

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).

Avec l'entrée de la Bulgarie, le processus d'« euroïisation » se poursuit donc.

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.

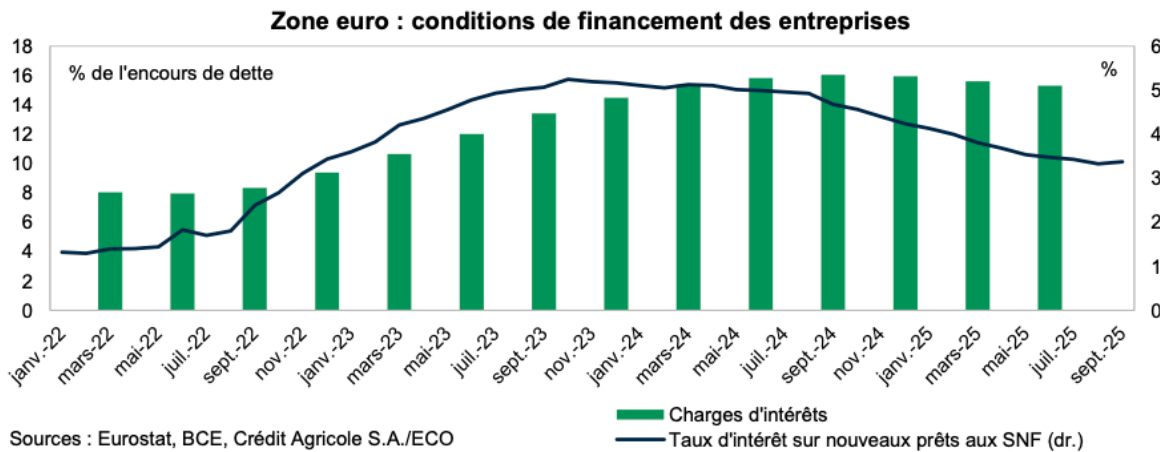
	2024	2025	2026	2027
PIB (a/a, %)	0,8	1,4	1,2	1,3
Demande intérieure (contribution au PIB, pp)	0,7	1,6	1,3	1,4
Variation des stocks (contribution au PIB, pp)	-0,2	0,4	0,1	0,0
Exportations nettes (contribution au PIB, pp)	0,4	-0,5	-0,3	0,0
Consommation des ménages (a/a, %)	1,2	1,3	1,2	1,2
Investissement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

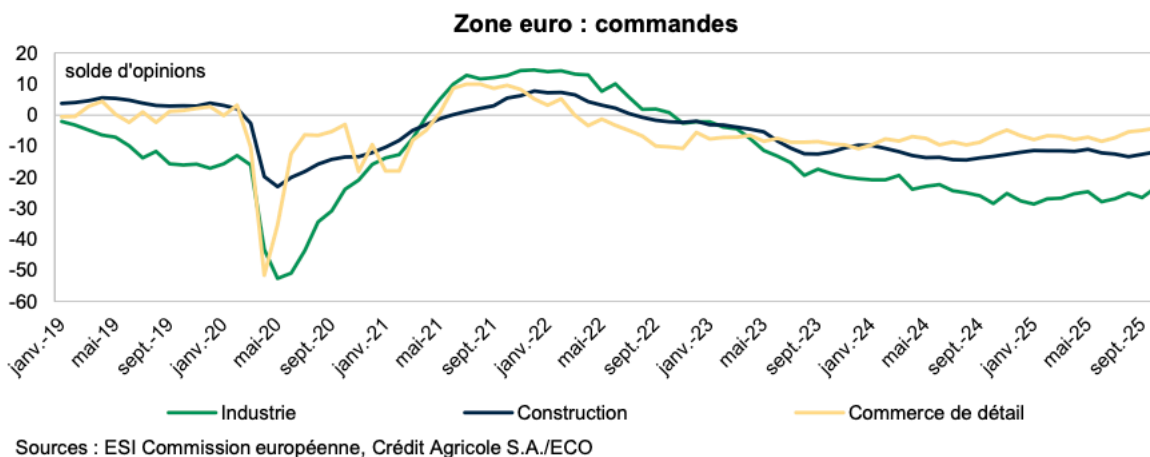
L'investissement prévu répond principalement à un besoin de remplacement de l'outil de production et à une logique de rationalisation, tandis que les besoins d'étendre les capacités demeurent moins importants. La demande adressée aux entreprises constitue l'un des principaux facteurs d'investissement 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 ».

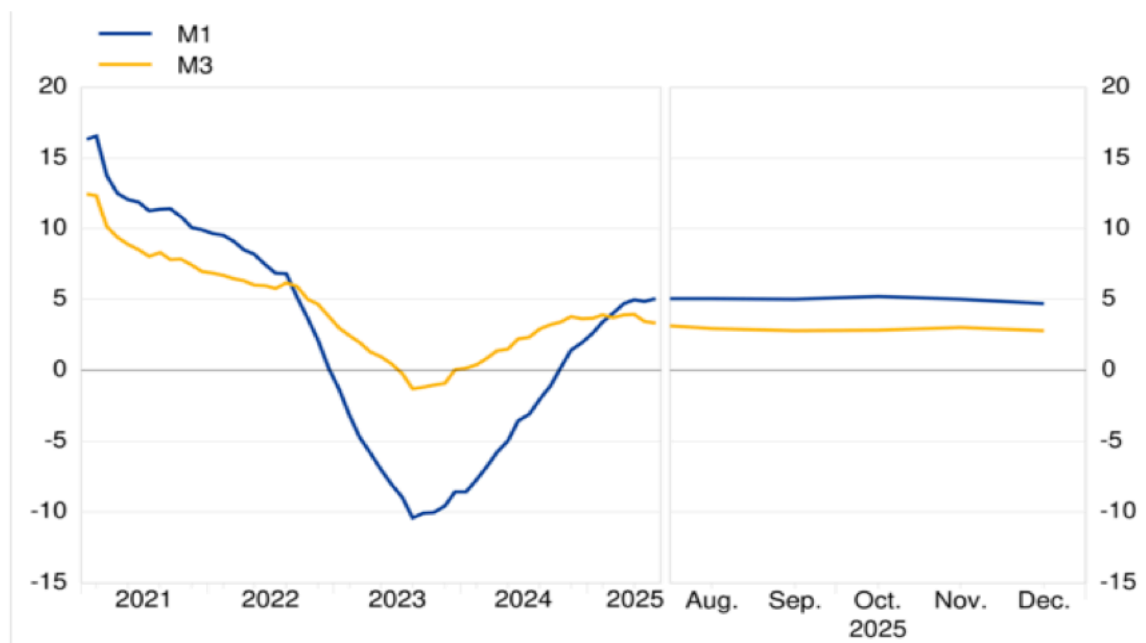
Comme l'indiquent Les Echos du jour, « (...) Aussi difficiles soient-ils, les défis de politique monétaire de la Réserve fédérale risquent en effet d'être éclipsés par la remise en cause de son indépendance vis-à-vis de la Maison-Blanche. La conférence de presse de Jerome Powell ce mercredi représentait 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 :

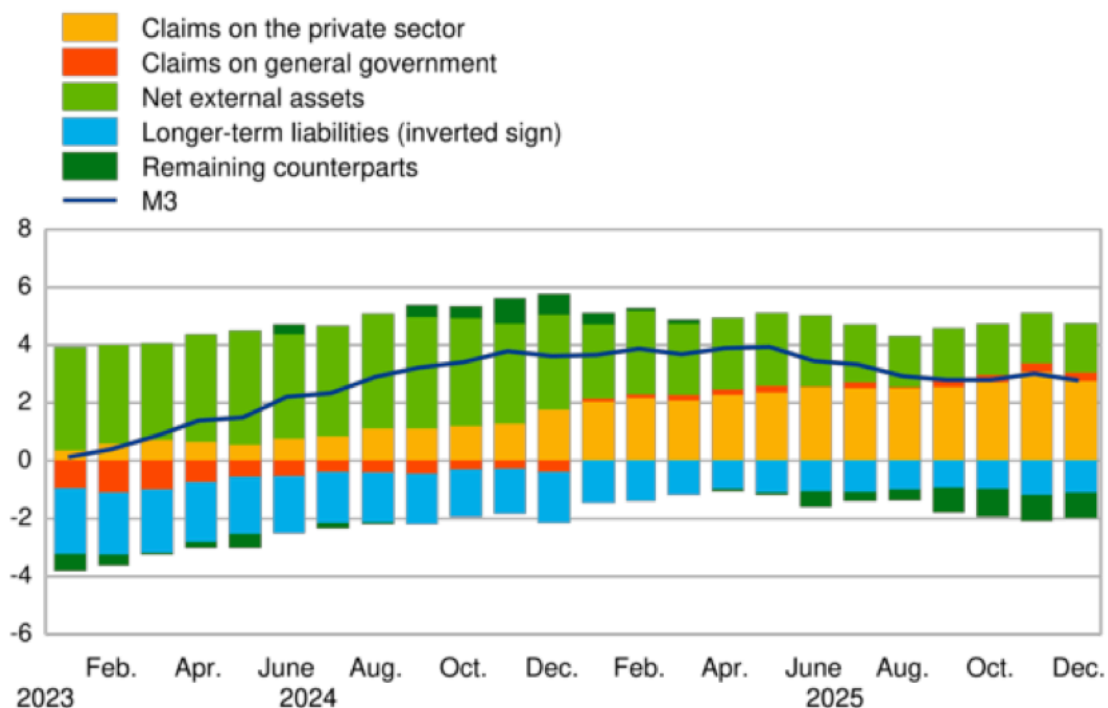
(taux de croissance annuels)



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 atteindre 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 Etats-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 suivrons 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.

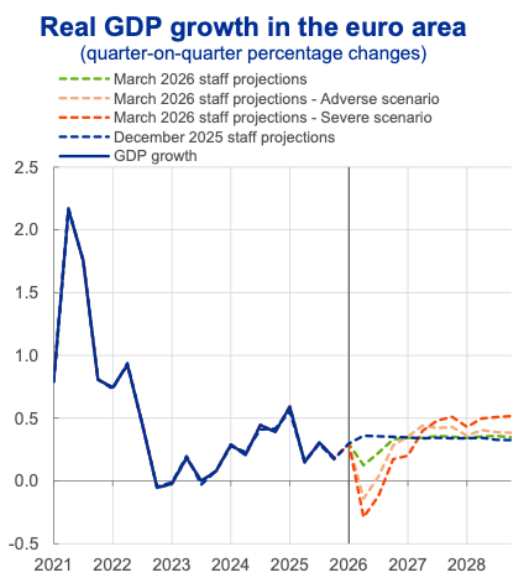
Conclusion :

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.

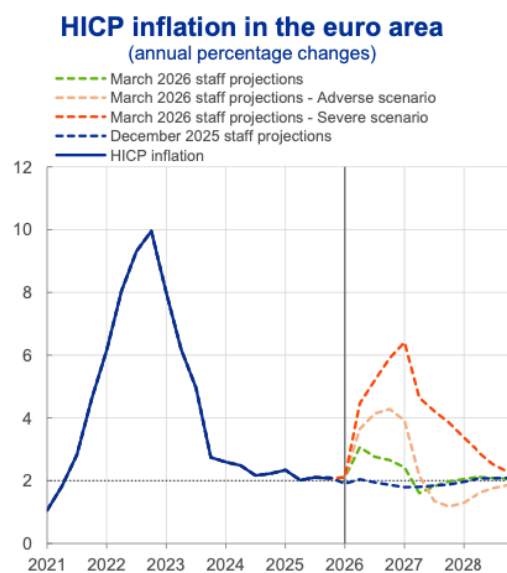
En toute hypothèse, nous nous tenons prêts à ajuster l'ensemble de nos instruments, dans le cadre de notre mandat, pour assurer la stabilisation durable de l'inflation au niveau de notre objectif à moyen terme et pour préserver la bonne transmission de la politique monétaire ».

Le vendredi 27, Isabel Schnabel, membre du Directoire de la BCE, lors d'une conférence donnée à Zurich a produit les « slides » suivants, très instructifs :

Staff projections see lower growth and higher inflation due to Iran war



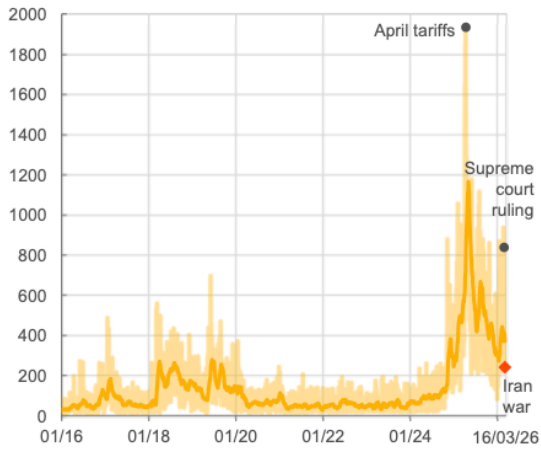
Sources: Eurostat and Eurosystem staff projections (March 2026).
 Notes: The vertical line indicates the start of the March 2026 projection horizon. The solid line indicates published data, while the dashed lines indicate projections.
 Latest observation: Q4 2025 (second estimate).



Sources: Eurostat and Eurosystem staff projections (March 2026).
 Notes: The vertical line indicates the start of the March 2026 projection horizon. The horizontal dotted line indicates the 2% medium-term inflation target. The solid line indicates published data, while the dashed lines indicate projections.
 Latest observation: Q4 2025 (second estimate).

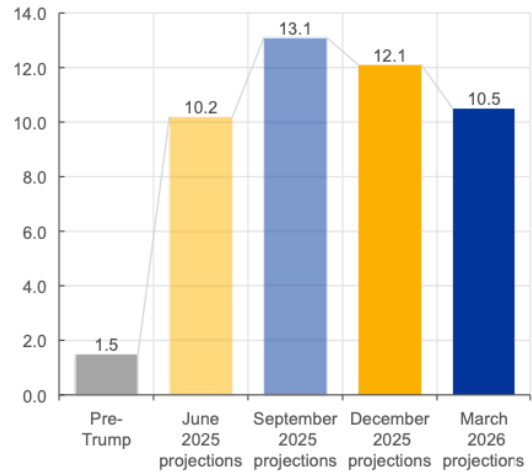
Global economy is shifting from globalisation to fragmentation

Trade policy uncertainty (index)



Sources: Bloomberg and ECB staff calculations.
 Notes: Dark yellow line denotes the 30-day moving average of the trade policy uncertainty index, whereas the light blue line represents the daily series.
 Latest observation: 16 March 2026 (reporting lag).

Euro area–US bilateral effective tariff rate (percent)

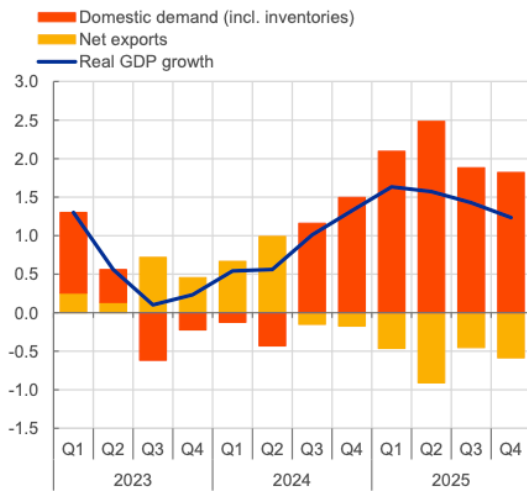


Sources: Trade Data Monitor, White House, WITS and ECB staff calculations.
 Notes: The effective tariff rate is calculated by weighting on 2024 US-reported import values at the HS6 product level.

Euro area remained resilient due to robust domestic demand and strong labour markets

Real GDP and components

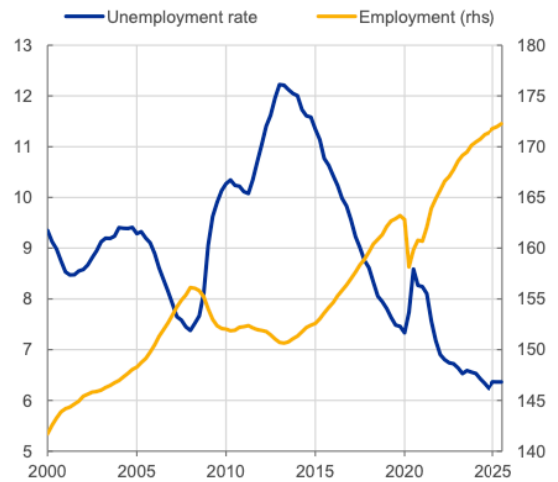
(year-on-year percentage changes; percentage point contributions)



Source: Eurostat.
 Latest observation: 2025 Q4.

Unemployment rate and employment

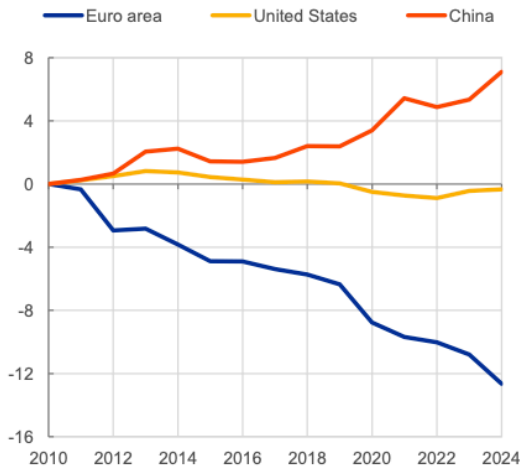
(lhs: percentages; rhs: millions of persons)



Sources: Eurostat and ECB staff calculations.
 Last observation: 2025 Q4.

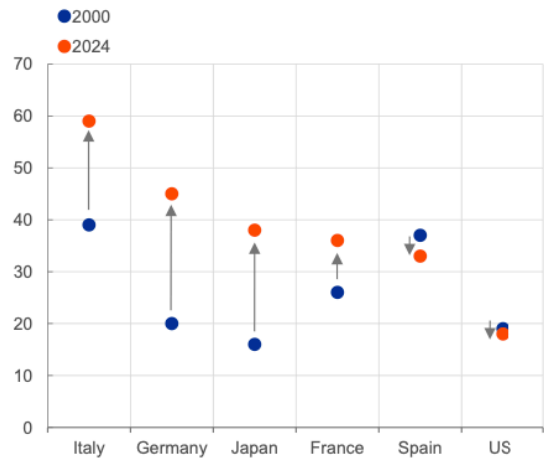
Chinese competition is weighing on euro area's export performance

Global export market shares of non-energy goods volumes
(percentage point change since 2010)



Sources: CPB, TDM and ECB staff calculations.
Notes: Long-run trends in export market shares in volume terms should be interpreted with caution. Euro area export volumes and world import volumes are not fully consistent, as each statistical office employs specific methodologies for deflating and outlier cleaning. These methodologies may differ in terms of outlier detection and replacement and quality adjustment. Based on this, the volumes (excluding energy) series used to compute the export market shares shown in the chart are calculated by taking CPB (CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis) volumes (in 2005 chain linked billion euros) and subtracting the share of energy exports. This share of energy exports is based on TDM (Trade Data Monitor) values and includes HS2 sectors 25, 26, 27, 97, 98, 99. Latest observation: 2024.

Number of product categories with comparative advantage of both China and other countries

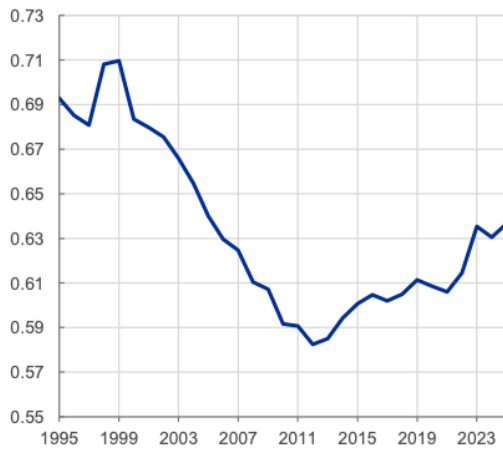


Sources: UNCTAD and ECB staff calculations.
Notes: The chart shows comparative advantage, referring to the revealed comparative advantage indicator, measuring the ratio between the share of country's exports in a particular product category in its total exports, and the same share for the world as a whole. A country has comparative advantage if the value of this ratio is above 1. Latest observation: 2024.

www.ecb.europa.eu

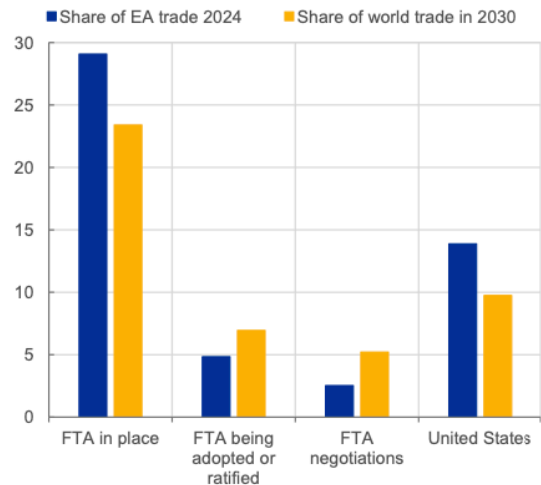
Trade patterns are shifting, with EU aiming at expanding trade agreements

Share of within-bloc trade
(share of world trade)



Source: CEPII BACI.
Notes: Bloc definition based on countries' ideal point distance in UN voting (Bailey et al., 2017) relative to China and USA. The chart shows the share of world trade that involves two countries that are in the same geopolitical bloc. There are two geopolitical blocks, which may be called Western and non-Western bloc. Latest observation: 2025.

EU free trade agreements and their potential
(percent)

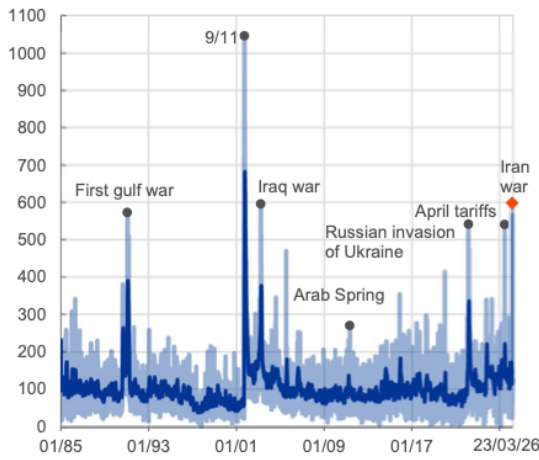


Sources: European Commission, IMF WEO and Trade Data Monitor.
Notes: Trade includes exports and imports of goods. "FTA in place" includes Albania, Andorra, Bosnia and Herzegovina, Canada, Switzerland, Chile, Colombia, Costa Rica, Ecuador, United Kingdom, Georgia, Guatemala, Honduras, Iceland, Japan, South Korea, Moldova, Mexico, North Macedonia, Montenegro, Nicaragua, Norway, New Zealand, Panama, Peru, Singapore, El Salvador, Serbia, Turkey, Ukraine, Vietnam and Kosovo. "FTA being adopted" includes Australia, MERCOSUR, India and Indonesia. "FTA being negotiated" includes Malaysia, Philippines, Thailand and the UAE.

www.ecb.europa.eu

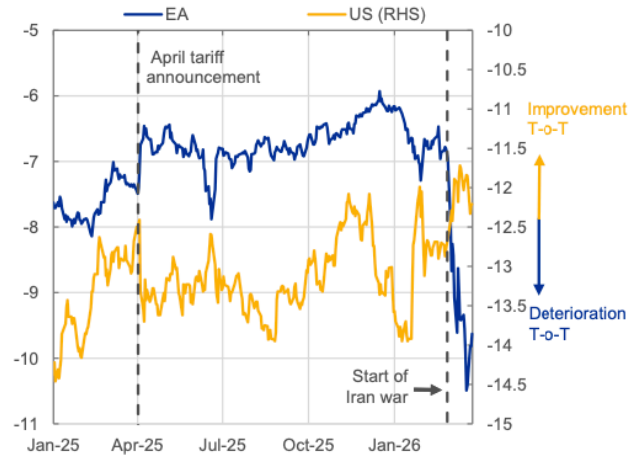
Geopolitical shocks push up energy prices, worsening the euro area's terms of trade

Geopolitical risk (index)



Sources: LSEG, Bloomberg and ECB staff calculations.
 Notes: Dark blue line denotes the 30-day moving average of the geopolitical risk index, whereas the light blue line represents the daily series.
 Latest observation: 23 March 2026 (reporting lag).

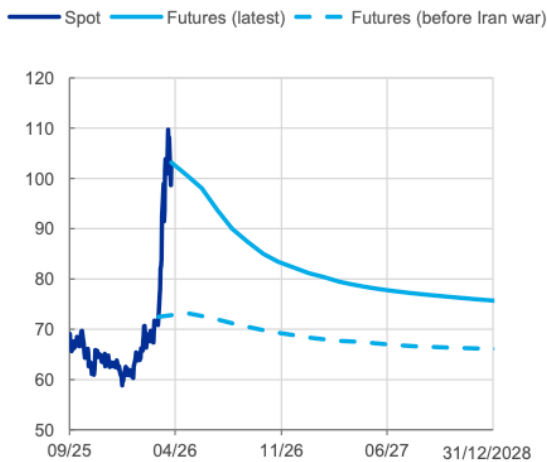
Citigroup Commodities Terms-of-Trade index (index)



Source: Bloomberg.
 Latest observation: 25 March 2026.

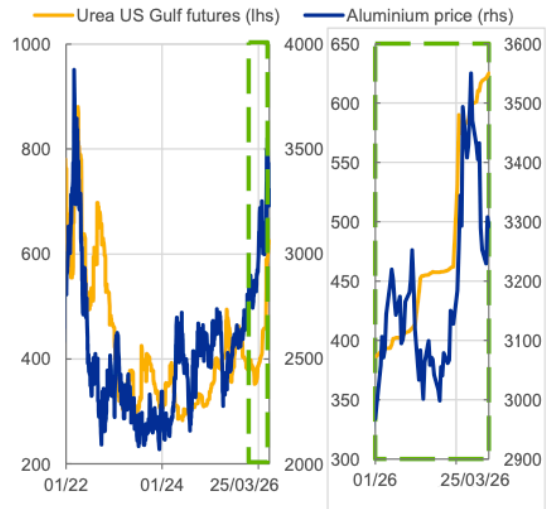
Higher energy prices have knock-on effects to other commodity markets

Oil price: Brent spot and futures curve (USD per barrel)



Sources: Refinitiv and ECB staff calculations.
 Notes: The chart shows the Brent oil spot price together with futures curves for before the Iran war (cutoff 27 February 2026) and the latest observation.
 Latest observation: 25 March 2026.

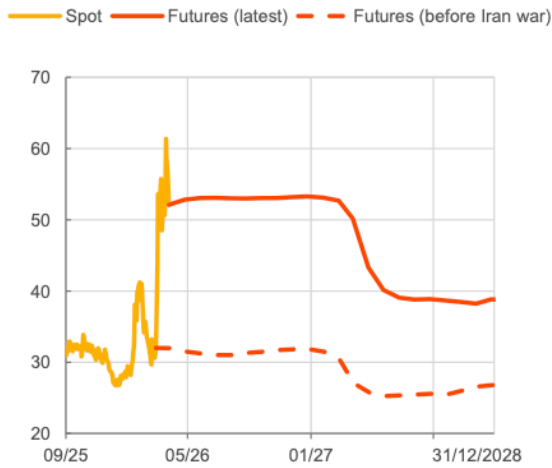
Fertiliser and aluminium prices (lhs: USD/t; rhs: USD/mt)



Sources: Bloomberg and LSEG.
 Notes: Urea (Granular) free on board (FOB) US Gulf Futures (left-hand side). London Metal Exchange (LME) aluminium 99.7% cash price (right-hand scale).
 Latest observation: 25 March 2026.

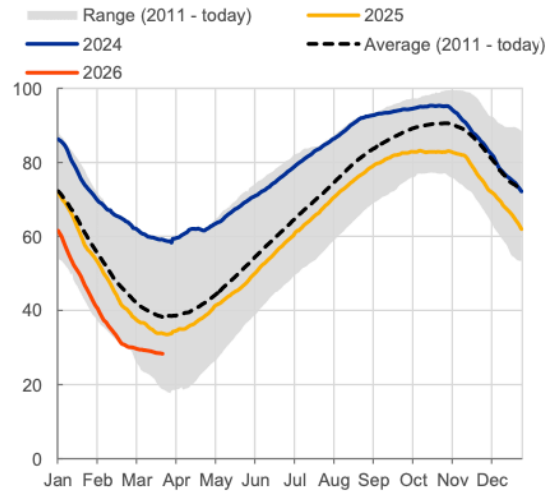
Rising gas prices pose particular challenges to the euro area amid low gas storages

Gas price: spot and futures curve
(EUR/MWh)



Sources: Refinitiv and ECB staff calculations.
Notes: The chart shows the TTF spot price together with futures curves for before the Iran war (cutoff 27 February 2026) and the latest observation.
Latest observation: 25 March 2026.

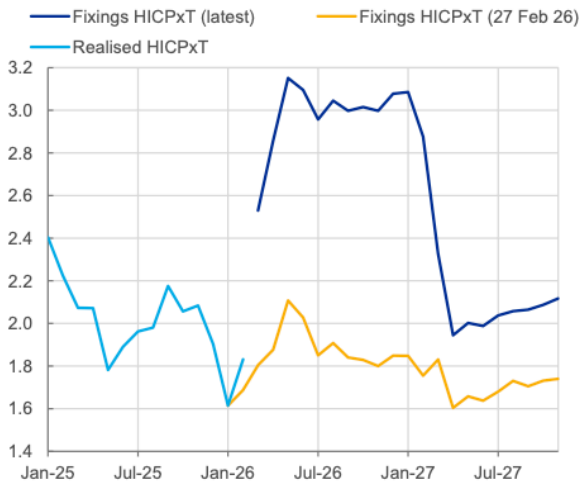
Gas storage utilisation rate
(percent of total capacity)



Sources: Gas Infrastructure Europe and ECB staff calculations.
Latest observation: 25 March 2026 (1 day reporting lag).

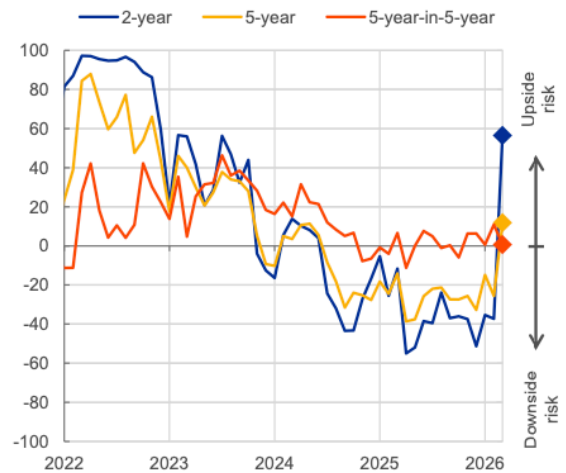
Sharp upward revision in inflation expectations with medium-term risks tilted to upside

HICP inflation fixings (ex tobacco)
(percentages per annum)



Sources: Bloomberg, Eurostat and ECB calculations.
Notes: Monthly inflation paths refer to inflation fixings, tied to HICP ex tobacco.
Latest observation: 25 March 2026.

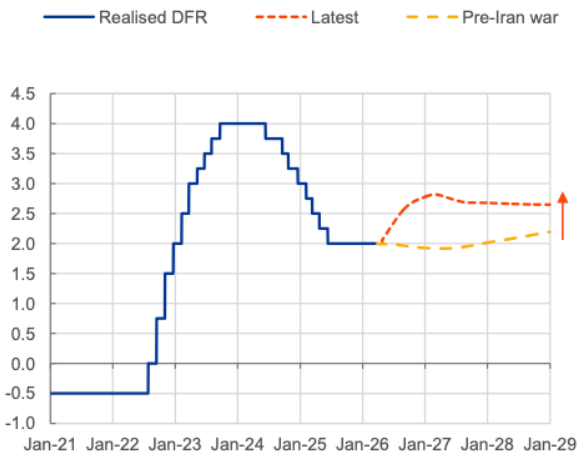
Balance of risks to euro area inflation
(percentage points)



Sources: Bloomberg, LSEG and ECB calculations.
Notes: As a synthetic market indicator of perceived risks to price stability, the balance of risks is defined as the difference between the risk-neutral probability assigned to average inflation being above and below 2% (see Garcia et al. 2024).
Latest observation: 25 March 2026.

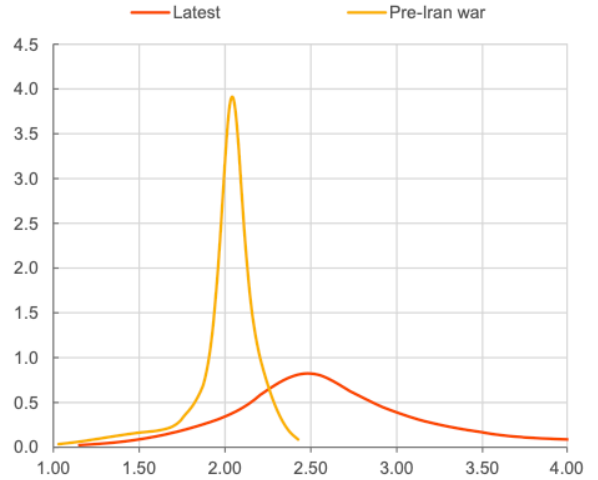
ECB's expected policy rate path has shifted up and has become much more uncertain

Realised and implied ECB deposit facility rate
(percentages)



Sources: Bloomberg and ECB calculations.
Notes: Pre-Iran refers to 27 February 2026.
Latest observation: 25 March 2026.

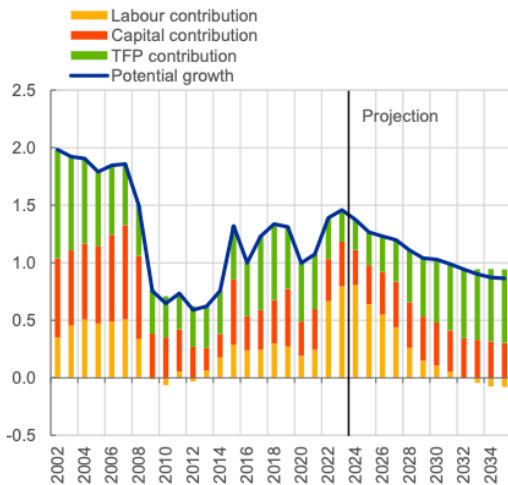
Euribor-implied probability densities six months ahead
(percentages)



Sources: Bloomberg and ECB calculations.
Notes: Market-implied expectations are inferred from pricing of meeting dated OIS contracts. Implied density of 3-month EURIBOR in 6 months' time on selected dates. Pre-Iran war corresponds to 27 February 2026.
Latest observation: 25 March 2026.

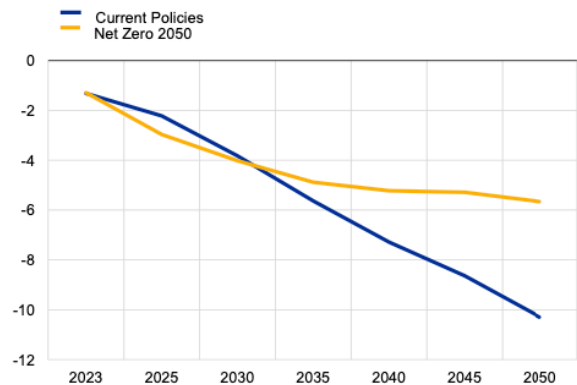
Structural challenges from demographic ageing and climate change dampen growth

Potential GDP growth in the euro area
(annual percentage changes and percentage point contributions)



Source: European Commission Autumn 2025 Forecast.

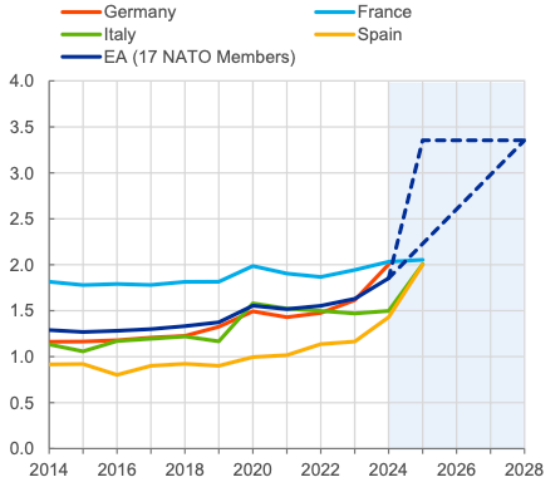
Global GDP losses due to climate change: current policies vs net zero 2050 scenario
(% of annual global GDP)



Sources: IIASA NGFS Climate Scenarios Database, NIGEM model with REMIND inputs (Phase V publication).
Notes: The chart shows NGFS long-term scenarios. The euro area is most likely to be hit less severely than the global average, which is mainly since its national climate action plans are slightly more ambitious than most of the other countries, thus the additional transition risk weighs less strongly.

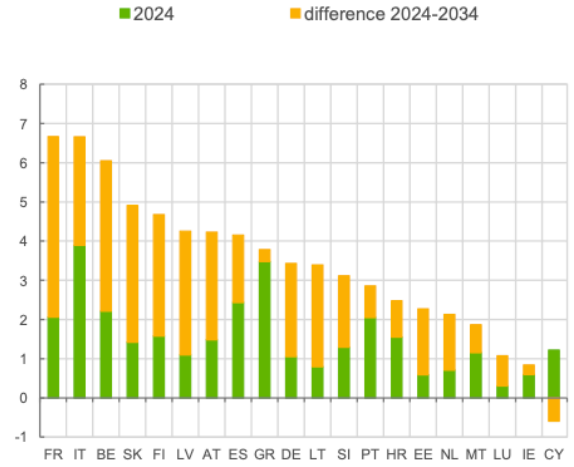
Given higher spending needs, fiscal sustainability requires higher potential growth

Defence spending (share of GDP)



Source: NATO.
Notes: 2025-2028 shows the flexibility under an activated national escape clause, which is 1.5% of GDP; if a Member State requests activation, the time profile of the increase of up to 1.5% of GDP is flexible over the four years. EA aggregate does not include the four non-NATO euro area Member States AT, CY, IE and MT.
Latest observation: preliminary 2025 data for France, Italy and Spain, 2024 for the rest.

Government interest expenditures (percent of GDP)



Source: ESCB DSA based on Autumn 2025 European Commission's forecasts.
Notes: The figures refer to a hypothetical **no fiscal policy change** scenario, where the structural primary fiscal balance (i.e. excluding the cyclical impact of macroeconomic developments) remains constant at 2024 level except for the expected change in ageing cost.

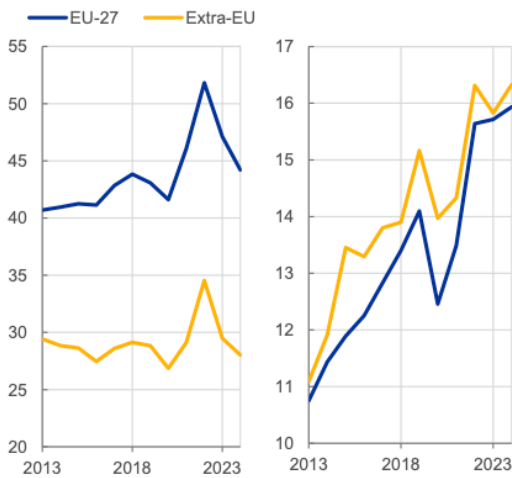
13

www.ecb.europa

Reducing internal trade barriers would help exploit benefits from single market

Intra-EU and extra-EU trade (percentage of nominal GDP;

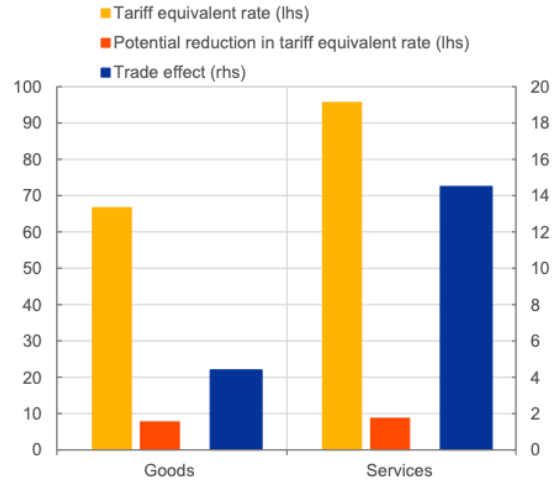
left panel: goods market, right panel: services market)



Source: Eurostat
Latest observation: 2024.

Trade barriers and benefits from lowering them

(lhs: percentage points; rhs: percentage change in barriers and intra-EU trade)

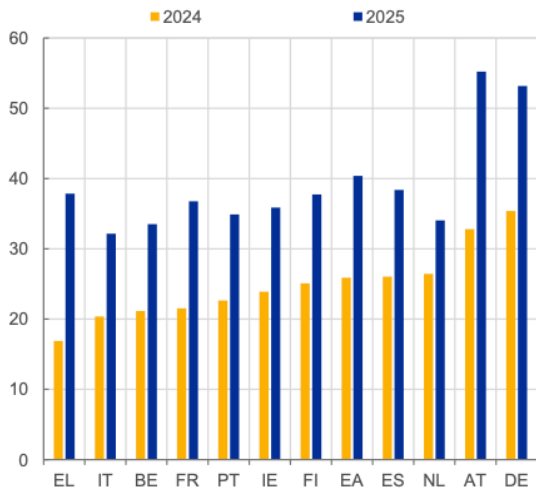


Sources: OECD TIVA 2025, Antràs and Chor (2018), ECB Economic Bulletin 8/2025 and ECB calculations.
Notes: The tariff equivalent rates (yellow bars) are based on a gravity estimation and shows the ad-valorem tariff equivalent of intra-EU trade barriers. The potential reduction in tariff equivalent rates (red bars) reports the difference in estimated trade costs in the Single Market between the rest of the EU and the Netherlands (the country displaying the highest integration within the EU). Trade effect (blue bar) represents the percentage change effect of decreasing the trade costs/barriers by the amount in the red bars.

14

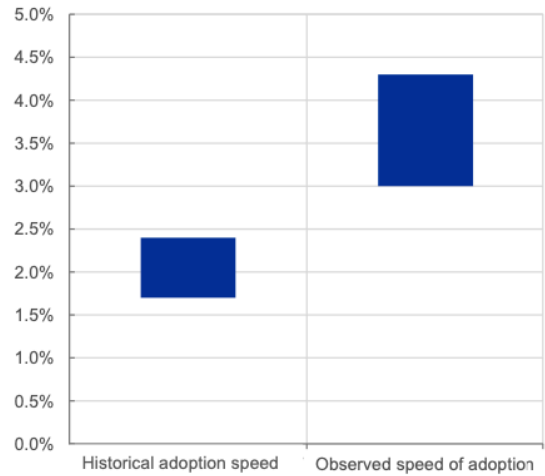
Diffusion and adoption of AI offers opportunities to significantly raise TFP

AI adoption rates of workers
(% of all workers)



Source: Consumer expectations survey (CES).
Notes: The chart shows the percentage of workers replying with "Yes" to the following question: "Do you personally use artificial intelligence (including a large language model, such as ChatGPT or Gemini) in your work?". Artificial intelligence refers to devices that can perform tasks that would usually require human intelligence. These can be software (including large language models), computers, robots or other hardware devices, possibly augmented with sensors or cameras, etc.

Range of estimated TFP impact of AI
under different scenarios
(% increase over 10 years)

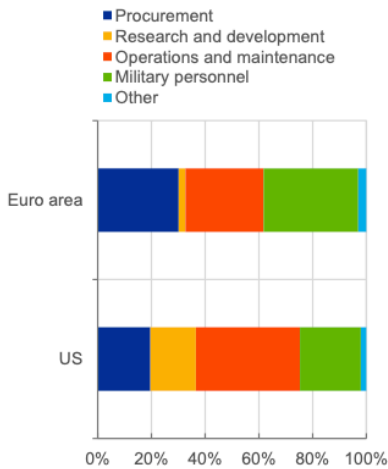


Source: ECB calculations on CES data.
Notes: The blue bars indicate the range of estimates across scenarios reflecting different assumptions about the share of the economy exposed to AI, which may remain constant over time (at either a low or high level) or increase as AI capabilities improve.

www.ecb.europa.eu

Higher R&D in defence spending could significantly enhance impact on GDP growth

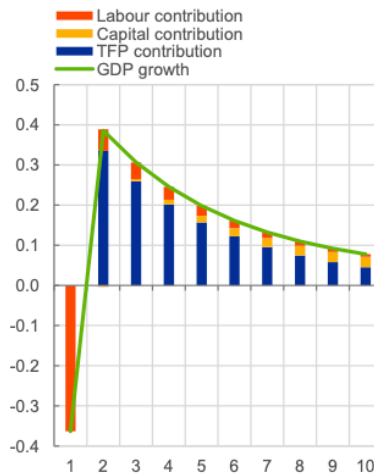
Historical composition of defence spending (2015-2023)
(% of total military spending)



Sources: JANES and ECB staff calculations.
Notes: The euro area figure is based on 18 countries, with no data available for Cyprus and Malta.

GDP growth impact of crowding-in of private R&D

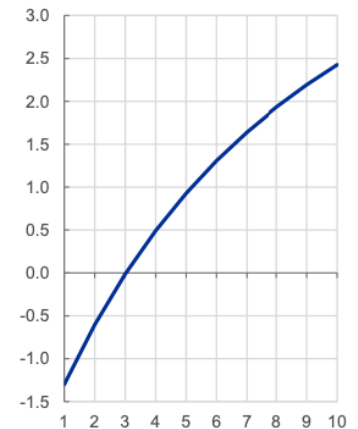
(y-axis: percentage deviations from steady state; x-axis: years)



Source: Eurosystem estimates.

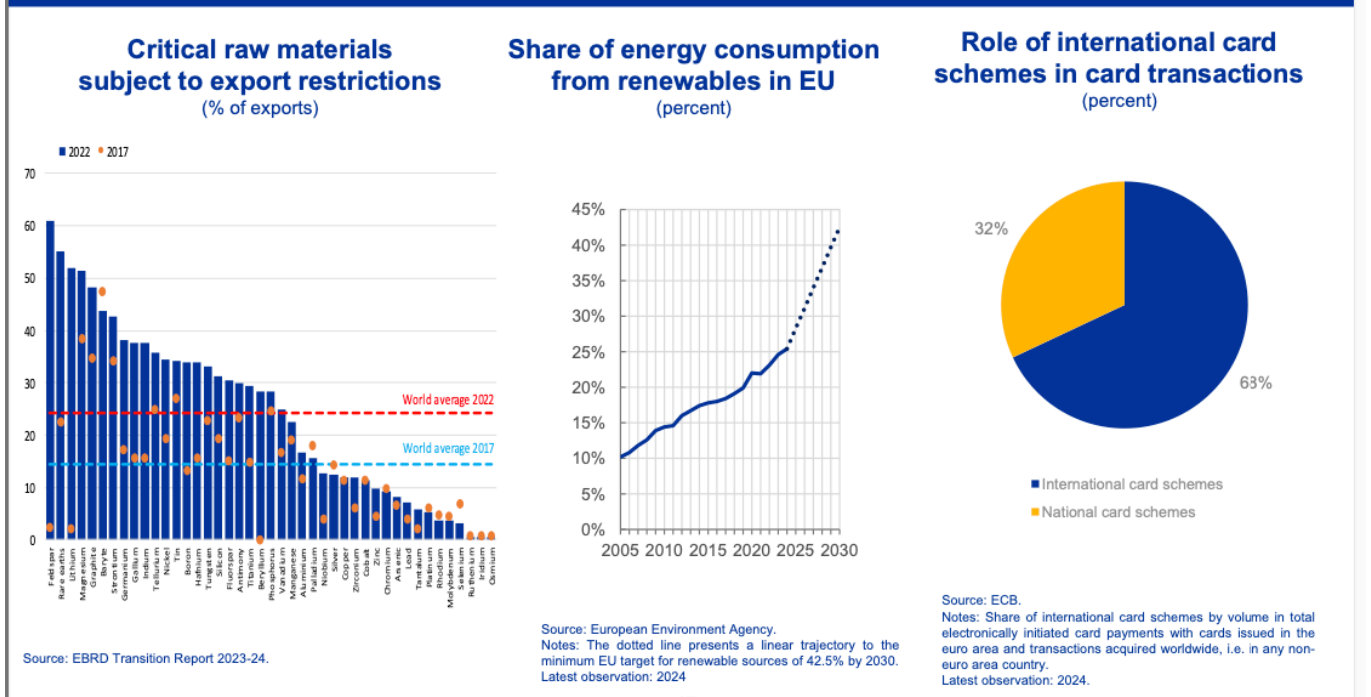
Cumulative public R&D multipliers

(y-axis: EUR of GDP increase per EUR of public R&D invested; x-axis: years)



Source: Eurosystem estimates.

Strengthening autonomy requires reduction of dependencies in commodities and payment



Le samedi 28 mars, le taux de change euro/dollar est le suivant :

1 j 5 j 1 m 1 a 5 a Max.



• Avril 2026 ->

Vendredi 3, Michala Marcussen, chef économiste de la Société générale publie un article : « Les marchés devraient valoriser la patience de la BCE :

« La flambée des prix de l'énergie a fait grimper les prix à la consommation dans la zone euro de 1,2% en mars, soit la plus forte hausse mensuelle depuis 2022. Alors que l'inflation annuelle à 2,5 % reste proche de l'objectif de 2 % de la BCE, les marchés financiers ont rapidement anticipé des hausses de taux de la BCE. Ces anticipations de resserrement monétaire sont renforcées à chaque nouvelle tension sur les prix de l'énergie et ce, malgré des indications claires que le conflit au Moyen-Orient freine déjà la croissance économique.

Les marchés ont visiblement intégré les études de la BCE qui montrent une relation non linéaire entre les chocs sur les prix de l'énergie et l'inflation. Si de faibles hausses ont peu d'impact sur l'inflation, des augmentations plus marquées et plus durables ont un impact proportionnellement beaucoup plus important, comme observé lors de la crise énergétique de 2022. Dès lors, comme l'ont souligné plusieurs membres du Conseil des gouverneurs de la BCE, évaluer ce risque suppose non seulement d'apprécier l'ampleur du choc, mais aussi le contexte macroéconomique dans lequel il intervient.

Concernant le choc lui-même, de fortes incertitudes subsistent. Le Moyen-Orient est non seulement un fournisseur majeur de pétrole et de gaz, mais aussi de plusieurs autres intrants essentiels tels que les engrais, l'hélium, le soufre et l'aluminium. Même si un cessez-le-feu était conclu, des interrogations subsisteraient quant à la rapidité de normalisation des voies commerciales vitales, compte tenu des dommages déjà causés et du risque de frictions persistantes. L'OCDE a d'ailleurs récemment abaissé ses perspectives de croissance de la zone euro pour 2026 à 0,8 % contre 1,2 % auparavant, tout en avertissant sur les risques baissiers pour la croissance et à la hausse pour l'inflation.

L'histoire invite néanmoins à se méfier des comparaisons hâtives. L'ampleur du choc, bien que significative, n'implique pas que la zone euro soit à l'aube d'un nouvel épisode d'inflation persistant, semblable à celui des années 1970 ou à la crise énergétique de 2022.

Les années 70 sont bien loin

Par rapport aux années 1970, plusieurs différences majeures apparaissent. Il y a aujourd'hui beaucoup moins de clauses d'indexation des salaires sur le coût de la vie qui transformaient mécaniquement les chocs des prix de l'énergie en spirales prix-salaires. Même si ces clauses n'étaient pas généralisées en Europe, l'instabilité chronique des taux de change compliquait alors l'ancrage des anticipations d'inflation. Aujourd'hui, la politique monétaire bénéficie d'une forte crédibilité, solidement ancrée dans la zone euro par la monnaie unique et l'indépendance de la BCE inscrite dans le Traité.

De plus, l'offre énergétique est aujourd'hui plus flexible que dans les années 1970 et moins dépendante du Moyen-Orient. Le développement du schiste a transformé les Etats-Unis en exportateur net d'énergie tandis que le nucléaire et les énergies renouvelables ont considérablement gagné du terrain. Dans la zone euro, la crise actuelle entraînera sans doute une nouvelle progression des énergies renouvelables et du nucléaire, ainsi que le déploiement des véhicules électriques. Mais les investissements nécessaires prendront du temps à se matérialiser et pourraient être freinés par le ralentissement économique imminent et par des finances publiques sous tension, déjà sollicitées pour augmenter les dépenses de défense.

La comparaison avec l'épisode inflationniste de 2022 fait également ressortir plusieurs différences. La plus importante concerne la demande. L'économie mondiale sortait à l'époque des confinements liés à la pandémie durant lesquels les ménages, soutenus par une expansion budgétaire massive, avaient accumulé à la fois une épargne substantielle et une forte envie de consommer. Cela avait conféré aux entreprises un important pouvoir de fixation des prix et conduit à un marché du travail très tendu, renforçant le pouvoir de négociation salariale des employés. La politique monétaire était, en outre, très accommodante : au moment de l'invasion de l'Ukraine par la Russie, le taux de dépôt de la BCE était négatif à -0,5 %, tandis que son bilan s'était considérablement élargi.

Il convient de noter que les hausses salariales qui ont suivi le choc de 2022 furent une réponse à une forte demande et à une inflation élevée, et non un mécanisme de propagation, comme ce fut le cas dans les années 1970, lorsque les hausses salariales coïncidaient souvent avec l'inflation, voire la précédaient.

Aujourd'hui, les marchés du travail sont loin d'être aussi tendus et leur résilience s'estompait déjà avant le conflit. La politique monétaire actuelle est sans doute proche de la neutralité et la BCE continue de réduire son bilan. Sa dernière enquête sur les prêts bancaires a montré que les conditions de crédit se resserrent, notamment pour les entreprises. Les ménages ne disposent plus d'une épargne excédentaire importante et les mesures de soutien gouvernementales prises jusqu'à présent restent modérées.

Si la hausse des prix de l'énergie augmente mécaniquement l'inflation, l'argument en faveur de hausses préventives des taux de la BCE est faible dans le contexte actuel. Cela devrait conduire la BCE à rester patiente et à n'agir que si des indices clairs d'une spirale salaires-prix émergent ».

Le lundi 20, à l'occasion du 75^{ème} anniversaire de la Fédération des banques allemandes, la Présidente de la BCE, Christine Lagarde, fait à Berlin une conférence, « Le choc énergétique : où en sommes-nous et que devons-nous savoir ? » :

« Lors de la fondation de cette association, l'Europe sortait de la période la plus dévastatrice de son histoire moderne et s'apprêtait à entrer dans un âge d'or de paix et de croissance économique.

Aujourd'hui, l'avenir de l'Europe est plus incertain que jamais. Et une grande partie de cette incertitude provient de l'extérieur de nos frontières.

Lorsque les historiens se pencheront sur cette période, ce qui les marquera le plus sera son implacable violence. Une pandémie sans précédent, suivie d'une guerre terrestre sur notre continent, puis de la pire crise énergétique de ces cinquante dernières années, puis des hausses tarifaires les plus importantes depuis les années 1930.

Et maintenant, un conflit militaire qui a bloqué le détroit d'Ormuz, principal point de passage énergétique mondial.

Chacun de ces chocs a anéanti ce que l'Europe considérait comme acquis : un approvisionnement énergétique sûr et bon marché, des relations commerciales prévisibles avec les États-Unis, et les fondements de notre sécurité militaire d'après-guerre.

Mais Hegel observait que « die Eule der Minerva beginnt erst mit der einbrechenden Dämmerung ihren Flug » – la chouette de Minerve ne prend son envol qu'à la tombée de la nuit. La compréhension vient après l'expérience, non avant. Et la vérité est que ces années douloureuses nous ont beaucoup appris.

Certaines de ces leçons sont déjà mises en pratique. La transformation de la politique de défense allemande au cours de l'année écoulée aurait été impensable sans les chocs qui l'ont précédée.

Mais il y a aussi des leçons à tirer sur la manière de gérer les conséquences économiques des chocs majeurs – et ces leçons sont directement pertinentes pour la situation actuelle.

Dans cette optique, j'aimerais aujourd'hui me concentrer sur la situation économique, les indicateurs nécessaires à la politique monétaire pour ajuster sa réaction, et la manière dont les politiques budgétaires peuvent contribuer à limiter au maximum le choc inflationniste.

La situation économique

Le tableau économique demeure profondément incertain. La nature intermittente du conflit – guerre, cessez-le-feu, négociations de paix, leur échec, blocus naval, sa levée, son rétablissement – rend extrêmement difficile l'évaluation de la durée et de l'ampleur des conséquences.

Cependant, une chose est sûre : il n'existe pas de solution simple pour revenir à la situation d'avant le déclenchement de ce conflit.

En mars, nous avons publié nos projections de référence pour l'économie, ainsi qu'un scénario défavorable et un scénario pessimiste, chacun étant alimenté par une hausse progressive des prix de l'énergie. Ces trois scénarios prévoient une inflation plus élevée et une croissance plus faible que prévu en décembre, les dégâts s'aggravant avec la violence du choc.

La question cruciale est maintenant de savoir quelle voie nous suivons.

La perturbation de l'approvisionnement est considérable. Même en tenant compte du détournement des oléoducs et des libérations de réserves stratégiques, la perte nette de pétrole est estimée à environ 13 millions de barils par jour, soit environ 13 % de la consommation mondiale. Et ce, avant le blocus américain.

Mais jusqu'à présent, les prix de l'énergie n'ont pas suffisamment augmenté pour nous faire basculer directement dans notre scénario défavorable.

Bien que les prix du pétrole au comptant et à terme soient supérieurs à nos prévisions, les marchés semblent parier sur une perturbation de courte durée. Les prix du gaz naturel en Europe sont inférieurs à nos prévisions, reflétant notamment le report de la production d'électricité du gaz vers le charbon en Asie et des conditions climatiques relativement clémentes en Chine.

Si le conflit se résout rapidement, le choc direct sur les prix de l'énergie pourrait s'avérer moins important que prévu et l'impact économique serait limité.

Les perspectives restent toutefois fragiles et le pire est toujours possible.

Chaque jour qui passe creuse l'écart entre l'offre et la demande d'énergie et allonge la période de normalisation. Plus la perturbation se prolonge, plus ses effets se propagent, non seulement par la hausse des coûts de l'énergie, mais aussi par la perte d'intrants essentiels.

Environ un tiers de l'hélium produit dans le monde provient du Golfe, et sa disparition se ferait sentir dans la fabrication de semi-conducteurs et l'industrie de haute technologie. Une part similaire du commerce maritime d'engrais transite par le détroit, ce qui influe sur les prix alimentaires mondiaux. Près d'un

cinquième de la production mondiale de méthanol est menacé, avec des conséquences pour les industries chimiques et plastiques.

Si la perturbation persiste, l'ajustement passera des prix au rationnement, avec des conséquences économiques très différentes. La hausse des prix est principalement inflationniste. Les pénuries affectent directement la production et sont plus néfastes pour la croissance.

Globalement, les signes de perturbation des chaînes d'approvisionnement sont restés limités jusqu'à présent, tant au niveau mondial que dans la zone euro. Cependant, des tensions locales sont visibles : le prix du kérosène a quasiment doublé depuis le début du conflit, et un rationnement est en vigueur dans certains aéroports depuis début avril.

Le policy mix approprié

Définir la politique monétaire dans un tel contexte est complexe.

Nous savons que nous sommes confrontés à un choc majeur : l'Agence internationale de l'énergie le qualifie de plus importante perturbation de l'approvisionnement en pétrole de l'histoire. Mais l'expérience nous a appris que l'ampleur du choc à elle seule ne détermine pas ses conséquences économiques.

Deux autres facteurs demeurent véritablement incertains, et tous deux sont essentiels pour adapter notre réponse politique.

Le premier est la durée de la perturbation.

Comme le montre clairement le tableau économique que je viens de décrire, plus le conflit dure, plus les perspectives se détériorent – et ce, de manière non linéaire. La durée est donc un facteur clé pour déterminer le scénario auquel nous sommes confrontés.

En 2022, il est apparu très tôt que le choc était non seulement important, mais aussi persistant. L'Europe ne reviendrait pas au gaz russe. Nous avons dû construire de nouvelles infrastructures de GNL, trouver de nouveaux fournisseurs et être compétitifs sur le marché mondial des importations.

Aujourd'hui, l'éventail des résultats possibles est beaucoup plus large. Le 31 mars, alors que le conflit semblait s'intensifier, les prix du pétrole nous auraient clairement placés dans le scénario le plus défavorable. Le 10 avril, après l'annonce du cessez-le-feu, nous nous situons entre ce scénario et le scénario de référence.

Nous suivons attentivement l'évolution de la situation.

Le deuxième facteur est la répercussion des prix de l'énergie sur l'inflation générale.

Un même choc énergétique peut se manifester très différemment selon le contexte économique. En 2022, une forte demande, des goulets d'étranglement dans les chaînes d'approvisionnement mondiales et une grave pénurie de main-d'œuvre ont créé les conditions d'une répercussion généralisée. À l'inverse, lors des flambées des prix de l'énergie en 2008 et 2011, la faiblesse des économies a fait que la hausse des prix est restée principalement concentrée sur le secteur de l'énergie.

Deux forces opposées sont susceptibles d'influencer la réaction de l'inflation cette fois-ci.

D'une part, les ménages et les entreprises viennent de subir un choc inflationniste important et pourraient être plus sensibles à la hausse des coûts. Le réflexe est encore bien présent. Les enquêtes récentes suggèrent que les anticipations des entreprises concernant les prix de vente ont augmenté et que les ménages sont déjà plus attentifs à l'inflation.

D'autre part, la hausse des prix de l'énergie et la baisse de la confiance des consommateurs pèseront sur la demande, d'autant plus que la croissance, bien qu'en reprise, était modérée avant le début du conflit. Cela pourrait limiter l'ampleur des hausses de prix et de salaires. Lors des deux épisodes comparables les plus récents – la guerre du Golfe de 1990-1991 et l'invasion de l'Ukraine par la Russie – les chocs d'approvisionnement en pétrole ont réduit le PIB de la zone euro d'environ 0,4 % en moyenne la première année.

L'importance relative de ces forces ne se précisera qu'à partir des données concrètes relatives aux pratiques tarifaires des entreprises et aux négociations salariales.

Cette double incertitude quant à la durée du choc et à l'ampleur de sa répercussion justifie la collecte d'informations supplémentaires avant de tirer des conclusions définitives concernant notre politique monétaire.

Un autre facteur influencera toutefois l'évolution de l'inflation : la conception de la politique budgétaire.

Les gouvernements sont soumis à de fortes pressions pour atténuer l'impact de la flambée des prix de l'énergie sur les ménages. Or, l'expérience de 2022 montre que les deux approches de soutien – mesures fondées sur les prix et mesures fondées sur les revenus – impliquent des arbitrages difficiles.

Les mesures fondées sur les prix peuvent certes faire baisser l'inflation, mais au risque de masquer la nécessité pour les ménages et les entreprises de réduire leur consommation d'énergie.

Des mesures telles que les réductions d'impôts et le plafonnement des prix ont permis de réduire l'inflation de près d'un point de pourcentage en 2022. Ce résultat était précieux car les prix de l'énergie sont très visibles pour le public et pèsent lourdement sur les anticipations d'inflation.

Cependant, lorsque ces mesures sont générales et sans limite de durée, le public n'est pas incité à réduire sa consommation d'énergie. Et lorsqu'elles sont finalement supprimées, elles font mécaniquement remonter l'inflation. Lors du dernier choc, le retrait du soutien budgétaire a contribué à prolonger la période d'inflation supérieure à l'objectif jusqu'en 2024 et 2025.

Les mesures fondées sur le revenu peuvent protéger les citoyens, mais au prix d'une stimulation excessive de l'économie.

Les transferts budgétaires aux ménages à faibles revenus sont socialement nécessaires et stabilisateurs pour l'économie. Mais lorsque le soutien est étendu à l'ensemble de la distribution des revenus, il entretient une demande que les entreprises peuvent ensuite utiliser pour répercuter la hausse des coûts, contraignant ainsi la politique monétaire à un resserrement plus important qu'elle ne le ferait autrement.

En 2022, les mesures budgétaires visant à compenser la hausse des coûts de l'énergie et l'inflation ont représenté 1,7 % du PIB. Cela a rendu la politique budgétaire globalement expansionniste à un moment où la politique monétaire se resserrait afin de freiner la demande.

Aujourd'hui, une autre contrainte se présente. Depuis la pandémie, l'attente s'est ancrée que les gouvernements interviennent pour protéger les ménages et les entreprises de tout choc majeur.

Or, les marges de manœuvre budgétaires se sont réduites. Les gouvernements qui tentent d'amortir chaque choc pour chaque ménage risquent de compromettre la viabilité de leurs finances publiques.

Dès lors, la sélectivité devient non seulement souhaitable, mais nécessaire. La leçon de 2022 est claire : un soutien temporaire, ciblé et préservant le signal des prix peut protéger les plus vulnérables sans aggraver l'inflation ni déstabiliser les finances publiques.

Conclusion

Permettez-moi de conclure.

L'Europe traverse l'un des moments les plus décisifs des 75 années d'existence de cette association. Le rythme des changements est déroutant. Les chocs s'enchaînent. Et les certitudes d'antan ne reviennent pas.

Mais chaque crise a aiguisé notre compréhension de ce qui est nécessaire.

J'ai commencé par cette observation de Hegel selon laquelle la compréhension ne vient qu'après l'expérience. Permettez-moi de terminer par la solution de Goethe : « Es ist nicht genug zu wissen, man muss auch anwenden » (Savoir ne suffit pas, il faut aussi appliquer).

Pour la BCE, cela signifie être prêts à agir dès que nous disposons des informations nécessaires. Notre engagement et notre cap sont clairs.

Nous sommes attachés à notre mandat de stabilité des prix. Nous veillerons à ce que l'inflation revienne à 2 % à moyen terme. Et nous agirons en fonction de l'évolution de la situation.

Merci ».

Jeudi 23, publication de l'indice PMI Flash S&P Global pour la zone euro :

« Première baisse de l'activité globale de la zone euro depuis seize mois, sur fond de nouvelle flambée des prix

Indice PMI Flash composite S&P Global de l'activité globale dans la zone euro : 48,6 (50,7 en mars). Plus bas de 17 mois.

Indice PMI Flash S&P Global de l'activité de services dans la zone euro : 47,4 (50,2 en mars). Plus bas de 62 mois.

Indice PMI Flash S&P Global de la production manufacturière dans la zone euro : 52,2 (52,0 en mars). Plus haut de 8 mois.

Indice PMI Flash S&P Global de l'industrie manufacturière dans la zone euro : 52,2 (51,6 en mars). Plus haut de 47 mois.

Commentaire de Chris Williamson, Chief Business Economist à S&P Global Market Intelligence :

« La guerre au Moyen-Orient aggrave les difficultés économiques de la zone euro, plaçant les décideurs politiques dans une situation particulièrement délicate. Le conflit a entraîné une contraction de l'économie en avril, ainsi qu'une très forte accélération de l'inflation. Parallèlement, la généralisation des pénuries d'approvisionnement menace de freiner davantage la croissance et d'accentuer les pressions haussières sur les prix dans les semaines à venir.

L'indice PMI flash s'est replié en zone de contraction pour la première fois depuis la fin de l'année 2024, suggérant une contraction trimestrielle du PIB de 0,1 %, après la hausse de 0,2 % enregistrée au premier trimestre. Pour l'heure, c'est le secteur des services qui subit de façon plus marquée les répercussions de la guerre au Moyen-Orient, l'activité des prestataires de services ayant enregistré, en avril, une baisse inégalée depuis les confinements sanitaires du début de l'année 2021. La croissance soutenue du secteur manufacturier observée au cours du mois est toutefois moins positive qu'elle n'y paraît, la demande de biens reposant principalement sur la constitution de stocks dans les entreprises, lesquelles s'efforcent de sécuriser leurs achats avant de nouvelles augmentations de prix ou pénuries d'approvisionnement. L'enquête signale en effet la plus forte augmentation des achats d'intrants depuis le début de l'année 2022, alors que les retards dans la chaîne d'approvisionnement ont été les plus importants depuis la pandémie de Covid-19.

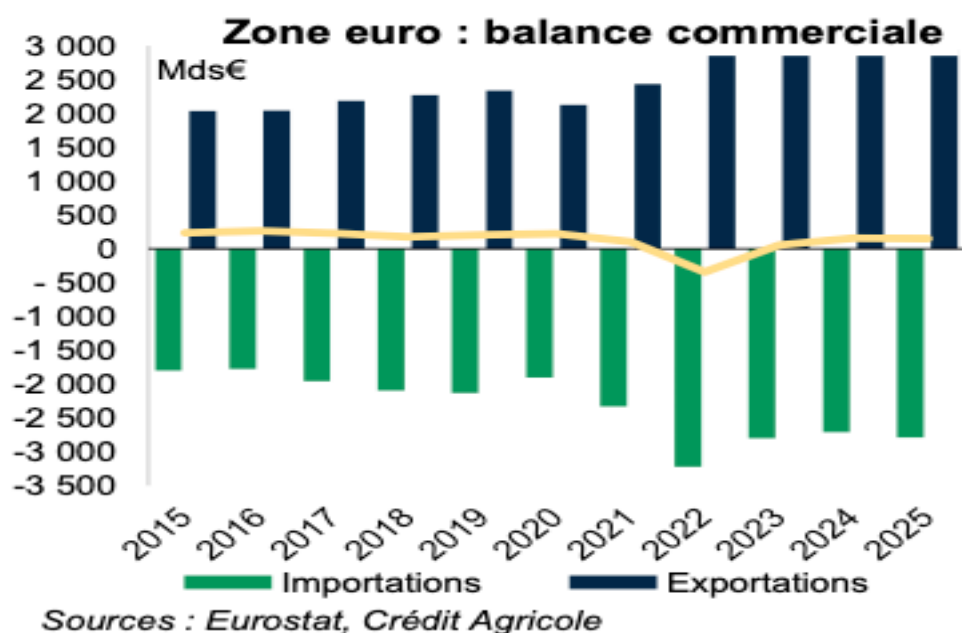
Les prix des intrants et les prix de vente ont fortement augmenté, non seulement en réaction à la hausse du coût de l'énergie, mais également en raison d'un renchérissement général des matières premières et d'un déséquilibre entre la demande et le niveau limité de l'offre. Exception faite de la pandémie de Covid-19, l'inflation des coûts observée en avril a été la plus forte depuis l'année 2000.

Sans surprise, les entreprises adoptent une vision de plus en plus pessimiste de l'avenir, les perspectives d'activité à douze mois ayant chuté à leur plus faible niveau depuis la fin de l'année 2022.

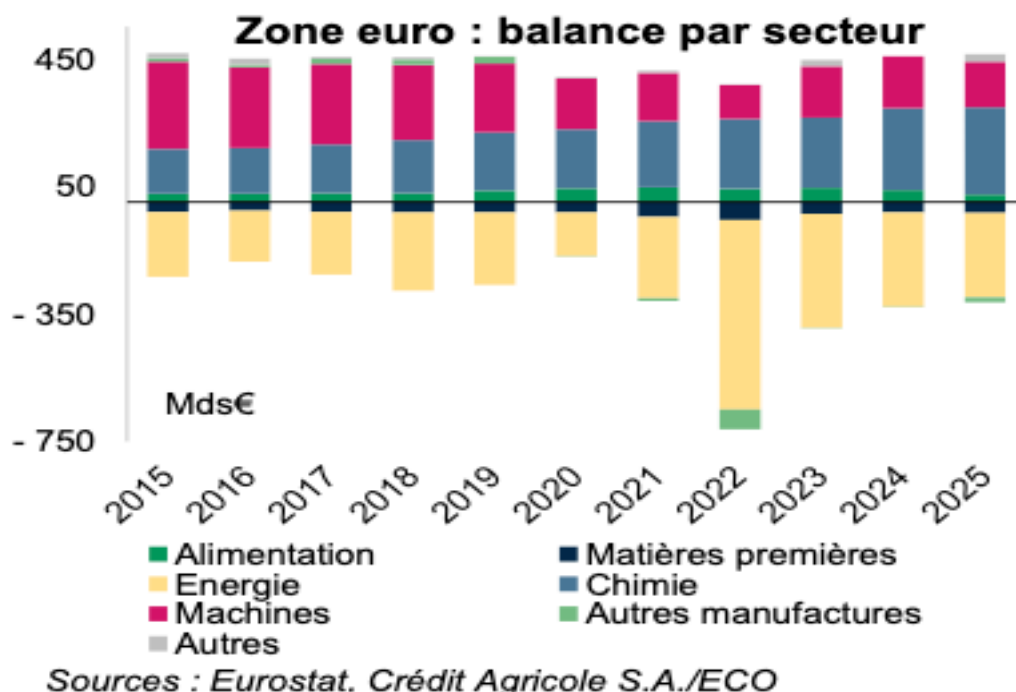
Dans ce contexte difficile, il revient à la BCE de décider si la hausse préoccupante de l'inflation justifie une augmentation des taux d'intérêt, ou si cette flambée des prix ne sera que temporaire, auquel cas l'institution doit, avant tout, empêcher l'économie de glisser vers une récession plus profonde. Si, en différant sa décision, la BCE risque d'aggraver l'un ou l'autre scénario, on peut comprendre qu'elle attende une clarification de la situation, tant sur le plan du conflit que de l'évaluation de la santé économique de la zone euro, avant d'adopter de nouvelles mesures monétaires. »

Lundi 27, Grégoire Glorieux du Crédit agricole publie l'étude suivant sur la balance commerciale de la zone euro :

« La zone euro enregistre en 2025 un excédent de sa balance commerciale de 150 Mds €, soit un léger recul par rapport à 2024, qui s'explique par la croissance plus importante des importations (+2,8% en valeur) que celle des exportations (+2,3%). La crise sanitaire de la Covid-19 et le conflit en Ukraine avaient eu pour conséquence une forte augmentation de la valeur des importations (notamment tirée par le prix du gaz), faisant passer la balance commerciale de la zone euro en déficit en 2022 (-344 Mds €), une situation inédite sur la période 2015-2025.

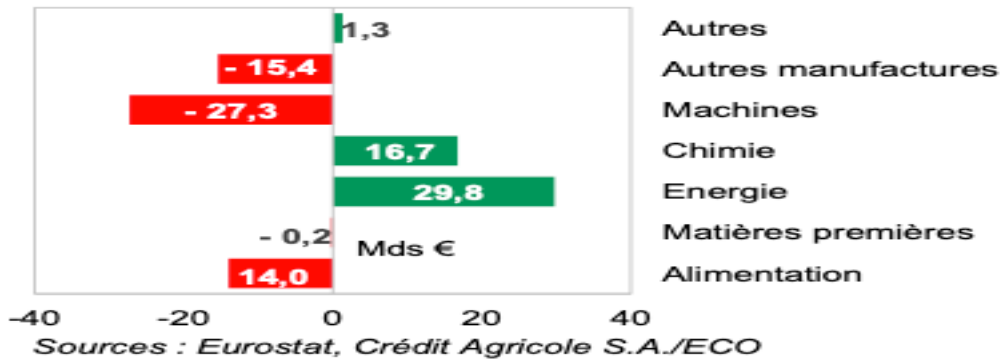


Ce déficit s'explique par le rebond des importations, très largement supérieur à celui des exportations sur les années 2021 (+22,3% contre +14,3%) et 2022 (+38,3% contre +18,3%). Or, le détail des balances commerciales par secteur montre l'importance de la facture énergétique, consécutive à la crise de 2022 : la balance énergétique de la zone, structurellement déficitaire, s'est aggravée de 133% en 2022 quand les secteurs dont le solde initial était de taille similaire ont vu leurs variations annuelles fluctuer entre +5% (industrie chimique) et -30% (machines et équipements).



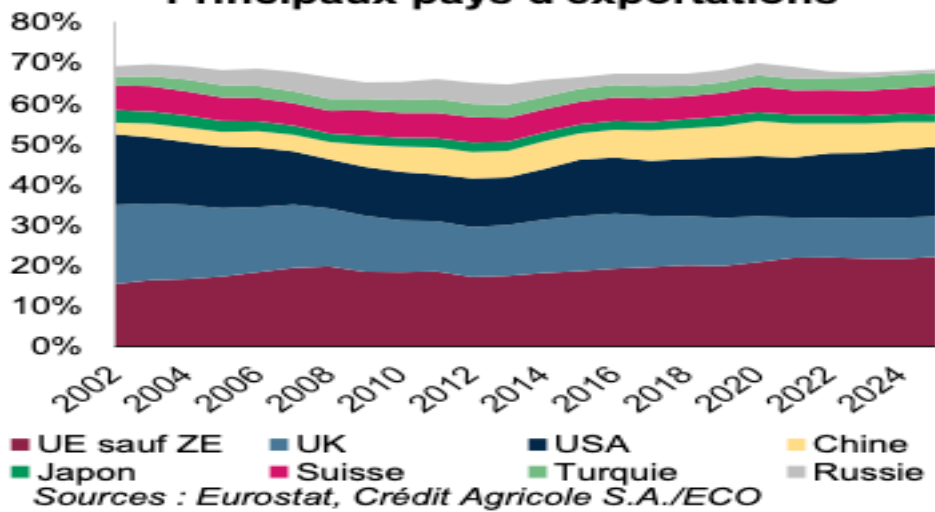
La légère dégradation de la balance commerciale en 2025 par rapport à 2024 (-9 Mds €) s'explique par la baisse de l'excédent du solde des machines et équipements de transport (-16%) et de celui des produits alimentaires (-37%), qui ne compensent pas la réduction du déficit énergétique (-10%) et la légère augmentation de l'excédent de la balance des produits chimiques (+7%).

Zone euro : évolution des balances commerciales par produit entre 2024 et 2025

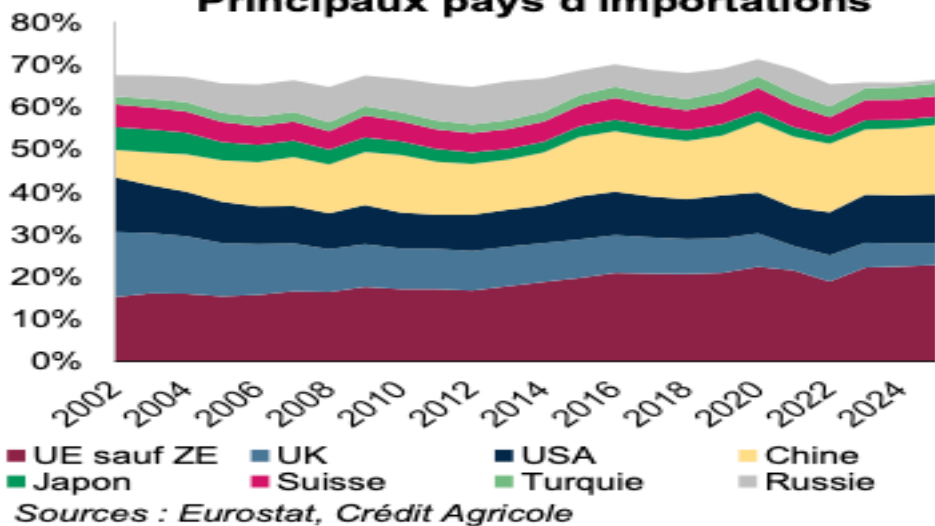


L'évolution de la balance commerciale s'accompagne également d'une recomposition des flux vis-à-vis des principaux partenaires commerciaux de la zone. Les pays de la zone euro ont ainsi accru entre 2002 et 2025 leurs échanges avec leur premier partenaire commercial : les pays de l'Union Européenne non-membres de la zone. La part des exportations vers ces pays a augmenté de 7 points de pourcentage entre 2002 et 2025 (de 15% des exportations totales à 22%), tandis que la part des importations a augmenté de 8 points (de 15% à 23%). Sur la même période, le Royaume-Uni, qui était un partenaire bien implanté (20% des exportations, 15% des importations en 2002, soit le deuxième partenaire), a vu sa part divisée par deux pour les exportations et par trois pour les importations.

Principaux pays d'exportations

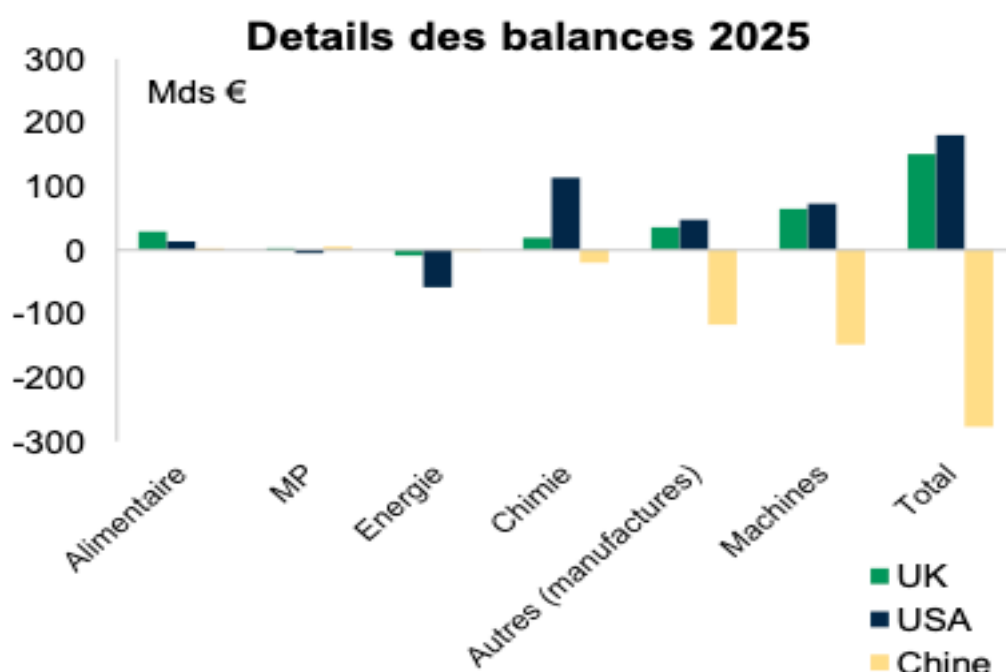


Principaux pays d'importations



Cette recomposition fait la part belle à la Chine, destination privilégiée des exportations de la zone euro entre 2013 et 2020 (environ 8% du total), et qui s'est surtout imposée comme un partenaire central pour les importations de la zone : de 6% en 2002, sa part a explosé à 16 % en 2025 dans le total des importations de la zone. Après avoir connu une baisse dans la seconde moitié des années deux- mille, le poids des États-Unis dans les échanges commerciaux de la zone euro, renoue en 2025 avec ses niveaux de 2002, (17% des exportations et 13% pour les importations).

Les balances commerciales par secteur vis-à-vis des principaux partenaires hors Union Européenne (Royaume-Uni, États-Unis et Chine) témoignent de la situation de la zone euro : ses besoins en énergie (elle est déficitaire vis-à-vis des trois pays), sa force sur les produits alimentaires (excédentaire avec les trois pays) ainsi que sa capacité à atteindre les marchés américain et britannique : avec un excédent sur les produits chimiques (114 Mds € avec les États-Unis, 19 Mds € avec le Royaume- Uni), un excédent sur les machines et équipements de transport (73 Mds € et 65 Mds €) et sur les autres produits manufacturiers (48 Mds € et 36 Mds €), qui permettent d'enregistrer un excédent total de respectivement 180 Mds€ et 150 Mds €. En revanche la zone euro est fortement dépendante de la Chine, notamment pour les machines et équipements de transports (déficit de 148 Mds €) et les autres produits manufacturiers (-116 Mds €), qui tirent le solde commercial total envers la Chine vers un déficit de 277 Mds €.



Sources : Eurostat, Crédit Agricole S.A./ECO

À noter que l'excédent commercial de 2025 vis-à- vis des États-Unis (180 Mds €) est historiquement le plus élevé. Il est tiré par la forte progression des exportations de produits chimiques, poste présentant le plus gros excédent (114 Mds €) et en croissance de 24,5% sur un an. Ces produits ont en effet bénéficié d'exemptions de droits de douane tandis que la plupart des produits européens ont vu leurs droits augmenter à au moins 10%. On constate ainsi un recul des soldes sur les autres segments en 2025 : -0,3% sur l'énergie, -2% sur les produits manufacturiers, -14,8% sur les machines et équipements, -15,6% sur les produits alimentaires, -26,7% sur les matières premières et -128,7% sur les autres produits ».

Mercredi 29, réunion du Conseil des Gouverneurs de la Fed. Voici son communiqué de presse :

« Les indicateurs récents suggèrent une croissance économique soutenue. Les créations d'emplois sont restées faibles en moyenne et le taux de chômage est demeuré stable ces derniers mois. L'inflation est élevée, notamment en raison de la récente hausse des prix mondiaux de l'énergie.

Le Comité vise le plein emploi et une inflation de

2 % à long terme. L'évolution de la situation au Moyen-Orient contribue à une forte incertitude quant aux perspectives économiques. 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 sa 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.

Ont voté pour la mesure de politique monétaire : Jerome H. Powell, président ; John C. Williams, vice-président ; Michael S. Barr ; Michelle W. Bowman ; Lisa D. Cook ; Philip N. Jefferson ; Anna Paulson ; et Christopher J. Waller. Ont voté contre : Stephen I. Miran, qui préférerait abaisser la fourchette cible du taux des fonds fédéraux de 0,25 point de pourcentage lors de cette réunion ; et Beth M. Hammack, Neel Kashkari et Lorie K. Logan, qui étaient favorables au maintien de la fourchette cible du taux des fonds fédéraux, mais opposés à l'inclusion d'une orientation accommodante dans la déclaration à ce stade ».

Jeudi 30, c'est au tour du Conseil des Gouverneurs de la BCE de se réunir.

Voici son communiqué de presse, ainsi que le contenu de la Conférence de presse de la Présidente Christine Lagarde qui a suivi l'après-midi :

« Le Conseil des gouverneurs a décidé ce jour de laisser inchangés les trois taux d'intérêt directeurs de la BCE. Si les informations disponibles correspondent globalement à la précédente évaluation des perspectives d'inflation par le Conseil des gouverneurs, les risques à la hausse sur l'inflation et les risques à la baisse sur la croissance se sont intensifiés. Le Conseil des gouverneurs entend mener sa politique monétaire de façon à assurer la stabilisation de l'inflation au niveau de l'objectif de 2 % à moyen terme.

La guerre au Moyen-Orient a provoqué une forte augmentation des prix de l'énergie, qui pousse l'inflation à la hausse et pèse sur le climat économique. Les effets de la guerre sur l'inflation à moyen terme et l'activité économique dépendront de l'intensité et de la durée du choc sur les prix de l'énergie et de l'ampleur de ses effets indirects et de second tour. Plus la guerre se prolongera et plus les prix de l'énergie resteront longtemps à des niveaux élevés, plus l'incidence probable sur l'inflation globale et l'économie sera forte.

Le Conseil des gouverneurs reste en bonne position pour faire face à l'incertitude actuelle. L'inflation dans la zone euro se situait autour de l'objectif de 2 % au début de la période de forte hausse des prix de l'énergie, et l'économie a bien résisté au cours des derniers trimestres. Les anticipations d'inflation à long terme demeurent solidement ancrées, même si les anticipations à des horizons plus courts ont nettement augmenté.

Le Conseil des gouverneurs surveillera de près la situation et 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 qui les entourent, 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 ».

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

Le Conseil des gouverneurs a décidé ce jour de laisser inchangés les trois taux d'intérêt directeurs de la BCE. Si les informations disponibles correspondent globalement à notre précédente évaluation des perspectives d'inflation, les risques à la hausse sur l'inflation et les risques à la baisse sur la croissance se sont intensifiés. Nous entendons mener notre politique monétaire de façon à assurer la stabilisation de l'inflation au niveau de notre objectif de 2 % à moyen terme.

La guerre au Moyen-Orient a provoqué une forte augmentation des prix de l'énergie, qui pousse l'inflation à la hausse et pèse sur le climat économique. Les effets de la guerre sur l'inflation à moyen terme et l'activité économique dépendront de l'intensité et de la durée du choc sur les prix de l'énergie et de l'ampleur de ses effets indirects et de second tour. Plus la guerre se prolongera et plus les prix de l'énergie resteront longtemps à des niveaux élevés, plus l'incidence probable sur l'inflation globale et l'économie sera forte.

Nous restons en bonne position pour faire face à l'incertitude actuelle. L'inflation dans la zone euro se situait autour de notre objectif de 2 % au début de la période de forte hausse des prix de l'énergie, et l'économie a bien résisté au cours des derniers trimestres. Les anticipations d'inflation à long terme demeurent solidement ancrées, même si les anticipations à des horizons plus courts ont nettement augmenté.

Nous surveillerons de près la situation et suivrons 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 qui les entourent, compte tenu des données économiques et financières disponibles, de la dynamique de l'inflation sous-jacente et de la force de la transmission de la politique monétaire. Nous ne nous engageons pas à l'avance sur une trajectoire de taux particulière.

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

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

Activité économique

L'économie de la zone euro affichait un certain dynamisme quand les turbulences en cours se sont fait jour. Le PIB en volume a crû de 0,1 % au premier trimestre 2026, selon l'estimation rapide préliminaire d'Eurostat. La demande intérieure reste le principal moteur de la croissance, soutenue par un marché du travail robuste. Toutefois, les perspectives économiques sont très incertaines et dépendront de la durée de la guerre au Moyen-Orient et de l'importance de ses effets sur les marchés de l'énergie et des autres matières premières ainsi que sur les chaînes d'approvisionnement mondiales.

Les données disponibles laissent à penser que le conflit pèse sur l'activité économique. Les enquêtes signalent un ralentissement de la croissance, alors que la confiance en l'avenir des consommateurs et des entreprises est en retrait depuis que la guerre a éclaté. L'allongement des délais de livraison et la hausse du coût des intrants laissent entrevoir une montée des tensions sur les chaînes d'approvisionnement.

Pour la période à venir, les coûts élevés de l'énergie devraient continuer de peser sur les salaires réels, freinant la consommation et les investissements des ménages et des entreprises. Le chômage est resté à un niveau proche de ses points bas de très long terme en mars, à 6,2 %, mais la demande de main-d'œuvre

s'est encore atténuée. Cela étant, la situation financière des ménages demeure solide, et l'investissement devrait rester soutenu par la hausse des dépenses publiques consacrées à la défense et aux infrastructures ainsi que par l'accélération des investissements des entreprises dans les nouvelles technologies numériques. Cette situation de départ favorable devrait permettre d'amortir quelque peu les retombées de la guerre.

Le Conseil des gouverneurs souligne le besoin urgent de renforcer l'économie de la zone euro tout en maintenant des finances publiques saines. Les mesures budgétaires prises face au choc des prix de l'énergie devraient être temporaires, ciblées et adaptées. Les réformes visant à renforcer le potentiel de croissance de la zone euro et à accélérer la transition énergétique en vue de réduire la dépendance aux combustibles fossiles sont plus vitales que jamais. L'achèvement de l'union pour l'épargne et l'investissement est fondamental pour financer l'innovation, soutenir les transitions écologique et numérique et améliorer la productivité. L'euro numérique et la monnaie de banque centrale interbancaire tokenisée consolideront 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 en avril, à 3,0 %, après 2,6 % en mars et 1,9 % en février. Cette dynamique résulte de la flambée des prix de l'énergie causée par la guerre au Moyen-Orient. La hausse des prix de l'énergie a bondi à 10,9 % en avril, après 5,1 % en mars. L'augmentation des prix des produits alimentaires s'est quant à elle quelque peu renforcée en avril, à 2,5 %. L'inflation hors énergie et produits alimentaires est revenue à 2,2 %, contre 2,3 % en mars, sous l'effet d'un ralentissement de la hausse des prix des services de 3,2 % en mars à 3,0 %. Le renchérissement des biens s'est accentué, à 0,8 %, contre 0,5 % en mars.

Les indicateurs relatifs à l'inflation sous-jacente ont peu varié ces derniers mois. À ce stade, l'outil de suivi des salaires de la BCE et les enquêtes sur les anticipations relatives aux salaires continuent de signaler une baisse des coûts de main-d'œuvre courant 2026. Mais les enquêtes pointent aussi vers une hausse d'autres composantes des coûts et des anticipations relatives aux prix de vente. Les anticipations d'inflation ont nettement augmenté à des horizons à plus court terme. La plupart des mesures des anticipations d'inflation à long terme s'établissent autour de 2 %, ce qui soutient l'hypothèse d'une stabilisation de l'inflation autour de l'objectif à moyen terme.

Du fait de l'augmentation des prix de l'énergie, l'inflation se maintiendra à un niveau nettement supérieur à 2 % à court terme. Avec la prolongation de la période de prix de l'énergie élevés, l'incidence probable sur l'inflation globale à travers les effets indirects et de second tour se renforce. Nous surveillerons par conséquent de près l'ampleur et la durée de cette envolée des prix de l'énergie ainsi que ses répercussions sur la formation des prix et des salaires, les anticipations d'inflation et la dynamique économique dans son ensemble.

Évaluation des risques

Les risques pesant sur les perspectives de croissance sont orientés à la baisse. La guerre au Moyen-Orient demeure un risque baissier pour l'économie de la zone euro, accentuant la volatilité de l'environnement politique mondial. Une prolongation des perturbations de l'approvisionnement en énergie pourrait se traduire par une hausse des prix de l'énergie plus forte et plus durable qu'anticipé actuellement. Ces facteurs éroderaient les revenus et rendraient les entreprises et les ménages plus réticents à investir et à dépenser. Le frein à la croissance se renforcerait si la fermeture d'importantes routes maritimes venait à causer de sévères pénuries d'intrants essentiels forçant les entreprises de la zone euro à réduire leur production. Une détérioration de la confiance sur les marchés financiers mondiaux pourrait brider davantage la demande. Des frictions supplémentaires dans les échanges commerciaux internationaux pourraient exacerber les perturbations des chaînes d'approvisionnement, réduire les exportations et affaiblir la consommation et l'investissement. D'autres tensions géopolitiques et, en particulier, la guerre injustifiée menée par la Russie contre l'Ukraine, demeurent une source majeure d'incertitude. Cela étant, la croissance pourrait aussi être plus forte si l'économie répondait mieux aux perturbations causées par la guerre au Moyen-Orient ou si le conflit se terminait plus vite qu'attendu actuellement. De plus, les dépenses prévues en matière de défense et d'infrastructures, les réformes visant à améliorer la

productivité et l'adoption par les entreprises de la zone euro de nouvelles technologies pourraient soutenir la croissance davantage que prévu. 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 pesant sur les perspectives d'inflation sont orientés à la hausse. Si les prix de l'énergie augmentent davantage et plus durablement qu'envisagé actuellement, l'accélération de l'inflation dans la zone euro serait encore plus forte. Une telle dynamique pourrait être renforcée et devenir plus persistante si la hausse des prix de l'énergie se diffusait davantage qu'attendu aux autres prix et aux salaires, si les anticipations d'inflation à long terme augmentaient de ce fait ou si les chaînes d'approvisionnement mondiales étaient plus largement perturbées. Les tensions commerciales actuelles pourraient aussi entraîner une plus grande fragmentation des chaînes d'approvisionnement mondiales, réduire l'offre de matières premières critiques et aggraver les contraintes de capacité au sein de l'économie de la zone euro. À l'inverse, l'inflation pourrait être plus faible si les conséquences économiques de la guerre au Moyen-Orient étaient de plus courte durée qu'anticipé actuellement ou si les effets indirects et de second tour s'avéraient moins prononcés. 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 entraîné une forte volatilité sur les marchés financiers mondiaux. Les conditions financières globales restent plus strictes qu'avant la guerre.

Le coût du financement par endettement de marché est passé à 3,9 % en mars, contre 3,5 % en février. Les taux d'intérêt bancaires appliqués aux entreprises – sur la base de données récoltées avant le début de la guerre – ont légèrement reculé, à 3,5 % en février, alors que les taux hypothécaires se sont maintenus à 3,4 %.

Le taux de croissance annuel des prêts bancaires aux entreprises a augmenté en mars, à 3,2 %, après 3,0 % en février, tandis que celui des émissions d'obligations d'entreprises a baissé à 3,9 %, après 4,5 % en février. Selon notre dernière enquête sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro, les critères d'octroi des crédits aux entreprises se sont resserrés au premier trimestre. Ce durcissement résulte principalement des inquiétudes croissantes des banques face aux risques économiques auxquels leurs clients sont confrontés. La demande de prêts émanant des entreprises, notamment à des fins d'investissement fixe, a légèrement fléchi au premier trimestre.

L'encours des prêts hypothécaires s'est accru de 3,0 % en mars, contre 3,1 % en février, dans un contexte de faible resserrement des critères d'octroi et de demande inchangée.

Conclusion

Le Conseil des gouverneurs a décidé ce jour de laisser inchangés les trois taux d'intérêt directeurs de la BCE. Nous entendons mener notre politique monétaire de façon 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 ».

Ce même jeudi 30, BNPParibas en conclut que quatre Banques centrales sont en « pause active » :

« Les principales banques centrales des économies avancées se sont réunies cette semaine et ont toutes décidé de maintenir leur taux directeur stable, malgré des chiffres et des perspectives d'inflation en hausse significative. Andrew Bailey, le gouverneur de la Banque d'Angleterre (BoE), décrit ces décisions comme des « pauses actives ». Les banques centrales ne sont pas encore tout à fait *hawkish*, mais, si les partisans de cette ligne restent minoritaires, ils se rendent audibles en exprimant leurs dissensions. Ainsi, le *wait-and-see* purement passif n'est plus d'actualité. Nous anticipons des hausses de taux au mois de juin, au moins pour ce qui concerne la zone euro, le Japon et le Royaume-Uni.

États-Unis / Fed : Une étape supplémentaire vers des perspectives symétriques

Le FOMC a décidé de maintenir sa cible de taux stable à 3,5% – 3,75%. Le comité juge la politique monétaire « bien positionnée » au regard des perspectives économiques et de la balance des risques, incluant un marché de l'emploi qui a refroidi, une inflation désormais décrite comme « élevée » (et non plus « quelque peu élevée ») et une croissance solide. Ceci donne à la Fed le temps d'attendre d'observer les effets des chocs (y compris le choc énergétique) sur les données, avant d'éventuellement agir sur son taux directeur. De façon notable, le vote a été marqué par un nombre inhabituellement élevé de dissensions (quatre, ce qui est inédit depuis 1992), allant dans des sens contraires : le gouverneur Miran a voté pour une baisse de taux (-25pb), tandis que trois présidents de Fed régionales se sont opposés au maintien du « biais baissier » présent dans le communiqué. Cela dit, si la bascule vers des perspectives symétriques n'a pas été formalisée, elle est apparue *de facto* dans les propos du président Jerome Powell. De fait, il a décrit le comité comme « proche du changement de *guidance* » et « dans une bonne position pour bouger dans l'une ou l'autre des directions ». Ceci, combiné à nos prévisions de croissance et d'inflation, renforce notre anticipation d'une stabilité de la fourchette de taux jusqu'à fin 2027 – avec un risque grandissant que le prochain mouvement soit à la hausse. Finalement, J. Powell a confirmé qu'il se maintiendrait au Conseil des gouverneurs « pour une période indéterminée » après son remplacement par Kevin Warsh à la présidence de la Fed ; une décision liée au fait que l'enquête du Département de la Justice à l'encontre de la banque centrale et de lui-même ne soit pas « bel et bien terminée, avec transparence et définitivement ». Cela a pour effet de contraindre le gouverneur Miran – le membre le plus *dovish* du FOMC – à se retirer pour permettre à K. Warsh d'accéder à la présidence. Les marchés ont quasiment effacé toute probabilité de baisse de taux en 2026 et voient une faible probabilité d'une hausse en 2027.

Zone euro / Banque centrale européenne (BCE) : Bien positionnée pour attendre une information moins parcellaire

À l'inverse des autres banques centrales, la décision de maintenir le taux directeur (taux de dépôt à 2%) a été unanime. Cependant, la présidente Lagarde a révélé que l'option d'une hausse avait été discutée en détail, suggérant la présence de membres vocalement *hawkish* à Francfort également. Alors qu'aucun nouveau scénario n'a été publié, la présidente Lagarde a concédé que les développements « s'écartaient certainement du scénario central », avec des risques à la baisse sur la croissance et à la hausse sur l'inflation qui se sont « intensifiés ». Néanmoins, elle affirme que les conditions financières se sont déjà durcies, que la BCE ne voit pas encore de preuves d'effets de second tour, et que les anticipations d'inflation restent bien ancrées. En somme, la BCE laisse la porte ouverte à une hausse de taux en juin, mais réitère son approche « data-dépendante, réunion par réunion et sans engagement quant à une quelconque trajectoire de taux ». Comme en amont de la réunion, nous anticipons une hausse de taux de 25 pb en juin avant une seconde hausse plus tard au cours de l'année 2026, en ligne avec les probabilités de marchés.

Royaume-Uni / Banque d'Angleterre (BoE) : Les options restent ouvertes

La BoE a maintenu son taux directeur inchangé à 3,75%, avec une dissension du chef économiste en faveur d'une hausse de 25 pb. Plutôt qu'un scénario central, la BoE a proposé trois scénarios, plus *dovish* que ceux de la BCE et de la plupart des acteurs privés. Dans le premier, il n'y aurait pas d'effets de second tour de l'inflation énergétique, du fait d'une demande relativement faible, contraignant à la fois la capacité des entreprises à accroître les prix pour préserver leurs marges et celle des travailleurs à obtenir des salaires plus élevés. Dans le second, une persistance légèrement plus importante du choc induirait quelques effets de second tour, mais la « marge de manœuvre » créée par des marchés qui sont passés d'une anticipation de plusieurs baisses de taux avant la guerre à une anticipation de plusieurs hausses, signifie que ces hausses de taux pourraient en réalité ne pas avoir lieu. Dans le troisième, le choc serait plus persistant et les effets de second tour plus importants, avec une inflation qui excéderait 6%. Dans ce dernier cas de figure, une réponse de politique monétaire serait inévitable selon le gouverneur-adjoint C. Lombardelli. Mais, en général, les hausses de taux directeur ne sont pas une certitude, selon le gouverneur Bailey. Les marchés, quant à eux, voient deux à trois hausses d'ici à la fin-2026.

Japon / Banque du Japon (BoJ) : Des hausses de taux inévitables mais retardées

La Banque du Japon a maintenu son taux directeur inchangé à 0,75%, avec trois dissensions en faveur d'une hausse de taux. Pour l'heure, la banque centrale adopte une approche consistant à « regarder au travers » du choc énergétique, et attend d'évaluer son impact sur l'activité avant d'ajuster davantage le degré d'assouplissement monétaire. Bien qu'attendue, la décision semble en décalage avec les nouvelles prévisions de la BoJ, qui inclut une croissance du PIB plus ou moins en ligne avec son potentiel et une persistance de l'inflation au-dessus de sa cible pour l'année fiscale 2026. Le report de la hausse de taux pourrait être lié à une absence de soutien du gouvernement, alors que celui-ci a clairement signalé son peu d'appétence pour le resserrement *via* des nominations *dovish* au sein du comité de politique monétaire (Asada depuis avril, Sato à partir de juillet). Le gouverneur Kazuo Ueda n'a pas fourni de *guidance* quant aux ajustements à venir. Cependant, la trajectoire du taux directeur demeure inchangée : nous attendons une hausse en juin (+25 pb, 65% de chance selon les marchés) et un taux terminal de 2% fin 2027. Toutefois, plus les hausses de taux sont retardées, plus grand est le risque que davantage de resserrement sera requis ultérieurement. Le JPY s'était affaibli juste après la réunion de la BoJ, avec une parité USD/JPY excédant les 160 le 29 avril, avant de se renforcer significativement en-deçà de 157 le 30 avril, sur fond « d'avertissement final » de la ministre des Finances quant à une intervention sur le marché des devises, qui aurait effectivement été conduite ».

Toujours le jeudi 30, Eurostat publie plusieurs statistiques :

Seasonally adjusted unemployment, totals



	Rates (%)					Number of persons (in thousands)				
	Mar-25	Dec-25	Jan-26	Feb-26	Mar-26	Mar-25	Dec-25	Jan-26	Feb-26	Mar-26
Euro area	6.3	6.3	6.2	6.3	6.2	11 154	11 045	10 916	11 047	10 984
EU	6.0	6.0	5.9	6.0	6.0	13 250	13 206	13 073	13 251	13 226
Belgium	6.2	6.5	6.4	6.4	6.3	337	355	354	351	349
Bulgaria	3.4	3.2	3.2	3.2	3.2	104	96	95	96	97
Czechia	2.7	3.1	3.2	3.2	3.1	143	165	174	173	168
Denmark	6.9	6.1	7.3	7.6	6.9	228	201	242	250	228
Germany	3.6	4.0	4.0	4.0	4.0	1 598	1 757	1 765	1 766	1 760
Estonia	8.2	6.5	6.2	7.0	6.9	62	48	46	52	52
Ireland	4.5	4.6	4.6	4.6	4.7	133	138	138	139	140
Greece	9.4	7.9	8.0	8.6	9.0	447	377	382	417	436
Spain	10.8	10.2	10.2	10.3	10.3	2 663	2 553	2 566	2 587	2 596
France	7.6	7.8	7.8	7.7	7.7	2 401	2 489	2 466	2 453	2 439
Croatia	5.0	4.5	4.4	4.3	4.1	88	81	79	76	73
Italy	6.3	5.6	5.2	5.4	5.2	1 626	1 425	1 322	1 361	1 323
Cyprus	4.6	4.2	4.3	4.2	4.3	24	22	23	23	23
Latvia	6.9	6.9	6.9	6.7	6.4	65	65	65	64	61
Lithuania	6.6	6.7	6.4	6.6	6.5	104	104	101	104	102
Luxembourg	6.5	6.8	6.9	6.9	6.9	23	24	24	24	24
Hungary	4.2	4.5	4.5	4.6	4.4	207	216	220	223	214
Malta	3.1	3.4	3.5	3.5	3.5	11	12	12	12	12
Netherlands	3.9	4.0	4.0	4.1	4.0	395	410	415	416	407
Austria	5.6	5.8	5.5	5.8	5.6	269	280	266	276	266
Poland	3.1	3.2	3.2	3.2	3.3	555	570	565	577	591
Portugal	6.3	5.6	5.6	5.8	5.8	347	314	315	326	328
Romania	6.2	6.1	6.0	6.0	6.1	507	499	491	495	504
Slovenia	3.8	4.1	3.9	3.8	3.9	40	42	40	39	40
Slovakia	5.3	5.6	5.6	5.6	5.6	146	154	155	154	154
Finland	9.2	10.3	10.3	10.4	10.4	263	296	298	299	301
Sweden	8.7	8.8	8.7	8.7	8.7	502	508	507	505	504
Iceland	3.8	5.7	5.9	6.0	:	9	14	14	14	:
Norway	4.3	4.6	4.7	4.7	4.7	130	140	142	144	145
Switzerland	4.6	5.1	:	:	:	233	262	:	:	:
United States	4.2	4.4	4.3	4.4	4.3	7 066	7 516	7 379	7 640	7 186

: Data not available

Source datasets: [une_rt_m](#) (rates) and [une_rt_m](#) (in 1 000 persons)

Growth rates of GDP in volume

(based on seasonally adjusted* data)



	Percentage change compared with the previous quarter				Percentage change compared with the same quarter of the previous year			
	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1
Euro area 21	0.1	0.3	0.2	0.1	1.6	1.4	1.3	0.8
Euro area 20	0.1	0.3	0.2	0.1	1.6	1.4	1.2	0.8
EU	0.3	0.4	0.2	0.1	1.7	1.7	1.4	1.0
Belgium	0.2	0.2	0.1	0.2	1.0	1.0	0.9	0.8
Czechia	0.4	0.8	0.7	0.2	2.6	2.8	2.7	2.1
Germany	-0.2	0.0	0.2	0.3	0.4	0.3	0.4	0.3
Estonia	0.7	0.1	-0.1	0.6	0.7	1.0	0.8	1.3
Ireland***	-0.6	0.0	-3.8	-2.0	18.1	11.1	3.0	-6.3
Spain	0.7	0.6	0.8	0.6	2.9	2.7	2.6	2.7
France	0.4	0.6	0.2	0.0	0.8	1.0	1.3	1.1
Italy	0.0	0.2	0.3	0.2	0.4	0.7	0.9	0.7
Lithuania	0.7	0.3	1.9	-0.4	3.2	2.2	3.3	2.5
Hungary	0.6	0.1	0.2	0.8	0.4	0.9	0.7	1.7
Netherlands**	0.3	0.5	0.4	0.1	1.6	1.7	1.8	1.2
Austria	0.0	0.3	0.0	0.2	0.7	1.1	0.7	0.6
Portugal	0.7	0.6	0.9	0.0	1.7	2.2	1.9	2.3
Finland**	-0.1	-0.1	0.3	0.9	0.1	-0.2	0.1	1.3
Sweden**	0.9	0.7	0.4	-0.2	2.2	2.6	2.1	1.6

* Growth rates to the previous quarter and to the same quarter of the previous year presented in this table are both based on seasonally and calendar adjusted figures, except where indicated. Unadjusted data are not available for all Member States which are included in GDP flash estimates.

** Percentage change compared with the same quarter of the previous year calculated from calendar adjusted data.

*** Irish GDP flash estimate is categorised as a [CSO Frontier Series Output](#). Particular care must be taken when interpreting the statistics as it may use new methods which are under development and/or data sources which may be incomplete, for example new administrative data sources.

Source datasets: [namq_10_gdp](#)

Inflation rates (%) measured by the HICP



	Annual rate							Monthly rate
	Apr 25	Nov 25	Dec 25	Jan 26	Feb 26	Mar 26	Apr 26	Apr 26
Belgium	3.1	2.6	2.2	1.4	1.4	2.2	4.3e	1.4e
Bulgaria	2.8	3.7	3.5	2.3	2.1	2.8	6.2e	2.0e
Germany	2.2	2.5	2.0	2.1	2.0	2.8	2.9e	0.5e
Estonia	4.4	4.7	4.0	3.8	3.2	3.5	3.3e	0.9e
Ireland	2.1	3.1	2.7	2.5	2.5	3.6	3.6e	0.5e
Greece	2.6	2.8	2.9	2.9	3.1	3.4	4.6e	1.7e
Spain	2.2	3.2	3.0	2.4	2.5	3.4	3.5e	0.7e
France	0.9	0.8	0.7	0.4	1.1	2.0	2.5e	1.2e
Croatia	4.0	4.3	3.8	3.6	3.9	4.6	5.4e	1.4e
Italy	2.0	1.1	1.2	1.0	1.5	1.6	2.9e	1.7e
Cyprus	1.4	0.1	0.1	1.2	0.9	1.5	3.0e	2.2e
Latvia	4.0	3.8	3.4	2.9	2.4	3.4	3.0e	0.6e
Lithuania	3.6	3.6	3.2	2.8	3.3	4.4	4.9e	0.7e
Luxembourg	1.7	3.5	3.3	1.6	1.8	3.8	5.2e	2.0e
Malta	2.6	2.4	2.5	2.3	2.3	2.3	2.4e	3.3e
Netherlands	4.1	2.6	2.7	2.2	2.3	2.6	2.5e	1.7e
Austria	3.3	4.0	3.8	2.1	2.3	3.1	3.3e	0.4e
Portugal	2.1	2.1	2.4	1.9	2.1	2.7	3.3e	2.0e
Slovenia	2.3	2.4	2.6	2.4	2.8	2.4	3.4	1.8
Slovakia	3.9	3.9	4.1	4.3	4.0	3.7	4.0e	0.4e
Finland	1.9	1.5	1.7	1.0	1.8	2.5	2.3e	0.0e

e estimated

Source dataset: [prc_hicp_minr](#)

eurostat

- Mai 2026 ->

Le lundi 4, l'état des Taux des obligations d'État est le suivant :

Pays	Taux	+ Haut	+ Bas	Var.	Var. %	Vs. Bund	Vs. T-Note	Heures
 Afrique du Sud	8,795	8,920	8,730	0,000	0,00%	575,0	438,5	16:17:49
 Allemagne	3,0549	3,0869	3,0249	+0,0249	+0,82%	0,0	-136,4	16:18:30
 Australie	4,998	5,010	4,997	+0,015	+0,30%	194,4	58,0	16:18:22
 Autriche	3,321	3,370	3,298	+0,022	+0,67%	26,5	-109,9	16:18:31
 Bangladesh	10,980	11,010	10,980	0,000	0,00%	792,4	656,0	08:50:05
 Belgique	3,528	3,589	3,493	+0,008	+0,23%	47,3	-89,2	16:18:28
 Brésil	13,890	13,960	13,885	0,000	0,00%	1.083,4	947,0	30/04
 Canada	3,564	3,581	3,531	+0,036	+1,02%	50,7	-85,7	16:18:02
 Chili	5,610	5,610	5,610	+0,000	+0,00%	255,5	119,0	30/04
 Chine	1,753	1,790	1,743	+0,006	+0,34%	-130,3	-266,7	30/04
 Chypre	3,551	3,604	3,518	+0,081	+2,33%	50,0	-86,4	16:17:47
 Colombie	13,141	13,141	13,042	-0,029	-0,22%	1.008,5	872,1	30/04
 Corée du Sud	3,911	3,935	3,878	+0,067	+1,74%	85,5	-50,9	08:29:42
 Côte D'Ivoire	7,800	7,800	7,800	0,00	0,00%	474,4	338,0	30/04
 Croatie	3,476	3,498	3,462	+0,065	+1,91%	42,0	-94,4	15:45:20
 Danemark	2,980	3,008	2,898	+0,019	+0,64%	-7,4	-143,8	16:18:15
 Égypte	21,120	21,120	21,080	+0,000	+0,00%	1.806,5	1.670,0	30/04
 Espagne	3,514	3,570	3,497	+0,022	+0,63%	45,9	-90,5	16:18:31
 États-Unis	4,416	4,427	4,377	+0,038	+0,87%	136,4	0,0	16:18:20
 Finlande	3,413	3,460	3,386	+0,019	+0,56%	35,7	-100,7	16:18:30
 France	3,710	3,759	3,682	+0,021	+0,57%	65,4	-71,0	16:18:31
 Grèce	3,834	3,871	3,809	+0,020	+0,52%	77,8	-58,6	16:18:09
 Hong-Kong	2,986	3,003	2,961	0,000	0,00%	-7,0	-143,4	10:48:18
 Hongrie	6,060	6,060	6,060	-0,040	-0,66%	300,4	164,0	13:53:47
 Île Maurice	5,550	5,550	5,550	0,000	0,00%	249,5	113,0	01/05
 Inde	7,023	7,027	6,994	+0,005	+0,07%	396,7	260,3	13:40:19
 Indonésie	6,829	6,829	6,829	0,000	0,00%	377,3	240,9	11:39:59
 Irlande	3,295	3,338	3,274	+0,017	+0,52%	24,3	-112,1	16:18:22
 Islande	7,014	7,014	7,014	-0,014	-0,20%	395,8	259,4	12:32:50
 Israël	3,992	4,009	3,969	-0,001	-0,03%	93,9	-42,5	16:16:58
 Italie	3,888	3,953	3,858	+0,022	+0,57%	83,5	-53,0	16:18:30
 Japon	2,496	2,496	2,496	-0,006	-0,24%	-56,0	-192,4	02:21:08
 Kazakstan	14,968	14,968	14,968	0,000	0,00%	1.191,3	1.054,8	30/04
 Kenya	11,502	11,502	11,502	-0,018	-0,16%	844,6	708,2	09:39:20
 Lituanie	3,800	3,800	3,800	-0,040	-1,04%	74,4	-62,0	30/04
 Malaisie	3,572	3,574	3,572	-0,001	-0,03%	51,7	-84,8	11:58:59
 Malte	3,959	4,029	3,959	0,000	0,00%	90,3	-46,1	10:54:45
 Maroc	3,243	3,243	3,243	0,000	0,00%	18,8	-117,7	30/04
 Mexique	9,210	9,210	9,210	0,000	0,00%	615,5	479,0	01/05
 Namibie	10,505	10,698	10,465	-0,073	-0,69%	745,0	608,5	16:13:00
 Nigéria	14,954	14,954	14,954	+0,000	+0,00%	1.189,8	1.053,4	30/04
 Norvège	4,417	4,456	4,399	0,000	0,00%	136,1	-0,3	16:17:27
 Nouvelle-Zélande	4,690	4,710	4,690	0,000	0,00%	163,5	27,0	01:29:01