

LA ZONE EURO

HISTORIQUE DE L'EURO (19)

L'année 2026

Christian BIALÈS

Ancien élève de l'École normale supérieure Paris-Saclay
Agrégé de l'Université
Professeur honoraire de Chaire Supérieure
en Économie et Gestion
www.christian-biales.fr

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

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

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

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

CHRISTIAN BIALÈS

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

www.Christian-Biales.fr

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 2026 ->**

Le jeudi 1^{er}, entrée dans la zone euro de la Bulgarie :

Ce pays des Balkans de 6,5 millions d'habitants a rejoint l'UE en 2007 et a officiellement entamé le processus d'adhésion à la zone euro en 2018.

Il respecte désormais les quatre critères de Maastricht pour rejoindre le bloc monétaire : stabilité des prix, avec un taux d'inflation de 2,7 % en 2024, finances publiques saines, avec des niveaux de dette et de déficit publics de 24 % et 3 % du PIB en 2024, stabilité des taux de change et stabilité des taux d'intérêt à long terme.

En 2024, la Bulgarie est le pays le plus pauvre de l'UE en termes de PIB par habitant.

- « Les billets et les pièces en euros entrent en circulation en Bulgarie
- La Banque nationale de Bulgarie rejoint l'Eurosystème
- La Bulgarie devient le vingtième-et-unième membre de la zone euro
- La Banque nationale de Bulgarie est désormais également membre à part entière du mécanisme de surveillance unique, après une période de coopération rapprochée

L'euro est officiellement entré en circulation en Bulgarie aujourd'hui, ce qui porte à vingt-et-un le nombre d'États membres de l'Union européenne (UE) utilisant la monnaie unique européenne. Une décision formelle en ce sens avait été prise en juillet, qui annonçait également le taux de conversion officiel de 1,95583 lev bulgare pour 1 euro » (BCE).

Le vendredi 23, le service de recherche économique du Crédit Agricole publie un dossier sur le scénario 2026-2027 (https://etudes-economiques.credit-agricole.com/s3-b-dj-prod-drupal-internet/s3fs-public/document/documents-2026-01/Persp26-020-Europe-scenario-20260123_FR_1.pdf), duquel on reprend la section qui concerne la zone euro :

« La zone euro affiche une croissance résiliente portée par l'investissement et la demande intérieure, absorbant le choc des tensions commerciales. Mais l'euro fort et la concurrence asiatique pèsent sur la compétitivité, avec des risques de ralentissements sectoriels qui p La bonne santé des agents privés, les conditions financières encore favorables et une politique budgétaire légèrement expansionniste permettraient d'absorber le choc de confiance lié à la guerre commerciale et à l'incertitude géopolitique. Nous maintenons donc la narration d'une croissance alignée sur son rythme potentiel, soutenue par l'accélération de l'investissement, surtout public, dont une contribution significative provient du plan de dépenses allemand. Nous prévoyons ainsi une croissance à 1,4% en 2025, 1,2% en 2026 et 1,3% en 2027. Malgré une inflation inférieure à la cible, le rythme de croissance conforte la BCE dans un *statu quo* jusqu'au printemps 2027.

Euro fort et concurrence accrue des produits asiatiques sur les marchés mondiaux et domestiques pénalisent, néanmoins, la compétitivité des entreprises européennes. Aussi les risques sont-ils orientés à la baisse et nous imposent d'être vigilants, notamment sur les évolutions sectorielles. En effet, les ralentissements des secteurs peuvent se propager de façon séquentielle : s'ils ne se transforment pas immédiatement en « dépression » généralisée, ils peuvent en revanche, au fil du temps, susciter un ralentissement économique généralisé.

Les données les plus récentes confirment la narration de la résilience

L'activité a accéléré au rythme de +0,3% en variation trimestrielle au troisième trimestre 2025, un rythme plus rapide que celui anticipé dans notre prévision d'octobre (+0,2%). Ainsi, après une croissance dynamique fin 2024 (+0,4% t/t), se renforçant encore au premier trimestre 2025 (+0,6%), et malgré le

ralentissement du printemps (+0,1%), la progression du PIB s'est installée sur un rythme proche du potentiel (+1,4% sur un an) au cours de l'été. Dans toutes les grandes économies de la zone euro, la croissance a surpris à la hausse. L'acquis de croissance laissé par le troisième trimestre à la moyenne annuelle de 2025 est de 1,4% et induit une révision à la hausse de notre prévision pour l'année 2025 (de 1,3% à 1,4%).

Au troisième trimestre 2025, la demande intérieure a été plus dynamique que prévu et a compensé la contribution plus négative de la demande étrangère nette, tandis que notre prévision de contribution négative des stocks ne s'est pas matérialisée. La croissance retrouvée de la demande intérieure, après son repli du deuxième trimestre, a en effet porté la progression du PIB, en y contribuant à hauteur de 0,4 point. L'accumulation des stocks s'est poursuivie et a soutenu la croissance du PIB à hauteur de 0,1 point, tandis que la contribution des exportations nettes a amputé la croissance de 0,2 point pour le deuxième trimestre consécutif.

Parmi les composants de la demande intérieure, la plus forte contribution est venue de l'investissement, qui s'est redressé (+0,9% en variation trimestrielle), après le repli (-1,7%) du deuxième trimestre. Celui-ci s'inscrivait en ajustement après la forte remontée de l'investissement au premier trimestre (+2,6%), tiré par la progression marquée de l'investissement en propriété intellectuelle en Irlande en début d'année. Cette composante de l'investissement a rebondi au troisième trimestre (3,1%) et l'accumulation de capital productif a aussi accéléré (+1,1%), soutenue par le renforcement de la croissance de l'investissement en transport, tandis que celle des machines et équipements (y compris TIC) est restée modérée (+0,3%). L'atonie de l'investissement en construction s'explique par un modeste redressement du BTP, tandis que le logement s'est replié (-0,3%).

La croissance de la consommation des ménages s'est poursuivie à un rythme modeste (+0,2% en variation trimestrielle), soutenue par une dynamique encore positive de l'emploi (+0,2%) et de la masse salariale (+1,1%) qui a augmenté plus vite que l'inflation (+0,3% sur le trimestre). La croissance de la consommation publique s'est renforcée (+0,7%).

La demande extérieure s'est redressée (+0,7%), après l'ajustement (-0,4%) au deuxième trimestre qui avait suivi la forte hausse des exportations en début d'année, tirées surtout par les ventes aux États-Unis, notamment de produits chimiques, en anticipation de la hausse des droits de douane par l'administration Trump. Cette demande étrangère en hausse n'a pas pu soutenir la croissance du PIB, puisqu'elle a été plus que compensée par la remontée des importations (+1,3%). Après la baisse enregistrée en 2022, les importations en provenance de Chine sont en hausse constante et l'année 2025 témoigne d'une pénétration marquée notamment des produits chimiques, qui s'associe à une baisse notable des prix. La progression de l'investissement productif se poursuit et se renforce en dépit de la dégradation des marges. Le taux de marge, après s'être stabilisé au deuxième semestre 2024, est reparti à la baisse depuis le début de l'année 2025, sous l'effet du redressement des coûts salariaux unitaires. L'accélération du salaire par tête depuis le printemps, notamment dans le secteur marchand non-financier et dans les secteurs exportateurs, se fait à un rythme supérieur à celui de la productivité, qui a pourtant rebondi dans ces mêmes secteurs.

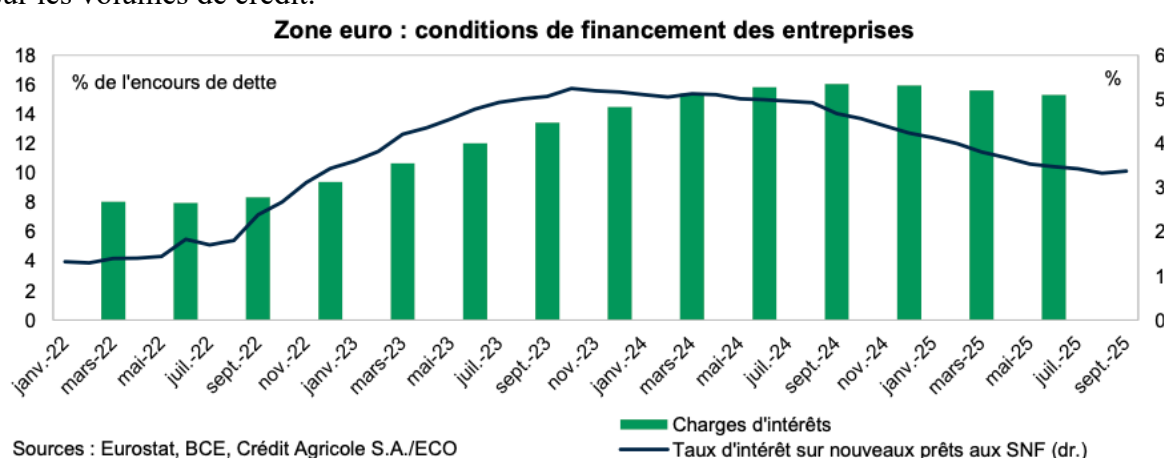
	2024	2025	2026	2027
PIB (a/a, %)	0,8	1,4	1,2	1,3
Demande intérieure (contribution au PIB, pp)	0,7	1,6	1,3	1,4
Variation des stocks (contribution au PIB, pp)	-0,2	0,4	0,1	0,0
Exportations nettes (contribution au PIB, pp)	0,4	-0,5	-0,3	0,0
Consommation des ménages (a/a, %)	1,2	1,3	1,2	1,2
Investissement (a/a, %)	-2,1	2,6	1,7	2,3
Inflation (a/a, %)	2,4	2,1	1,8	1,8
Taux de chômage (%)	6,4	6,3	6,2	6,1
Solde budgétaire (% du PIB)	-3,1	-3,0	-3,1	-3,1

Les sociétés non financières peuvent néanmoins bénéficier de moindres charges d'intérêts sur leur dette grâce, d'une part, à l'incorporation des dernières baisses des taux et, d'autre part, à une dette elle-même en baisse. Le taux sur les nouveaux prêts aux entreprises, après avoir perdu 200 points de base en deux

ans (5,3% au pic en octobre 2023) est, cependant, reparti à la hausse en septembre et en octobre (3,5%). Selon l'enquête SAFE de la BCE au troisième trimestre 2025, les entreprises perçoivent une restriction modérée émanant des taux et des conditions d'octroi des prêts.

En revanche, elles ne signalent pas de changement dans la disponibilité du crédit ou dans leurs besoins de financement, qui demeurent satisfaits par du financement interne, en dépit de l'érosion des marges. Leur vulnérabilité financière et leur capacité à gérer la dette ne ressortent pas durcies. Une perception similaire est véhiculée par les banques, selon l'enquête BLS (*Bank Lending Survey*). Les conditions de crédit sont globalement stables au troisième trimestre et anticipées inchangées au quatrième trimestre 2025, pour toutes les tailles d'entreprise.

Les banques allemandes se différencient, néanmoins, par une restriction des conditions de crédit aux entreprises et par une augmentation des refus des prêts. Celle-ci affecte également les PME en France. La perception du risque par les banques est accrue du fait, notamment, de la situation géopolitique et de l'impact des tensions commerciales. Elle n'est pas généralisée et reste confinée à des facteurs sectoriels et spécifiques à l'entreprise. Cette prise en compte du risque compense l'effet positif de la concurrence sur la détente des conditions de crédit, tandis que la récente baisse des taux continue d'avoir un impact positif sur les volumes de crédit.



Après avoir révisé à la baisse leurs plans d'investissement entre mai et novembre 2025, le nombre d'entreprises industrielles envisageant une hausse de l'investissement en 2026 est supérieur à celui des entreprises qui prévoient une baisse, selon l'enquête semestrielle de la Commission européenne. Il existe néanmoins des différences entre les producteurs de biens d'investissement et de consommation, plus optimistes, et les producteurs de biens intermédiaires qui réduisent leur investissement. Les plans en hausse concernent aussi le secteur des services. Enfin, dans l'industrie, toutes les grandes économies de la zone bénéficient de perspectives d'investissement en augmentation, hormis l'Allemagne, où la baisse anticipée est toutefois moindre qu'en 2025.

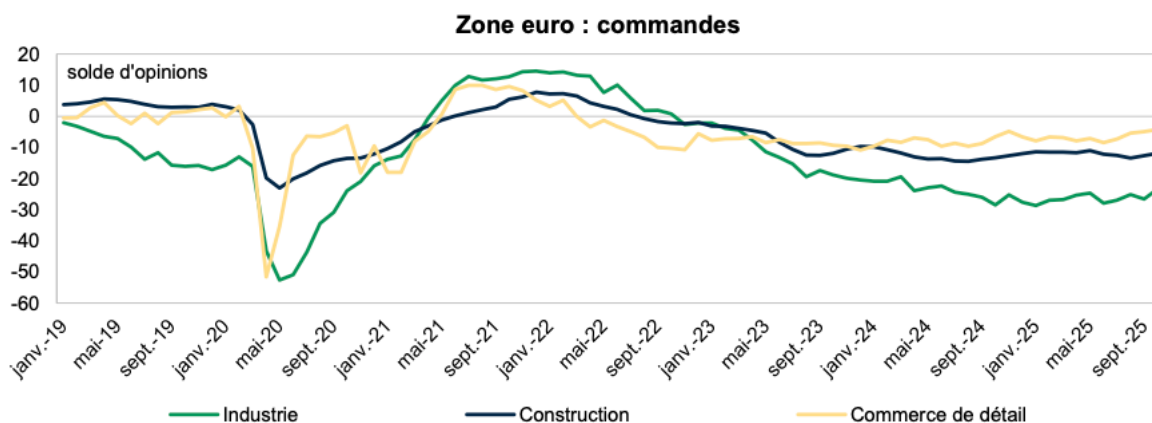
L'investissement prévu répond principalement à un besoin de remplacement de l'outil de production et à une logique de rationalisation, tandis que les besoins d'étendre les capacités demeurent moins importants. La demande adressée aux entreprises constitue l'un des principaux facteurs d'investissement pour un nombre croissant d'entreprises en 2026. Alors que l'investissement est également motivé par des facteurs techniques (décarbonation, transformation numérique), l'intérêt financier demeure moins important qu'avant 2021. L'enquête annuelle de la Banque européenne d'investissement sur l'investissement dans l'UE (le champ zone euro n'est pas disponible) confirme que le nombre d'entreprises qui souhaitent augmenter leur investissement demeure modestement supérieur à celui de celles qui planifient une baisse ; ce nombre est similaire à celui signalé auprès des entreprises américaines. Ce solde positif est toutefois en baisse depuis 2023, signalant une difficulté à planifier dans un univers où les entreprises n'ont pas terminé de décrypter l'impact des chocs géopolitiques et commerciaux.

Une contribution importante à la croissance de l'investissement viendrait de l'accumulation publique, grâce à l'accélération des dépenses liées aux fonds NGEU (*Next Generation EU*), notamment dans les pays du Sud, et au plan de relance allemand. Nous n'avons pas fait l'hypothèse d'un prolongement des fonds non utilisés du plan de relance européen après 2026, bien que des utilisations puissent être envisagées dans des domaines prioritaires (énergie, décarbonation de l'industrie, sécurité). Un ralentissement des

dépenses d'investissement est donc prévu dans ces pays, mais il est compensé par la montée en puissance des dépenses allemandes en infrastructures.

Dans ce contexte, la demande adressée aux entreprises demeure la question-clé. Selon l'enquête de la Commission européenne, les opinions sur les commandes se sont améliorées en novembre, après leur dégradation de la fin 2024, mais restent encore très détériorées et celles sur les commandes à l'exportation se sont encore dégradées. Pourtant, les perspectives de production se sont améliorées dans l'industrie, où la production d'octobre efface la baisse qui avait suivi le rebond du premier trimestre 2025. Plus positif, l'indice PMI de l'activité globale s'est redressé pour le sixième mois consécutif en novembre et atteint son plus haut niveau depuis mai 2023. Il signale ainsi une croissance soutenue de l'activité de la zone euro et, à 52,8, dépasse sa moyenne historique (52,4). Cependant, tandis que l'expansion de l'activité a accéléré dans le secteur des services, la hausse de la production a ralenti dans le secteur manufacturier et ainsi affiché son rythme le plus faible depuis neuf mois.

Dans notre scénario, la demande domestique continuerait de fournir un soutien à l'activité et permettrait le fonctionnement de l'accélérateur de l'investissement productif. Notre prévision table, en effet, sur une contribution positive de la demande intérieure en 2026 (1,2 point en 2026, après 1,6 point en 2025), qui compense largement la contribution encore négative de la demande étrangère nette (-0,3 point en 2026, après -0,5 point en 2025). Elle se fonde sur une dynamique soutenue de l'investissement (+1,7% en 2026 et +2,3% en 2027, après +2,6% en 2025) et sur la poursuite d'une croissance modérée, sans accélération, de la consommation privée (+1,2% en 2026 et 2027, après +1,3% en 2025) ».



Ce même 23 janvier, est publié le HCOB PMI Flash pour la zone euro :

Informations clés :

L'indice PMI Flash composite HCOB de l'activité globale dans la zone euro s'établit à 51,5 (51,5 en décembre). Taux de croissance inchangé.

L'indice PMI Flash HCOB de l'activité de services dans la zone euro se replie à 51,9 (52,4 en décembre). Plus bas de 4 mois.

L'indice PMI Flash HCOB de la production manufacturière dans la zone euro se redresse à 50,2 (48,9 en décembre). Plus haut de 2 mois.

L'indice PMI Flash HCOB de l'industrie manufacturière dans la zone euro se redresse à 49,4 (48,8 en décembre). Plus haut de 2 mois.

Données recueillies du 12 au 21 janvier

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

« La reprise du secteur privé de la zone euro reste timide en janvier. L'indice PMI du secteur manufacturier continue de mettre en évidence la faiblesse des performances des fabricants tandis que dans le secteur des services, la croissance de l'activité a quelque peu ralenti par rapport à décembre. Le rythme de la croissance économique globale de la région demeure ainsi inchangé. L'indicateur prospectif des nouvelles affaires, qui continue d'indiquer une croissance modeste de la demande, ne change rien à la donne et suggère au contraire le maintien des mêmes conditions dans les mois à venir.


Pour la BCE, ces résultats n'ont rien de rassurant. L'inflation dans le secteur des services, que la banque centrale surveille de près, s'est nettement accélérée, notamment celle des prix facturés. La hausse des prix

payés reste également problématique, même si son rythme s'est renforcé de manière moins marquée que celle des prix facturés. Cette accentuation des tensions inflationnistes confortera la BCE dans sa décision de maintenir ses taux directeurs inchangés. Certains de ses membres, partisans d'une politique monétaire visant avant tout à maîtriser l'inflation, pourraient même arguer en faveur d'une hausse des taux.

Les données par pays mettent en évidence une forte croissance de l'activité de services en Allemagne, tandis qu'en France, le secteur des services a renoué avec la contraction, cette dégradation de la conjoncture pouvant s'expliquer par les difficultés du gouvernement français à faire adopter le budget 2026. Dans le secteur manufacturier, si la France affiche des performances légèrement supérieures à celles de l'Allemagne, les hausses de la production enregistrées dans ces deux pays ont toutefois été modestes. Dans l'ensemble, l'économie allemande a pris le chemin de la croissance en ce début d'année, tandis que l'activité économique française s'est contractée.

Alors que le marché de l'emploi est resté relativement stable en 2025, les baisses d'effectifs signalées dans le secteur des services et le maintien des suppressions de postes dans le secteur manufacturier risquent de se traduire prochainement par une hausse des chiffres du chômage. La croissance économique de la région semble trop faible pour garantir une stabilité de l'emploi, d'autant plus que les entreprises cherchent à devenir plus efficaces, en déployant par exemple des solutions d'intelligence artificielle. »

Dans les derniers jours de janvier paraît sur X la réflexion suivante qui montre que l'UE accélère elle-même le phénomène de la dédollarisation :

 Oh mon Dieu ! C'est incroyable : après les BRICS, l'UE aussi se débarrasse de bons du Trésor américain d'une valeur de 9 milliards de dollars malgré l'avertissement de Trump !

Quelques jours seulement après que Trump a mis en garde l'Union européenne contre la vente d'obligations du Trésor américain, l'Europe a fait exactement le contraire, envoyant ainsi un message géopolitique clair à Trump.

Deux grands fonds de pension européens ont entamé une vente massive de bons du Trésor américain. Un fonds de pension danois a vendu pour environ 100 millions de dollars, tandis que le fonds de pension suédois AP7, soutenu par l'État, a cédé pour 8,8 milliards de dollars de bons du Trésor américain. Au total, près de 8,9 milliards de dollars ont été délestés.

Ce qui rend cette décision historique, c'est sa raison. Ces fonds ont clairement indiqué qu'il ne s'agissait pas d'une décision économique, mais politique. Ils ont invoqué des préoccupations liées à l'état de droit, à l'instabilité politique et à la politique étrangère américaine sous la présidence de Donald Trump. Même si le dollar reste profitable, ils ne considèrent plus les actifs américains comme politiquement sûrs.

Il s'agit d'une rupture majeure avec la tradition. Les fonds de pension européens ont toujours considéré les bons du Trésor américain comme des actifs sans risque, neutres et sûrs à long terme. S'en débarrasser pour des raisons politiques constitue une violation d'un tabou vieux de plusieurs décennies.

Ce contexte est marqué par des tensions concernant le Groenland, des déclarations liées à l'OTAN et un malaise croissant en Europe face à ce qu'elle perçoit comme une diplomatie coercitive américaine et un mépris de la souveraineté européenne.

Jusqu'à présent, la dédollarisation était surtout associée aux pays BRICS comme la Chine et la Russie. L'entrée en scène de l'Europe change la donne. L'UE, en tant que bloc, détient environ 1 600 milliards de dollars de dette américaine, soit plus que le Japon.

Il ne s'agit pas seulement de milliards de dollars vendus, mais d'une perte de confiance. L'Europe a posé un ultimatum, signalant que même ses alliés ne toléreront pas les pressions politiques liées à la domination financière. Le poids du dollar américain sur la scène internationale en a de nouveau été fortement affecté.

Le mardi 27 janvier, paraît sur Atlantico un article de Don Diego De La Vega (DDDLV) et de Jean-Luc Demarty (JLD), intitulé : « **Le commerce intra-UE ralentit, et voilà ce que ça dit de l'état de la zone euro** ».

« (...) JLD : « Nous sommes désormais dans une tendance au plafonnement des échanges intra-européens. Le marché intérieur a été un immense succès, notamment pour les biens, un peu moins pour les services, en raison de barrières encore trop nombreuses.

Nous arrivons à un plafonnement parce que tous les bénéfices du marché intérieur n'ont pas encore été pleinement exploités. Il existe encore trop de barrières, y compris sur les biens. (...) Tous les bénéfices du marché intérieur n'ont donc pas été tirés. Le marché intérieur est un diamant, un succès immense, notamment grâce à Jacques Delors et à l'objectif de son premier mandat. J'étais à son cabinet, j'en suis fier, et cela a été une magnifique réussite. Aujourd'hui, néanmoins, nous atteignons un plafond. La question est donc de savoir comment dépasser ce plafonnement. Par la suite, il y a eu la monnaie unique, qui a été très importante, mais nous sommes encore loin de l'Union des marchés des capitaux, qui est un élément essentiel. Le rapport Draghi contient d'ailleurs des propositions à ce sujet. Pour contourner les difficultés liées à la circulation des biens et des services, il est proposé de créer un 28^e régime pour les entreprises. La Commission doit faire une proposition dans les prochains mois.

L'Union des marchés des capitaux est un enjeu majeur : nous ne valorisons pas suffisamment l'excès d'épargne en Europe pour le diriger vers l'investissement productif et l'innovation. Par ailleurs, il subsiste encore de nombreuses insuffisances et obstacles aux échanges de services.

DDDLV : On parle ici d'un sujet tout à la fois très largement documenté, mais aussi très sensible, notamment chez les européistes et les fédéralistes, parce qu'il vient heurter un certain nombre de convictions très ancrées. Le constat, en réalité, est assez simple, même s'il est politiquement difficile à accepter. Le commerce intra-européen a connu une très forte augmentation à une période où l'euro n'existait pas encore. Si l'on regarde les décennies 1960, 1970, 1980 et même 1990, on observe une croissance soutenue et continue des échanges commerciaux entre les pays européens. (...) En revanche, à partir du moment très précis où l'euro a été mis en place, on commence à observer un changement de dynamique. La BCE rapporte que le commerce intra-UE en biens est passé de 30 % du PIB en 1999 à plus de 40 % en 2024 (soit exportations intra-UE de 15 % à 22 % du PIB), une hausse de 10 points sur 25 ans (moyenne annuelle ~0,4 point). En d'autres termes, le commerce intra-européen ne s'effondre pas, il ne recule pas brutalement, mais il montre des signes de ralentissement de sa croissance. Au début, ce ralentissement est relativement discret, presque marginal. Puis, avec le temps, il devient de plus en plus visible. Aujourd'hui, on peut dire qu'il n'y a plus de croissance du commerce intra-européen. Il est relativement stable, mais il ne progresse plus. (...) Dans le même temps, ce qui a fortement progressé au cours des vingt-cinq dernières années, ce sont les échanges commerciaux avec l'extérieur de l'Europe (environ 4% par an en moyenne de 2014 à 2024 du côté des exportations et 4,4% pour les importations, pour un total de 2 583 milliards d'euros en 2024). Le commerce extra-européen, notamment avec les États-Unis et, de manière encore plus marquée, avec l'Asie, a connu une croissance très importante. Ainsi, le ratio commerce intra/extra-UE est passé de 1,5 en 2002 à 1,6 en 2024. (...) ce sont ces échanges extérieurs qui ont véritablement soutenu et dynamisé le commerce européen. Or, ce constat est profondément contre-intuitif pour tous ceux qui ont défendu l'euro, car l'un des arguments centraux en faveur de la monnaie unique était précisément qu'elle devait permettre une intensification du commerce à l'intérieur de la zone euro.

Notons qu'il s'agissait d'un argument essentiel pour justifier la création de l'euro : il s'agissait, en effet, de répondre à une critique théorique très forte, celle formulée par Robert Mundell à propos des zones monétaires optimales. On reconnaissait volontiers que la zone euro ne correspondait pas, au départ, à ce que l'on appelle une zone monétaire optimale. Elle ne remplissait pas les critères requis, que ce soit en matière de mobilité du travail, de transferts budgétaires ou d'homogénéité économique. Mais l'argument avancé était le suivant : même si ces conditions ne sont pas réunies au départ, elles finiront par émerger avec le temps. Pourquoi ? Parce que la monnaie unique va stimuler les échanges intra-zone, et que cette intensification des échanges finira par rapprocher les économies les unes des autres. C'est ce que l'on a appelé la théorie de la zone monétaire optimale endogène. Autrement dit, la zone euro n'était pas optimale au moment de sa création, mais elle allait le devenir progressivement. Or, lorsque l'on regarde les données empiriques, on constate que cette promesse n'a pas été tenue. L'intensification des échanges intra-zone euro n'a tout simplement pas eu lieu et les autres mécanismes d'unification, en particulier le

fédéralisme budgétaire européen, n'ont quasiment pas progressé depuis vingt-cinq ans, malgré les discours récurrents sur le sujet.

JLD : Parler de mauvaise santé chronique serait excessif. En revanche, il est certain que la croissance est relativement ralentie. Ce n'est pas vrai partout. Par exemple, l'Espagne se porte relativement bien, avec une croissance d'environ 2 %. En revanche, les trois plus grandes économies - l'Allemagne, la France et l'Italie - connaissent une croissance plus faible, autour de 1 %. Nous arrivons à un certain point de saturation. Les pays de l'UE sont également perturbés par les tensions commerciales mondiales. (...) Les mesures prises par Donald Trump ont eu un effet négatif. Le principal problème reste toutefois la Chine, dont la politique commerciale est profondément déséquilibrée. (...) Tant que l'euro ne dépasse pas 1,20 dollar, voire légèrement plus, on ne peut pas parler de surévaluation.

Nous avons effectivement connu, pendant toute une période, une surévaluation du dollar par rapport à l'euro, autour de 1,05. Tous ces éléments font que l'Union européenne fait face à un problème qui n'est pas nouveau : un plafonnement des bénéfices du marché intérieur, pour les raisons déjà évoquées, mais aussi un moindre dynamisme sur les marchés extérieurs. C'est d'ailleurs pour cette raison que l'UE doit chercher d'autres sources de croissance que les États-Unis et la Chine. Cela implique de conclure des accords de libre-échange avec les partenaires avec lesquels les pays européens n'ont pas encore conclu d'accords. (...)

DDDLV : Nous l'avons déjà évoqué : nous ne sommes tout simplement pas devenus une zone monétaire véritablement optimale. Les désavantages de cette situation ne se sont simplement pas atténués avec le temps. Au contraire, ils ont même tendance à s'aggraver. C'est attendu ! Un régime de change fixe, lorsqu'il n'est pas accompagné des mécanismes correcteurs nécessaires, finit toujours par générer des déséquilibres. Ces déséquilibres s'accumulent progressivement, jusqu'à ce qu'ils deviennent difficiles, voire impossibles, à gérer. Dans un tel système, on ne peut plus compter sur les mécanismes d'ajustement traditionnels, notamment la dévaluation monétaire, ce que Jacques Rueff appelait « l'égout collecteur des droits non gagnés ». Sans cet outil, les tensions s'accumulent. Or, dans le cas européen, vous n'avez ni progression significative vers un fédéralisme budgétaire comparable à celui des États-Unis, ni dynamique suffisante de convergence économique par le commerce. Dans ces conditions, la zone euro se retrouve piégée. Aujourd'hui, l'euro révèle de plus en plus clairement ses faiblesses et ses désavantages, sans produire les bénéfices qu'il était censé apporter. Normalement, face à ce type de situation, un ajustement naturel devrait se produire par une baisse de la valeur de la monnaie. Mais ce n'est pas ce que l'on observe. Le monde a profondément changé depuis vingt-cinq ans. À l'époque de la création de l'euro, pour donner un ordre de grandeur, la capitalisation boursière d'Orange était environ huit fois supérieure à celle d'Apple. Aujourd'hui, la situation est strictement inverse. Dans ce contexte économique totalement transformé, l'euro devrait logiquement être beaucoup plus faible. Or, il se situe encore aujourd'hui autour de 1,16 ou 1,17 dollar, c'est-à-dire à un niveau très proche de celui de son introduction il y a vingt-six ans. L'enchaînement des causes et des effets est clair, mais il faut être en mesure de prendre un peu de recul pour le voir. (...) On a construit une théorie, celle de la zone monétaire optimale endogène, et force est de constater qu'elle ne fonctionne pas comme prévu. On s'est trompé dans les hypothèses. Mais, malgré cela, il n'y a aucune volonté d'aller dans l'autre sens. Il n'existe pas de correctif sérieux pour compenser l'absence d'intensification des échanges intra-européens. Il n'existe pas non plus de progression réelle vers un fédéralisme budgétaire, notamment parce que les peuples européens n'en veulent pas. Et, surtout, il n'existe aujourd'hui ni plan B, ni plan C. Nous sommes donc dans une situation où l'on se contente de constater les problèmes et de les déplorer. Mais on n'est absolument pas au stade de la proposition. (...)

Le mercredi 28, la Fed maintient ses taux directeurs : « Les indicateurs disponibles suggèrent une croissance économique soutenue. Les créations d'emplois demeurent faibles et le taux de chômage montre des signes de stabilisation. L'inflation reste toutefois relativement élevée. Le Comité vise le plein emploi et un niveau d'inflation de 2 % à long terme. L'incertitude quant aux perspectives économiques demeure élevée. Le Comité est attentif aux risques pesant sur les deux aspects de son double mandat.

Afin d'atteindre ses objectifs, le Comité a décidé de maintenir la fourchette cible du taux des fonds fédéraux entre 3,5 % et 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. Le Comité serait prêt à ajuster son orientation de politique monétaire en fonction des risques susceptibles d'entraver la réalisation de ses objectifs. Ses analyses 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 ».

Comme l'indiquent Les Echos du jour, « (...) Aussi difficiles soient-ils, les défis de politique monétaire de la Réserve fédérale risquent en effet d'être éclipsés par la remise en cause de son indépendance vis-à-vis de la Maison-Blanche. La conférence de presse de Jerome Powell ce mercredi représentait sa première intervention publique après le lancement d'investigations criminelles à son encontre par des procureurs fédéraux nommés par Trump.

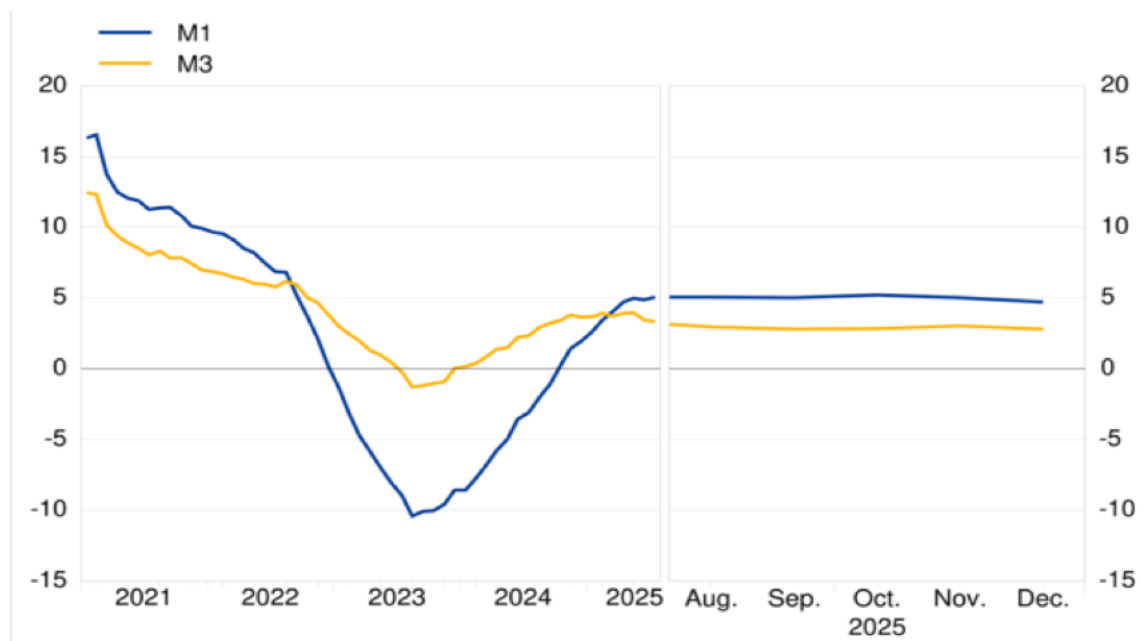
Il s'est également déplacé pour soutenir moralement **Lisa Cook** mercredi dernier à la Cour suprême, qui se penchait sur la légalité de son renvoi sommaire de son poste de gouverneur par Donald Trump. "Il s'agit du plus important procès de l'histoire de la Fed", a simplement observé Jerome Powell pour expliquer son déplacement.

Jerome Powell a refusé de revenir en détail sur son allocution ou sur la campagne d'intimidation de la Maison-Blanche, préférant se concentrer sur la politique monétaire, mais il a esquissé le principal enjeu de cette bataille pour l'indépendance : la "crédibilité" de la Banque centrale. "Si vous la perdez, c'est très difficile à regagner". Il a également refusé de faire le moindre commentaire sur la faiblesse du dollar sur les marchés, « c'est du ressort du Trésor », a-t-il botté en touche. Le détail des votes mercredi donne une idée des divisions au sein du conseil des gouverneurs. Jerome Powell a cherché tout au long de sa présidence à minimiser les dissensions, mais les pressions de Donald Trump et **la course à sa succession** ont rendu cet exercice quasiment impossible. (...) ».

Le jeudi 29, publication par la BCE des évolutions monétaires dans la zone euro :

Agrégats monétaires

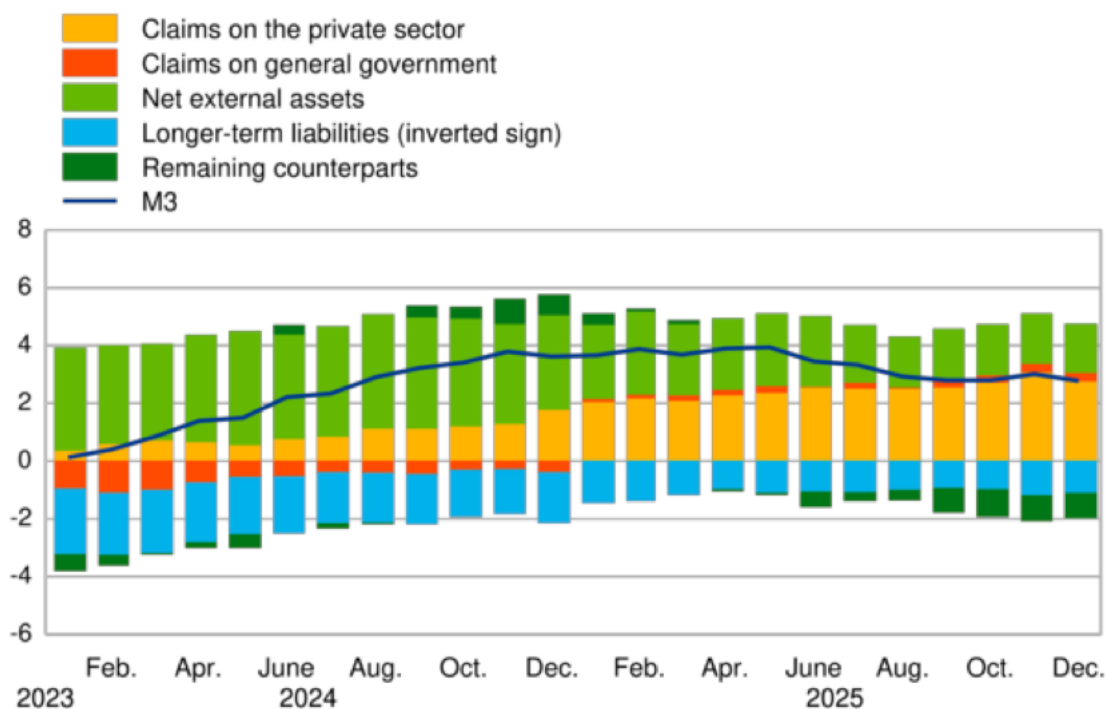
(taux de croissance annuels)



Graphique 2

Contributions des contreparties de M3 au taux de croissance annuel de M3

(points de pourcentage)



Le vendredi 30, également sur Atlantico.fr, Don Diego De La Vega publie un article où il montre en quoi « **la dépréciation du dollar face à un euro durablement élevé relance le débat** sur la politique monétaire européenne et ses effets sur l'industrie et les exportations. Alors même que l'union européenne bénéficie de droits de douane américains plus faibles que certains de ses concurrents, l'appréciation de la monnaie unique neutralise cet avantage et agit comme un resserrement monétaire implicite. Une situation qui met en lumière l'absence de stratégie de change assumée de la zone euro et interroge la crédibilité du discours européen sur la réindustrialisation et la compétitivité. On se retrouve dans une situation assez humiliante pour l'Europe, parce qu'en réalité on n'est pas maître de notre destin monétaire. On est le réceptacle de tous les déséquilibres de change du reste du monde. Comme on n'a ni stratégie de taux de change, ni véritable stratégie monétaire assumée, chaque fois que les autres organisent la dépréciation de leur monnaie, pour de bonnes ou de mauvaises raisons, c'est l'euro qui trinque. Ce qui se produit aujourd'hui, c'est une hausse de l'euro à un moment où il n'a objectivement aucune raison de monter. On est dans une zone de faible croissance, de faible inflation, avec une crise du crédit persistante. Pourtant, l'euro s'apprécie, ce qui correspond en réalité à un durcissement monétaire passif. Les autres détendent leur politique monétaire, nous ne faisons rien, et mécaniquement notre monnaie se renchérit. À cela s'ajoute la politique de la BCE, qui se prétend neutre mais qui reste en réalité restrictive. Elle maintient un quantitative tightening et des taux directeurs élevés alors même que la croissance est atone. On cumule donc une restriction interne et une restriction importée via le taux de change. Le résultat est un cocktail extrêmement pénalisant pour l'économie européenne. (...) Ce sont souvent les mêmes experts qui oublient opportunément de rappeler qu'il y a vingt-cinq ans, Apple pesait huit fois moins qu'Orange, ou que Nokia était l'équivalent de Nvidia aujourd'hui. Ils ont appris dans des manuels des années 1990 qu'un euro à 1,20 serait une norme historique, et ils ont fini par le croire. Le problème, c'est qu'ils raisonnent hors sol. Une monnaie forte n'est pas une monnaie chère. Une monnaie forte correspond à une zone qui sur-performe, qui domine technologiquement, qui attire les capitaux parce que son économie est dynamique. Une monnaie chère, c'est une monnaie maintenue à un niveau élevé alors que tout le reste se dégrade. Or quand on regarde les marchés financiers, la sous-performance européenne est nette depuis des années. Quand on regarde notre position dans les chaînes de valeur, on a reculé partout. Dans l'industrie, dans la technologie, dans l'innovation. On a perdu deux ou trois crans dans presque tous les domaines. Le seul endroit où l'Europe n'a pas reculé, c'est le taux de change. C'est bien la preuve qu'on

n'est pas dans une zone de force, mais dans une zone de cherté. Avec des tarifs américains pourtant plus faibles que pour la Chine ou l'Inde, on aurait dû bénéficier d'un avantage relatif : en théorie oui, mais en pratique non parce que le taux de change et les tarifs s'additionnent. Quand vous avez un euro qui passe de 1,05 à 1,20 et des droits de douane qui montent de 2 ou 3 % à 15 %, le taux de change effectif revient à l'équivalent d'un euro à 1,35. Autrement dit, l'avantage tarifaire est totalement neutralisé. On ne profite de rien et on encaisse tout. Alors pourquoi la BCE ne réagit-elle pas davantage ? Il y a plusieurs raisons. D'abord, la BCE est dominée de fait par la doctrine allemande, même si ce n'est jamais assumé officiellement. Cette doctrine considère que le taux de change est un sujet secondaire, que l'export haut de gamme serait peu sensible aux prix, et que la priorité absolue reste la lutte contre l'inflation, même quand celle-ci a pratiquement disparu. Ensuite, il existe une forme de culture du durcissement permanent que j'appelle le sado-monétarisme. L'idée selon laquelle une bonne politique monétaire serait la plus restrictive possible tant qu'il n'y a pas d'explosion sociale ou de chômage massif. Peu importe que l'industrie décline depuis 2018, que l'investissement soit faible et que la croissance soit quasi nulle : tant que le système tient, on ne bouge pas.

Enfin, la BCE refuse tout simplement d'assumer un discours clair sur le taux de change. Or il suffirait parfois de parler. Une déclaration de quarante secondes disant que le passage rapide de 1,16 à 1,20 équivaut à un resserrement monétaire passif de plusieurs dizaines de points de base, et que la BCE est prête à baisser ses taux pour le compenser, aurait déjà un effet massif sur les anticipations de marché. Il existe donc des leviers : arrêter le quantitative tightening, baisser les taux courts, annoncer que l'on est prêt à intervenir si l'euro dépasse certains seuils, voire évoquer la possibilité d'un quantitative easing. Le simple fait d'afficher cette détermination suffirait à empêcher le marché de tester la BCE. Dans les modèles macroéconomiques, on appelle ça un effet d'anticipation. Mais on ne le fait pas. Et le fait même de ne pas le faire est la preuve du problème.

Mais il est déjà trop tard : l'euro est trop cher depuis 2003. Le seul moment où il ne l'a pas été, c'est entre 1999 et 2002, au lancement de la monnaie unique, quand les autorités avaient tellement peur de l'échec qu'elles avaient accepté une politique monétaire plus accommodante.

Depuis l'arrivée de Jean-Claude Trichet à la tête de la BCE, l'euro est structurellement cher. Cela a culminé avant la crise de 2008, puis de nouveau au début des années 2010, avec des niveaux totalement incompatibles avec l'état réel de nos économies.

Aujourd'hui, on se retrouve avec un euro à 1,20, soit au-dessus de son niveau d'introduction il y a vingt-sept ans, alors même que l'Europe a reculé presque partout par rapport aux États-Unis et à l'Asie. À part le Japon, il n'y a quasiment aucune zone économique avec une trajectoire aussi dégradée que la nôtre.

Une zone de cherté qui dure plus de vingt ans, ce n'est plus un problème conjoncturel, c'est un problème structurel. Tant que l'euro restera artificiellement soutenu par une politique monétaire trop restrictive et par l'absence totale de stratégie de change, il faudra arrêter de parler sérieusement de réindustrialisation. (...) ».

Note : dans Les Echos du 28 janvier, Alain Durré, chef économiste pour l'Europe de la Banque d'investissement de Narixis, estime qu'« un euro durablement au-dessus de 1,20 dollar changerait la configuration du cycle macroéconomique. Il faut garder en tête quelques ordres de grandeur : une hausse de 10 % du taux de change ampute le PIB et l'inflation d'environ 0,3 point. Nous avons une prévision de croissance du PIB de la zone euro à 1,2 % cette année. Avec un euro au-dessus de 1,20, elle tomberait à 0,9 %. Nous anticipons une inflation à 2 % ; elle ne serait plus que de 1,7 %, nettement sous la cible de la Banque centrale européenne (BCE). La grande différence entre ces deux états est que **l'impact sur le cycle économique**, sur la croissance du PIB, est quasi immédiat mais temporaire, alors que l'impact sur l'inflation a besoin d'au moins quatre trimestres pour se matérialiser, mais il est beaucoup plus durable. Une telle configuration pourrait inciter la BCE à baisser ses taux. (...) ».

• Février 2026 ->

Le jeudi 5, réunion du Conseil des Gouverneurs de la BCE sur la politique monétaire ; pas de changement ! même si l'euro monte et que l'inflation tombe. En voici le communiqué de presse :

« Le Conseil des gouverneurs a décidé ce jour de laisser inchangés les trois taux d'intérêt directeurs de la BCE. Son évaluation actualisée confirme une nouvelle fois que l'inflation devrait se stabiliser au niveau de son objectif de 2 % à moyen terme. L'économie continue de résister dans un environnement mondial difficile. La croissance est soutenue par le faible niveau de chômage, la solidité des bilans dans le secteur privé, le déploiement progressif des dépenses publiques supplémentaires consacrées à la défense et aux infrastructures et les effets bénéfiques des réductions passées des taux d'intérêt directeurs. Les perspectives restent cependant incertaines, en particulier en raison des incertitudes entourant les politiques commerciales au niveau mondial et des tensions géopolitiques.

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 définir, 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 ».

• Mars 2026 ->

Le mardi 3, Hanno Lustig, professeur de finance à la Stanford Graduate School of Business, publie un article : « Obligations bleues pour l'Europe ; le fantôme d'Alexander Hamilton errant dans Bruxelles », dont voici le début :

« Tous les deux ans environ, l'Europe assiste à une nouvelle tentative d'accroître la dette commune de la zone euro. Il y a quelques années, la justification invoquée était le financement de la lutte contre le changement¹. Cette fois-ci, l'accent est mis sur le financement de la défense de l'Europe.

La proposition d'Olivier Blanchard et d'Ángel Ubide pour 2025 a suscité un vif intérêt. Leur objectif déclaré est d'approfondir les marchés obligataires européens. Les euro-obligations – que Blanchard et Ubide appellent « obligations bleues » – permettraient de tirer profit du rééquilibrage mondial, en réduisant la dépendance des bons du Trésor américain au statut de valeur refuge par excellence. Les auteurs citent la baisse des coûts de financement public comme un avantage : « Ne pas le faire maintenant reviendrait à manquer une occasion historique de réduire le coût du financement de la dette publique européenne et, par extension, du financement privé européen. » À la lecture de cette proposition, véritablement convaincante, on peut se demander pourquoi des pays militairement et politiquement alignés n'ont pas agi de la sorte depuis le début.

Parmi les précédents historiques d'émission conjointe de dette par des États fiscalement souverains, on peut citer les débuts des États-Unis. Sous la République, Alexander Hamilton en vint à croire aux avantages d'un marché liquide et créateur pour les bons du Trésor américain, s'appuyant largement sur

l'exemple britannique. Dans son rapport sur le crédit public, il écrivit : « La tendance bénéfique d'un financement à cet égard a été démontrée par l'expérience la plus décisive de la Grande Bretagne. » Le Royaume-Uni a pu emprunter beaucoup plus à des taux inférieurs à ceux des États-Unis.

C'est pourquoi Hamilton plaida pour la consolidation de toutes les dettes de guerre émises par les États en une seule obligation fédérale. Le service de la dette fédérale permettrait au nouveau gouvernement de se forger une réputation d'emprunteur fiable, ce qui, selon Hamilton, ferait baisser les taux d'intérêt américains pour les aligner sur ceux des Britanniques. L'objection venait du Sud. La Virginie et plusieurs autres États étaient responsables de ces dettes – ils avaient déjà remboursé une grande partie de leur dette de guerre. On comprend leur réticence à approuver la prise en charge des dettes des États par le gouvernement fédéral ; autrement dit, ils s'inquiétaient des incitations.

Hamilton rétorqua, à juste titre, que ces dettes avaient été contractées dans un contexte de solidarité. Pour surmonter cette opposition, il négocia un compromis avec deux Virginiens et Madison, lors d'un dîner chez Jefferson en juin 1790. Le gouvernement fédéral assumerait les dettes des États. En échange, la nouvelle ambassade nationale serait située sur le Potomac, plus près du Sud et loin du centre commercial et financier du pays, au Nord. « On a observé », écrivit plus tard Je, « que, la pilule [de la reprise de la dette] étant amère à avaler pour les États, il fallait prendre des mesures pour les apaiser. Le transfert du siège du gouvernement au Potomac était une mesure juste, et serait probablement bien accueillie. »

Le pari d'Hamilton finit par porter ses fruits, mais il fallut près d'un siècle. Selon des travaux récents de Hall, Payne, Sargent et d'autres, ce n'est qu'au cours des années 1880 que les coûts d'emprunt américains tombèrent en dessous de ceux du Royaume-Uni, validant ainsi le projet hamiltonien. Avant cela, l'expérience dut faire face à de sérieux obstacles. C'est ce chapitre de l'histoire américaine que les hamiltoniens européens omettent invariablement. (...)

Les architectes de la zone euro étaient parfaitement conscients de ce problème d'incitation et ont conditionné l'adhésion à des limites strictes en matière de déficits budgétaires et de ratios dette/t – les critères de Maastricht. Ces limites ont été largement ignorées au cours des années suivantes, par les membres fiscalement responsables comme par les membres irresponsables, y compris la souveraineté fiscale, il s'avère, ne peut être facilement contrainte par des traités lorsque leur respect devient politiquement gênant.

Avant la crise financière mondiale, la zone euro se trouvait à peu près dans la même situation que l'Union européenne avant les défauts de paiement des années 1840 : les marchés des obligations souveraines étaient en baisse, avec une hypothèse implicite de renflouements. Dans sa conférence Martin Feldstein de 2023 au Draghi – largement considéré en Europe comme un Hamilton des temps modernes –, il a attribué la compression des spreads dans la zone euro avant la crise à la promesse de transferts transnationaux implicites. Il a qualifié cette période d'« ère constructive ». Draghi a attribué l'explosion ultérieure des spreads en partie à l'accord de De 2010, qui indiquait que les créanciers privés subiraient des pertes à l'avenir, supprimant ainsi ces transferts implicites et réinjectant le risque de crédit sur les marchés obligataires.

La zone euro n'a pas suivi le précédent américain des années 1840. Au lieu de cela, des mesures ont été mises en place par la Commission et la BCE. La zone euro avait montré qu'elle ne tolérerait aucun défaut de paiement. Dans le cadre de l'initiative « quoi qu'il en coûte », elle a signalé sa volonté d'acheter des obligations souveraines en quantités illimitées pour empêcher les spreads de « s'écarter des fondamentaux » et protéger le mécanisme de transmission monétaire.

Dans sa conférence de 2023, Draghi a ensuite salué le travail de la BCE qui a permis d'éliminer les « spreads excessifs non justifiés par les fondamentaux ». Mais en cherchant à aligner les prix sur les fondamentaux, la BCE s'est retrouvée à détenir de la dette souveraine représentant un pourcentage important du PIB de pays comme l'Italie. Le prix à payer s'est avéré être le prix à payer. Lorsque la BCE a finalement commencé à réduire son bilan en 2022, elle a été contrainte d'agir. Face à l'élargissement des spreads, la BCE a lancé un nouveau programme, l'Instrument de protection de la transmission (IPT), qui lui donnait pour mandat d'acheter des titres dès que les spreads s'ouvraient de manière non justifiée par les fondamentaux macroéconomiques.

Il est intéressant d'imaginer une histoire américaine alternative. Supposons que le gouvernement fédéral américain ait renfloué les États en défaut de paiement dans les années 1840. Aucun de ces États n'aurait adopté l'obligation d'équilibrer son budget ; il n'y aurait eu aucune raison d'attendre jusqu'en 2020, et l'on

peut imaginer que la Réserve fédérale achète des obligations d'États individuels dans le cadre de ses programmes d'achat d'actifs à grande échelle afin d'empêcher l'élargissement des écarts de taux entre les États. Ce ne serait pas une solution viable, mais cela décrit assez bien le fonctionnement de la BCE au cours de la dernière décennie. Lorsque la BCE gère un bilan important, elle génère d'importants transferts budgétaires interétatiques au sein de la zone euro, car elle permet aux pays fortement endettés d'emprunter auprès des pays du cœur de la zone euro à des taux inférieurs aux taux du marché (voir Chien et al., 2025).

Ce qui nous ramène à Blanchard et Ubide. Dans le troisième paragraphe, les auteurs écrivent : « Le principal problème aujourd'hui n'est pas l'aléa moral ou le partage des risques, mais la création d'un vaste marché obligataire européen capable de renforcer la position stratégique de l'Europe et de répondre à la demande mondiale croissante d'une alternative aux bons du Trésor américain. » Ils pensent qu'ils se trompent complètement. Le principal problème dans la zone euro est l'aléa moral.

La zone euro doit réformer son marché obligataire souverain. L'ingénierie financière n'est pas la solution. Ce qu'il faut, c'est un marché obligataire souverain fonctionnel où les investisseurs comprennent que le défaut de paiement est un véritable risque de crédit et que ce risque est correctement évalué afin que les gouvernements reçoivent les bons signaux du marché obligataire quant à leur capacité budgétaire, comme l'expliquent avec force John Cochrane, Luis Garicano et Klaus Masuch dans leur excellent ouvrage « Crisis Cycle » sur la zone euro. De cette façon, les gouvernements ne se réveillent pas un matin en constatant soudainement qu'ils ont épuisé leurs capacités budgétaires, ce qui est précisément arrivé au gouvernement français ces dernières années après que la BCE a cessé d'accroître son bilan.

Il est grand temps que les Européens cessent de passer d'une crise à l'autre et commencent à réfléchir sérieusement aux incitations lorsqu'ils conçoivent leurs institutions. Comme le dit Sargent, « Tout le monde réagit aux incitations. Les gouvernements aussi. »² L'expérience américaine rappelle aux Européens que les États souverains ne devraient pas émettre de titres de dette communs à moins d'accepter des restrictions contraignantes à leur souveraineté budgétaire. Je n'ai encore jamais rencontré d'électeurs européens, français, allemands ou italiens, qui accepteraient que Bruss dicte la politique fiscale à leurs gouvernements nationaux à Paris, Berlin ou Rome ».

Note : la proposition d'O. Blanchard et d'A. Ubide dont il est question a été faite dans un article publié le 30 mai 2025, avec pour titre : « Le moment est venu pour les euro-obligations : une proposition concrète ».

Voici les lignes consacrées à la présentation de cette proposition :

« (...) Les investisseurs internationaux recherchent des alternatives au marché des bons du Trésor américain, qu'ils considéraient jusqu'à récemment comme profond, liquide et sûr. La récente dégradation de la note de la dette publique américaine par Moody's met en évidence le caractère non viable de la politique budgétaire des États-Unis, et certaines propositions récentes envisageant la possibilité d'échanger les bons du Trésor actuels contre des obligations perpétuelles non négociables suscitent des interrogations quant à la sécurité de ces placements.

À l'heure actuelle, ils ne disposent d'aucune alternative d'envergure. En Europe, l'alternative la plus proche est le marché des Bunds. Cependant, la valeur totale des Bunds n'atteint que 2 500 milliards de dollars, contre 30 000 milliards pour le marché des bons du Trésor américain. Le marché des euro-obligations existantes est fragmenté et restreint : les obligations émises par l'UE pour financer le programme NGEU s'élèvent à 540 milliards d'euros et devraient atteindre 700 milliards d'euros d'ici 2026 ; les obligations du Mécanisme européen de stabilité (MES) représentent 270 milliards d'euros ; et les obligations de la Banque européenne d'investissement (BEI) 250 milliards d'euros, pour un total actuel d'un peu plus de 1 000 milliards d'euros. Bien que l'UE affiche désormais une dette supérieure à celle des Pays-Bas et soit en passe de devenir le premier émetteur net d'obligations de l'UE en 2025-2026, ces montants restent insuffisants à l'échelle mondiale. Par ailleurs, en raison du manque de visibilité quant à leur avenir (les dirigeants européens n'ont pas encore décidé de leur reconduction ou de leur remboursement) concernant les euro-obligations émises pour financer le programme NGEU, ces dernières ne sont pas considérées par les investisseurs comme des obligations souveraines, mais plutôt comme des obligations supranationales, et ne sont donc pas incluses dans les indices obligataires souverains. Cette situation réduit la demande et maintient leurs rendements à un niveau plus élevé. Ainsi, si l'Europe veut offrir une alternative aux investisseurs, elle doit accroître considérablement la taille du

marché des euro-obligations. Cela ne peut se faire marginalement, par le seul biais des flux nets : si, par exemple, toutes les dépenses de défense supplémentaires étaient financées intégralement de cette manière, cela n'ajouterait qu'environ 1 % du PIB de l'UE au stock chaque année. Même si le budget de l'UE augmentait sensiblement et se finançait en grande partie par des obligations de l'UE, l'accroissement du stock prendrait encore de nombreuses années avant d'atteindre l'ampleur nécessaire.

La solution consiste donc à remplacer une partie du stock d'obligations nationales par des euro-obligations (appelons-les provisoirement « obligations bleues », sans aborder pour l'instant la question de savoir si et comment elles différeraient des obligations de l'UE existantes).

La principale question est alors de savoir quelle part de la dette nationale des pays de l'UE devrait être remplacée par des obligations bleues.

D'une part, pour que le marché soit suffisamment profond et liquide, la part de dette bleue doit être suffisamment élevée. Ce qui compte dépend du rapport entre la taille du marché, le volume des transactions, la profondeur et la liquidité. Toutes choses égales par ailleurs, plus le marché est important, plus il a de chances d'être profond et liquide, et de permettre le développement des infrastructures nécessaires à son efficacité (acceptation des obligations dans les opérations de rachat des banques centrales, existence d'un marché à terme profond).

En revanche, plus la part de la dette bleue est élevée, plus les inquiétudes concernant le partage des risques sont grandes. Une garantie solidaire, bien qu'idéale en théorie, est probablement irréalisable en pratique, car les petits États membres de l'UE seraient responsables d'une dette colossale par rapport à leur PIB. Nous estimons que la dette bleue devrait être prioritaire, tant sur le plan politique que juridique. La sécurité perçue dépendra alors de la solidité et de la crédibilité des engagements des gouvernements à payer les intérêts de leur part de la dette bleue (égale à la part de la dette bleue émise en échange de la dette nationale). Par exemple, les gouvernements pourraient s'engager, en vertu de leur droit national, à affecter les recettes de TVA requises au paiement des intérêts de la dette bleue (directement, ou, si cela s'avère juridiquement impossible, en versant les recettes de TVA requises au budget de l'UE, lequel se chargerait ensuite du paiement des intérêts). Même dans ce cas, plus la part des obligations bleues dans la dette totale est importante, plus le partage des risques risque de poser problème ; il est donc essentiel de trouver le juste équilibre.

Existe-t-il un point d'équilibre optimal où la part des obligations bleues est suffisamment élevée pour assurer la liquidité nécessaire, mais suffisamment faible pour que, compte tenu de leur priorité, elles ne soient pas exposées au risque ? D'après nos échanges avec les acteurs du marché, nous pensons qu'un échange d'obligations nationales contre des obligations bleues, à hauteur de 25 % du PIB, pourrait suffire à garantir la liquidité sans pour autant soulever de problèmes de sécurité. Au niveau de la zone euro, cela ramènerait le ratio dette publique/PIB à environ 60 % et, compte tenu de la hausse à venir de ce ratio, implicite dans les plans budgétaires allemands, le ratio dette publique/PIB des quatre principaux pays de la zone euro (France, Allemagne, Italie et Espagne) atteindrait ou dépasserait 60 % du PIB. Nous pensons que le ratio des obligations bleues au PIB pourrait être sensiblement plus élevé une fois que les pays de l'UE auront constaté l'efficacité du cadre de gouvernance, mais un objectif initial de 25 %, soit environ 1,5 billion de dollars, pourrait être approprié.

Il y aurait alors deux types d'obligations : les obligations bleues senior et les obligations nationales junior. Quels seraient les taux d'intérêt de chaque type ?

En supposant que les spreads ne reflètent que le risque de défaut sur la dette nationale initiale, il en résulterait un taux plus bas pour les obligations bleues senior et un taux plus élevé pour les obligations nationales, le risque étant désormais concentré sur une base plus restreinte. Le coût moyen du financement resterait inchangé.

Le résultat devrait toutefois être plus favorable. La demande des investisseurs internationaux pour un marché profond et liquide de cet actif sûr devrait se traduire par un taux d'intérêt encore plus bas que, par exemple, le taux des Bunds aujourd'hui (ce qui n'est pas le cas actuellement pour les obligations de l'UE, précisément en raison de l'étroitesse du marché et de leur statut supranational plutôt que souverain). La taille accrue du marché implique également que le reste de l'écosystème nécessaire, comme une courbe des taux profonde, un marché à terme et une facilité d'opérations de pension pour les obligations bleues, se développerait naturellement, conduisant là encore à des taux plus bas. Par ailleurs, en raison d'une

préférence nationale et de contraintes réglementaires (comme l'obligation pour le Fonds de réserve des pensions espagnol d'allouer une partie de ses actifs aux obligations espagnoles), la demande résiduelle de dette publique pourrait demeurer élevée et, compte tenu de l'offre réduite, limiter la hausse des taux d'intérêt. L'inverse est-il possible ? Les marchés font preuve de prudence face aux nouveaux instruments, ce qui se traduit initialement par des spreads plus élevés. Cet effet devrait toutefois s'estomper avec le temps. (Le spread des obligations NGEU à 10 ans, qui était initialement de 35 points de base, avoisine désormais les 20 points de base.) D'autres facteurs pourraient également contribuer à la baisse de tous les taux, publics et privés. La sensibilité accrue des taux à la dette publique restante devrait inciter davantage les pays à respecter les règles budgétaires de l'UE et à adopter des politiques budgétaires rigoureuses. Un marché des obligations bleues profond et liquide devrait faciliter la création d'une courbe des taux fiable pour les obligations d'entreprises européennes, susceptible de favoriser l'intégration des marchés de capitaux et d'améliorer la gestion des risques par les banques européennes en réduisant la corrélation entre les taux des banques nationales et ceux des obligations.

En résumé : comme l'ont avancé les auteurs de diverses propositions antérieures, un tel système à deux vitesses – un taux de sécurité et 20 taux nationaux – devrait conduire à un taux d'intérêt moyen plus bas pour chaque membre tout en incitant davantage les pays dont les perspectives budgétaires sont plus sombres à s'adapter. (...) ».

Remarque de Lukasz Szubelak : « La nécessité d'une dette commune pour attendre des objectifs communs tels que la défense ou l'énergie est indéniable, mais elle n'est efficace que si elle s'accompagne d'une intégration budgétaire profonde. Sans un mécanisme central de contrôle des dépenses nationales, nous risquons de revivre la crise de 2010 »

Le mardi 3 aussi, publication par « Toute l'Europe » d'une nouvelle version de « L'économie européenne et l'euro » : <https://www.touteurope.eu/economie-et-social/l-economie-europeenne-et-l-euro/>

Signalons la parution le mois précédent du même type de document sur « L'histoire de l'Union monétaire et monétaire et de l'euro » : <https://www.touteurope.eu/histoire/histoire-de-l-union-economique-et-monetaire-et-de-l-euro/>

Signalons aussi, pour faire la transition avec l'article suivant, qu'en novembre dernier, la même publication a publié un article consacré, à l'euro numérique court et pédagogique comme d'habitude : <https://www.touteurope.eu/economie-et-social/argent-six-questions-sur-l-euro-numerique/>

Le samedi 14, publication par Atlantico (A) d'un entretien avec l'économiste Alexandre Delaigue (D) sur l'euro digital. Voici l'essentiel de son contenu :

« (A) Face à la domination des infrastructures de paiement américaines et à l'essor rapide des stablecoins libellés en dollars, le projet d'euro numérique refait surface dans le débat européen. Soutenu par plusieurs dizaines d'économistes, il est présenté comme un instrument de souveraineté monétaire et d'autonomie stratégique pour l'Union européenne.

Près de 70 économistes européens, dont le Français Thomas Piketty, Eric Monnet ou Daniela Gabor, avaient publié une lettre ouverte en janvier dernier pour inciter les eurodéputés à finaliser le projet d'euro numérique de la BCE face au risque de perte de contrôle monétaire et d'une dépendance accrue aux États-Unis. Qu'est-ce que l'euro digital et pourquoi y a-t-il un regain d'intérêt autour de ce projet ?

(D) L'euro digital n'est pas un projet nouveau. En réalité, cela a commencé au moment du développement et de l'essor du bitcoin, ainsi que lors de l'engouement autour des cryptomonnaies. La Banque centrale européenne a souhaité lancer un projet d'étude sur l'opportunité de créer une monnaie numérique de banque centrale. Un rapport a notamment été rédigé par l'économiste français Benoît Cœuré. Son rapport est intéressant et bien construit. Le projet a ensuite continué à évoluer.

Beaucoup de personnes estimaient que cet effort de la BCE pour créer un euro digital poserait des problèmes aux banques. Certains disaient également que personne n'en exprimait réellement le besoin et qu'il n'existait pas de demande forte. Le projet a donc avancé, mais relativement lentement.

L'euro digital est un système de monnaie virtuelle s'appuyant en partie sur les technologies utilisées dans les cryptomonnaies. Toutefois, il ne fonctionnerait pas exactement comme le Bitcoin. Il s'agirait d'une monnaie digitale mais avec un registre en partie centralisé.

En pratique, cela reviendrait à permettre à n'importe qui de disposer d'une sorte de portefeuille électronique géré par la BCE. Avec ce portefeuille, il serait possible de réaliser des transactions avec toutes les personnes disposant elles aussi d'un portefeuille auprès de la BCE. Grâce aux technologies numériques, ces transactions seraient à la fois instantanées et gratuites, c'est-à-dire sans coûts de transaction.

Pourquoi la BCE reste-t-elle attachée à ce projet ? Parce qu'elle mène la politique monétaire et souhaite s'adapter aux nouveaux usages.

Autrefois, une part importante de la politique monétaire passait par les pièces et les billets. L'émission des billets de banque relève directement de la banque centrale, puisque c'est elle qui possède la « planche à billets ». Dans un système monétaire moderne, les banques créent la monnaie principalement par le biais du crédit et des dépôts. Les banques privées sont donc les principales créatrices de monnaie, tandis que la banque centrale joue un rôle de pilotage. Ce que la banque centrale émet directement, ce sont notamment les billets. Or, si les citoyens n'utilisent plus les billets, cela crée une forme de distanciation entre la banque centrale et les citoyens. Les gens peuvent alors se demander quel est encore le rôle de la banque centrale.

L'idée de créer un euro digital a également une fonction symbolique en permettant de maintenir un lien direct entre le citoyen et la banque centrale, à travers une monnaie directement émise par celle-ci. Au départ, l'objectif de ce système était donc de maintenir ce lien entre la banque centrale et les citoyens, un lien qui tend à se distendre à mesure que l'usage des espèces diminue. Il s'agissait aussi d'investir dans ces nouvelles technologies afin de ne pas manquer ce tournant.

Jusqu'à présent, il existait cependant une certaine réserve. Les citoyens n'exprimaient pas de demande particulière pour un euro digital, et les banques y étaient opposées. Si ce système voyait le jour, il pourrait permettre aux particuliers de détenir jusqu'à 3 000 euros dans leur portefeuille numérique.

Avec un tel portefeuille, la quasi-totalité des transactions quotidiennes pourrait être réalisée sans passer par les banques. Pour beaucoup de personnes, il ne serait plus nécessaire d'utiliser un compte bancaire pour les opérations courantes. Or, pour les banques, la collecte des dépôts constitue un mode de financement très pratique. Les dépôts sont une ressource stable et peu coûteuse, puisqu'ils sont faiblement rémunérés, voire assortis de frais. Les banques n'ont donc aucun intérêt à ce que les citoyens puissent effectuer une grande partie de leurs transactions par un système de ce type.

La pétition prend en compte de nouveaux développements. Il existe désormais une série de nouveaux facteurs importants susceptibles de justifier et d'encourager le développement de cet euro digital, malgré l'hostilité des banques européennes.

(A) Pourquoi peut-on considérer aujourd'hui que l'euro digital constitue un enjeu majeur pour les pays de l'UE et que ce projet permettra de se défendre contre l'impérialisme monétaire américain ?

(D) Il existe aujourd'hui deux raisons principales qui rendent l'euro digital beaucoup plus légitime et justifié qu'auparavant.

La première raison concerne l'évolution des systèmes de paiement électronique, qui sont de plus en plus utilisés en Europe. L'utilisation des billets et des paiements en espèces diminue très rapidement. Chacun peut constater que les paiements en espèces deviennent de plus en plus rares. Une part significative des paiements que nous effectuons passe aujourd'hui par des réseaux de cartes bancaires gérés par des entreprises spécialisées. En pratique, deux entreprises dominent largement cette infrastructure de paiement : Visa et Mastercard. Ce sont elles qui contrôlent l'essentiel du système de paiement utilisé par les citoyens européens. La plupart des cartes bancaires sont soit des cartes Visa, soit des cartes Mastercard. Mastercard a d'ailleurs racheté un ancien système de paiement européen appelé Eurocard.

Il existe néanmoins quelques systèmes nationaux qui ne dépendent pas directement de Visa ou Mastercard. En France, par exemple, il y a le Groupement des cartes bancaires, identifiable par le logo « CB ». D'autres pays européens ont développé des systèmes similaires, mais ils restent limités à un usage national. En Belgique, par exemple, il existe le système de paiement Bancontact. Si vous possédez uniquement une carte Bancontact, elle ne fonctionne pas ailleurs en Europe. Il arrive d'ailleurs régulièrement que des automobilistes européens se retrouvent en difficulté aux péages en France, parce qu'ils sont habitués à payer uniquement par carte mais ne possèdent pas de carte Visa ou Mastercard. C'est un exemple très concret qui montre que ces questions ne sont pas seulement abstraites.

En pratique, ce sont donc des entreprises américaines qui contrôlent l'essentiel des infrastructures de paiement utilisées en Europe. Jusqu'à présent, cela ne semblait pas particulièrement problématique. Cependant, le contexte a évolué. Les pays de l'UE se posent désormais davantage de questions sur la nécessité de protéger certaines infrastructures critiques contre d'éventuelles interférences étrangères.

Des situations qui semblaient auparavant totalement inconcevables ne peuvent plus être exclues. Les États-Unis pourraient décider de contraindre Visa ou Mastercard à suspendre leurs services dans un pays européen, par exemple au Danemark, dans le cadre d'un conflit politique ou de sanctions. À partir du moment où ce type de scénario n'est plus totalement impensable, la question de la création d'un euro digital devient plus sérieuse.

Dans ce contexte, le projet d'euro digital élaboré par la Banque centrale européenne pourrait constituer une alternative permettant de disposer d'un système de paiement plus résilient et moins dépendant de ces réseaux américains. Cela réduirait la dépendance à Visa, Mastercard et également à American Express, qui, comme son nom l'indique, est également une entreprise américaine.

Il s'agit là du premier enjeu qui est mis en avant dans la pétition signée par de nombreux économistes.

Il existe cependant un deuxième élément dont cette pétition parle beaucoup moins, probablement parce que l'attention se concentre aujourd'hui sur la question des infrastructures critiques. Ce second facteur reste davantage sous les radars, mais il pourrait avoir des conséquences importantes.

Il s'agit du vote, aux États-Unis l'année dernière, du Genius Act, une loi visant à favoriser le développement des stablecoins libellés en dollars. Les stablecoins sont des cryptomonnaies privées qui, comme leur nom l'indique, sont conçues pour maintenir une valeur stable par rapport à une devise, généralement le dollar. Ce type d'actif se développe actuellement très rapidement, notamment depuis l'adoption de cette législation qui a permis de les légaliser et de les encadrer.

Plusieurs enjeux apparaissent autour de leur développement.

Le premier enjeu est un enjeu de souveraineté. Les stablecoins peuvent être utilisés pour effectuer des transactions, notamment des transactions transfrontalières. Comme leur valeur est stable, contrairement au bitcoin qui fluctue fortement, ils peuvent servir de moyen de paiement.

Aux États-Unis, beaucoup de particuliers les utilisent déjà pour effectuer des transferts internationaux. Le système bancaire américain applique souvent des frais élevés pour les virements, en particulier les virements internationaux. Utiliser un portefeuille en stablecoins libellés en dollars permet donc d'effectuer ces transactions à moindre coût, voire gratuitement.

Ces systèmes se développent donc rapidement comme moyens de paiement. Ils peuvent également fonctionner à grande échelle. Certaines entreprises pourraient être tentées d'utiliser des stablecoins pour leurs transactions internationales.

Aujourd'hui, le système de paiement international entre grandes banques repose principalement sur le réseau SWIFT, qui existe depuis environ cinquante ans. Il s'agit d'un système relativement ancien et parfois lent. Les stablecoins pourraient donc représenter une forme de concurrence.

Si les entreprises commencent à effectuer leurs transactions internationales en stablecoins libellés en dollars, cela renforcerait encore le poids du dollar dans les échanges internationaux.

La création de l'euro avait contribué à rééquilibrer le système monétaire international. Mais si les stablecoins en dollars deviennent largement utilisés, le dollar pourrait à nouveau renforcer sa position dominante.

Il existe donc un enjeu de souveraineté monétaire. On peut également imaginer qu'à terme de nombreux Européens possèdent des portefeuilles en stablecoins libellés en dollars. Dans ce cas, le dollar pourrait commencer à circuler de facto en Europe comme moyen de paiement.

Cela poserait un double problème. D'une part, un problème de souveraineté monétaire. D'autre part, un problème de politique monétaire pour la banque centrale, puisque celle-ci est censée contrôler la monnaie en circulation.

Si une part croissante des transactions échappe à la banque centrale, cela complique la conduite de la politique monétaire. Enfin, il existe également un risque lié au fonctionnement même des stablecoins, car leur stabilité dépend des mécanismes financiers utilisés pour garantir leur valeur.

Concrètement, ces entreprises achètent principalement des titres de dette publique américaine libellés en dollars, qu'elles conservent en réserve. Cela leur permet de répondre aux demandes de retrait ou de paiement de leurs clients. Toutefois, même si ces activités sont réglementées, il subsiste un risque. Les

entreprises qui émettent des stablecoins fonctionnent en effet, d'une certaine manière, comme des banques. Or, il s'agit de banques qui ne sont pas régulées de la même façon et qui peuvent déjà opérer - même si ce n'est pas encore à grande échelle - en Europe.

Il existe donc un double enjeu. L'euro digital pourrait constituer une réponse à l'essor des stablecoins libellés en dollars. Aujourd'hui, avec l'adoption du Genius Act, il existe un véritable enjeu de souveraineté et de politique monétaire autour du développement des stablecoins. Cela pourrait justifier l'accélération et la généralisation du développement de l'euro digital.

(A) Quelles sont les éventuelles limites de l'euro digital ?

(D) Le fait que le lobby bancaire critique l'euro digital ne signifie pas nécessairement qu'il ait tort. Il existe effectivement un risque avec ce dispositif : celui d'affaiblir les banques européennes. L'économie européenne repose sur un système monétaire et financier fortement centré sur les banques. Cela suppose d'avoir des banques relativement solides. Est-ce donc vraiment le bon moment pour fragiliser les banques européennes ? Cet argument n'est pas dénué de pertinence.

En examinant la liste des économistes ayant signé cette pétition, certains d'entre eux sont des spécialistes des questions monétaires, même si ce n'est pas le cas de tous. Beaucoup ont cependant, depuis plusieurs années, adopté une position critique à l'égard du poids des banques en Europe et de leur importance dans le système financier. Ils défendent depuis longtemps l'idée d'un système monétaire moins dépendant des banques. Il existe donc un véritable débat sur cette question.

Cette pétition donne l'impression que les auteurs, déjà critiques du rôle des banques depuis un certain temps, ont trouvé dans l'actualité de nouveaux arguments pour promouvoir l'euro digital dans un cadre plus large.

Il existe ensuite d'autres critiques liées plus spécifiquement à la nature même de l'euro digital. Certaines personnes craignent que la création d'un euro digital permette à la Banque centrale européenne de connaître l'ensemble des transactions effectuées par les citoyens. Un registre global des transactions finirait par remplacer l'argent liquide.

Ces arguments s'inscrivent dans un discours plus large, souvent présent dans l'univers des cryptomonnaies, qui défend l'idée d'une monnaie privée permettant de se protéger du contrôle de l'État. Il s'agit d'un débat ancien portant sur l'architecture du système monétaire. Dans les projets actuellement envisagés par la BCE, des mécanismes seraient toutefois prévus afin de garantir un certain niveau d'anonymat des transactions.

Néanmoins, l'expérience montre que l'invocation de menaces ou de lois d'exception suffit souvent à remettre en cause les protections de la vie privée. Il existe donc des inquiétudes sur ce point.

Une autre question concerne le rôle même de la BCE. Celle-ci exerce déjà de nombreuses fonctions. Elle est la banque centrale de la zone euro et elle joue également un rôle important dans la régulation bancaire. Si elle devait en plus gérer un système permettant de tenir les comptes de centaines de millions d'Européens, il est possible de se demander si cela ne représenterait pas une extension excessive de ses missions. N'assiste-t-on pas à une extension continue des compétences d'une institution qui assume déjà de nombreuses responsabilités ?

Il faut reconnaître que ce projet répond malgré tout à un besoin réel. Un certain nombre de questions restent ouvertes.

(A) L'euro digital est-il un atout alternatif dans le cadre des questions de souveraineté face aux États-Unis ?

(D) L'enjeu de souveraineté vis-à-vis des États-Unis ne se limite pas au système de paiement. Cette question dépasse largement ce seul aspect. Le système financier américain est incontournable à l'échelle internationale. Aucune banque ne peut réellement opérer au niveau mondial sans avoir accès au système financier américain.

Dans ce contexte, imaginer que la création d'une infrastructure de paiement indépendante suffirait à garantir une autonomie complète vis-à-vis des États-Unis est probablement illusoire. Certes, il serait possible de développer un système de paiement séparé du système bancaire classique et offrant une certaine autonomie. Mais cela resterait limité.

Ce type d'infrastructure pourrait cependant avoir une utilité particulière pour les entreprises. On évoque souvent l'usage de l'euro digital pour les particuliers, mais il pourrait également être utile pour des

paiements de montants beaucoup plus importants, par exemple entre entreprises. Disposer d'une infrastructure sécurisée permettant d'effectuer de très grosses transactions pourrait constituer un avantage. Il ne faut toutefois pas croire que cela suffirait à résoudre les problèmes de souveraineté financière vis-à-vis des États-Unis. On l'a déjà constaté avec la capacité des États-Unis à sanctionner des banques et à contraindre des banques européennes à appliquer certaines sanctions, par exemple à l'égard de l'Iran, même lorsque les gouvernements européens ne le souhaitent pas.

L'euro digital ne suffirait donc pas à résoudre ce problème. Imaginons un instant que l'ensemble de notre infrastructure financière cesse de fonctionner, à l'exception d'un système permettant seulement des paiements entre particuliers plafonnés à 3 000 euros. Cela améliorerait légèrement la situation, mais ce serait évidemment très loin d'être suffisant.

L'euro digital ne résoudra pas à lui seul les problèmes de dépendance financière vis-à-vis du système bancaire et financier américain. Cependant, s'il est développé de manière ambitieuse, il pourrait contribuer à renforcer une certaine autonomie. En revanche, face au développement des stablecoins, il pourrait constituer une réponse plus urgente. Sur ce point précis, il est probablement nécessaire de déployer rapidement une stratégie, car les autorités monétaires européennes pourraient être dépassées dans quelques années par la croissance rapide des stablecoins ».

Le dimanche 15, à l'occasion de sa mort hier, rappel de l'article écrit par Christopher A. Sims, professeur d'économie à l'Université de Princeton, « The Precarious Fiscal Foundations of EMU » (Les fondements fiscaux précaires de l'UEM), dont voici les quelques lignes de résumé :

« Après un bref aperçu de la théorie budgétaire du niveau des prix, nous examinons les enseignements qu'elle apporte sur la formation de la politique monétaire en période de tensions déflationnistes et inflationnistes. Nous analysons ensuite comment les institutions de l'UEM sont – ou non – équipées pour faire face à de telles tensions. La conclusion est que, pour que l'UEM soit un succès à long terme, des institutions budgétaires encore non définies devront émerger ou être créées ».

Le mardi 17, « Toute l'Europe » publie « La Banque européenne d'investissement, moteur stratégique de la puissance économique de l'UE. <https://www.touteurope.eu/institutions/la-banque-europeenne-d-investissement-moteur-strategique-de-la-puissance-economique-de-l-ue/>

Le jeudi 19, réunion du Conseil des Gouverneurs de la BCE sur la politique monétaire. Les taux directeurs restent inchangés.

Voici son communiqué :

« Le Conseil des gouverneurs a décidé ce jour de laisser inchangés les trois taux d'intérêt directeurs de la BCE. Il est déterminé à assurer la stabilisation de l'inflation au niveau de l'objectif de 2 % à moyen terme. La guerre au Moyen-Orient a considérablement accentué l'incertitude entourant les perspectives, créant des risques à la hausse pour l'inflation et des risques à la baisse pour la croissance économique. Elle aura une incidence significative sur l'inflation à court terme via le renchérissement de l'énergie. Ses implications à moyen terme dépendront de l'intensité et de la durée du conflit ainsi que de la manière dont les prix de l'énergie affectent les prix à la consommation et l'économie.

Le Conseil des gouverneurs est en bonne position pour faire face à cette incertitude. L'inflation se situe autour de l'objectif de 2 %, les anticipations d'inflation à plus long terme sont bien ancrées, et l'économie a fait preuve de résilience ces derniers trimestres. Les informations que nous obtiendrons au cours de la période à venir permettront au Conseil des gouverneurs d'évaluer l'incidence de la guerre sur les perspectives d'inflation et les risques entourant ces perspectives. Le Conseil des gouverneurs suit de près la situation, et son approche fondée sur les données l'aidera à définir l'orientation appropriée de la politique monétaire.

Les nouvelles projections établies par les services de la BCE intègrent exceptionnellement des informations allant jusqu'au 11 mars, une date d'arrêt plus tardive que d'ordinaire. Selon le scénario de référence, l'inflation totale s'établirait en moyenne à 2,6 % en 2026, 2,0 % en 2027 et 2,1 % en 2028.

L'inflation a été révisée à la hausse par rapport aux projections de décembre, en particulier pour 2026, étant donné que les prix de l'énergie seront plus élevés en raison de la guerre au Moyen-Orient. S'agissant de l'inflation hors énergie et produits alimentaires, nos services tablent sur une hausse moyenne de 2,3 % en 2026, 2,2 % en 2027 et 2,1 % en 2028. Ces taux sont aussi plus élevés que ceux anticipés dans les projections de décembre, principalement du fait de la transmission du renchérissement de l'énergie à l'inflation hors énergie et produits alimentaires. Selon les services de la BCE, la croissance économique s'établirait en moyenne à 0,9 % en 2026, 1,3 % en 2027 et 1,4 % en 2028. Cela implique une révision à la baisse, en particulier pour 2026, reflétant les effets à l'échelle mondiale de la guerre sur les marchés des matières premières, les revenus réels et la confiance. Cela étant, le faible niveau de chômage, la solidité des bilans dans le secteur privé, et les dépenses publiques consacrées à la défense et aux infrastructures devraient continuer de soutenir la croissance.

Conformément à l'engagement énoncé par le Conseil des gouverneurs dans sa stratégie de politique monétaire d'intégrer les risques et l'incertitude dans son processus de décision, nos services ont aussi évalué comment la guerre au Moyen-Orient pourrait affecter la croissance économique et l'inflation dans plusieurs scénarios illustratifs alternatifs. Ces scénarios seront publiés avec les projections macroéconomiques sur le site internet de la BCE. L'analyse de scénarios tend à indiquer qu'une perturbation prolongée de l'approvisionnement en pétrole et en gaz se traduirait par une inflation supérieure, et une croissance inférieure, aux projections de référence. Les implications pour l'inflation à moyen terme dépendent de manière cruciale de l'ampleur des effets indirects et de second tour d'un choc énergétique plus important et plus persistant.

Le Conseil des gouverneurs suivra une approche s'appuyant sur les données pour définir, réunion par réunion, l'orientation appropriée de la politique monétaire. Plus particulièrement, ses décisions relatives aux taux directeurs 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 ».

En début d'après-midi, comme d'habitude, la Présidente de la BCE, Christine Lagarde a tenu une conférence de presse.

En voici le contenu :

« 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. La guerre au Moyen-Orient a considérablement accentué l'incertitude entourant les perspectives, créant des risques à la hausse pour l'inflation et des risques à la baisse pour la croissance économique. Elle aura une incidence significative sur l'inflation à court terme via le renchérissement de

l'énergie. Ses implications à moyen terme dépendront de l'intensité et de la durée du conflit ainsi que de la manière dont les prix de l'énergie affectent les prix à la consommation et l'économie.

Nous sommes en bonne position pour faire face à cette incertitude. L'inflation se situe autour de notre objectif de 2 %, les anticipations d'inflation à plus long terme sont bien ancrées, et l'économie a fait preuve de résilience ces derniers trimestres. Les informations que nous obtiendrons au cours de la période à venir nous permettront d'évaluer l'incidence de la guerre sur les perspectives d'inflation et les risques entourant ces perspectives. Nous suivons de près la situation, et notre approche fondée sur les données nous aidera à définir l'orientation appropriée de la politique monétaire.

Les nouvelles projections établies par les services de la BCE intègrent exceptionnellement des informations allant jusqu'au 11 mars, une date d'arrêté plus tardive que d'ordinaire. Selon le scénario de référence, l'inflation totale s'établirait en moyenne à 2,6 % en 2026, 2,0 % en 2027 et 2,1 % en 2028. L'inflation a été révisée à la hausse par rapport aux projections de décembre, en particulier pour 2026, étant donné que les prix de l'énergie seront plus élevés en raison de la guerre au Moyen-Orient. S'agissant de l'inflation hors énergie et produits alimentaires, nos services tablent sur une hausse moyenne de 2,3 % en 2026, 2,2 % en 2027 et 2,1 % en 2028. Ces taux sont aussi plus élevés que ceux anticipés dans les projections de décembre, principalement du fait de la transmission du renchérissement de l'énergie à l'inflation hors énergie et produits alimentaires. Selon les services de la BCE, la croissance économique s'établirait en moyenne à 0,9 % en 2026, 1,3 % en 2027 et 1,4 % en 2028. Cela implique une révision à la baisse, en particulier pour 2026, reflétant les effets à l'échelle mondiale de la guerre sur les marchés des matières premières, les revenus réels et la confiance. Cela étant, le faible niveau de chômage, la solidité des bilans dans le secteur privé, et les dépenses publiques consacrées à la défense et aux infrastructures devraient continuer de soutenir la croissance.

Conformément à l'engagement énoncé dans notre stratégie de politique monétaire d'intégrer les risques et l'incertitude dans notre processus de décision, nos services ont également évalué comment la guerre au Moyen-Orient pourrait influencer sur la croissance économique et l'inflation dans plusieurs scénarios illustratifs alternatifs. Ces scénarios seront publiés avec les projections macroéconomiques sur notre site internet. L'analyse de scénarios tend à indiquer qu'une perturbation prolongée de l'approvisionnement en pétrole et en gaz se traduirait par une inflation supérieure, et une croissance inférieure, aux projections de référence. Les implications pour l'inflation à moyen terme dépendent de manière cruciale de l'ampleur des effets indirects et de second tour d'un choc énergétique plus important et plus persistant.

Nous suivons une approche s'appuyant sur les données pour définir, 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 0,2 % au quatrième trimestre 2025, sous l'effet d'une augmentation de la demande intérieure. Les ménages ont accru leurs dépenses alors que les revenus réels ont progressé et que le chômage est resté proche de son point bas historique. L'activité dans la construction et la rénovation de logements s'est renforcée, et les entreprises ont davantage investi, en particulier dans des domaines tels que la recherche-développement, les logiciels et les bases de données. La croissance n'a plus été freinée par les exportations nettes comme ce fut le cas au cours des deux trimestres précédents, et a principalement été soutenue par les services.

Selon les services de la BCE, la consommation privée resterait le principal moteur de la croissance à moyen terme. L'investissement devrait également continuer de croître, étant donné que les gouvernements dépensent davantage dans la défense et les infrastructures et que les entreprises investissent de plus en plus dans les nouvelles technologies numériques. L'environnement extérieur reste difficile, notamment au vu de la volatilité des politiques commerciales dans le monde.

La guerre au Moyen-Orient perturbe les marchés des matières premières et pèse sur les revenus réels et la confiance. Cela a donné lieu à une révision à la baisse de la consommation et de l'investissement dans les projections de référence établies par nos services, en particulier pour 2026. L'effet serait encore plus prononcé dans des scénarios alternatifs prévoyant un choc énergétique plus sévère et plus durable.

Le Conseil des gouverneurs souligne le besoin urgent de renforcer l'économie la zone euro tout en maintenant des finances publiques saines. Toute réponse budgétaire au choc des prix de l'énergie devrait être temporaire, ciblée et adaptée. La crise énergétique actuelle souligne l'impératif de réduire davantage la dépendance aux combustibles fossiles. L'achèvement de l'union pour l'épargne et l'investissement est fondamental pour financer l'innovation et soutenir les transitions écologique et numérique. L'euro numérique et la monnaie de banque centrale interbancaire tokenisée renforceront l'autonomie stratégique, la compétitivité et l'intégration financière de l'Europe, et stimuleront l'innovation dans le domaine des paiements. Il est donc essentiel d'adopter rapidement le règlement établissant l'euro numérique. La simplification et l'harmonisation des règles dans l'ensemble du marché unique de l'UE favoriseront une croissance plus rapide des entreprises européennes.

Inflation

L'inflation s'est accélérée, à 1,9 % en février, contre 1,7 % en janvier. Les prix de l'énergie ont reculé de 3,1 % par rapport à un an auparavant, après une baisse de 4,0 % en janvier. L'augmentation des prix des produits alimentaires s'est quant à elle quelque peu ralentie, à 2,5 %. L'inflation hors énergie et produits alimentaires a augmenté, à 2,4 % en février, contre 2,2 % en janvier, en raison d'une accentuation de la progression des prix des biens, à 0,7 % après 0,4 %, et de la hausse plus marquée des prix des services, à 3,4 % après 3,2 %.

Les indicateurs de l'inflation sous-jacente ont peu évolué ces derniers mois et restent conformes à notre objectif de 2 % à moyen terme. Les bénéfices des entreprises se sont encore redressés au quatrième trimestre 2025, tandis que les coûts unitaires de main-d'œuvre ont crû à un taux comparable à celui du trimestre précédent. La croissance de la rémunération par tête s'est ralentie à 3,7 %, contre 4,0 % au troisième trimestre. La croissance des salaires négociés et les indicateurs prospectifs, tels que l'outil de suivi des salaires de la BCE et les enquêtes sur les anticipations relatives aux salaires, laissent présager une poursuite de la modération des coûts de main-d'œuvre courant 2026, ce qui devrait favoriser le retour de l'inflation au niveau de l'objectif.

L'augmentation des prix de l'énergie provoquée par la guerre se traduira par une inflation supérieure à 2 % à court terme. Le renchérissement de l'énergie, s'il persiste, pourrait entraîner une hausse plus générale de l'inflation par le biais des effets indirects et de second tour – une situation qui requiert un suivi attentif. Les anticipations d'inflation des marchés financiers ont nettement augmenté à des horizons à plus court terme. La plupart des mesures des anticipations d'inflation à plus long terme s'établissent autour de 2 %, ce qui soutient l'hypothèse d'une stabilisation de l'inflation autour de notre objectif.

Évaluation des risques

Les risques pesant sur les perspectives de croissance sont orientés à la baisse, en particulier à court terme. La guerre au Moyen-Orient constitue un risque baissier pour l'économie de la zone euro, accentuant la volatilité de l'environnement politique mondial. Une guerre prolongée pourrait entraîner une augmentation des prix de l'énergie plus importante et plus durable qu'anticipé actuellement, et peser également sur la confiance. Ces facteurs pourraient éroder les revenus et rendre les entreprises et les ménages plus réticents à investir et à dépenser. Une détérioration de la confiance sur les marchés financiers mondiaux pourrait freiner davantage la demande. Des frictions supplémentaires dans les échanges commerciaux internationaux pourraient perturber les chaînes d'approvisionnement, réduire les exportations et affaiblir la consommation et l'investissement. D'autres tensions géopolitiques, en particulier la guerre injustifiée menée par la Russie contre l'Ukraine, demeurent une source majeure d'incertitude. À l'inverse, la croissance pourrait être plus forte si les répercussions économiques de la guerre au Moyen-Orient se révélaient être de plus courte durée qu'anticipé actuellement. De plus, les dépenses prévues en matière de défense et d'infrastructures, des réformes visant à améliorer la productivité et l'adoption par les entreprises de la zone euro de nouvelles technologies pourraient soutenir la croissance davantage qu'attendu. De nouveaux accords commerciaux et une plus forte intégration du marché unique seraient aussi de nature à attiser la croissance au-delà des anticipations actuelles.

Les risques entourant les perspectives d'inflation sont orientés à la hausse, à court terme en particulier. Une guerre prolongée au Moyen-Orient pourrait se traduire par un renchérissement de l'énergie plus important et plus durable qu'attendu actuellement, et accroître davantage l'inflation dans la zone euro. Ce risque pourrait se renforcer et devenir plus persistant si les anticipations d'inflation et la progression des salaires augmentaient elles aussi, si la hausse des prix de l'énergie se transmettait à l'inflation hors énergie dans une plus grande mesure qu'anticipé dans le scénario de référence, ou si la guerre perturbait plus largement les chaînes d'approvisionnement mondiales. Les tensions commerciales actuelles pourraient aussi entraîner une plus grande fragmentation des chaînes d'approvisionnement mondiales, réduire l'offre de matières premières critiques et accentuer les contraintes de capacité au sein de l'économie de la zone euro. À l'inverse, l'inflation pourrait être plus faible si les répercussions économiques de la guerre au Moyen-Orient étaient de plus courte durée ou si les effets indirects et de second tour s'avéraient moins prononcés qu'anticipé actuellement. L'inflation pourrait aussi être plus faible si les droits de douane réduisaient la demande d'exportations adressée à la zone euro de manière plus importante qu'attendu et si les pays en surcapacité augmentaient encore leurs exportations vers la zone euro. Des marchés financiers plus volatils et plus réticents à prendre des risques pourraient peser sur la demande et ainsi faire également reculer l'inflation.

Conditions financières et monétaires

La guerre au Moyen-Orient a eu une incidence prononcée sur les marchés financiers mondiaux. Les conditions financières globales se sont durcies depuis notre dernière réunion. Les marchés boursiers se sont repliés et les taux d'intérêt de marché dans la zone euro, en particulier ceux à court terme, ont sensiblement augmenté.

En janvier, les taux d'intérêt bancaires appliqués aux entreprises et le coût du financement par endettement de marché sont tous deux restés à 3,6 %, tandis que le taux d'intérêt moyen sur les nouveaux prêts hypothécaires a légèrement augmenté, à 3,4 %. Les prêts bancaires aux entreprises ont progressé à un rythme annuel de 2,8 % en janvier, contre 3,0 % en décembre. Cette évolution a toutefois été contrebalancée par une augmentation des émissions d'obligations d'entreprises, dont le taux de croissance annuel s'est établi à 4,0 %, après 3,5 % en décembre. Les prêts hypothécaires se sont accrus de 3,0 %, sans changement par rapport à décembre.

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 définir, 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 ».

