cas de la Banque d'Angleterre, de la Banque du Japon et de la Fed. A noter que la Banque d'Angleterre et la Fed sont dans un cycle de baisse des taux par rapport aux niveaux restrictifs d'il y a un an, alors que la Banque du Japon est dans un cycle de resserrement par rapport à des niveaux accommodants.

- D'autres banques centrales, comme la BCE, ont ramené leur politique monétaire en zone globalement neutre, avec une inflation conforme à l'objectif, mais elles doivent rester attentives à l'évolution de la situation économique qui pourrait justifier un assouplissement supplémentaire. La Banque du Canada est aussi dans ce cas de figure.

- Enfin, quelques banques centrales tentent de lutter contre la déflation, avec une inflation proche de zéro et des taux d'intérêt ultra bas. C'est le cas des banques centrales chinoise et suisse.

*Isabelle Gounin-Levy : Outre les fluctuations habituelles du cycle économique, quels changements structurels les banques centrales doivent-elles prendre en considération, et comment ?*

Hélène Baudchon : Malheureusement pour les banquiers centraux d'aujourd'hui, ces changements sont nombreux. Parmi eux, nous citerons en premier ceux qui concernent la population active, qu'ils résultent des évolutions démographiques ou des politiques migratoires. Le défi réside dans la réduction de l'offre de travail, qui réduit le potentiel de croissance d'une économie, c'est-à-dire la vitesse maximale qu'elle peut atteindre sans générer d'inflation.

Deuxième changement : le réchauffement climatique et la transition énergétique pour y faire face, susceptibles de générer des épisodes de pénuries qui font grimper les prix, au moins temporairement. Tant que ces chocs sont rares et que les anticipations d'inflation sont bien ancrées, les banques centrales peuvent les ignorer. Mais si ces chocs deviennent fréquents et/ou généralisés, une réponse pourrait être nécessaire.

Troisième changement : l'IA, qui a le potentiel d'augmenter fortement la productivité et donc le PIB potentiel. Mais on ne sait pas encore clairement dans quel délai ni dans quelle ampleur. Ce changement, contrairement aux deux précédents, est de nature à faciliter la tâche des banques centrales, en rehaussant la croissance potentielle. Mais il serait imprudent de leur parier dessus pour l'instant.

*Isabelle Gounin-Levy : Les marchés financiers font-ils preuve de complaisance, et comment les taux de change peuvent s'intégrer dans les fonctions de réaction des banques centrales ?*

Hélène Baudchon : Le fait est que, jusqu'ici, l'optimisme a dominé sur les marchés financiers. Et le dollar s'est déprécié par rapport à la plupart des devises, au lieu de s'apprécier comme beaucoup l'avaient prévu en réponse aux droits de douane américains. Ces évolutions ont été bénéfiques pour l'économie mondiale. Dans l'ensemble, les conditions financières se sont assouplies depuis le début de l'année. Mais :

- Le niveau élevé des valorisations du marché pose des risques pour la stabilité financière.  
- Et du côté des devises, leur appréciation par rapport au dollar US pèse sur la compétitivité des exportations, possiblement jusqu'à nécessiter une réaction des banques centrales qui ne souhaitent pas voir l'inflation davantage baisser.

*Isabelle Gounin-Levy : Pensez-vous que l'indépendance des banques centrales sera remise en question dans le futur ?*

Hélène Baudchon : C'est un risque à surveiller de près. Les banques centrales non indépendantes ont une longue histoire, dans les pays développés comme émergents. Et cette histoire n'a pas de « happy end ». C'est pourquoi, au cours des dernières décennies, un consensus écrasant s'est dégagé en faveur de l'indépendance des banques centrales.

Or aujourd'hui, cette indépendance est ouvertement menacée aux États-Unis. La manière dont cela va se résoudre est de la plus haute importance, pour les États-Unis d'abord et pour le monde entier aussi. D'autres gouvernements, partageant les mêmes orientations politiques que l'administration Trump,

pourraient, s'ils venaient à prendre le pouvoir, être tentés de suivre la même voie. On se rend compte que l'indépendance des banques centrales, que l'on pensait acquise, doit être encore et toujours défendue ».

Le lundi 29, « [economic-research.bnpparibas.com](http://economic-research.bnpparibas.com) » publie le panorama suivant de la situation économique mondiale en cette fin septembre :

#### « Protectionnisme/commerce international

Nouvelle salve américaine surprise. D. Trump a annoncé, le 25 septembre, de nouveaux tarifs à compter du 1er octobre : 100% sur les médicaments « de marque » et/ou « brevetés » (sauf ouverture d'unités de production aux États-Unis), 50% et 30% pour les meubles de salle de bain et de cuisine respectivement, 25% sur les poids lourds. Les accords conclus par l'Union européenne et le Japon avec les États-Unis limitent à 15% les droits de douane sur ces produits. Voir notre Focus commerce international du 29 septembre.

#### Économies avancées

##### États-unis

La croissance résiste, pas d'indice sur les prochaines décisions de la Fed. La croissance du PIB pour le T2 est révisée de +0,5 pp à +3,8% en t/t annualisé (après -0,6% au T1), en raison de la consommation des ménages (+0,9pp à +2,5%) et l'investissement non-résidentiel (+1,6pp à +7,3%). En août, les commandes sous-jacentes de biens durables augmentent (+0,4% m/m, -0,7pp), et la dépense de consommation accélère (+0,6% m/m, +0,1pp). Les ventes de logements neufs, avec +20,5% m/m, atteignent un plus haut depuis près de 4 ans : 800k (annualisé). Les ventes de logements anciens sont relativement stables (4,1 millions, -0,1k, chiffre annualisé). Le GDPNow de la Fed d'Atlanta suggère une croissance de 3,9% t/t annualisé au T3, contre +2,9% selon nos prévisions. Concernant la Fed, nous anticipons deux baisses de taux de 25 pb, en octobre et en décembre. J. Powell maintient le scénario d'une hausse transitoire de l'inflation du fait des tarifs, mais indique que son board s'assurera que cette dernière ne « *devienne pas un problème d'inflation* », sans donner d'indice sur les futures décisions de taux. L'inflation, mesurée par le PCE, augmente à +2,7% a/a (+0,1pp, m/m à +0,3% +0,1pp) en août. Le core PCE est stable à +2,9% a/a et +0,2% m/m. *Le prochain rapport sur l'emploi (vendredi 3 octobre) sera particulièrement scruté. À venir également : risque de shutdown du gouvernement (jeudi) ; ISM manufacturier (mercredi) et non manufacturier (vendredi).*

##### Zone euro / UE

Les indices PMI sont globalement stables en septembre. Le PMI composite (+0,2 point à 51,2) est en zone d'expansion en septembre pour le 9ème mois d'affilée. Le PMI services est à son plus haut niveau en un an (+0,9 point à 51,4) et le PMI manufacturier (49,5, -1,2 point sur le mois) reste nettement supérieur à celui de décembre 2024 (45). La confiance des ménages évolue peu (+0,6 pt à -14,9 en septembre). Les anticipations médianes d'inflation des ménages pour les 12 prochains mois ont augmenté de 0,2pp m/m à 2,8% en août (plus haut niveau en trois mois). *À venir : Indice de sentiment économique (lundi), inflation flash (mercredi), taux de chômage (jeudi), PPI (vendredi).*

Allemagne : Climat des affaires contrasté. L'indice IFO recule à 87,7 en septembre (-1,2 point m/m) du fait des services. Ce repli ne remet pas en cause la reprise observée dans l'industrie (8 secteurs industriels sur 21 sont en reprise ou en expansion, contre 3 en décembre), mais celle-ci ne se diffuse pas aux autres secteurs. À rebours de l'IFO, le PMI composite poursuit son rebond en septembre (52,4, +1,9 pt m/m), porté par les services (52,5, +3,2 points m/m). Le PMI associé à la production manufacturière reste en zone d'expansion (52,2, -0,7 pt m/m). La diminution des nouvelles commandes pourrait affecter l'activité à venir. La confiance des ménages (indice Gfk) rebondit en septembre (à -22,3, +1,2 m/m), mais reste plus détériorée qu'entre avril et juillet (-20,7 en moyenne).

Espagne : bonnes nouvelles. Les prix à la production baissent en août (-1,5% a/a, plus bas niveau depuis octobre 2024), tirés vers le bas par l'énergie (-4,5%, contre +7,5% a/a en moyenne au cours des 9 derniers mois). La croissance du PIB au T2 est révisée à la hausse à +0,8% t/t (+0,1 pp). Après S&P le 12 septembre, Fitch et Moody's ont rehaussé le rating souverain de l'Espagne (de A- à A et de Ba1 à A3 respectivement).

France : Attentisme dans le secteur privé, alors que les discussions budgétaires tardent à livrer leur verdict. Le PMI composite diminue à 48,4 en septembre (-1,4 point m/m), à 48,9 dans les services (-0,9 pt) et à 48,1 dans le secteur manufacturier (-2,3 pt), ramenant ces indicateurs à leur niveau de juillet. La

faible demande a pesé, mais industrie et services continuent de créer des emplois. La confiance des ménages est stable à 87 en septembre (13 points en deçà de sa moyenne historique). Le solde d'opinion concernant l'opportunité de faire des achats importants se contracte de 4 pts m/m à -31, même si l'intention d'achat de biens immobiliers poursuit son rebond (9,5% des ménages, +0,5 pt m/m, +2,5 pts sur 3 mois). Alors que le terme se rapproche, des premiers éléments de cadrage budgétaire : un projet de loi de finances devra être déposé au Parlement d'ici au 13 octobre. Le Premier ministre a annoncé viser un déficit budgétaire de 4,7% du PIB en 2026 (contre 4,6% pour son prédécesseur et 5,4% en 2025). Sans précisions, il a annoncé EUR 6 mds d'économies sur les dépenses de l'État, une hausse limitée à 6 mds pour les retraites et à 5 mds pour la santé. Le détail pourrait être dévoilé après l'annonce du gouvernement, voire lors du débat budgétaire à l'Assemblée.

#### Royaume-Uni

Recul des PMI dont le PMI manufacturier à 46,2 (-0,8 point, plus bas sur quatre mois). L'indice de la production sous-tend la baisse (45,4, -3,9 points). Le PMI services revient à son niveau de juillet après une forte hausse en août (51,9 en septembre, -2,3 pt). Le PMI composite atteint 51,0 (-2,5pp). Le sentiment concernant les ventes au détail (CBI) se redresse à -29 (contre -32 précédemment). Le gouverneur de la BoE a fait savoir que davantage d'assouplissement monétaire était possible (nous anticipons 2 baisses de taux de 25 pb, l'une au T4 2025 et l'autre au T1 2026).

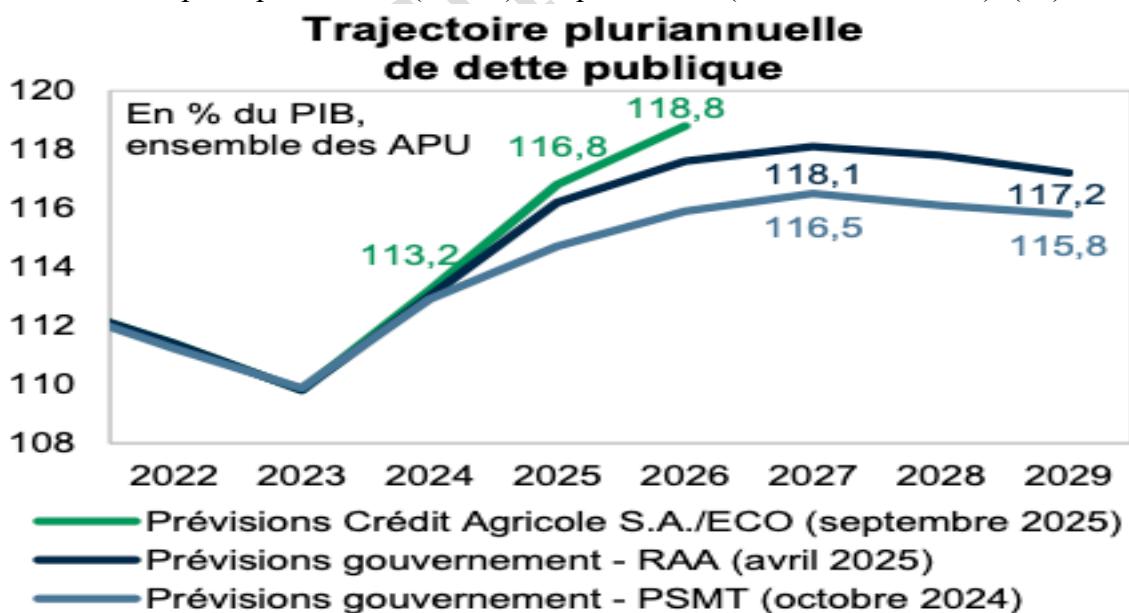
#### Japon

Ralentissement de la production en septembre. Le PMI composite se replie à 51,1 (-0,9pp) en septembre (47,3, -2,5pp pour la production manufacturière ; 53, -0,1pp pour les services). Le PMI manufacturier souligne une contraction des embauches, la première depuis novembre 2024 ».

Le mardi 30, article du service de recherche économique du Groupe Agricole sur la dette publique française, dont voici un extrait :

« L'Insee a publié jeudi 25 septembre la dette trimestrielle au sens du traité de Maastricht des administrations publiques (APU) à la fin du deuxième trimestre 2025. Celle-ci augmente ainsi de 70,9 milliards d'euros par rapport au premier trimestre, à 3 416,3 milliards d'euros, soit 115,6% du PIB (après 113,9%).

Au sein des APU, c'est l'État qui explique l'essentiel de cette hausse, avec une contribution à l'évolution de la dette publique de 64,3 milliards d'euros ce trimestre. Viennent ensuite les administrations de sécurité sociale (ASSO), qui y contribuent à hauteur de 7,8 milliards d'euros. À l'inverse, la dette des organismes divers d'administration centrale (Odac) diminue de 1 milliard d'euros, et celle des administrations publiques locales (APUL) est quasi stable (-0,1 milliard d'euro). (...)



Notre opinion – La publication de la dette publique du deuxième trimestre ramène à la réalité de la dégradation de nos finances publiques, dans un contexte de calendrier très serré pour le nouveau Premier ministre Sébastien Lecornu pour présenter un projet de loi de finances qui pourrait être promulgué avant la fin de l'année. Il reste à savoir si les décideurs politiques l'entendent, alors que le débat semble s'être cristallisé sur certaines mesures, comme la taxation du patrimoine des plus riches ou l'âge de départ à la retraite, et qu'un compromis politique avec le parti socialiste semble difficile à trouver. Le texte doit en effet être transmis à l'Assemblée au plus tard le 13 octobre.

Nul doute que la promesse faite à la Commission européenne de ramener le déficit public à 4,6% du PIB l'an prochain ne sera pas tenue, mais il s'agirait à minima d'échapper à un nouveau dérapage incontrôlé du déficit public. Les dépenses publiques ont en effet tendance à augmenter plus vite que les recettes, en lien notamment avec la hausse des dépenses de retraite et de santé, ainsi que de la charge de la dette ; la nécessité d'augmenter nos dépenses en défense est, en outre, désormais consensuelle. En somme, rien ne sert de reculer pour mieux sauter, comme nous avons collectivement pu le faire, déjà, depuis trop longtemps (le dernier excédent budgétaire remonte à 1974...). »

- Octobre 2025 ->

Le mercredi 1er, publication du HCOB PMI industrie manufacturière pour la zone euro :

« L'indice PMI HCOB pour l'industrie manufacturière de la zone euro se replie à 49,8 (août : 50,7). Plus bas de 2 mois. L'indice PMI HCOB de la production manufacturière dans la zone euro se replie à 50,9 (août : 52,5). Plus bas de 2 mois. Les nouvelles commandes ont affiché leur plus forte baisse depuis six mois et la confiance s'est amenuisée

Les données ont été recueillies entre le 11 et le 23 septembre 2025.

### **Classement des pays par niveau d'indice PMI manufacturier : septembre**

Pays-Bas	53,7	Plus haut de 38 mois
Grèce	52,0	Plus bas de 2 mois
Irlande	51,8	Plus haut de 2 mois
Espagne	51,5	Plus bas de 3 mois
Allemagne	49,5 (flash : 48,5)	Plus bas de 2 mois
Italie	49,0	Plus bas de 3 mois
France	48,2 (flash : 48,1)	Plus bas de 2 mois
Autriche	47,6	Plus bas de 3 mois

*Commentaire du Dr. Cyrus de la PMI :*

« Si la production des fabricants de la zone euro a augmenté pour un septième mois consécutif en septembre, elle n'a cependant progressé qu'à un rythme très modéré. Par ailleurs, les derniers résultats de l'enquête ne permettent guère d'espérer un rebond de la croissance dans les prochains mois. En effet, après avoir plus ou moins stagné au printemps et en été, les nouvelles commandes ont légèrement diminué en fin de troisième trimestre, tendance ayant incité les fabricants à réduire de nouveau leurs effectifs et leurs stocks.

La baisse de l'indice PMI HCOB pour l'industrie manufacturière de la zone euro reflète une contraction des trois sous-secteurs couverts par l'enquête, notamment de ceux des biens d'équipement et des biens intermédiaires, qui avaient pourtant renoué avec la croissance grâce à une tendance haussière amorcée en fin d'année 2024. Celui des biens de consommation, qui avait jusque-là affiché une relative stabilité par rapport aux deux autres sous-secteurs, pourrait avoir subi l'impact des nouveaux droits de douane de 100 % sur les produits pharmaceutiques imposés par les États-Unis.

La stagnation du secteur manufacturier de la zone euro peut toutefois être vue de manière plus positive. En effet, compte tenu des vents contraires auquel le secteur est actuellement confronté, tels que les droits de douane américains, l'incertitude politique en France et en Espagne (où les gouvernements sont sous le feu des critiques), les débuts difficiles du nouveau gouvernement allemand, et les tensions géopolitiques sur la scène internationale, l'industrie européenne fait preuve d'une résilience inattendue. Toutefois, plus

les réformes tardent et plus l'environnement commercial continue de pâtir des coûts élevés de l'énergie et des lourdeurs administratives, plus il est difficile pour les entreprises d'être rentables et compétitives. Dans ce contexte, on ne peut s'étonner de la faiblesse de la confiance dans le secteur, l'optimisme des fabricants affichant un niveau inférieur à sa moyenne des dix dernières années.

Dans les économies moyennes de la zone euro, telles que les Pays-Bas et l'Espagne, l'industrie manufacturière se porte plutôt bien. Parallèlement, dans les trois principales économies de la région - l'Allemagne, la France et l'Italie -, la récession qui avait commencé en 2022-2023 s'est atténuée mais n'est pas encore terminée. Les perspectives d'évolution du secteur manufacturier allemand sont bonnes, comme le confirment les estimations récentes d'importants instituts économiques qui prévoient une croissance de 1,6 % pour l'année à venir. En France, en revanche, les prévisions de croissance de l'industrie manufacturière sont plus faibles, en grande partie en raison de la fragilité du gouvernement qui risque de chuter lors du vote du budget de l'année 2026. »

Le mercredi 1er aussi, publication du HCOB PMI industrie manufacturière pour la France :  
« La fragilité de la demande a pesé sur les volumes de production. Les perspectives d'activité se sont repliées en raison de l'incertitude politique croissante. Les pressions concurrentielles ont conduit les fabricants français à réduire leurs prix de vente. Les données ont été recueillies du 11 au 23 septembre 2025.

*Commentaire de Jonas Feldhusen, Junior Economist à la Hamburg Commercial Bank, commente ainsi les derniers résultats de l'enquête PMI :*

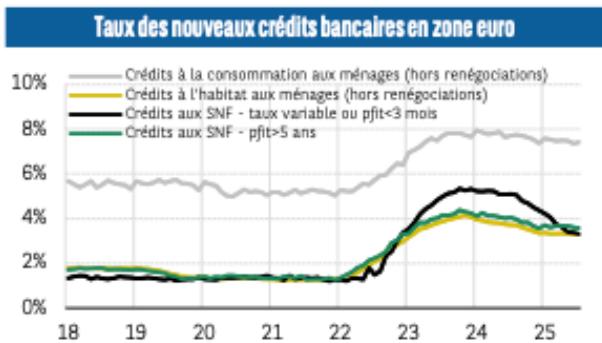
« Après l'amorce d'une reprise en août, le secteur manufacturier français a connu un dur retour à la réalité en septembre. L'indice PMI a, en effet, rebasculé en zone de contraction, principalement tiré à la baisse par le fort recul de la production, lui-même lié à l'affaiblissement de la demande. De fait, le volume global des nouvelles commandes a diminué au cours du mois, et ce de façon particulièrement marquée dans le sous-secteur des biens d'équipement. Les tendances observées dans ce secteur sont un bon indicateur du niveau de confiance économique. La chute des ventes enregistrée au cours du mois suggère que l'incertitude politique croissante en France pèse de plus en plus sur les dépenses de consommation et les investissements.

De façon inattendue, la croissance de l'emploi s'est poursuivie en septembre, certes à un rythme plus faible qu'en août, mais néanmoins pour un cinquième mois consécutif. Cette dernière hausse des effectifs a toutefois largement reposé sur des contrats temporaires, les entreprises hésitant à embaucher des salariés en contrats à durée indéterminée en raison de l'incertitude pesant sur l'évolution du commerce international, de la force de l'euro et de l'instabilité politique en France. Parallèlement, le volume du travail en cours dans les usines françaises a diminué pour un quatrième mois consécutif.

La faiblesse des nouvelles commandes et les fortes pressions concurrentielles ont conduit les entreprises manufacturières à accorder des remises de prix à leurs clients. Or, si la baisse des prix de vente devrait permettre de stimuler les ventes à court terme, elle se répercutera également sur les marges bénéficiaires des entreprises qui vont diminuer, d'autant plus que les prix des achats ont continué d'augmenter. La faiblesse de la demande, la hausse des coûts et les pressions baissières sur les prix de vente témoignent de l'environnement économique difficile auquel les fabricants français sont confrontés. Dans un tel contexte, on ne peut s'étonner du recul de la confiance mis en évidence en septembre par le repli de l'indice des perspectives d'activité. »

Également le mercredi 1<sup>er</sup>, publication de l'article suivant par le service de recherche économique de BNPParibas :

## Zone euro /crédit : Accélération générale des crédits



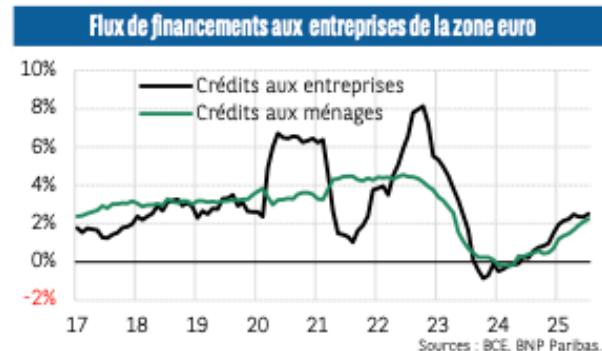
Sources : BCE, BNP Paribas.

**Taux des emprunts bancaires : poursuite de la baisse pour les entreprises en zone euro, hausse pour les ménages.** Les taux des nouveaux crédits à l'investissement ( $pfit>5$  ans) aux sociétés non financières de la zone euro se sont très légèrement repliés en juillet 2025 pour le deuxième mois consécutif. À 3,58%, leur niveau demeure néanmoins proche de celui de juin 2025 (-2 pb m/m). Les taux des nouveaux crédits de trésorerie (taux variable et  $pfit<3$  mois) aux entreprises ont reculé un peu plus fortement à 3,31% (-5 pb m/m). À l'inverse, les taux des nouveaux crédits à l'habitat et à la consommation aux ménages ont augmenté tout aussi modestement (respectivement de +1 pb et +6 pb m/m). Ils se sont établis, respectivement, à 3,30% et 7,41%.



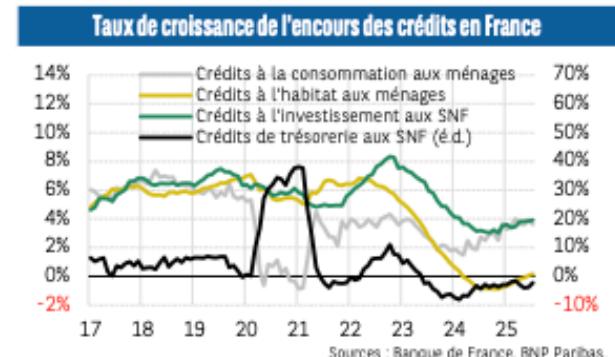
Sources : BCE, BNP Paribas.

**Les encours des crédits aux entreprises et aux ménages accélèrent modestement.** La croissance sur un an de l'encours des crédits bancaires aux entreprises de la zone euro a légèrement augmenté en juillet 2025 à 2,5% (+16 pb m/m). L'encours des crédits de maturité comprise entre 1 et 5 ans a nettement accéléré à 4,6% (+57 pb m/m), tandis que celui des crédits de maturité supérieure à 5 ans a crû de 1,6% (+34 pb m/m). À l'inverse, la croissance sur un an de l'encours des crédits de trésorerie (maturité<1an) s'est tassée, passant de 4,2% en juin à 3,3% en juillet. L'encours des crédits à l'habitat aux ménages a poursuivi son accélération en juillet (2,2%, +17 pb m/m) mais reste peu dynamique. La croissance des crédits à la consommation s'est réduite d'un mois sur l'autre mais demeure supérieure à sa moyenne de long terme (respectivement, 4,5% et 3,7%).



Sources : BCE, BNP Paribas.

**Les flux de financements bancaires et de marché aux entreprises de la zone euro augmentent sensiblement.** Les flux des crédits bancaires aux entreprises de la zone euro, nets des remboursements et cumulés sur un an, ont très fortement augmenté sur un an, passant de EUR 1,7 md à EUR 93 mds en juillet 2025. Les émissions nettes de titres de dette, cumulées sur un an, ont été également très dynamiques en juillet 2025 (+42% a/a), partant d'un volume déjà légèrement supérieur à sa moyenne historique. Au cours des prochains mois, la relative stabilité des taux d'intérêt de marché, à un niveau plus élevé que celui observé durant l'ére des taux bas, devrait contribuer à maintenir le coût des financements bancaires relativement attractif au regard des financements de marché.



Sources : Banque de France, BNP Paribas.

**L'encours des crédits poursuit globalement son redressement en France.** L'encours des crédits à l'investissement aux entreprises en France a accéléré en juillet 2025 (+3,9% sur un an, +6 pb m/m). Sa croissance est néanmoins demeurée sensiblement inférieure à sa moyenne de long terme (-5%). L'encours des crédits de trésorerie a continué à se replier (-2,2% sur un an), notamment sous l'effet du remboursement des prêts garantis par l'Etat (PGE), mais à un rythme qui poursuit sa modération. L'encours des crédits à l'habitat accordés aux ménages a, quant à lui, poursuivi sa reprise pour le deuxième mois consécutif après 15 de baisse (+0,17% sur un an). La reprise de la production nouvelle de crédits à l'habitat pourrait néanmoins se modérer prochainement en raison de la faible progression de la capacité d'achat immobilière des ménages. Sous cette hypothèse, l'encours des crédits à l'habitat pourrait continuer de croître, mais à un rythme très contenu. Après la modération récente, la croissance de l'encours des crédits à la consommation reste dynamique sur un an (+3,6% en juillet, après +3,9% en juin).

Thomas Humblot (achevé de rédiger le 1 octobre 2025)

Jeudi 2, situation des taux de rendement des obligations souveraines :

# Obligations d'Etat

i



Pays :	Taux :	+ Haut	+ Bas	Var. :	Var. % :	Vs. Bund :	Vs. T-Note :	Heures :
Afrique du Sud	9,170	9,180	9,145	<b>0,000</b>	<b>0,00%</b>	645,7	506,7	10:47:55
Allemagne	2,7126	2,7201	2,7092	<b>-0,0014</b>	<b>-0,05%</b>	0,0	-139,1	10:50:23
Australie	4,320	4,331	4,307	<b>-0,010</b>	<b>-0,23%</b>	160,8	21,7	10:49:42
Autriche	3,010	3,050	3,007	<b>-0,002</b>	<b>-0,07%</b>	30,7	-108,3	10:50:24
Bangladesh	9,890	9,920	9,890	<b>-0,030</b>	<b>-0,30%</b>	717,8	578,7	30/09
Belgique	3,268	3,274	3,248	<b>+0,009</b>	<b>+0,28%</b>	54,8	-84,2	10:50:25
Brésil	13,693	13,735	13,693	<b>-0,032</b>	<b>-0,23%</b>	1.098,0	959,0	01/10
Bulgarie	3,030	3,030	3,030	<b>0,000</b>	<b>0,00%</b>	31,7	-107,3	30/09
Canada	3,185	3,205	3,141	<b>0,000</b>	<b>0,00%</b>	47,2	-91,8	01/10
Chili	5,560	5,600	5,560	<b>-0,040</b>	<b>-0,71%</b>	284,7	145,7	01/10
Chine	1,878	1,940	1,858	<b>-0,017</b>	<b>-0,90%</b>	-83,5	-222,5	30/09
Chypre	3,056	3,061	3,053	<b>+0,003</b>	<b>+0,10%</b>	34,3	-104,7	10:50:29
Colombie	11,326	11,340	11,269	<b>-0,014</b>	<b>-0,12%</b>	861,4	722,3	01/10
Corée du Sud	2,956	2,979	2,937	<b>-0,004</b>	<b>-0,14%</b>	24,3	-114,7	08:28:45
Côte D'Ivoire	7,240	7,240	7,240	<b>0,000</b>	<b>0,00%</b>	452,7	313,7	01/10
Croatie	3,066	3,066	3,066	<b>0,00</b>	<b>0,00%</b>	35,3	-103,7	01/10
Danemark	2,578	2,617	2,553	<b>+0,026</b>	<b>+1,02%</b>	-15,7	-154,7	10:50:29
Égypte	21,780	21,780	21,780	<b>0,00</b>	<b>0,00%</b>	1.906,8	1.767,7	08:03:07
Espagne	3,249	3,262	3,246	<b>-0,004</b>	<b>-0,12%</b>	53,7	-85,3	10:50:31
États-Unis	4,103	4,113	4,103	<b>-0,005</b>	<b>-0,12%</b>	139,1	0,0	10:49:59
Finlande	3,087	3,106	3,080	<b>+0,003</b>	<b>+0,10%</b>	38,6	-100,4	10:50:30
France	3,529	3,538	3,524	<b>-0,002</b>	<b>-0,06%</b>	81,7	-57,3	10:50:29
Grèce	3,399	3,414	3,391	<b>+0,013</b>	<b>+0,38%</b>	68,1	-70,9	10:50:34
Hong-Kong	3,043	3,043	3,043	<b>-0,010</b>	<b>-0,33%</b>	33,0	-106,0	05:46:50
Hongrie	6,890	6,890	6,890	<b>+0,000</b>	<b>+0,00%</b>	417,8	278,7	01/10
Île Maurice	5,660	5,660	5,660	<b>+0,020</b>	<b>+0,35%</b>	294,7	155,7	08:03:09
Inde	6,523	6,600	6,519	<b>-0,048</b>	<b>-0,73%</b>	381,0	242,0	01/10
Indonésie	6,331	6,333	6,321	<b>+0,013</b>	<b>+0,21%</b>	361,8	222,8	10:36:53
Irlande	2,965	2,998	2,957	<b>+0,002</b>	<b>+0,07%</b>	25,2	-113,8	10:50:25
Islande	6,850	6,850	6,850	<b>0,000</b>	<b>0,00%</b>	413,7	274,7	08:03:11
Israël	4,141	4,141	4,141	<b>+0,041</b>	<b>+1,00%</b>	142,8	3,8	01/10
Italie	3,555	3,562	3,546	<b>+0,001</b>	<b>+0,03%</b>	84,2	-54,8	10:50:31
Japon	1,656	1,660	1,628	<b>+0,011</b>	<b>+0,67%</b>	-105,6	-244,7	10:40:50
Kazakstan	16,796	16,796	16,796	<b>+0,000</b>	<b>+0,00%</b>	1.408,3	1.269,3	01/10
Kenya	13,460	13,460	13,460	<b>0,00</b>	<b>0,00%</b>	1.074,7	935,7	01/10
Lituanie	3,638	3,638	3,638	<b>-0,012</b>	<b>-0,33%</b>	92,5	-46,5	01/10
Malaisie	3,434	3,466	3,434	<b>-0,032</b>	<b>-0,92%</b>	72,1	-66,9	10:37:42

Ce même jeudi 2, voici le niveau des principaux indices boursiers mondiaux :

🇫🇷 CAC 40	8.052,40	8.060,14	8.023,02	+85,45	+1,07%	11:02:00
🇫🇷 SBF 120	6.098,51	6.102,64	6.077,47	+62,16	+1,03%	10:46:45
🇪🇺 Euro Stoxx 50	5.653,95	5.658,85	5.621,10	+72,74	+1,30%	11:02:00
🇺🇸 Dow Jones	46.441,10	46.528,78	46.276,39	+43,21	+0,09%	01/10
🇺🇸 S&P 500	6.711,20	6.718,48	6.656,20	+22,74	+0,34%	01/10
🇺🇸 Nasdaq	22.755,16	22.782,58	22.516,74	+95,15	+0,42%	01/10
🇺🇸 Russell 2000	2.443,36	2.448,30	2.423,35	+6,88	+0,28%	01/10
🇺🇸 S&P 500 VIX	16,01	16,20	15,98	-0,28	-1,72%	11:01:31
🇨🇦 S&P/TSX	30.107,67	30.182,57	30.006,44	+84,86	+0,28%	01/10
🇧🇷 Bovespa	145.517	146.879	145.193	-720	-0,49%	01/10
🇮🇹 S&P/BMV IPC	61.929,72	63.182,59	61.710,58	-985,85	-1,57%	01/10
🇲🇽 MSCI World	4.329,79	4.330,35	4.320,10	+7,09	+0,16%	11:02:00
🇩🇪 DAX	24.433,22	24.456,22	24.250,50	+283,77	+1,18%	11:02:00
🇬🇧 FTSE 100	9.446,65	9.478,25	9.424,80	+0,22	0,00%	11:02:00
🇪🇸 AEX	960,49	961,06	955,37	+12,31	+1,30%	11:02:00
🇪🇸 IBEX 35	15.571,50	15.590,50	15.498,41	+13,20	+0,08%	11:01:59
🇮🇹 FTSE MIB	43.232,00	43.361,00	43.109,00	+152,42	+0,35%	11:01:56
🇨🇭 SMI	12.421,87	12.464,87	12.393,87	+67,83	+0,55%	11:01:52
🇵🇹 PSI	8.030,33	8.049,48	7.998,21	-10,90	-0,14%	11:02:00
🇧🇪 BEL 20	4.921,00	4.930,60	4.909,80	+13,23	+0,27%	11:02:00
🇭🇰 ATX	4.681,09	4.681,34	4.681,09	0,00	0,00%	10:15:00
🇸🇪 OMXS30	2.712,45	2.715,60	2.696,14	+35,36	+1,32%	11:01:59
🇷🇺 MOEX Russia Index	2.631,53	2.642,23	2.623,10	-15,72	-0,59%	11:01:51
🇷🇺 RTSI	1.017,21	1.021,34	1.013,95	-6,07	-0,59%	11:01:51
🇵🇱 WIG20	2.864,15	2.870,43	2.857,65	+13,73	+0,48%	11:02:00
🇭🇺 Budapest SE	99.157,11	99.539,98	98.623,63	0,00	0,00%	01/10

Le vendredi 3, le « HCOB Indice PMI composite pour la zone euro » est le suivant :

« Points clés :

Indice PMI HCOB composite de l'activité globale dans la zone euro : 51,2 (51,0 en août). Plus haut de 16 mois. Indice PMI HCOB de l'activité de services dans la zone euro : 51,3 (50,5 en août). Plus haut de 8 mois.

Plus fortes croissances de l'activité et du volume des nouvelles affaires depuis mai 2024

Données recueillies du 11 au 25 septembre 2025

La hausse de l'activité s'est poursuivie en septembre dans le secteur privé de la zone euro, la croissance s'étant même légèrement accélérée pour afficher son rythme le plus soutenu depuis mai 2024. L'expansion est toutefois demeurée modérée, en raison d'une augmentation seulement marginale du volume des nouvelles affaires et d'un repli de l'emploi. La confiance des entreprises s'est néanmoins renforcée pour la première fois depuis juin dernier, tandis que les taux d'inflation des prix payés et des prix facturés ont fléchi par rapport au mois précédent.

À 51,2 en septembre, contre 51,0 en août, l'indice désaisonnalisé PMI® composite HCOB de l'activité globale (une moyenne pondérée de l'indice PMI HCOB de la production manufacturière et de l'indice PMI HCOB de l'activité du secteur des services) s'est redressé pour un quatrième mois consécutif, signalant une accélération progressive de la croissance dans le secteur privé de la zone euro, et atteignant ainsi son plus haut niveau depuis mai 2024.

Les performances de l'Allemagne ont fortement contribué à l'accélération de la croissance dans l'ensemble de la région, l'indice PMI composite allemand s'étant en effet redressé à un sommet de seize mois et ayant signalé une expansion modérée de l'activité du secteur privé dans la première économie de la zone euro. C'est toutefois l'Espagne qui, de tous les pays couverts par l'enquête, a enregistré en septembre la croissance la plus marquée. L'Italie et l'Irlande ont affiché des hausses modérées de leur activité, faisant de la France le seul pays à signaler une contraction. La baisse de l'activité globale française s'est en outre accélérée par rapport à celle déjà observée au mois d'août.

Bien que l'activité ait augmenté pour un neuvième mois consécutif et ait enregistré sa plus forte hausse depuis près d'un an et demi, le rythme de la croissance est resté faible en septembre, se maintenant en-dessous de sa moyenne de long terme (52,4). L'expansion a notamment été entravée par la morosité de la demande. En effet, si la hausse des nouvelles affaires enregistrée en septembre a été la plus importante depuis mai 2024, elle n'en est pas moins demeurée marginale. Cette faiblesse du volume global des nouvelles affaires a notamment reflété celle des ventes à l'export\*, lesquelles ont de nouveau diminué, prolongeant ainsi la tendance observée depuis maintenant plus de trois ans et demi.

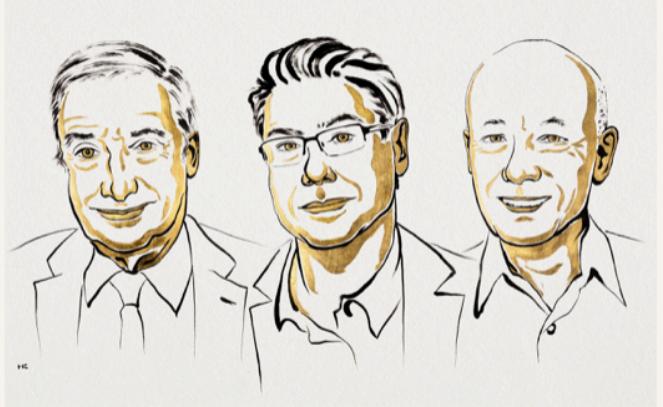
La croissance de l'activité ayant affiché un rythme supérieur à celle des nouvelles affaires, le volume du travail en attente a de nouveau diminué au cours de la dernière période d'enquête, le taux de contraction ayant en outre atteint un sommet de trois mois. Le volume des affaires en cours a reculé en dépit d'un repli des effectifs. L'emploi a en effet diminué pour la première fois depuis février dernier dans le secteur privé de la zone euro, le rythme des suppressions de postes n'ayant toutefois été que marginal ».

Lundi 13, l'économiste français Phillippe Aghion est co-lauréat du « Prix Nobel d'économie » 2025. C'est le 5<sup>ème</sup> Français à avoir cette distinction, après Gérard Debreu en 1983, Maurice Allais en 1988, Jean Tirole en 2014 et Esther Duflo en 2019.

## The 2025 economic sciences laureates

The Royal Swedish Academy of Sciences has decided to award the Sveriges Riksbank Prize in Economic Sciences in Memory of Alfred Nobel 2025 to Joel Mokyr, Philippe Aghion and Peter Howitt "for having explained innovation-driven economic growth" with one half to **Joel Mokyr** "for having identified the prerequisites for sustained growth through technological progress" and the other half jointly to **Philippe Aghion** and **Peter Howitt** "for the theory of sustained growth through creative destruction."

Mokyr used historical sources as one means to uncover the causes of sustained growth becoming the new normal. Aghion and Howitt also studied the mechanisms behind sustained growth. In an article from 1992, they constructed a mathematical model for what is called creative destruction: when a new and better product enters the market, the companies selling the older products lose out.



Ill. Niklas Elmehed © Nobel Prize Outreach

Source : « nobelprize.org ».

Le lundi 20, publication du service des études économiques du Crédit Agricole sur le scénario 2025-2026 pour l'Europe (la synthèse) :

« Dans le contexte d'une croissance mondiale jusque-là surprenante par sa résistance, les économies d'Europe occidentale font preuve de résilience, progressant néanmoins à des rythmes divers. Les économies du cœur de la zone euro, et notamment l'Allemagne, affichent une croissance au mieux poussive, tandis que les économies ibériques sont soutenues par une forte dynamique de la consommation privée et de l'investissement, ce dernier s'appuyant sur les fonds du plan européen pour la reprise et la résilience. Au Royaume-Uni, la croissance a réalisé la meilleure performance parmi les pays du G7 au premier semestre, mais avec une consommation privée en modeste progression et un investissement en repli. Le rythme de croissance s'est nettement infléchi depuis la pandémie et l'économie britannique n'a jamais retrouvé ni le niveau tendanciel du PIB, ni son taux de croissance. En revanche, la zone euro a désormais récupéré la croissance perdue lors du choc de la Covid et son rythme de croissance a bien retrouvé le rythme potentiel (plus faible) d'avant la pandémie.

Ce rythme est assuré grâce au dynamisme de l'offre de travail, qui rencontre encore une demande en dépit du ralentissement du cycle. La résilience de l'emploi est essentielle pour le maintien de cette narration d'optimisme prudent. Ce dernier est néanmoins soutenu dans la zone euro par une orientation plus favorable des politiques économiques et par la reprise du cycle du crédit qui alimente le redémarrage de l'investissement. En revanche, au Royaume-Uni, la persistance d'une inflation élevée oblige la banque centrale à arrêter son processus d'assouplissement, alors même que la politique budgétaire devient plus restrictive et le taux de chômage est prévu en hausse.

Les risques pesant sur notre scénario d'accélération de la croissance dans la zone euro et de ralentissement modéré au Royaume-Uni sont orientés à la baisse. Si l'UE et le Royaume-Uni ont profité des meilleures conditions parmi les nouvelles conditions tarifaires imposées par les États-Unis à ses partenaires commerciaux, elles restent néanmoins pénalisantes et l'incertitude quant à la future relation avec les États-Unis n'est pas levée, la confrontation avec l'administration Trump étant hybride et polymorphe, et pouvant encore se déployer sur d'autres fronts (IDE, services numériques, stabilité financière, défense). Par ailleurs, le risque de détournement des flux de commerce chinois du continent américain vers l'Europe s'impose comme la principale menace déflationniste pour le continent.

Notre scénario se caractérise par un ralentissement sans récession aux États-Unis, avec une croissance de 1,7% en 2025, en baisse sensible par rapport aux 2,8% enregistrés en 2024, avant une accélération à 2% en 2026. La décélération en cours s'accompagne d'une fragilisation du marché du travail, tandis que les droits de douane pousseraient l'inflation vers 3,2% fin 2025 et vers 2,9% en 2026. La Fed se limiterait

donc à une nouvelle baisse avant la fin de l'année à 4%, avant de se mettre sur pause. Elle rejoindrait donc la BCE, elle aussi en pause sur un taux de dépôt à 2%. Le rendement à dix ans des *US Treasuries* se situerait à 4,55% fin 2026, mais le taux à trente ans (4,85%) peinerait à franchir la « barre psychologique » de 5%, grâce à la demande des fonds de pension. Le taux allemand à dix ans (Bund) atteindrait 3,03%. La réorganisation de la hiérarchie entre souverains de la zone euro se poursuivrait avec un *spread* contre le Bund de 50 points de base pour l'Espagne, d'une part, et de 80 points de base pour la France et de 85 pour l'Italie, d'autre part. Notre scénario retient un cours de l'euro par rapport au dollar proche des sommets récents fin 2025 (1,17), avant une baisse en 2026 (vers 1,10 en fin d'année), une fois les espoirs d'un plus fort assouplissement déçus.

Les économies du « bloc émergent » continuent de bien résister, grâce à la faiblesse du dollar, à la désinflation et à la bonne tenue de leur marché du travail. Leur croissance pourrait ainsi approcher 3,9% en 2025 et en 2026. En Chine, la faiblesse persistante de la consommation, la correction prolongée du marché immobilier et les surcapacités dans divers secteurs continuent d'alimenter les pressions déflationnistes. Même si les mesures de soutien s'intensifient, la croissance poursuivrait son tassement de 5% en 2024 à 4,8% en 2025 et 4,4% en 2026. Les prix du pétrole pourraient baisser légèrement sur la fin de l'année 2025 et au début de 2026 avec la hausse de la production et descendre sous les 65 dollars par baril, mais un déficit d'offre dès la fin 2026 autoriserait une légère remontée des cours.

#### *La zone euro poursuit sa reprise :*

Depuis son redressement à l'été 2024, la croissance de la zone euro s'est installée sur un rythme proche de la tendance de la période 2013-2019, se défaisant progressivement des facteurs de frein qui l'avaient lestée depuis 2022 (inflation, restriction monétaire, restriction budgétaire *post-pandémie*, cycle de crédit). Elle montre une certaine résistance face aux nouveaux facteurs de frein (appréciation de l'euro, hausse des droits de douane et incertitude). Si les vents contraires qui s'estompent ont pesé surtout sur la demande intérieure, les nouveaux obstacles affectent davantage la demande étrangère. La demande intérieure fait preuve d'une résistance qui soutient la croissance du PIB. Malgré les freins passés, le marché du travail a montré une forte résilience avec un taux de chômage inférieur à celui prédictible pour un tel taux de croissance du PIB. Mais la croissance est désormais moins riche en emplois, les heures travaillées augmentent peu et le taux de chômage s'est stabilisé depuis un an. Les gains de pouvoir d'achat persistent, même si le salaire réel par travailleur n'a fait que récupérer son niveau d'avant le choc inflationniste de 2022.

Alors que les marges sont sous la pression d'une compétitivité extérieure abîmée par l'appreciation et par la hausse des droits de douanes, la question de la poursuite de cette résilience à la fois de l'emploi et des salaires se pose. L'accélération de la croissance inscrite dans notre scénario s'appuie sur le maintien de cette hypothèse de résilience de l'emploi et d'un taux de chômage en légère baisse. La profitabilité, même si elle est en cours d'érosion, reste en ligne avec sa moyenne historique et les consommateurs peuvent se reposer sur une épargne historiquement élevée.

La croissance française a surpris à la hausse au deuxième trimestre 2025 et l'activité devrait continuer de progresser modérément au deuxième semestre. Cela se solderait par une croissance modeste en 2025, au rythme de 0,7%. Malgré de possibles effets d'attentisme générés par l'incertitude sur le comportement des agents privés, l'activité accélérerait en rythme annuel de 1,2% en 2026. L'accélération de l'activité serait portée par les retombées des mesures publiques allemandes et de la hausse des dépenses en défense dans l'Union européenne, mais aussi par l'accélération de la consommation privée et le redémarrage de l'investissement des entreprises au niveau domestique.

L'économie allemande demeure enlisée dans la faiblesse de l'activité manufacturière et la dégradation de sa situation compétitive. La croissance en 2025, prévue à 0,1%, est encore freinée par la mollesse de la consommation privée et par le repli de l'investissement dans ses composantes productives et dans le logement. Les perspectives pour 2026 s'améliorent nettement avec les dépenses additionnelles annoncées, prévues en hausse de 1% de PIB en 2026, qui soutiendraient l'accélération de la croissance à 1,2%.

L'économie italienne peine à retrouver son élan en 2025 avec une croissance prévue à 0,5%. Malgré la persistance des difficultés dans le secteur industriel, l'investissement reste étonnamment résilient en 2025, soutenu par le plan Transition 5.0 et l'assouplissement des conditions de financement. La consommation demeure le maillon faible, pénalisée par un marché du travail moins dynamique et un pouvoir d'achat encore sous pression. Pour 2026, nous anticipons une légère accélération de la croissance à 0,6%.

La croissance espagnole continuerait d'afficher un rythme nettement supérieur à la moyenne de la zone euro en 2025 à 2,8%. Hausse des coûts salariaux, inflation contenue par la baisse des marges et modération progressive de l'investissement public définissent le nouveau cadre conjoncturel espagnol. La demande intérieure reste le principal moteur de l'activité, soutenue par la résilience de la consommation privée et le dynamisme de l'investissement résidentiel et productif, alors que la consommation publique conserve un profil de croissance modérée. La demande extérieure, affaiblie par le ralentissement du commerce mondial et le tassement des exportations de biens, limitera sa contribution au PIB, malgré la solidité persistante des services. L'économie espagnole en 2026 entrerait donc dans une phase de normalisation graduelle du rythme d'expansion à 2%, plus en ligne avec son potentiel. (...) ».

Le jeudi 23, les différents taux directeurs des Banques centrales sont les suivants :



	PAYS/RÉGION	TAUX ACTUEL	TAUX PRÉCÉDENT	MODIFICATION
Banque centrale américaine	Etats-Unis	4,25 %	4,50 %	18-09-2025
Banque centrale australienne	Australie	3,60 %	3,85 %	12-08-2025
Banque centrale britannique	Royaume-Uni	4,00 %	4,25 %	07-08-2025
Banque centrale chinoise	Chine	3,00 %	3,10 %	20-05-2025
Banque centrale d'Arabie saoudite	Arabie Saoudite	4,75 %	5,00 %	18-09-2025
Banque centrale danoise	Danemark	1,75 %	2,00 %	05-06-2025
Banque centrale de Nouvelle-Zélande	Nouvelle-Zélande	2,50 %	3,00 %	08-10-2025
Banque centrale du Brésil	Brésil	15,00 %	14,75 %	18-06-2025
Banque centrale du Canada	Canada	2,50 %	2,75 %	17-09-2025
Banque centrale du Chili	Chili	4,75 %	5,00 %	29-07-2025
Banque centrale du Japon	Japon	0,50 %	0,25 %	24-01-2025
Banque centrale européenne	Europe	2,15 %	2,40 %	05-06-2025
Banque centrale hongroise	Hongrie	6,50 %	6,75 %	24-09-2024
Banque centrale indienne	Inde	6,00 %	6,25 %	09-04-2025

Les taux et spreads souverains sont les suivants :

Pays :	Taux :	+ Haut	+ Bas	Var. :	Var. % :	Vs. Bund :	Vs. T-Note :	Heures :
Afrique du Sud	8,980	8,985	8,945	<b>+0,035</b>	<b>+0,39%</b>	640,1	499,1	11:26:18
Allemagne	2,5792	2,5821	2,5653	<b>+0,0182</b>	<b>+0,71%</b>	0,0	-141,0	12:00:29
Australie	4,157	4,157	4,104	<b>+0,032</b>	<b>+0,78%</b>	157,8	16,8	11:59:35
Autriche	2,885	2,902	2,868	<b>+0,021</b>	<b>+0,73%</b>	30,0	-111,0	12:00:29
Bangladesh	9,990	9,990	9,990	<b>+0,100</b>	<b>+1,01%</b>	741,1	600,1	07:34:43
Belgique	3,145	3,151	3,114	<b>+0,034</b>	<b>+1,09%</b>	55,5	-85,5	12:00:29
Brésil	13,820	13,845	13,810	<b>0,000</b>	<b>0,00%</b>	1.124,1	983,1	00:00:18
Bulgarie	2,950	2,950	2,950	<b>0,00</b>	<b>0,00%</b>	37,1	-103,9	21/10
Canada	3,070	3,096	3,062	<b>-0,011</b>	<b>-0,36%</b>	49,1	-91,9	00:28:59
Chili	5,550	5,550	5,550	<b>-0,020</b>	<b>-0,36%</b>	297,1	156,1	22/10
Chine	1,773	1,773	1,767	<b>-0,006</b>	<b>-0,34%</b>	-80,6	-221,6	08:59:01
Chypre	2,934	2,936	2,909	<b>+0,009</b>	<b>+0,31%</b>	35,5	-105,5	11:58:05
Colombie	11,649	11,649	11,649	<b>+0,092</b>	<b>+0,80%</b>	907,0	766,0	22/10
Corée du Sud	2,907	2,911	2,855	<b>+0,027</b>	<b>+0,94%</b>	32,8	-108,2	08:29:28
Côte D'Ivoire	7,240	7,240	7,240	<b>0,00</b>	<b>0,00%</b>	466,1	325,1	22/10
Croatie	3,064	3,064	3,064	<b>0,00</b>	<b>0,00%</b>	48,5	-92,5	22/10
Danemark	2,475	2,529	2,460	<b>+0,011</b>	<b>+0,45%</b>	-5,2	-146,2	12:00:27
Égypte	20,370	20,370	20,370	<b>0,00</b>	<b>0,00%</b>	1.779,1	1.638,1	08:03:07
Espagne	3,111	3,114	3,093	<b>+0,022</b>	<b>+0,71%</b>	53,2	-87,8	12:00:27
États-Unis	3,990	3,992	3,949	<b>+0,038</b>	<b>+0,96%</b>	141,0	0,0	12:00:23
Finlande	2,963	2,964	2,932	<b>+0,026</b>	<b>+0,89%</b>	37,3	-103,7	12:00:29
France	3,373	3,380	3,354	<b>+0,022</b>	<b>+0,66%</b>	79,3	-61,7	12:00:29
Grèce	3,244	3,257	3,229	<b>+0,019</b>	<b>+0,59%</b>	66,5	-74,5	11:58:21
Hong-Kong	2,847	2,847	2,816	<b>+0,031</b>	<b>+1,10%</b>	26,8	-114,2	11:02:20
Hongrie	6,850	6,850	6,850	<b>-0,010</b>	<b>-0,15%</b>	427,1	286,1	22/10
Île Maurice	5,611	5,611	5,611	<b>0,000</b>	<b>0,00%</b>	303,2	162,2	08:03:09
Inde	6,538	6,540	6,513	<b>+0,030</b>	<b>+0,46%</b>	395,9	254,9	11:28:07
Indonésie	5,987	5,993	5,987	<b>-0,007</b>	<b>-0,12%</b>	340,8	199,8	10:59:31
Irlande	2,823	2,841	2,806	<b>+0,011</b>	<b>+0,39%</b>	24,4	-116,6	12:00:27
Islande	6,667	6,667	6,667	<b>0,00</b>	<b>0,00%</b>	408,8	267,8	08:03:10
Israël	3,906	3,906	3,901	<b>0,000</b>	<b>0,00%</b>	132,7	-8,3	22/10
Italie	3,368	3,373	3,353	<b>+0,017</b>	<b>+0,51%</b>	78,9	-62,1	11:59:21
Japon	1,667	1,667	1,640	<b>+0,023</b>	<b>+1,40%</b>	-91,2	-232,2	11:51:12
Kazakstan	16,993	16,993	16,993	<b>0,00</b>	<b>0,00%</b>	1.441,4	1.300,4	22/10
Kenya	13,460	13,460	13,460	<b>0,00</b>	<b>0,00%</b>	1.088,1	947,1	22/10
Lituanie	3,519	3,519	3,519	<b>+0,000</b>	<b>+0,00%</b>	94,0	-47,0	22/10
Malaisie	3,479	3,496	3,479	<b>-0,018</b>	<b>-0,51%</b>	90,0	-51,0	10:35:10
Malte	3,194	3,194	3,194	<b>+0,009</b>	<b>+0,28%</b>	61,5	-79,5	11:18:19
Maroc	2,975	2,975	2,975	<b>0,000</b>	<b>0,00%</b>	39,6	-101,4	22/10

Et les principaux indices boursiers :

Nom	Dernier	+ Haut	+ Bas	Var.	Var.%	Heure
🇫🇷 CAC 40	8.234,71	8.250,89	8.215,53	+27,84	+0,34%	12:14:
🇫🇷 SBF 120	6.219,69	6.233,37	6.207,59	+18,13	+0,29%	12:00:
🇪🇺 Euro Stoxx 50	5.650,15	5.661,95	5.643,45	+10,94	+0,19%	12:14:
🇺🇸 Dow Jones	46.590,41	46.941,56	46.461,52	-334,33	-0,71%	22/1
🇺🇸 S&P 500	6.699,40	6.741,75	6.655,69	-35,95	-0,53%	22/1
🇺🇸 Nasdaq	22.740,40	22.978,40	22.514,08	-213,27	-0,93%	22/1
🇺🇸 Russell 2000	2.451,55	2.485,14	2.426,53	-36,14	-1,45%	22/1
🇺🇸 S&P 500 VIX	18,77	18,93	18,34	+0,17	+0,91%	12:12
🇨🇦 S&P/TSX	29.982,98	30.036,85	29.802,49	+94,16	+0,32%	22/1
🇧🇷 Bovespa	144.873	145.048	144.039	+788	+0,55%	22/1
🇮🇹 S&P/BMV IPC	61.308,20	61.391,53	60.695,24	+534,42	+0,88%	22/1
🇵🇱 MSCI World	4.321,01	4.322,53	4.318,62	-1,92	-0,04%	12:15
🇩🇪 DAX	24.055,78	24.221,46	24.037,79	-101,99	-0,42%	12:15
🇬🇧 FTSE 100	9.561,20	9.565,90	9.515,30	+46,20	+0,49%	12:15:
🇳🇱 AEX	973,65	973,65	967,50	+7,65	+0,79%	12:15
🇪🇸 IBEX 35	15.770,50	15.791,25	15.725,50	-16,20	-0,10%	12:15:
🇮🇹 FTSE MIB	42.354,00	42.477,00	42.193,00	+144,36	+0,34%	12:15:
🇨🇭 SMI	12.591,29	12.606,79	12.568,29	-18,98	-0,15%	12:15
🇵🇹 PSI	8.364,87	8.381,56	8.304,50	+59,44	+0,72%	12:14:
🇧🇪 BEL 20	4.982,30	4.999,00	4.976,20	-23,30	-0,47%	12:15
🇭🇷 ATX	4.642,88	4.643,77	4.640,79	+1,01	+0,02%	11:40:
🇸🇪 OMXS30	2.749,76	2.757,73	2.742,27	+4,23	+0,15%	12:15
🇷🇺 MOEX Russia Index	2.563,90	2.581,31	2.546,26	-89,10	-3,36%	12:15
🇷🇺 RTSI	989,14	1.006,93	982,34	-34,38	-3,36%	12:15

Le vendredi 24, publication par Le Grand Continent d'un discours important et intéressant de Mario Draghi :

« Ma carrière dans la fonction publique italienne avait débuté par les négociations du traité de Maastricht<sup>1</sup>. Depuis, la construction de l'Europe a été au cœur de toutes mes missions, tant sur le plan national — à la tête du Trésor italien puis en tant que président du Conseil — que sur le plan européen à la tête de la Banque centrale européenne.

Or aujourd'hui, les perspectives pour l'Europe n'ont jamais été, d'aussi loin qu'il m'en souvienne, aussi difficiles. Presque tous les principes sur lesquels repose l'Union sont remis en cause.

Nous avions bâti notre prospérité sur l'ouverture et le multilatéralisme — nous sommes aujourd'hui confrontés au protectionnisme et aux actions unilatérales.

Nous avions cru que la diplomatie pouvait être le fondement de notre sécurité — nous assistons aujourd'hui au retour de la puissance militaire comme moyen d'affirmer ses intérêts.

Nous avions promis de montrer la voie en matière de responsabilité climatique — aujourd'hui, les autres se retirent et nous laissent supporter des coûts croissants.

Le monde qui nous entoure a radicalement changé. Et l'Europe peine à réagir.

Cela soulève une question cruciale : pourquoi ne parvenons-nous pas à changer ?

On nous dit souvent que l'Europe se forge dans les crises. Mais quel niveau de gravité doit atteindre une crise pour que nos dirigeants unissent enfin leurs forces et trouvent la volonté politique d'agir ?

Après la grande crise financière et la crise de la dette souveraine, la BCE, grâce notamment à son mandat européen, a évolué vers une institution plus fédérale ; l'union bancaire a également été lancée.

Mais depuis lors, nos défis sont devenus de plus en plus complexes et nécessitent désormais une action commune de la part des États membres.

Ils concernent des domaines tels que la défense, la sécurité énergétique et les technologies de pointe, qui nécessitent une échelle continentale et des investissements partagés.

Et dans certains de ces domaines, notamment la défense et la politique étrangère, un degré plus élevé de légitimité démocratique est nécessaire.

Or depuis de nombreuses années, notre gouvernance n'a pas bougé.

Aujourd'hui, notre confédération européenne n'est tout simplement pas en mesure de répondre à ces besoins.

L'échelle nationale ne suffit plus pour gérer efficacement les défis immenses auxquels nous sommes confrontés. Et même si nous voulions transférer davantage de pouvoirs à l'Europe, ce modèle ne nous offre pas la légitimité démocratique pour le faire.

Ce qui nous arrête n'est pas une contrainte d'ordre juridique liée aux traités.

La contrainte la plus profonde est que, face à ce nouveau monde, nous n'avons pas construit de mandat commun — approuvé par les citoyens — pour ce que nous, Européens, voulons vraiment faire ensemble.

C'est pourquoi l'avenir de l'Europe doit être une voie vers le fédéralisme.

Cela ne tient pas du rêve mais de la nécessité.

Or, aussi souhaitable qu'une véritable fédération puisse être, elle nécessiterait des conditions politiques qui ne sont pas réunies aujourd'hui. Et les défis auxquels nous sommes confrontés sont trop urgents pour attendre qu'elles se présentent.

Le seul chemin possible est celui d'un nouveau fédéralisme pragmatique.

Un fédéralisme basé sur certains domaines clefs, flexible et capable de se projeter et d'agir en dehors des mécanismes plus lents du processus décisionnel de l'Union.

Il serait construit à partir de « coalitions de volontaires » autour d'intérêts stratégiques communs, en reconnaissant que les différentes forces de l'Europe n'exigent pas que tous les pays avancent au même rythme.

Imaginez.

Des pays dotés de secteurs technologiques forts qui s'accordent sur un régime commun permettant à leurs entreprises de se développer rapidement.

Des nations dotées d'industries de défense avancées qui unissent leurs efforts en matière de recherche et développement et financent des marchés publics communs.

Des leaders industriels qui co-investissent dans des secteurs critiques tels que les semi-conducteurs ou dans des infrastructures de réseau qui réduisent les coûts énergétiques.

Ce fédéralisme pragmatique permettrait à ceux qui ont les ambitions les plus grandes d'agir avec la rapidité, l'ampleur et l'intensité des autres puissances mondiales.

Il pourrait par ailleurs contribuer à renouveler l'élan démocratique de l'Europe elle-même.

En effet, l'adhésion exigerait des gouvernements nationaux qu'ils obtiennent un soutien démocratique pour des objectifs communs spécifiques, suscitant ainsi la construction ascendante d'un objectif commun — et non une imposition descendante.

Tous ceux qui souhaitent adhérer pourraient le faire, tandis que ceux qui cherchent à bloquer les progrès ne pourraient plus retenir les autres.

En bref, cela offre une vision pleine de confiance de l'Europe, une vision à laquelle les citoyens peuvent croire.

Une Europe dans laquelle les jeunes voient leur avenir. Une Europe qui refuse d'être piétinée. Une Europe qui agit non par crainte du déclin, mais par fierté de ce qu'elle peut encore accomplir.

C'est la vision que nous devons proposer si nous voulons que l'Europe se renouvelle.

Et je suis convaincu que nous pouvons y parvenir ».

*Source :*

1Ce texte est le discours de Mario Draghi à l'occasion de la remise du Prix Princesse des Asturies pour la coopération internationale, à Oviedo, le 24 octobre 2025.

Ce même vendredi 24, au soir, l'agence de notation Moody's maintient pour la France sa note à AA3 mais avec perspective négative. Même si le changement de perspective est une sérieuse mise en garde, ce jugement est moins sévère que la dégradation en septembre par Fitch et la semaine précédente par S&P.

« "Cette instabilité politique risque d'entraver la capacité du gouvernement à affronter des défis essentiels tels que le déficit budgétaire élevé, le fardeau croissant de la dette et la hausse durable des coûts d'emprunt", expliquent les analystes de Moody's, qui pointent aussi le risque d'un retour en arrière durable sur certaines réformes structurelles clefs, en particulier la réforme des retraites de 2023. "Si la suspension de la réforme s'étend au-delà de quelques années, cela va exacerber les défis budgétaires du gouvernement et affecter négativement le potentiel de croissance de l'économie en réduisant l'offre de travail" écrivent-ils » (Les Echos).

Également le vendredi 24, publication de HCOB PMI Flash :

*Zone euro :*

L'indice PMI Flash composite HCOB de l'activité globale dans la zone euro se redresse à 52,2 (51,2 en septembre). Plus haut de 17 mois.

L'indice PMI Flash HCOB de l'activité de services dans la zone euro se redresse à 52,6 (51,3 en septembre). Plus haut de 14 mois.

L'indice PMI Flash HCOB de la production manufacturière dans la zone euro se redresse à 51,1 (50,9 en septembre). Plus haut de 2 mois.

L'indice PMI Flash HCOB de l'industrie manufacturière dans la zone euro se redresse à 50,0 (49,8 en septembre). Plus haut de 2 mois.

Commentaire du Dr. Cyrus de la Rubia, Chef économiste à Hamburg Commercial Bank :

« La faiblesse de l'économie française pèse de plus en plus sur les performances de la zone euro. Alors que la situation économique s'est nettement améliorée en Allemagne, la contraction s'est accélérée pour un deuxième mois consécutif en France. En conséquence, la croissance de la zone euro, bien que légèrement plus rapide qu'en septembre, a été beaucoup moins marquée qu'elle n'aurait pu l'être sans l'impact des faibles performances du secteur privé français. Le risque de censure du gouvernement de Sébastien Lecornu, menacé par les dissensions relatives au budget 2026, et le climat d'incertitude qu'il engendre sur les marchés contribuent très fortement à la fragilité économique du pays. Or, la France achetant aux autres pays de la zone euro un grand nombre de produits et services, la faiblesse de son économie entrave la reprise de l'ensemble de la région.

L'industrie a globalement stagné au cours des six derniers mois, et le très léger redressement de l'indice PMI, qui s'est inscrit à 50,0 en octobre, ne permet guère d'espérer une reprise de la croissance dans les prochains mois. En effet, les nouvelles commandes ont elles aussi stagné au cours de la dernière période d'enquête, tandis que la contraction de l'emploi s'est accélérée, les fabricants ayant réduit leurs effectifs afin d'ajuster leur capacité au niveau de la demande et d'accroître leur productivité. En outre, si les entreprises ont pu légèrement relever leurs prix de vente en octobre, les prix des achats ont eux aussi augmenté, limitant ainsi la hausse des marges bénéficiaires.

Dans le secteur des services de la zone euro, les tensions sur les prix restent modérées. Si le taux d'inflation des prix facturés par les prestataires de services s'est légèrement renforcé, il s'est toutefois maintenu à un niveau proche de sa moyenne de long terme. Parallèlement, la hausse des prix payés a légèrement marqué le pas par rapport à septembre, tendance montrant que les risques inflationnistes liés aux coûts sont faibles à court terme. Ces dernières données sur les prix conforteront très certainement la Banque centrale européenne, qui prête une attention toute particulière à l'évolution de l'inflation dans le secteur des services, dans sa décision de ne pas procéder à de nouvelles baisses des taux d'intérêt. »

#### *France :*

L'indice PMI Flash composite HCOB de l'activité globale en France s'est replié à 46,8 en octobre (48,1 en septembre), plus bas de 8 mois.

L'indice PMI Flash HCOB de l'activité de services en France s'est replié à 47,1 en octobre (48,5 en septembre), plus bas de 8 mois.

L'indice PMI Flash HCOB de la production manufacturière en France s'est replié à 45,3 en octobre (45,8 en septembre), plus bas de 8 mois.

L'indice PMI Flash HCOB de l'industrie manufacturière en France s'est redressé à 48,3 en octobre (48,2 en septembre), plus haut de 2 mois.

Données recueillies du 9 au 22 octobre

Commentaire de Jonas Feldhusen, Junior Economist à la Hamburg Commercial Bank :

« L'indice PMI Composite Flash s'est replié à 46,8 en octobre, indiquant une nouvelle baisse de l'activité globale du secteur privé français et une accélération de la contraction par rapport à septembre. Il continue ainsi de souligner la faiblesse de la conjoncture économique en France, et met en évidence une fragilité générale du secteur privé, l'activité ayant en effet reculé tant dans le secteur manufacturier que dans celui des services. Notre modèle HCOB de prévision immédiate annonce une croissance nulle du PIB français pour le troisième trimestre de l'année.

Si les entreprises françaises restent globalement optimistes quant à une croissance de leur activité dans les douze prochains mois, la confiance s'est toutefois dégradée, en raison principalement de la faiblesse de l'économie mondiale et du climat de forte incertitude politique en France. L'indice prospectif des perspectives d'activité, déjà faible en septembre, a continué de se replier tandis que l'évolution de la demande demeure peu encourageante. Si le premier ministre Sébastien Lecornu s'est octroyé, en suspendant la réforme des retraites, une certaine marge de manœuvre politique à court terme pour les négociations budgétaires, le climat économique et politique général reste tendu. Cette situation risque de peser sur les dépenses de consommation et les investissements.

La conjoncture reste fragile dans le secteur manufacturier, le recul de la production et des nouvelles commandes laissant présager une période de faiblesse prolongée. Cherchant à stimuler leurs ventes, les fabricants français ont réduit leurs prix de vente pour un deuxième mois consécutif en octobre. Dans chacun des deux secteurs couverts par l'enquête en revanche, l'indice de l'emploi s'est maintenu en territoire positif, tendance témoignant d'une résilience sous-jacente du marché du travail français. »

Le dimanche 26, l'état des spreads et des principaux indices boursiers sont les suivants :

Pays :	Taux :	+ Haut	+ Bas	Var. :	Var. % :	Vs. Bund :	Vs. T-Note :	Heures :
■ Afrique du Sud	8,885	8,970	8,885	-0,050	-0,56%	626,1	488,8	24/10
■ Allemagne	2,6242	2,6320	2,5720	+0,0463	+1,80%	0,0	-137,3	24/10
■ Australie	4,144	4,182	4,123	+0,015	+0,36%	152,0	14,7	24/10
■ Autriche	2,941	2,946	2,871	+0,056	+1,94%	31,7	-105,6	24/10
■ Bangladesh	9,990	9,990	9,990	0,000	0,00%	736,6	599,3	06:48:28
■ Belgique	3,197	3,201	3,130	+0,058	+1,85%	57,3	-80,0	24/10
■ Brésil	13,748	13,795	13,727	-0,072	-0,52%	1.112,4	975,1	24/10
■ Bulgarie	2,950	2,950	2,950	0,000	0,00%	32,6	-104,7	24/10
■ Canada	3,087	3,099	3,047	-0,016	-0,52%	46,3	-91,0	25/10
■ Chili	5,520	5,570	5,520	-0,050	-0,90%	289,6	152,3	24/10
■ Chine	1,789	1,823	1,777	+0,008	+0,45%	-83,5	-220,8	24/10
■ Chypre	2,981	2,985	2,931	+0,041	+1,39%	35,7	-101,6	24/10
■ Colombie	11,642	11,642	11,581	-0,109	-0,93%	901,8	764,5	24/10
■ Corée du Sud	2,910	2,927	2,899	-0,002	-0,07%	28,6	-108,7	24/10
■ Côte D'Ivoire	7,240	7,240	7,240	0,000	0,00%	461,6	324,3	24/10
■ Croatie	3,063	3,063	3,063	0,000	0,00%	43,9	-93,4	24/10
■ Danemark	2,553	2,574	2,466	+0,077	+3,11%	-7,1	-144,4	24/10
■ Égypte	20,370	20,370	20,370	0,000	0,00%	1.774,6	1.637,3	23/10
■ Espagne	3,161	3,166	3,109	+0,044	+1,41%	53,7	-83,6	24/10
■ États-Unis	3,997	4,020	3,964	+0,008	+0,20%	137,3	0,0	24/10
■ Finlande	3,003	3,023	2,942	+0,047	+1,59%	37,9	-99,4	24/10
■ France	3,433	3,441	3,374	+0,054	+1,60%	80,9	-56,4	24/10
■ Grèce	3,298	3,310	3,240	+0,050	+1,54%	67,2	-70,1	24/10
■ Hong-Kong	2,887	2,887	2,847	+0,040	+1,40%	26,3	-111,0	24/10
■ Hongrie	6,850	6,850	6,850	-0,010	-0,15%	422,6	285,3	22/10
■ Île Maurice	5,610	5,610	5,610	-0,001	-0,02%	298,6	161,3	24/10
■ Inde	6,533	6,570	6,530	-0,006	-0,09%	390,9	253,6	24/10
■ Indonésie	5,994	6,007	5,979	+0,001	+0,02%	337,0	199,7	24/10
■ Irlande	2,881	2,884	2,814	+0,047	+1,66%	25,7	-111,6	24/10
■ Islande	6,564	6,575	6,564	-0,032	-0,49%	394,0	256,7	24/10
■ Israël	3,932	3,932	3,932	+0,026	+0,67%	130,8	-6,5	23/10
■ Italie	3,417	3,424	3,364	+0,042	+1,24%	79,3	-58,0	24/10
● Japon	1,656	1,671	1,649	-0,004	-0,24%	-96,8	-234,1	24/10
■ Kazakstan	16,996	16,996	16,996	+0,004	+0,02%	1.437,2	1.299,9	24/10
■ Kenya	13,120	13,120	13,050	-0,340	-2,53%	1.049,6	912,3	24/10
■ Lituanie	3,553	3,553	3,553	+0,032	+0,91%	92,9	-44,4	24/10
■ Malaisie	3,486	3,486	3,486	+0,007	+0,20%	86,2	-51,1	24/10
■ Malte	3,200	3,200	3,200	+0,006	+0,19%	57,6	-79,7	24/10
■ Maroc	2,995	2,995	2,995	0,000	0,00%	37,1	-100,2	24/10
■ Mexique	8,604	8,604	8,520	+0,084	+0,99%	598,0	460,7	24/10
■ Namibie	10,314	10,314	10,314	+0,104	+1,02%	769,0	631,7	24/10
■ Nigéria	15,577	15,577	15,577	0,000	0,00%	1.295,3	1.158,0	22/10
■ Norvège	3,998	4,045	3,975	+0,011	+0,28%	137,4	0,1	24/10

Nom	Dernier	+ Haut	+ Bas	Var.	Var.%	Heure
France CAC 40	7.971,78	8.035,72	7.909,46	-109,76	-1,36%	17:35:5
France SBF 120	6.036,44	6.083,52	5.985,47	-83,79	-1,37%	17:35:5
Europe Euro Stoxx 50	5.631,25	5.651,45	5.605,25	-20,46	-0,36%	17:38:5
USA Dow Jones	46.739,00	46.846,45	46.426,96	-19,28	-0,04%	19:55:1
USA S&P 500	6.746,36	6.747,95	6.718,19	+30,57	+0,46%	19:55:2
USA Nasdaq	22.956,27	22.966,25	22.827,56	+175,76	+0,77%	19:55:5
USA Russell 2000	2.495,07	2.501,00	2.476,55	+18,89	+0,76%	19:55:5
USA S&P 500 VIX	16,52	17,09	16,52	-0,13	-0,78%	19:55:0
Canada S&P/TSX	30.653,36	30.686,96	30.479,09	+181,68	+0,60%	19:55:4
Bresil Bovespa	143.807	144.532	143.376	-393	-0,27%	19:40:3
Italie S&P/BMV IPC	60.453,82	60.933,92	60.110,48	-1.530,61	-2,47%	19:55:5
Suisse MSCI World	4.355,09	4.355,78	4.331,74	+17,80	+0,41%	19:55:4
Allemagne DAX	24.396,23	24.482,90	24.269,94	+17,43	+0,07%	17:38:5
Royaume-Uni FTSE 100	9.479,14	9.516,83	9.465,42	-12,11	-0,13%	17:35:5
Belgique AEX	966,94	968,73	961,67	+5,43	+0,56%	17:35:5
Espagne IBEX 35	15.573,10	15.630,90	15.487,30	-12,00	-0,08%	17:35:5
Portugal FTSE MIB	43.146,13	43.355,60	42.811,00	-111,98	-0,26%	17:35:5
Suisse SMI	12.555,48	12.564,60	12.471,45	+48,31	+0,39%	17:35:5
Portugal PSI	8.178,21	8.188,99	8.096,83	+63,19	+0,78%	17:35:5
Belgique BEL 20	4.912,28	4.931,38	4.893,81	-18,15	-0,37%	17:35:4
Autriche ATX	4.730,14	4.742,31	4.730,14	-10,92	-0,23%	17:35:0
Suède OMXS30	2.741,29	2.751,86	2.720,82	+12,33	+0,45%	17:30:5

Le mercredi 29, la Fed annonce la baisse de ses taux directeurs :

« Les indicateurs disponibles suggèrent une croissance modérée de l'activité économique. Les créations d'emplois ont ralenti cette année et le taux de chômage a légèrement augmenté, tout en restant faible jusqu'en août ; des indicateurs plus récents confirment cette évolution. L'inflation a progressé depuis le début de l'année et demeure relativement élevée.

Le Comité vise le plein emploi et une inflation de 2 % à long terme. L'incertitude quant aux perspectives économiques reste forte. Le Comité est attentif aux risques pesant sur les deux aspects de son double mandat et estime que les risques de détérioration de l'emploi se sont accentués ces derniers mois.

Afin d'atteindre ses objectifs et compte tenu de l'évolution de l'équilibre des risques, le Comité a décidé d'abaisser la fourchette cible du taux des fonds fédéraux de 0,25 point de pourcentage, la ramenant de 3,75 % à 4 %. Pour tout ajustement ultérieur de cette fourchette, le Comité analysera attentivement les données économiques à venir, l'évolution des perspectives et l'équilibre des risques. Le Comité a décidé de mettre fin à la réduction de son portefeuille de titres le 1er décembre. Il est fermement résolu à soutenir le plein emploi et à ramener l'inflation à son objectif de 2 %.

Pour déterminer l'orientation appropriée de sa politique monétaire, le Comité continuera de suivre l'incidence des nouvelles informations sur les perspectives économiques. Il sera prêt à ajuster cette orientation si des risques susceptibles d'entraver la réalisation de ses objectifs apparaissent. Ses évaluations tiendront compte d'un large éventail d'informations, notamment des indicateurs relatifs à la situation du marché du travail, aux pressions et aux anticipations inflationnistes, ainsi qu'à l'évolution de la situation financière et internationale ».

Le jeudi 30, l'INSEE annonce que la croissance française a été nettement plus forte que prévue au 3<sup>ème</sup> trimestre :

#### Le PIB et ses composantes en volumes chaînés

	variations en %, données CVS-CJO					
	2024T4	2025T1	2025T2	2025T3	2024	2025 (acquis)
PIB	0,0	0,1	0,3	0,5	1,1	0,8
Importations	0,8	0,1	1,4	-0,4	-1,3	2,0
Dép. conso. ménages	0,0	-0,3	0,1	0,1	1,0	0,3
Dép. conso. APU*	0,4	0,2	0,5	0,5	1,4	1,4
FBCF totale	0,1	-0,2	0,0	0,4	-1,3	-0,2
d <sup>ont</sup> ENF**	0,1	0,1	0,2	0,9	-2,4	-0,1
d <sup>ont</sup> Ménages	0,8	0,0	-0,1	-0,4	-5,6	-0,2
d <sup>ont</sup> APU*	-0,6	-0,9	-0,3	0,0	4,7	-1,2
Exportations	1,5	-1,4	0,3	2,2	2,4	0,6
Contributions :						
Demande intérieure finale hors stocks	0,2	-0,1	0,2	0,3	0,6	0,4
Variations de stocks	-0,4	0,7	0,5	-0,6	-0,8	0,8
Commerce extérieur	0,2	-0,5	-0,4	0,9	1,3	-0,5

\* APU : administrations publiques.

\*\* ENF : entreprises non financières.

Les volumes sont mesurés aux prix de l'année précédente chaînés et corrigés des variations saisonnières et de effets des jours ouvrables (CVS-CJO).

Source : Insee.

- Novembre 2025 ->

Le lundi 3, publication du HCOB PMI Industrie manufacturière

- *Pour la zone euro :*

« L'indice PMI HCOB pour l'industrie manufacturière de la zone euro se redresse à 50,0 (septembre : 49,8). Plus haut de 2 mois.

L'indice PMI HCOB de la production manufacturière dans la zone euro se redresse à 51,0 (septembre : 50,9). Plus haut de 2 mois.

Les nouvelles commandes ont stagné et l'emploi a reculé, mais la production a augmenté.

Les données ont été recueillies entre le 9 et le 24 octobre 2025.

**Commentaire du Dr. Cyrus de la PMI :**

Rubia, Chef économiste à la Hamburg Commercial Bank :

« Si la conjoncture est restée fragile dans l'industrie manufacturière de la zone euro en octobre, malgré des signes de relance économique dans le secteur. La production a augmenté pour un huitième mois consécutif, mais sans l'élan nécessaire à une véritable reprise, la croissance ayant affiché un rythme modeste, similaire à ceux observés au cours des mois précédents. Parallèlement, le volume global des nouvelles commandes a stagné par rapport à septembre, reflétant une demande atone sur les marchés européens.

L'emploi a continué de reculer en octobre, la contraction s'étant même légèrement accélérée au cours du mois. La faiblesse de la demande a en effet constraint les entreprises à supprimer des postes afin de réduire les coûts et d'accroître leur productivité. Par ailleurs, des tensions sur les chaînes d'approvisionnement, et notamment les pénuries mondiales de semi-conducteurs, semblent contribuer à un allongement des délais de livraison d'intrants, lequel pourrait peser sur les niveaux de production dans des secteurs tels que

l'industrie automobile et l'ingénierie mécanique. Ce risque explique, à lui seul, la réticence de nombreux fabricants à recruter, à court terme, du personnel supplémentaire ».

Les données par pays signalent une conjoncture industrielle fragile en Allemagne, une récession du secteur manufacturier en France, une faiblesse persistante en Italie et une faible croissance en Espagne. Les tensions politiques dans l'Hexagone ont non seulement contribué à faire chuter les niveaux de production, mais se sont également traduites par un fort repli de l'indice des perspectives d'activité. Or, ces mauvaises performances françaises se répercutent sur l'ensemble de la région, affaiblissant la demande de biens dans les autres pays de la zone euro, dont la France est l'un des principaux partenaires commerciaux.

Enfin, l'enquête continue de signaler une baisse des stocks d'intrants et de produits finis en octobre, ne donnant aucun signe de reprise prochaine des opérations de restockage dans les usines de la zone euro. Si les réductions de stocks signalées au cours du mois peuvent être en partie attribuées à la pénurie de semi-conducteurs, elles s'expliquent toutefois principalement par la faiblesse actuelle du secteur manufacturier.»

- *Pour la France :*

Les volumes de production ont fortement diminué sur fond de nouveau recul des nouvelles commandes

Les fabricants français anticipent un recul de la production au cours des douze prochains mois

Les pressions concurrentielles ont conduit les fabricants français à de nouveau réduire leurs prix de vente

Les données ont été recueillies du 9 au 24 octobre 2025.

**Commentaire** de Jonas Feldhusen, Junior Economist à la Hamburg Commercial Bank :

« L'incertitude engendrée par la crise politique actuelle a continué de peser sur l'économie française en début de quatrième trimestre 2025. L'indice PMI HCOB s'est maintenu sous le seuil de croissance, reflétant les faibles performances du secteur manufacturier français qui reste ancré en zone de contraction. La production a notamment reculé dans les trois principaux secteurs industriels couverts par l'enquête.

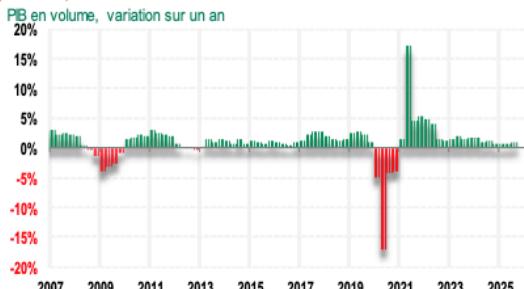
Les fabricants français envisagent désormais l'avenir avec pessimisme. En effet, 30 % des entreprises interrogées anticipent une baisse de leur activité au cours des douze prochains mois, se disant notamment préoccupées par l'instabilité politique et la faiblesse prolongée de la demande. Cet assombrissement des perspectives d'activité se reflète dans la diminution des nouvelles commandes, la crise politique sur le territoire, la réticence des clients à engager des dépenses et une conjoncture difficile sur les marchés ayant pesé sur la demande clients. À l'international, les tensions géopolitiques ont également fait chuter la demande, les répondants ayant notamment indiqué une baisse de leurs nouvelles commandes en provenance d'Asie et du Moyen-Orient. Les données de l'enquête indiquent toutefois le plus faible taux de contraction des ventes à l'export depuis avril.

Les fortes pressions concurrentielles ont conduit les fabricants français à réduire leurs tarifs pour un deuxième mois consécutif en octobre. Cette baisse des prix de vente s'accompagne d'un nouveau ralentissement de l'inflation des coûts, les prix des achats n'ayant enregistré qu'une hausse marginale au cours du mois. Enfin, la diminution des volumes de production et les prévisions de baisse de la demande ont incité les entreprises à poursuivre leurs opérations de déstockage, les stocks de produits finis et les stocks d'intrants ayant diminué en octobre. »

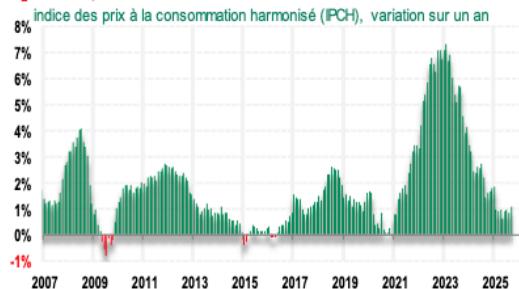
Également le lundi 3, « [economic-research.bnpparibas .com](http://economic-research.bnpparibas.com) » publie les chiffres clés suivants :

Chiffres clés		France	Allemagne	Italie	Espagne	Pays-Bas	Belgique	Zone euro
PIB annuel en valeur [EUR milliards]	2024	2.921	4.305	2.192	1.592	1.134	614	15.071
Croissance du PIB [volume, sur un an, %]	sept.-25	+0.9	+0.3	+0.4	+2.8	+1.4	+1.1	+1.3
Indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) [sur un an, %]	sept.-25	+1.1	+2.4	+1.8	+3.0	+3.0	+2.7	+2.2
Taux de chômage [harmonisé, %]	sept.-25	7.6	3.9	6.1	10.5	4.0	5.9	6.3
Balance courante [12m, % PIB]	août-25	-0.3	4.6	1.2	2.9	-	-	2.0
Parts de marché à l'exportation [%]	2024	2.7	7.0	2.8	1.8	3.8	2.2	24.3
Excédent ou déficit [-] public [% PIB]	2024	-5.8	-2.8	-3.4	-3.2	-0.9	-4.5	-3.1
Dette publique [% PIB]	2024	113	62	135	102	43	105	89
Taux d'intérêt à 10a [Emprunts d'Etats, %]	30/10/25	3.35	2.60	3.39	3.10	2.79	3.17	-

### France, taux de croissance annuel



### France, taux d'inflation annuel



Sources : Insee, Eurostat, Commission européenne [AMECO], BNP Paribas

Le mardi 4, les spreads de taux souverains sont les suivants :

Pays :	Taux :	+ Haut	+ Bas	Var. :	Var. % :	Vs. Bund :	Vs. T-Note :	Heures :
Afrique du Sud	8,835	8,865	8,830	<b>0,000</b>	<b>0,00%</b>	618,1	474,7	15:32:42
Allemagne	2,6537	2,6681	2,6402	<b>+0,0017</b>	<b>+0,06%</b>	0,0	-143,4	17:55:24
Australie	4,310	4,332	4,304	<b>-0,049</b>	<b>-1,12%</b>	165,6	22,2	17:54:47
Autriche	2,944	2,980	2,924	<b>+0,004</b>	<b>+0,14%</b>	29,0	-114,4	17:55:48
Bangladesh	10,020	10,020	9,990	<b>0,000</b>	<b>0,00%</b>	736,6	593,2	08:53:28
Belgique	3,190	3,238	3,174	<b>-0,007</b>	<b>-0,22%</b>	53,6	-89,8	17:55:47
Brésil	13,852	13,875	13,852	<b>+0,047</b>	<b>+0,34%</b>	1.119,8	976,4	15:31:56
Bulgarie	3,102	3,102	3,102	<b>+0,000</b>	<b>+0,00%</b>	45,9	-98,2	29/10
Canada	3,150	3,154	3,134	<b>+0,003</b>	<b>+0,10%</b>	49,6	-93,8	17:54:47
Chili	5,510	5,510	5,510	<b>0,000</b>	<b>0,00%</b>	285,6	142,2	13:07:53
Chine	1,740	1,744	1,738	<b>-0,017</b>	<b>-0,97%</b>	-91,4	-234,8	07:59:01
Cypre	2,979	2,999	2,978	<b>-0,004</b>	<b>-0,13%</b>	32,5	-110,9	16:19:07
Colombie	11,629	11,629	11,629	<b>+0,017</b>	<b>+0,15%</b>	897,5	754,1	15:44:01
Corée du Sud	3,091	3,153	3,091	<b>+0,034</b>	<b>+1,11%</b>	43,7	-99,7	07:29:53
Côte D'Ivoire	7,240	7,240	7,240	<b>0,000</b>	<b>0,00%</b>	458,6	315,2	03/11
Croatie	3,062	3,062	3,062	<b>0,000</b>	<b>0,00%</b>	40,8	-102,6	31/10
Danemark	2,518	2,584	2,506	<b>-0,027</b>	<b>-1,06%</b>	-13,6	-157,0	17:55:24
Égypte	20,260	20,350	20,260	<b>-0,090</b>	<b>-0,44%</b>	1.760,6	1.617,2	14:30:11
Espagne	3,158	3,178	3,145	<b>+0,003</b>	<b>+0,10%</b>	50,4	-93,0	17:55:35
États-Unis	4,088	4,107	4,077	<b>-0,019</b>	<b>-0,46%</b>	143,4	0,0	17:55:44
Finlande	3,009	3,034	2,997	<b>-0,011</b>	<b>-0,36%</b>	35,5	-107,9	17:55:24
France	3,438	3,453	3,422	<b>+0,004</b>	<b>+0,12%</b>	78,4	-65,0	17:55:52
Grèce	3,291	3,312	3,280	<b>+0,005</b>	<b>+0,15%</b>	63,7	-79,7	16:58:49
Hong-Kong	2,943	2,975	2,943	<b>0,000</b>	<b>0,00%</b>	28,9	-114,5	09:53:01
Hongrie	6,890	6,890	6,890	<b>0,000</b>	<b>0,00%</b>	423,6	280,2	14:27:19
Île Maurice	5,670	5,670	5,670	<b>0,000</b>	<b>0,00%</b>	301,6	158,2	08:03:08
Inde	6,530	6,533	6,512	<b>+0,002</b>	<b>+0,03%</b>	387,6	244,2	14:08:06
Indonésie	6,153	6,180	6,153	<b>-0,027</b>	<b>-0,44%</b>	349,9	206,5	10:39:59
Irlande	2,888	2,912	2,872	<b>-0,014</b>	<b>-0,48%</b>	23,4	-120,0	17:55:47
Islande	6,587	6,604	6,587	<b>-0,017</b>	<b>-0,26%</b>	393,3	249,9	16:54:57
Israël	3,935	3,935	3,935	<b>+0,023</b>	<b>+0,59%</b>	128,1	-15,3	11:55:32
Italie	3,402	3,418	3,388	<b>+0,004</b>	<b>+0,12%</b>	74,8	-68,6	17:55:34
Japon	1,678	1,678	1,678	<b>+0,019</b>	<b>+1,15%</b>	-97,6	-241,0	17:31:12
Kazakstan	17,000	17,000	17,000	<b>0,000</b>	<b>0,00%</b>	1.434,6	1.291,2	13:49:59
Kenya	13,130	13,130	13,130	<b>0,000</b>	<b>0,00%</b>	1.047,6	904,2	13:59:59
Lituanie	3,523	3,523	3,523	<b>-0,001</b>	<b>-0,03%</b>	86,9	-56,5	03/11
Malaisie	3,514	3,514	3,508	<b>+0,007</b>	<b>+0,20%</b>	86,0	-57,4	10:58:59
Malte	3,246	3,246	3,242	<b>0,000</b>	<b>0,00%</b>	59,2	-84,2	12:22:00
Maroc	2,857	2,857	2,857	<b>0,000</b>	<b>0,00%</b>	20,3	-123,1	03/11
Mexique	8,650	8,650	8,650	<b>0,000</b>	<b>0,00%</b>	599,6	456,2	03/11
Namibie	10,109	10,109	10,105	<b>-0,034</b>	<b>-0,34%</b>	745,5	602,1	11:55:30
Nigéria	15,581	15,581	15,581	<b>+0,001</b>	<b>+0,01%</b>	1.292,7	1.149,3	03/11
Norvège	4,037	4,060	4,028	<b>0,000</b>	<b>0,00%</b>	138,3	-5,1	17:08:20
Nouvelle-Zélande	4,136	4,148	4,113	<b>+0,010</b>	<b>+0,24%</b>	148,2	4,8	05:39:59
Ouganda	16,912	16,912	16,788	<b>-0,001</b>	<b>-0,01%</b>	1.425,8	1.282,4	11:49:18

Le dimanche 16, l'économiste Dani Rodrik signe dans Les Echos une chronique, « Ne laissons pas la géopolitique tuer l'économie mondiale », en notant que, après que Joe Biden ait lancé une « guerre économique totale » contre Pékin, les réponses des États-Unis au danger que présente la Chine sont mal calibrées ; elles vont au-delà de la défense de leurs intérêts et de la préservation de la sécurité nationale. « (...) La nouvelle approche des États-Unis vis-à-vis de la Chine crée également d'autres angles morts. La stratégie de sécurité nationale souligne plusieurs “défis communs”, tels que le changement climatique et la santé publique mondiale, face auxquels une coopération avec la Chine sera indispensable. Cette stratégie néglige en revanche le risque de voir la conduite d'une guerre économique contre la Chine mettre à mal la confiance et les perspectives de coopération dans ces autres domaines.

Elle exerce aussi un effet de distorsion sur l'agenda économique domestique, en faisant primer les objectifs de supériorité par rapport à la Chine sur d'autres objectifs plus importants. Investir dans des chaînes d'approvisionnements de semi-conducteurs à forte intensité de capitaux et de compétences - chaînes sur lesquelles se concentre actuellement la politique industrielle des États-Unis -, c'est choisir l'une des manières les plus coûteuses de créer des emplois de qualité dans l'économie américaine, pour ceux qui en ont le plus besoin.

Le gouvernement chinois n'est, bien entendu, pas une victime innocente. Il se montre de plus en plus agressif dans la projection de sa puissance économique et militaire, même si ses actions se limitent principalement à son voisinage. En dépit de précédentes garanties, **la Chine a militarisé certaines des îles artificielles** qu'elle a construites en mer de Chine méridionale. Et ses violations des droits humains sur le plan intérieur justifient évidemment les condamnations.

Le problème de l'hypermondialisation réside en ce que nous avons laissé les grandes banques et sociétés internationales écrire les règles de l'économie mondiale. C'est une bonne chose que nous nous éloignions actuellement de cette approche, connaissant les dégâts qu'elle a infligés à notre tissu social. L'opportunité s'offre à nous de façonner une meilleure mondialisation. Les grandes puissances semblent malheureusement avoir choisi un chemin différent, encore plus redoutable. Elles confient désormais les clés de l'économie mondiale à leurs establishements de sécurité nationale, mettant ainsi en péril la paix et la prospérité du monde ».

Le mercredi 26, sur un sujet voisin de celui qu'a traité 10 jours auparavant Dani Rodrik (voir ci-dessus), voici ce que Michael Pettis dit à propos d'un article de Martin Wolf dans le FT : « Martin Wolf (du FT) se demande si les États-Unis ou la Chine seront les premiers à abandonner leurs erreurs actuelles en matière de déséquilibres commerciaux, mais je ne pense pas que ce soit la bonne façon de comprendre *la « fragmentation » actuelle de la mondialisation*.

À mon avis, tout le monde (même l'Europe, à terme) réapprend ce que nous savions autrefois : *un régime commercial hautement mondialisé ne peut fonctionner que si toutes les grandes économies choisissent plus ou moins le même compromis entre intégration mondiale et souveraineté économique*.

En effet, les économies qui exercent un contrôle plus important que leurs partenaires commerciaux sur leurs comptes extérieurs (c'est-à-dire qui privilégient la souveraineté économique au détriment de l'intégration mondiale) sont également en mesure d'exercer un contrôle plus important sur leurs comptes intérieurs, c'est-à-dire qu'elles peuvent structurer...

Leurs déséquilibres extérieurs servent à compenser les déséquilibres intérieurs engendrés par leurs politiques industrielles et de distribution nationales (ces deux politiques devant nécessairement être cohérentes entre elles). Cela leur permet d'externaliser les coûts de leurs politiques intérieures grâce aux excédents commerciaux.

Mais cela leur permet aussi de structurer les déséquilibres extérieurs de leurs partenaires commerciaux. Le déséquilibre extérieur d'un pays est toujours cohérent avec ceux de ses partenaires commerciaux : si le premier dégage des excédents commerciaux, les seconds doivent nécessairement enregistrer des déficits.

Mais cela leur permet aussi de structurer les déséquilibres extérieurs de leurs partenaires commerciaux.

Le déséquilibre extérieur d'un pays est toujours cohérent avec ceux de ses partenaires commerciaux : si le premier dégage des excédents commerciaux, les seconds doivent nécessairement enregistrer des déficits.

Pendant longtemps, la Chine n'a été qu'une des nombreuses grandes économies (quoique la plus importante et la plus influente) à contrôler sa balance des paiements, tandis que les États-Unis (avec le

Royaume-Uni et le Canada) étaient les économies qui ont le plus contribué à absorber les excédents commerciaux qui en ont résulté, principalement par le biais de comptes de capital très ouverts, flexibles et bien gérés. Tant que cela se produisait, le reste du monde pouvait ignorer les déséquilibres commerciaux qui en résultaient (à l'exception évidente des déséquilibres commerciaux inter-UE extrêmement perturbateurs entre 2002 et 2009).

Mais cela avait un coût pour les États-Unis. Si la Chine, le Japon, l'Allemagne, la Corée du Sud et d'autres économies décidaient d'accroître leur part dans la production manufacturière mondiale plus rapidement que leur part dans le PIB mondial, et de financer les investissements nécessaires, les subventions accordées au secteur manufacturier, en permettant à leurs parts de consommation mondiale de croître plus lentement que leurs parts du PIB mondial, impliquent par définition que les pays qui les accordent devraient adopter la position inverse.

Les économistes américains ont insisté sur le fait que la baisse de la part du secteur manufacturier américain était une conséquence de la hausse de la productivité manufacturière américaine, mais ils ont complètement confondu la baisse de l'emploi dans le secteur manufacturier avec la baisse de la part du secteur manufacturier.

(Les emplois manufacturiers nationaux méritent-ils d'être protégés ?

Oui, mais seulement lorsque ce qui les menace est la politique industrielle d'autres pays.

Liberté d'expression : Les objectifs du second mandat de Donald Trump sont ambitieux. Mais jusqu'à présent, leur mise en œuvre s'est révélée d'une incompétence frappante.

Un refrain courant chez les économistes américains est que les États-Unis ne devraient pas s'inquiéter outre mesure de leur part décroissante dans la production manufacturière mondiale. Ils soulignent que le secteur manufacturier représente une part de plus en plus réduite de l'emploi américain depuis des années et que l'automatisation, plutôt que le commerce, est responsable de la majeure partie de cette baisse.

Cet argument repose sur un malentendu important : il confond deux causes distinctes de pertes d'emplois dans le secteur manufacturier....).

Une fois que les États-Unis ont décidé qu'ils ne toléreraient plus un déclin continu de leur part de la production mondiale (17 %) et une augmentation continue de leur part de la consommation mondiale (28 %) par rapport à leur part du PIB mondial (24 %), ils ont provoqué une rupture dans le système commercial mondial.

Cela signifie que le monde n'a plus que quatre options.

1. La Chine et d'autres pays excédentaires peuvent décider d'accepter moins de souveraineté économique et une plus grande intégration mondiale, ce qui signifie entre autres renoncer au contrôle de leurs monnaies et de leurs comptes commerciaux et de capitaux.
2. Les États-Unis renouent avec leurs anciennes pratiques consistant à compenser les déséquilibres commerciaux et de capitaux du reste du monde. Ce faisant, ils poursuivent leur désindustrialisation et leur endettement continu de croître pour répondre à la demande qui se déplace à l'étranger.
3. Une autre région remplace les États-Unis comme principal acteur de la réduction des déséquilibres mondiaux. Il ne peut s'agir des pays en développement, car ils ne peuvent financer les déficits importants et nécessaires, ni du Japon et de l'Inde pour des raisons structurelles ; il s'agit donc essentiellement de l'Europe.
4. Chaque grande économie décide soit (comme la Chine) de maintenir le contrôle de sa balance commerciale extérieure, soit (comme les États-Unis) de s'éloigner de l'intégration mondiale pour privilégier une plus grande souveraineté économique, auquel cas le commerce mondial et (surtout) les déséquilibres commerciaux mondiaux se contractent.

La première option est improbable, et la seconde l'est probablement aussi. Si l'Europe ne prend aucune mesure pour contrôler sa balance des paiements, la troisième option est la plus probable, ce qui pourrait fortement perturber l'économie européenne. Si l'Europe emboîte le pas à la Chine et aux États-Unis en affirmant... Si le pays ne contrôle pas ses comptes extérieurs, la quatrième option est la plus probable, ce qui sera terriblement perturbateur pour les pays excédentaires. La première et la dernière options sont les seules vraiment fiables. Martin Wolf espère l'une des deux premières, tandis que je pense que les deux dernières sont plus probables ».

Voir mon document « Triangles d'incompatibilités et géopolitique ».

• Décembre 2025 ->

Mercredi 3, HCOB Indice PMI composite pour la zone euro :

« Points clés :

Indice PMI HCOB composite de l'activité globale dans la zone euro : 52,8 (52,5 en octobre). Plus haut de 30 mois. Indice PMI HCOB de l'activité de services dans la zone euro : 53,6 (53,0 en octobre). Plus haut de 30 mois. Accélération de la croissance de l'activité sur fond de nouvelle hausse marquée de la demande

Données recueillies du 12 au 25 novembre 2025

Commentaire du Dr. Cyrus de la Rubia, Chef économiste à la Hamburg Commercial Bank :

« Le secteur des services de la zone euro montre des signes tangibles de reprise, les fortes performances mises en évidence par l'enquête PMI HCOB en novembre ayant même permis de compenser largement la faiblesse du secteur manufacturier. La croissance de l'activité globale de la région s'est ainsi légèrement accélérée par rapport à octobre, tendance nous permettant d'anticiper, pour le dernier trimestre 2025, un léger renforcement de la croissance du PIB de la zone euro.

L'activité du secteur des services a ainsi progressé pour un sixième mois consécutif, et à son rythme le plus marqué depuis mai 2023. Si à 53,6, l'indice est encore loin de suggérer, en termes historiques pour l'enquête, une période de « boum économique » (qui correspondrait plutôt à un indice se rapprochant des 60,0), il signale néanmoins des performances solides. La reprise est en outre également robuste d'un point de vue géographique. Pour l'année à venir, nous anticipons des répercussions positives de la politique budgétaire expansionniste en Allemagne et de la forte croissance économique récemment observée en Espagne. En France, en revanche, la croissance pourrait être entravée par l'instabilité du climat politique. En Italie, des effets bénéfiques du Plan national de relance et de résilience (PNRR) sont encore espérés, mais devraient être principalement ressentis dans le secteur de la construction, et seulement de manière indirecte dans le secteur des services.

La BCE prête, comme toujours, une attention toute particulière à l'évolution des prix dans le secteur des services. Si l'inflation des prix facturés a nettement ralenti en novembre, celle des coûts s'est en revanche renforcée, tendance très probablement liée à la hausse des salaires qui, bien qu'ayant ralenti, demeure supérieure à sa moyenne de long terme. Dans l'ensemble, ces tendances devraient renforcer la BCE dans sa décision, clairement communiquée, de maintenir ses taux directeurs inchangés lors de sa prochaine réunion. »

Lundi 8, publication dans « The Republic » d'un article de Velina Tchakarova sur « A Grand Strategy for Europe in the New Cold War » (<https://therepublicjournal.com/essays/europe-s-grand-strategy-in-the-new-cold-war/>). Dans cet essai, comme l'indique Miquel Vila, « L'autonomie stratégique européenne n'est pas seulement un mythe, mais aussi une réponse inadaptée à une question mal posée. L'Europe ne peut être autonome car elle n'est pas, par définition, un acteur géopolitique. En son sein, différents pôles d'influence aspirent à une plus grande autonomie, chacun poursuivant ses propres intérêts stratégiques, et le niveau actuel d'intégration européenne n'est possible que grâce au rôle unificateur extérieur des États-Unis sur le continent ».

Mercredi 10, la Fed décide une baisse de ses taux directeurs. Voici son communiqué de presse :

« Les indicateurs disponibles suggèrent une croissance modérée de l'activité économique. Les créations d'emplois ont ralenti cette année et le taux de chômage a légèrement augmenté jusqu'en septembre. Des indicateurs plus récents confirment cette évolution. L'inflation a progressé depuis le début de l'année et demeure relativement élevée.

Le Comité vise le plein emploi et un niveau d'inflation de 2 % à long terme. L'incertitude quant aux perspectives économiques reste élevée. Le Comité est attentif aux risques pesant sur les deux aspects de son double mandat et estime que les risques pesant sur l'emploi se sont accrus ces derniers mois.

Afin d'atteindre ses objectifs et compte tenu de l'évolution de l'équilibre des risques, le Comité a décidé d'abaisser la fourchette cible du taux des fonds fédéraux de 0,25 point de pourcentage, la ramenant de 3,5 % à 3,75 %. Pour déterminer l'ampleur et le calendrier d'éventuels ajustements supplémentaires de cette fourchette, le Comité analysera attentivement les données économiques à venir, l'évolution des perspectives et l'équilibre des risques. Le Comité est fermement résolu à soutenir le plein emploi et à ramener l'inflation à son objectif de 2 %.

Pour déterminer l'orientation appropriée de la politique monétaire, le Comité continuera de suivre l'impact des nouvelles informations sur les perspectives économiques. Il sera prêt à ajuster cette orientation si des risques susceptibles d'entraver la réalisation de ses objectifs apparaissent. Ses évaluations tiendront compte d'un large éventail d'informations, notamment des indicateurs relatifs au marché du travail, aux pressions et aux anticipations inflationnistes, ainsi qu'à l'évolution de la situation financière et internationale.

Le Comité estime que les réserves obligatoires ont atteint un niveau suffisant et procédera, si nécessaire, à des achats de titres du Trésor à court terme afin de maintenir durablement des réserves suffisantes ».

www.christian-biales.fr