

LA ZONE EURO

HISTORIQUE DE L'EURO (17)

L'année 2024

Christian BIALÈS

Ancien élève de l'École normale supérieure Paris-Saclay
Agrége 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 2024 ->**

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

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

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

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

Taux d'inflation (%) mesurés par les IPCH

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

e estimation Données sources: [prc_hicp_manr](#)

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

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

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

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

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

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

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

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

Chômage total corrigé des variations saisonnières

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

: Données non disponibles

Données sources : [une_rt_m](#) (taux) et [une_rt_m](#) (en milliers de personnes)

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

Commerce UE – données non corrigées des variations saisonnières

mrds €

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

Données sources : ext_st_eu27_2020sitc

Principaux produits – UE

mrds €

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

Données sources : ext_st_eu27_2020sitc

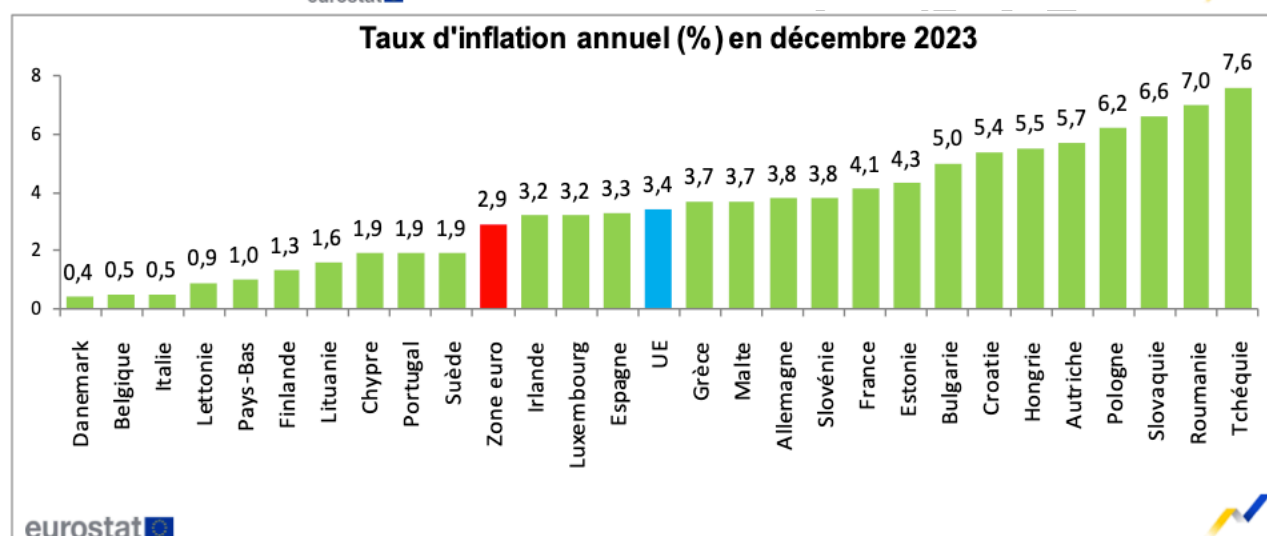
Principaux partenaires commerciaux – UE

mrds €

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

Données sources : ext_st_eu27_2020sitc

eurostat



eurostat

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

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

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

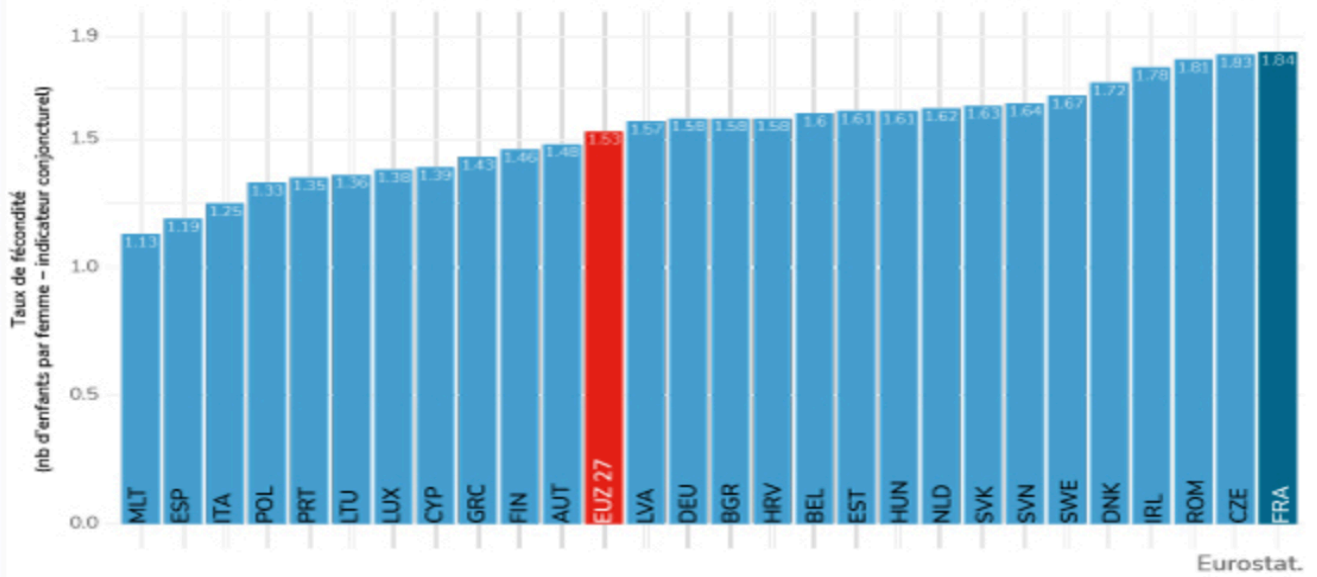
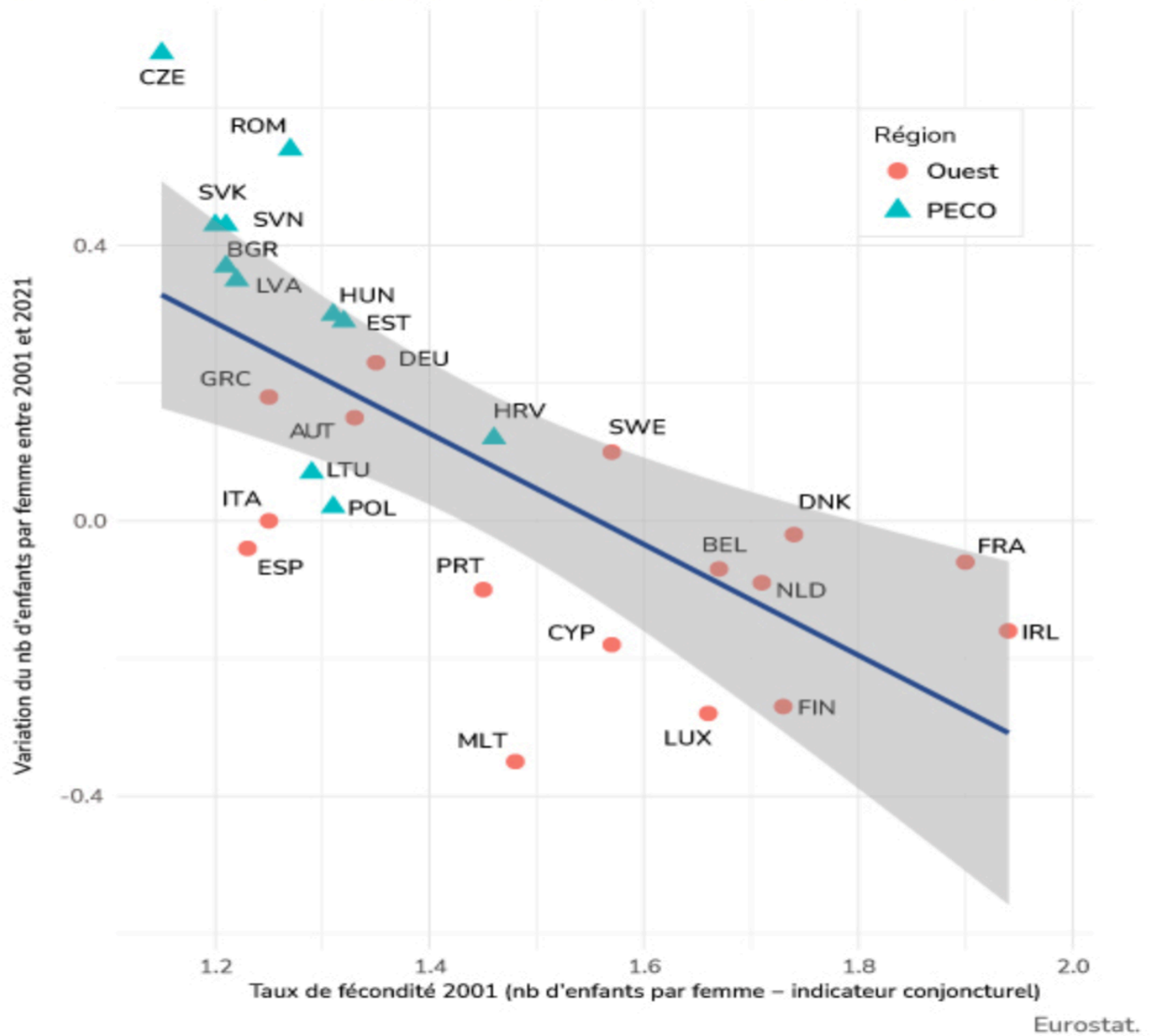
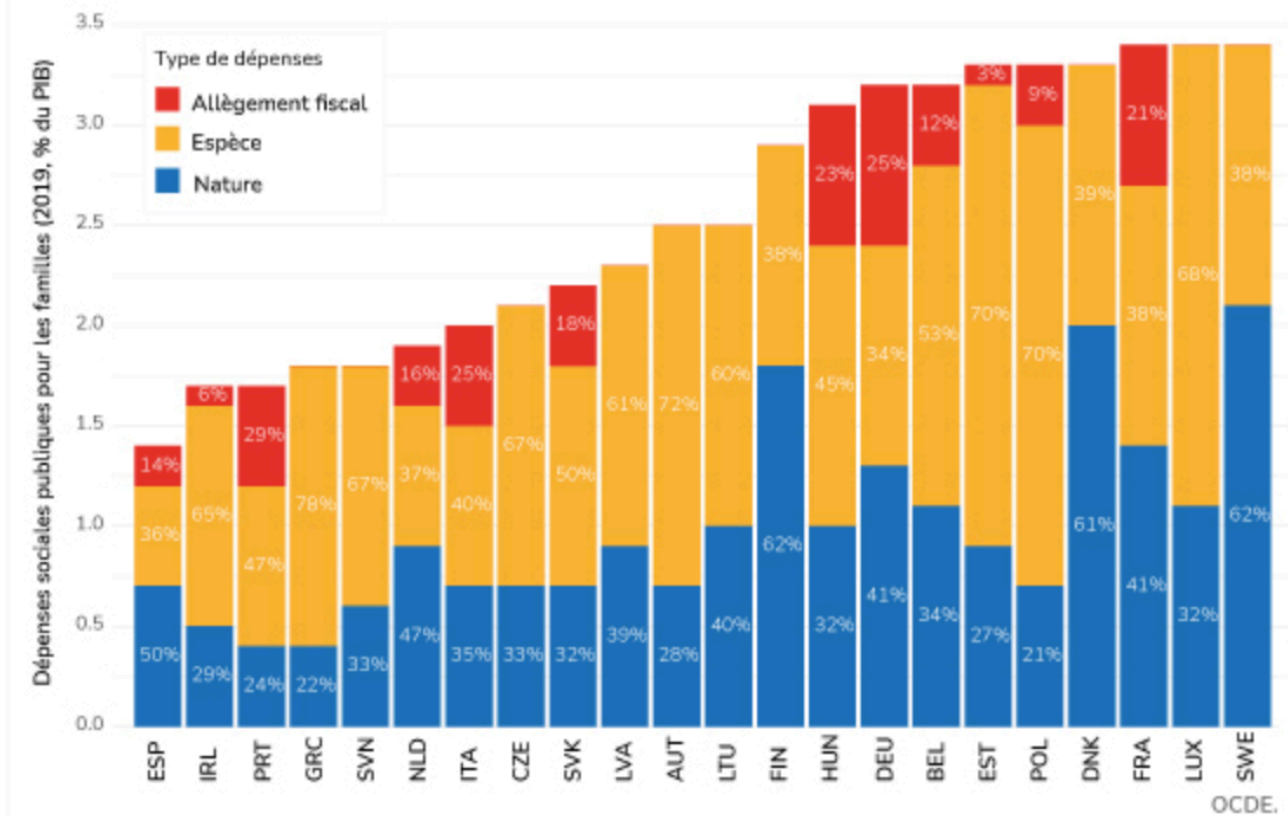


Figure 2. Vers une convergence des taux de fécondité de l'Union européenne



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

Figure 4. Transferts financiers aux familles



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

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

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

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

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

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

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

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

* Corrigées des variations saisonnières et des effets de calendrier. Données pour l'UE et pour la zone euro résultant d'une combinaison d'estimations nationales et d'Eurostat.

** PIB désaisonnalisé utilisé comme dénominateur

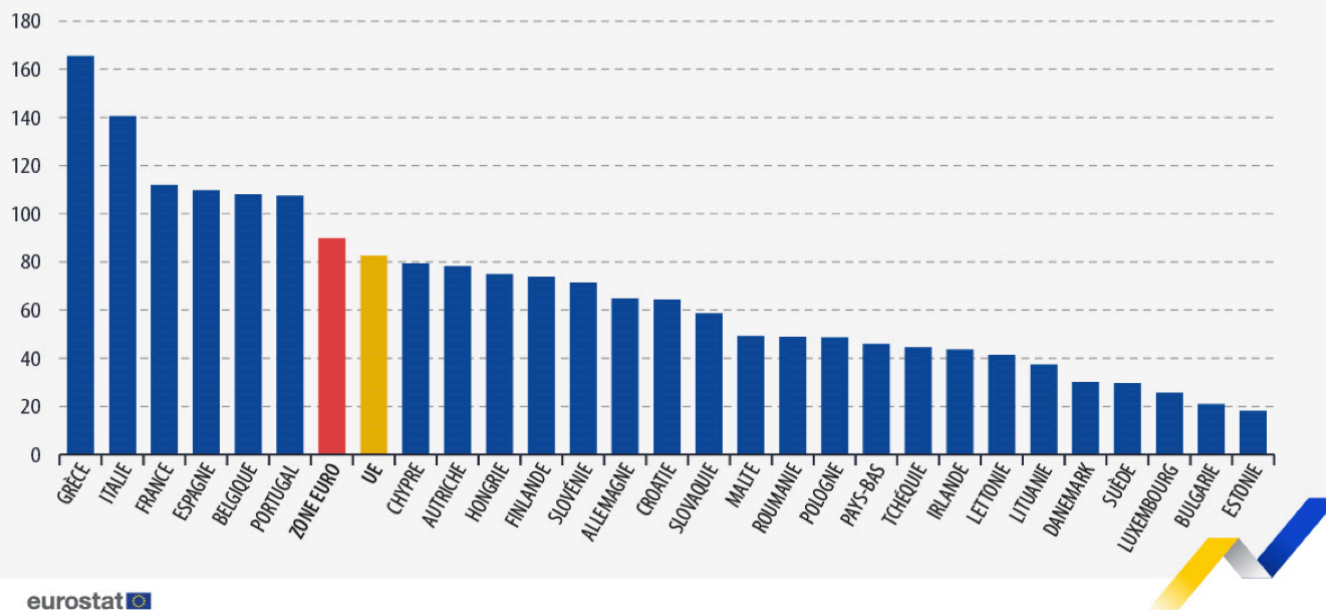
: Données confidentielles ou estimées par Eurostat

p Données provisoires

Données sources: gov_10q_gnfr

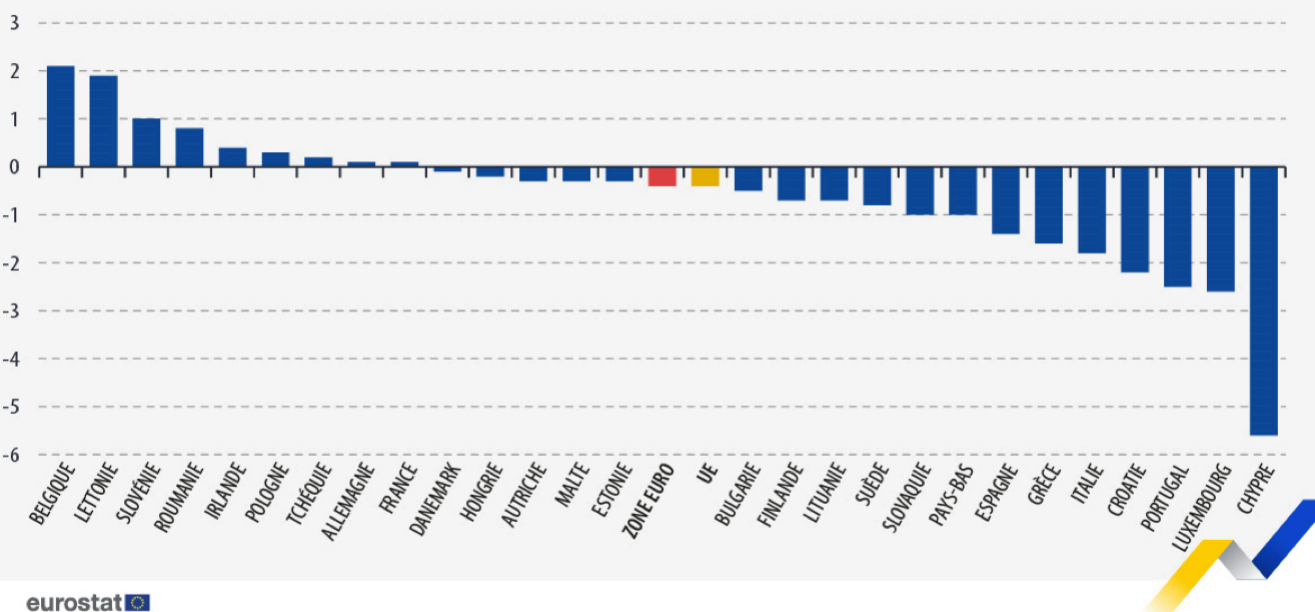
Ratio dette publique/PIB, 2023T3

En pourcentage



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

En points de pourcentage



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

En voici le communiqué de presse :

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

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

Conseil des gouverneurs feront en sorte que ses taux directeurs soient fixés à des niveaux suffisamment restrictifs, aussi longtemps que nécessaire.

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

Taux d'intérêt directeurs de la BCE

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

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

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

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

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

Opérations de refinancement

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

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

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

- Février 2024 ->

Le jeudi 1^{er}, Eurostat publie les statistiques suivantes :

Chômage total corrigé des variation

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

: Données non disponibles

Données sources : [une_rt_m](#) (taux) et [une_rt_m](#) (en milliers de personnes)

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

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

e estimation p provisoire

Taux d'inflation (%) mesurés par les IPCH

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

e estimation c confidentielles Données sources: [prc_hicp_manr](#)

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Prochaines étapes :

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

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

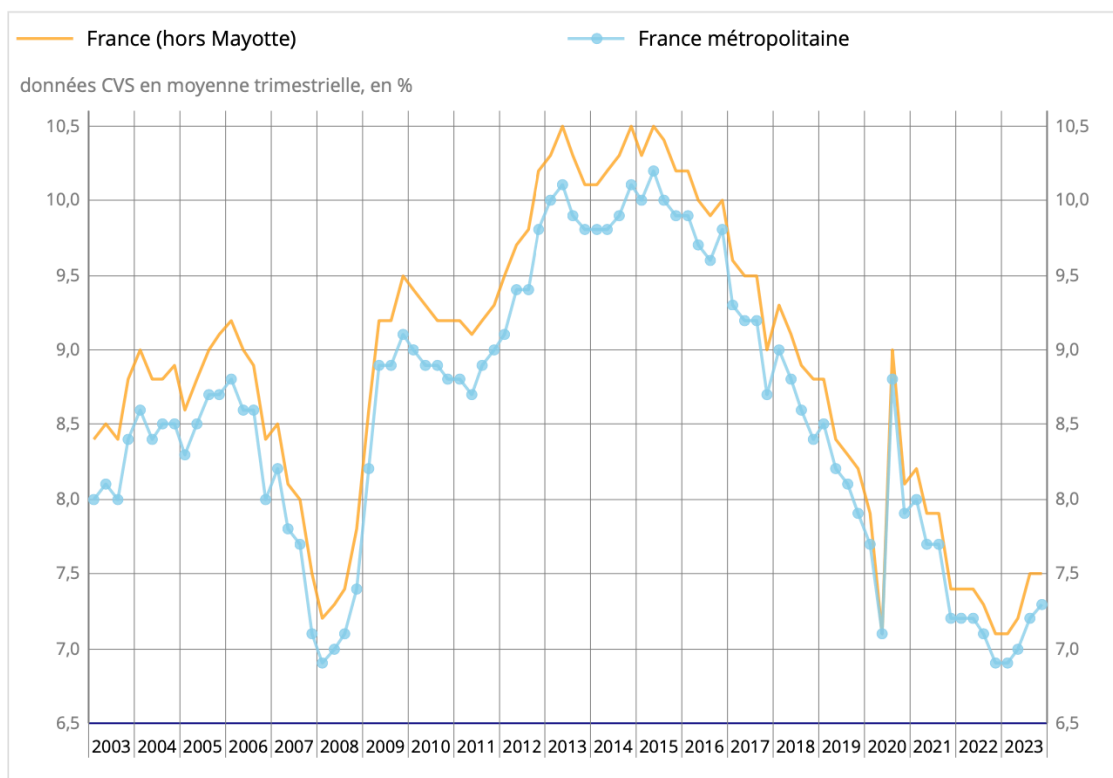
L'objectif est de les adopter au Conseil en même temps que le volet préventif ».

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

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

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

Taux de chômage au sens du BIT



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

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

Source : Insee, enquête Emploi

Taux de chômage BIT

Données CVS, en moyenne trimestrielle

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

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

Source : Insee, enquête Emploi

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

Taux de croissance de l'emploi en personnes

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

Données sources: [tec00108](#) (évolution trimestrielle), [tsina305](#) (évolution annuelle) et [tec00109](#) (niveaux)

Taux de croissance du PIB en volume

(basés sur des données corrigées des variations saisonnières*)

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

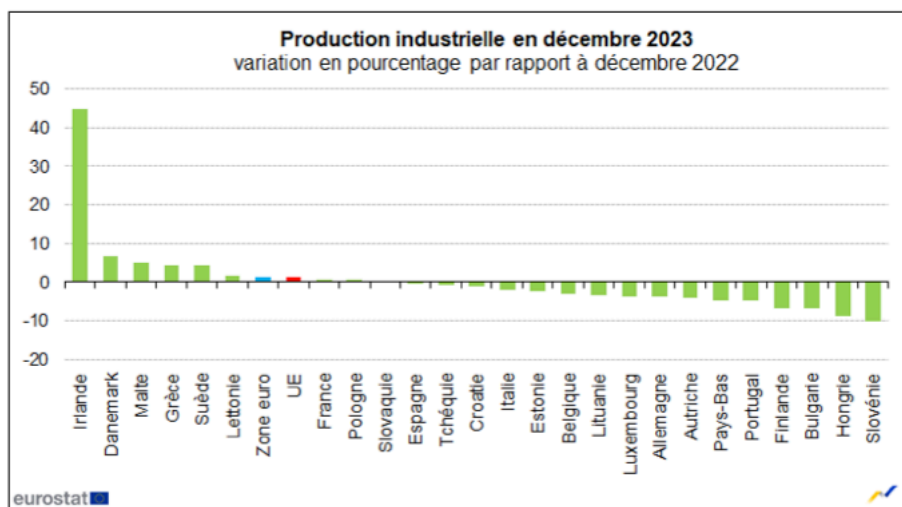
: Données non disponibles

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

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

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

Données sources: [nama_10_gdp](#) et [naidq_10_gdp](#) (données pour les États-Unis)



Zone euro

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



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

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

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

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

En voici le résumé :

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

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

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

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

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

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

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

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

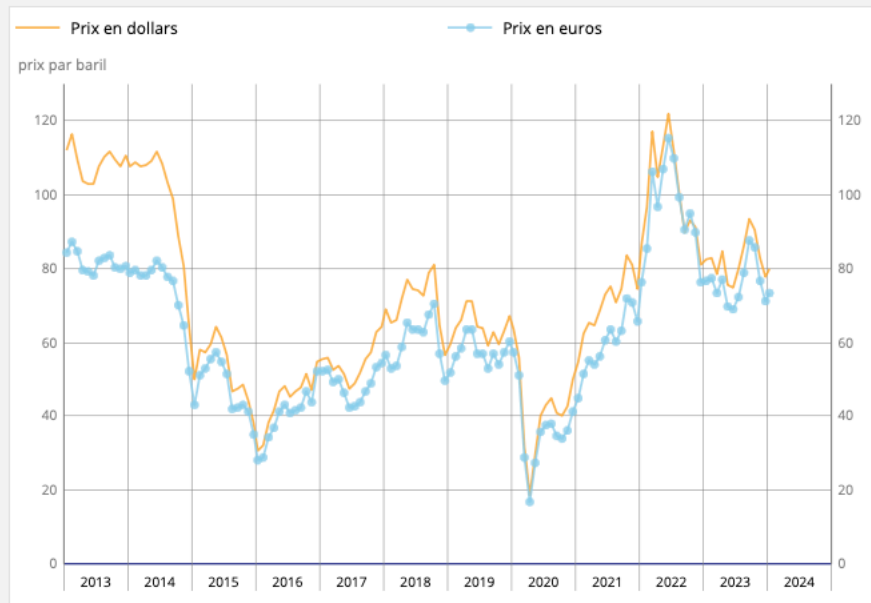
Le vendredi 16, l’INSEE publie une statistique sur l’évolution du prix du pétrole :

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

GRAPHIQUE

TABEAU

Prix du pétrole (Brent)



Source : Insee

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

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

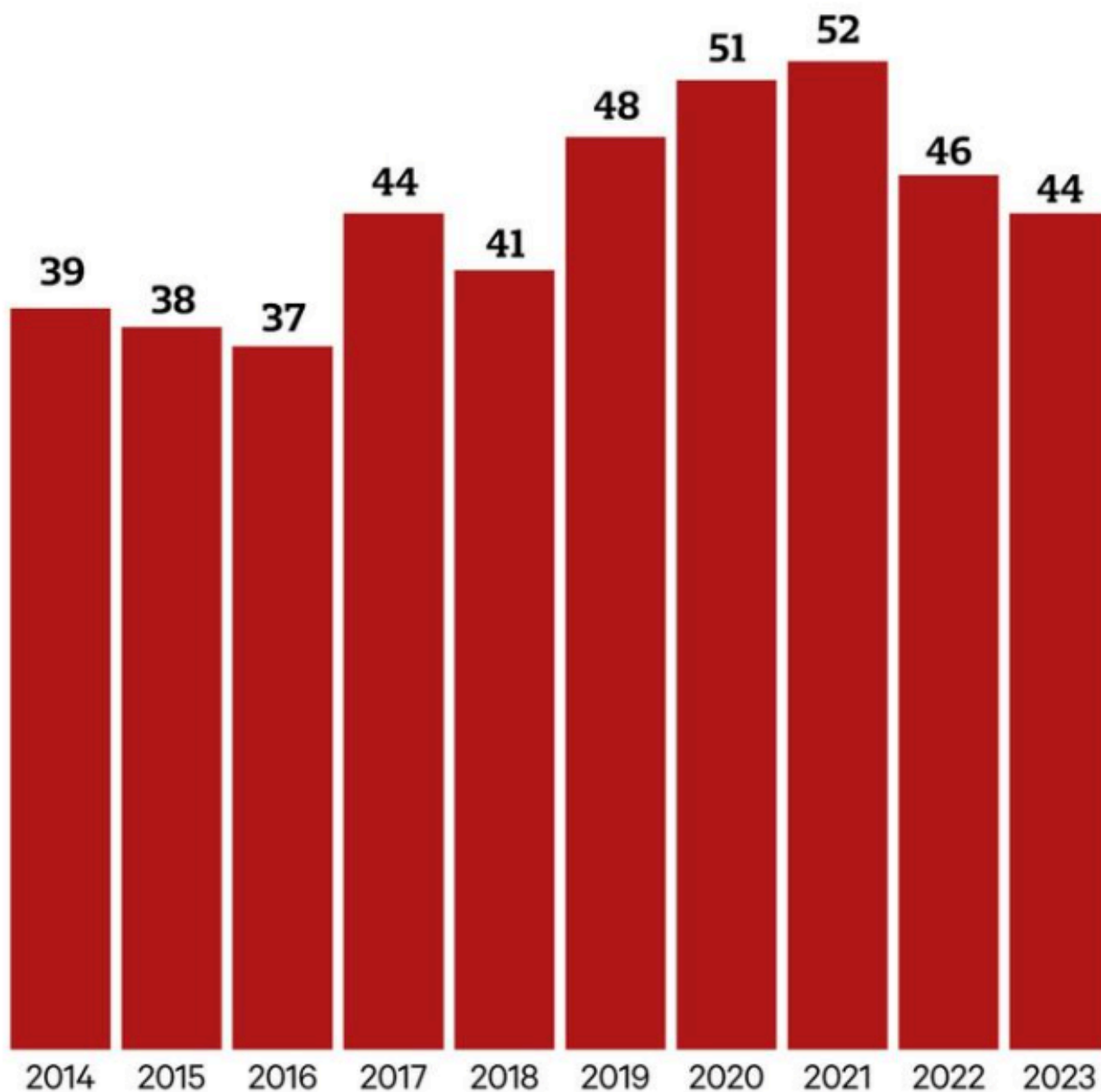
Soulignons qu'il se trouve que dans le même journal, un autre article paraît en même temps avec pour titre : « Le nouveau champ de bataille est technologique ».

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

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

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

Moyenne des opinions positives, en %



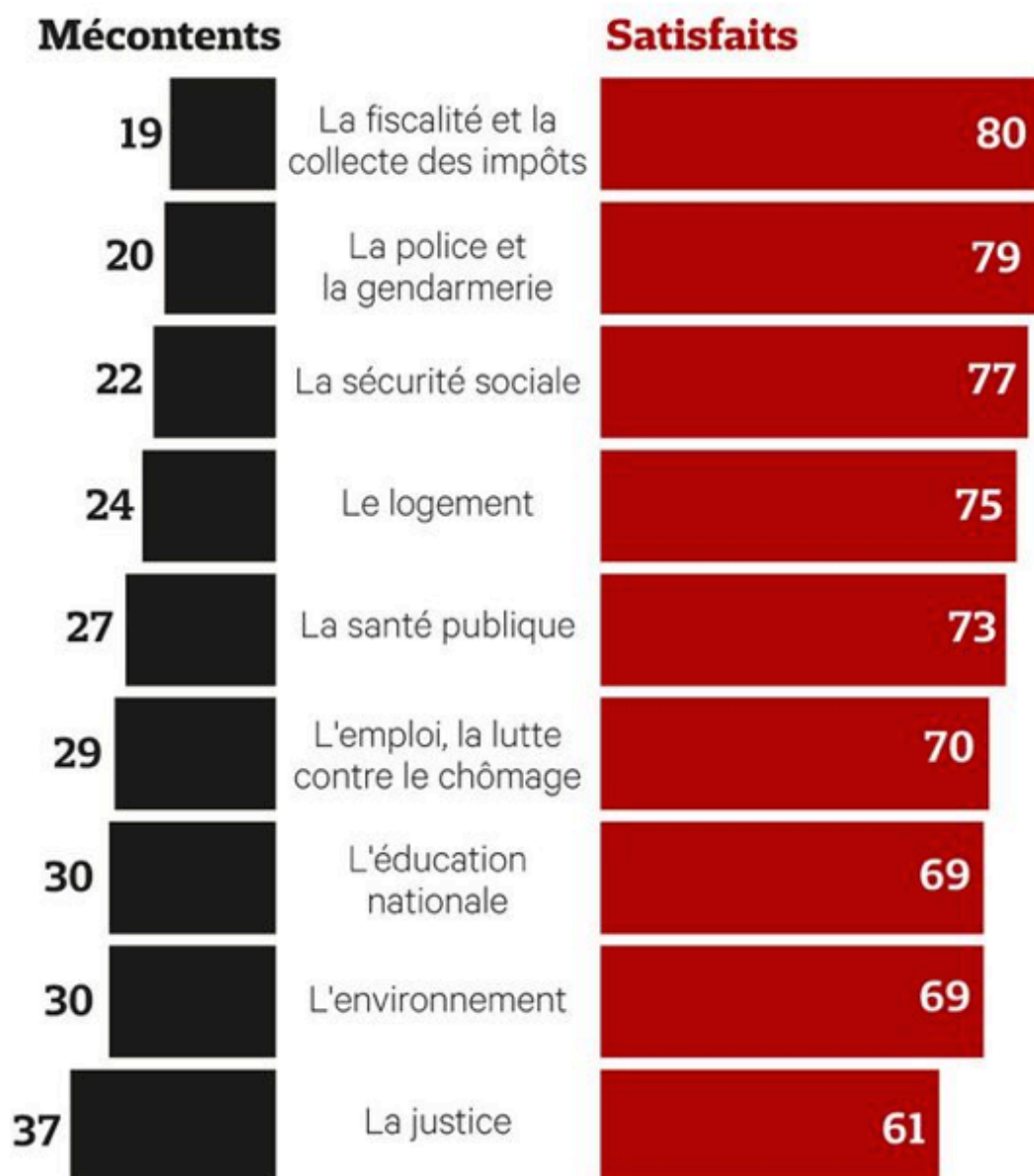
SOURCE : BAROMÈTRE PAUL DELOUVRIER RÉALISÉ DU 4 AU 19 DÉC. 2023
AUPRÈS DE 2.500 PERSONNES

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

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

Les usagers sont majoritairement satisfaits

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



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

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

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

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

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

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

(Données recueillies du 12 au 20 février)

Commentaires de Norman Liebke :

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

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

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

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

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

On voit une spécialisation :

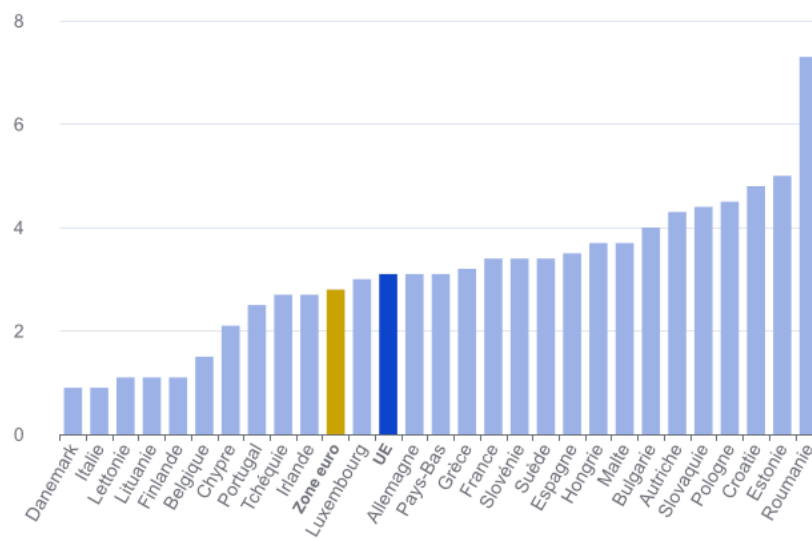
- de l'Allemagne, en biens intermédiaires, en biens d'équipement hors matériel de transport et en matériel de transport ;
- de la France, seulement dans les services aux entreprises hors services financiers ;
- de l'Espagne, dans l'agriculture, l'industrie agroalimentaire, les services aux ménages, la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

On voit aussi :

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

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

Taux d'inflation annuel (%) en janvier 2024



- Mars 2024 ->

Le vendredi 1^{er}, Eurostat publie de nouvelles statistiques du taux d'inflation et du taux de chômage :

Taux d'inflation (%) mesurés par les IPCH



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

e estimation

www.ici

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

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

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

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

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

En voici le communiqué de presse :

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

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

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

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

Taux d'intérêt directeurs de la BCE

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

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

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

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

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

Opérations de refinancement

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

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

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

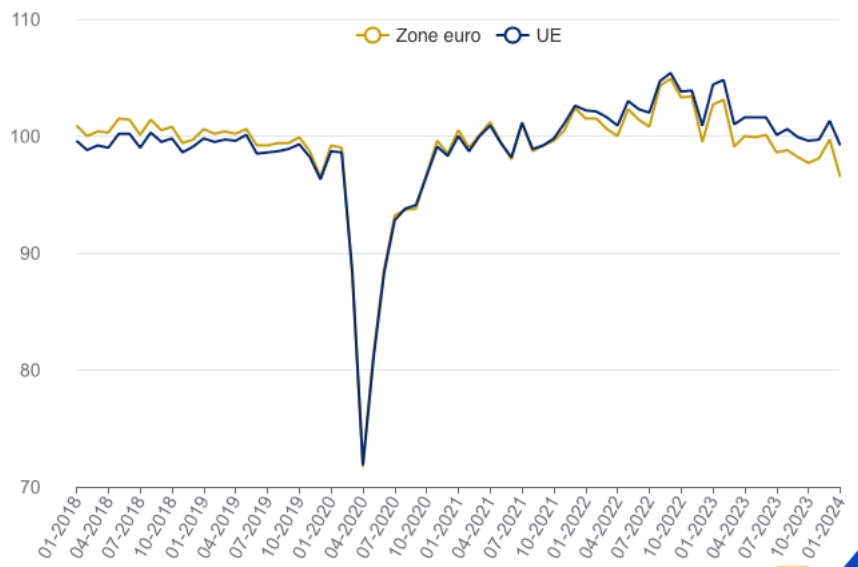
qu'il ne faut pas que la politique monétaire restrictive pèse davantage sur l'activité économique. Cela va-t-il se vérifier dès la réunion du Conseil des gouverneurs d'avril ?

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

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

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

2021=100, données corrigées des variations saisonnières



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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

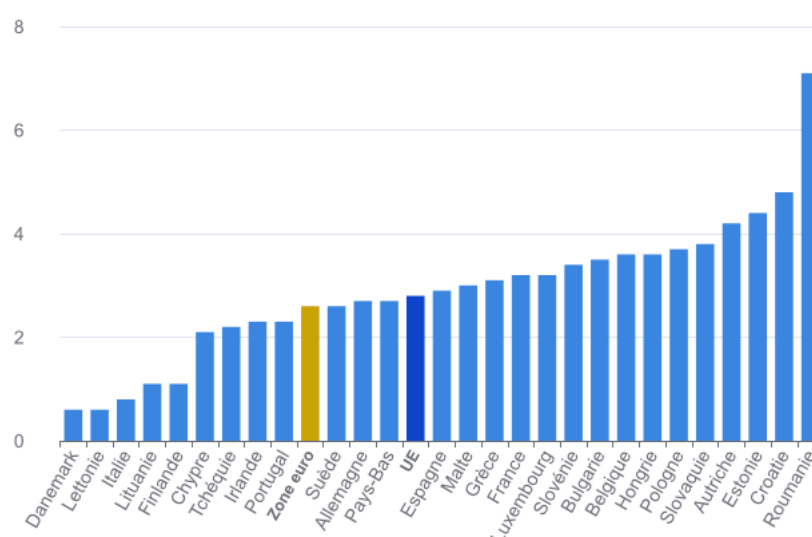
Ces règles budgétaires risquent fort de se révéler non applicables en raison :

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

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

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

Taux d'inflation annuel (%) en février 2024



Commerce international de biens de la zone euro

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



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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Données recueillies du 11 au 19 mars

Les commentaires de Norman Liebknecht sont les suivants :

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

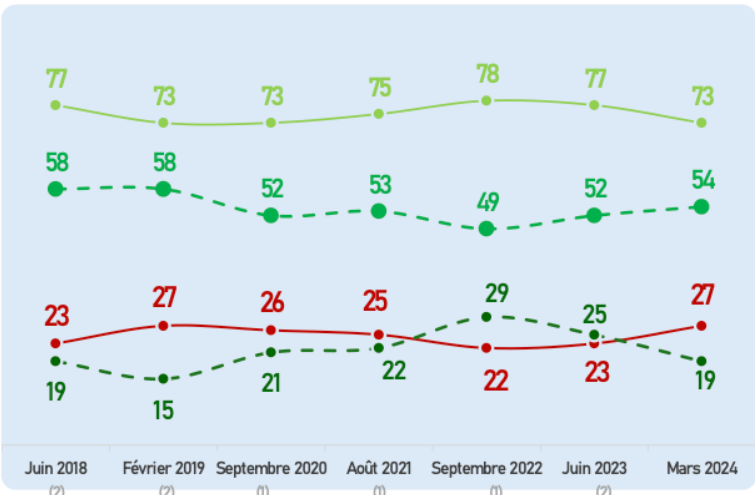
Question : « Et vous-même, diriez-vous que vous êtes plutôt... ? »
(Base : Ensemble de l'échantillon)

% SOUS-TOTAL Favorable au projet européen

% Favorable au projet, mais pas tel qu'il est en place

% Défavorable au projet européen

% Favorable au projet, tel quel



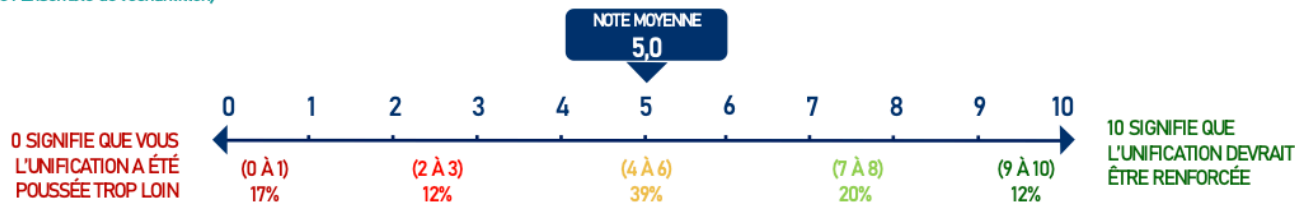
(1) Rappels issus des études « Fractures Françaises »
(2) Rappels issus de l'enquête électorale française

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

GAME CHANGERS Ipsos

L'opinion à propos du projet européen – Détails

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



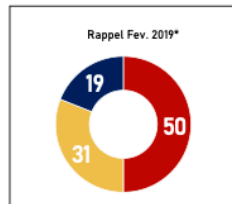
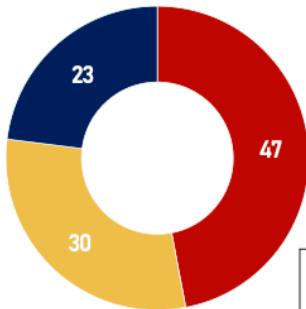
	ENS.	SEXE		ÂGE							CAT. SOCIO-PROFESSIONNELLE						PROXIMITÉ PARTISANE									
		HOMMES	FEMMES	MOINS DE 25 ANS	25-34 ANS	35-49 ANS	50-59 ANS	60-69 ANS	70 ANS ET PLUS	CADRES SUP.	PROF. INTERMÉDIAIRES	EMPLOYÉS	OUVRIERS	RETRAITÉS CSP+*	RETRAITÉS CSP-*	.. DONT CSP+*	.. DONT CSP-*	ST GAUCHE	ST DROITE	ST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

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

GAME CHANGERS Ipsos

L'attachement à l'Union européenne

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



SEXE		
Hommes	48	29
Femmes	46	32
ÂGE		
Moins de 25 ans	49	35
25-34 ans	43	36
35-49 ans	43	33
50-59 ans	44	30
60-69 ans	47	27
70 ans et plus	56	23
CAT. SOCIO-PROFESSIONNELLE		
Cadres	59	24
Prof. intermédiaires	51	31
Employés	38	38
Ouvriers	29	38
*Sous-total Retraités	54	24
... dont Retraités CSP+*	63	20
... dont Retraités CSP-*	46	28

PROXIMITÉ PARTISANE

La France Insoumise	51	32	17
Le Pen	48	29	23
Europe Écologie Les Verts	77	17	6
PS	73	20	7
ST Gauche	64	24	12
RE	81	13	6
LR	57	28	15
Union Démocratique	18	34	48
RECONQUÊTE	16	28	56
Sans préférence partisane	39	42	19

De grands regrets

De l'indifférence

Un vif soulagement

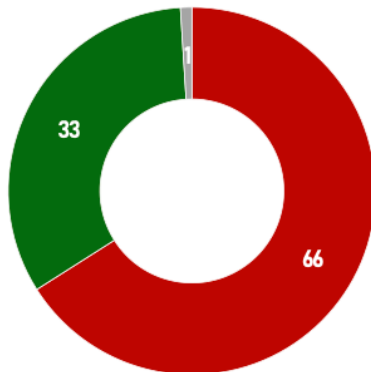
32 ©Ipsos - CEVIPOF - LE MONDE - FJJ - Institut Montaigne : Enquête Electorale Française : Européennes - Vague 3 - Mars 2024

* Enquête électorale française 2019 réalisée pour le CEVIPOF, la Fondation Jean Jaurès et le Monde du 15 au 21 février 2019 auprès de 10 002 personnes inscrites sur les listes électorales, constituant un échantillon national représentatif de la population française âgée de 18 ans et plus.

GAME CHANGERS Ipsos

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

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



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

PROXIMITÉ PARTISANE

La France Insoumise	66	33	1
Le Pen	63	37	1
Europe Écologie Les Verts	47	52	1
PS	53	46	1
ST Gauche	57	42	1
RE	39	60	1
LR	65	35	1
Union Démocratique	85	14	1
RECONQUÊTE	84	16	1
Sans préférence partisane	71	28	1

Plus divisée

Plus unie

Ne se prononce pas

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

GAME CHANGERS Ipsos

Le sentiment d'appartenance - Détails

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

	ENS.	SEXE		ÂGE						CAT. SOCIO-PROFESSIONNELLE								PROXIMITÉ PARTISANE											
		HOMMES	FEMMES	MOINS DE 25 ANS	25-34 ANS	35-49 ANS	50-59 ANS	60-69 ANS	70 ANS ET PLUS	CADRES SUP.	PROF. INTERMÉDIAIRES	EMPLOYÉS	OUVRIERS	RETRAITÉS	... DONT RETRAITÉS S CSP+*	... DONT RETRAITÉS S CSP+**					ST GAUCHE						Sans part partisane		
Français(e) seulement	37	34	39	30	36	40	40	39	32	23	33	44	51	34	25	41	30	27	16	18	22	11	26	65	59	41			
Français(e) et Européen(ne)	48	50	46	52	46	44	46	49	54	58	53	41	34	53	59	48	48	55	60	63	56	69	62	27	33	44			
Européen(ne) et Français(e)	10	11	10	12	10	9	9	8	12	14	9	8	7	10	14	8	10	13	19	16	15	17	10	4	5	8			
Européen(ne) seulement	1	2	1	2	3	1	1	1	1	2	1	2	1	1	1	1	2	2	2	1	2	2	1	1	-	1			
Ni Français(e), ni Européen(ne)	4	3	4	4	5	6	4	3	1	3	4	5	7	2	1	2	10	3	3	2	5	1	1	3	3	6			

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

GAME CHANGERS Ipsos

• Avril ->

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

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

Taux d'inflation (%) mesurés par les IPCH



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

e estimation

Données sources: [prc_hicp_manr](#)

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Taux d'intérêt directeurs de la BCE

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

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

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

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

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

Opérations de refinancement

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

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

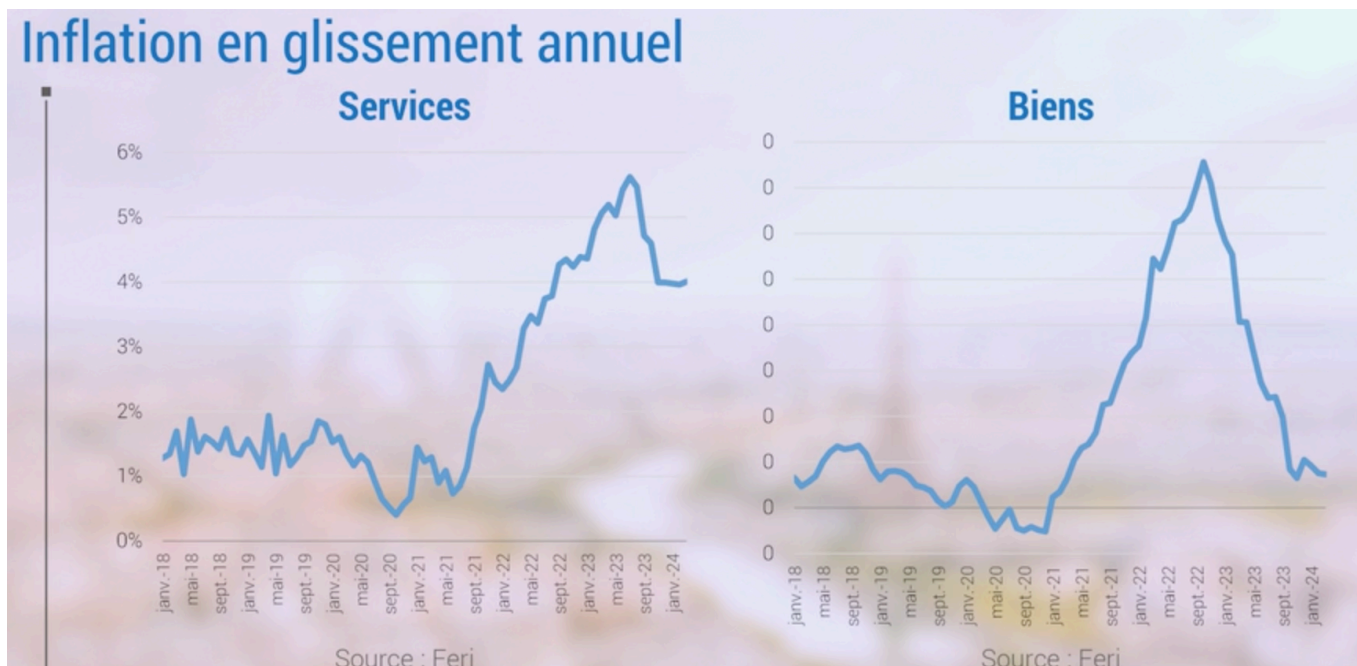
La BCE laisse donc inchangés ses taux directeurs mais, comme l'inflation revient à des niveaux acceptables et que la désinflation coûte en croissance, elle entrevoit une baisse de ses taux directeurs au mois de juin.

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

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

La prudence de la BCE pour agir

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



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

Le statu-quo de la BCE et ses risques

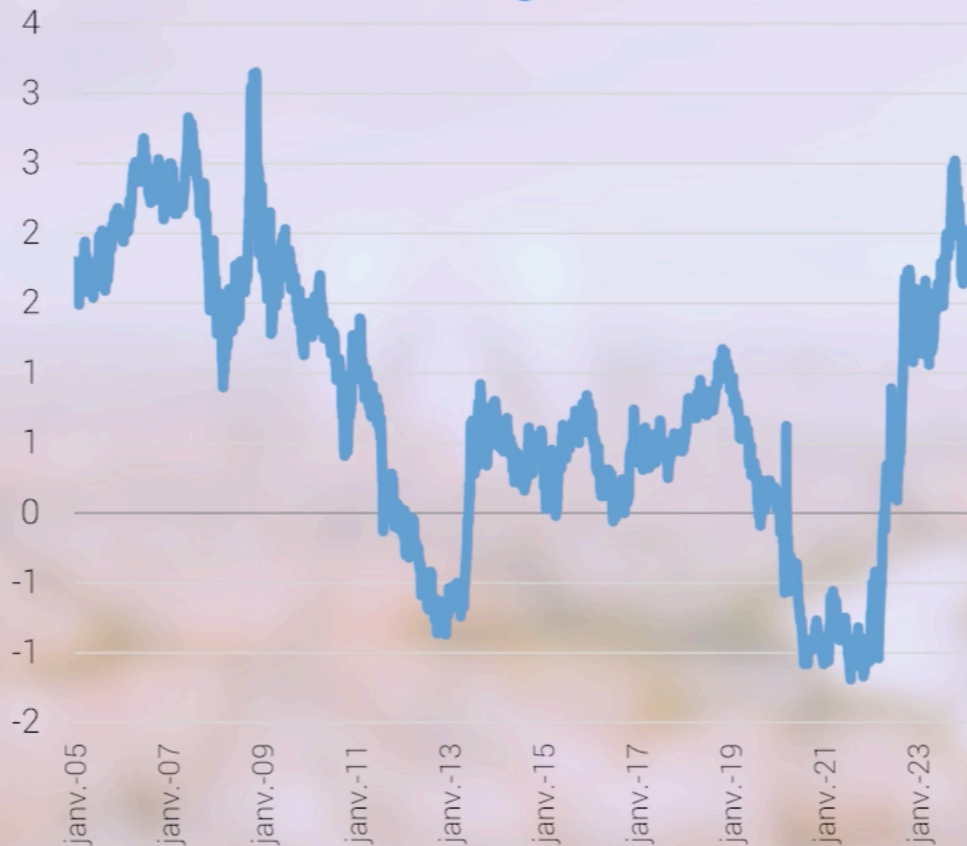
Le risque que prend la BCE en prolongeant le statu quo, c'est d'approfondir inutilement la récession et de tarir les recettes de l'État et des entreprises et les sources d'autofinancement de l'investissement. C'est-à-dire d'enraciner le problème de la dette. De saper l'investissement, à l'heure où les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

Taux longs : la BCE impuissante ?

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

Taux réels à 10 ans (T-Bonds US)

Taux longs réels



Source : Feri

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

Taille du bilan des banques centrales

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

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

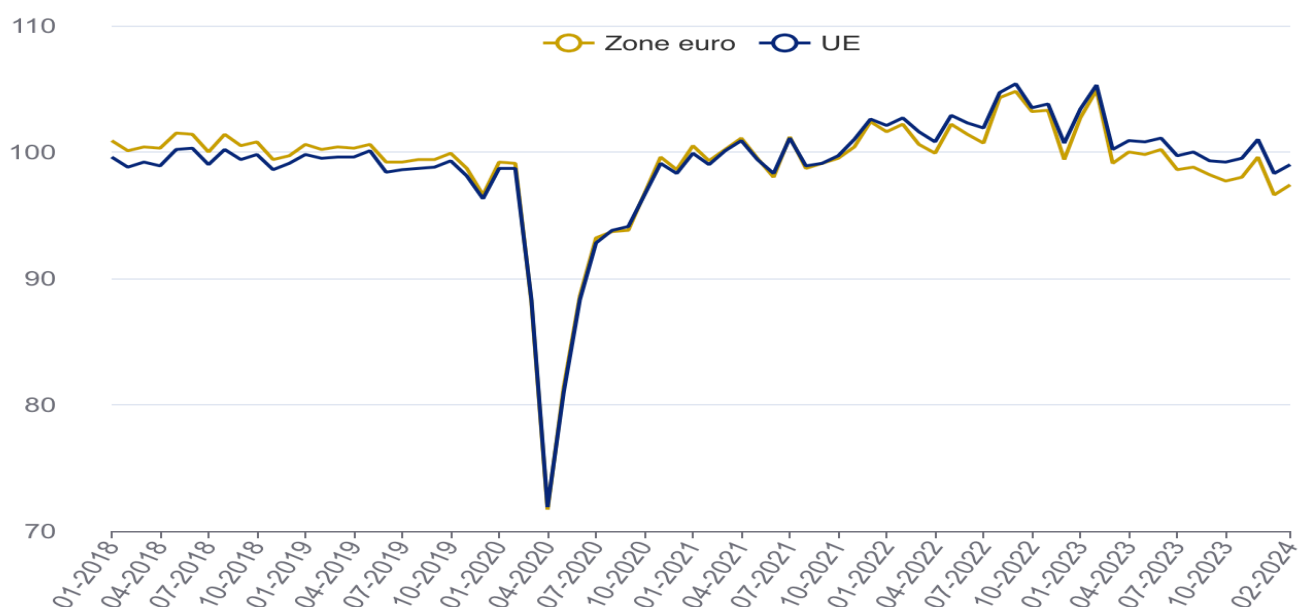
Le vendredi 12, le même Conseil des gouverneurs de la BCE publie le communiqué suivant sur l'union des marchés de capitaux :

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

Le vendredi 15, Eurostat publie la statistique suivante sur l'évolution de la production industrielle dans la zone euro :

Production industrielle

2021=100, données corrigées des variations saisonnières

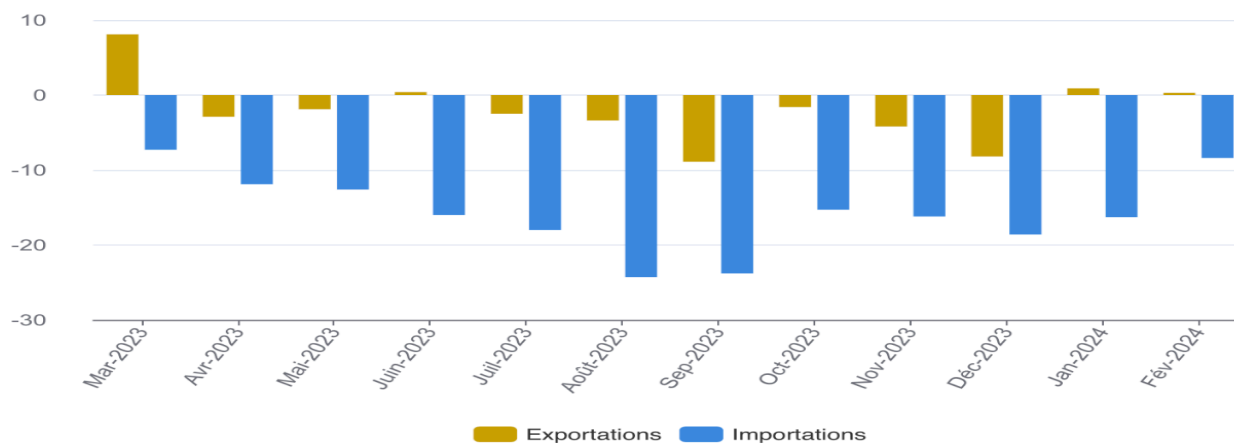


eurostat

Le mardi 16, Eurostat publie une statistique sur l'évolution du commerce international et de l'inflation dans la zone euro :

Commerce international de biens de la zone euro

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



	Taux annuel							Taux mensuel
	Mars 23	Oct 23	Nov 23	Déc 23	Jan 24	Fév 24	Mars 24	Mars 24
Zone euro	6,9	2,9	2,4	2,9	2,8	2,6	2,4	0,8
UE	8,3	3,6	3,1	3,4	3,1	2,8	2,6	0,7
Belgique	4,9	-1,7	-0,8	0,5	1,5	3,6	3,8	0,4
Bulgarie	12,1	5,9	5,5	5,0	3,9	3,5	3,1	0,2
Tchéquie	16,5	9,5	8,0	7,6	2,7	2,2	2,2	0,2
Danemark	7,3	-0,4	0,3	0,4	0,9	0,6	0,8	0,0
Allemagne	7,8	3,0	2,3	3,8	3,1	2,7	2,3	0,6
Estonie	15,6	5,0	4,1	4,3	5,0	4,4	4,1	0,4
Irlande	7,0	3,6	2,5	3,2	2,7	2,3	1,7	0,3
Grèce	5,4	3,8	2,9	3,7	3,2	3,1	3,4	1,8
Espagne	3,1	3,5	3,3	3,3	3,5	2,9	3,3	1,4
France	6,7	4,5	3,9	4,1	3,4	3,2	2,4	0,2
Croatie	10,5	6,7	5,5	5,4	4,8	4,8	4,9	0,9
Italie	8,1	1,8	0,6	0,5	0,9	0,8	1,2	1,2
Chypre	6,1	3,6	2,4	1,9	2,1	2,1	1,6	0,8
Lettonie	17,2	2,3	1,1	0,9	1,1	0,6	1,0	1,2
Lituanie	15,2	3,1	2,3	1,6	1,1	1,1	0,4	-0,1
Luxembourg	2,9	2,1	2,1	3,2	3,0	3,2	3,2	0,2
Hongrie	25,6	9,6	7,7	5,5	3,7	3,6	3,6	0,8
Malte	7,1	4,2	3,9	3,7	3,7	3,0	2,7	1,0
Pays-Bas	4,5	-1,0	1,4	1,0	3,1	2,7	3,1	0,6
Autriche	9,2	4,9	4,9	5,7	4,3	4,0	4,1	0,7
Pologne	15,2	6,3	6,3	6,2	4,5	3,7	2,7	0,2
Portugal	8,0	3,2	2,2	1,9	2,5	2,3	2,6	2,3
Roumanie	12,2	8,3	6,9	7,0	7,3	7,1	6,7	0,4
Slovénie	10,4	6,6	4,5	3,8	3,4	3,4	3,4	0,6
Slovaquie	14,8	7,8	6,9	6,6	4,4	3,8	2,7	0,1
Finlande	6,7	2,4	0,7	1,3	1,1	1,1	0,6	-0,1
Suède	8,1	4,0	3,3	1,9	3,4	2,6	2,3	0,1

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

« Les promesses non tenues »

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

La défense de l'euro : nécessaire mais pas suffisante

Cet échec s'explique : toutes, ou presque, les énergies se sont concentrées sur les politiques visant à surmonter les multiples difficultés rencontrées par l'établissement de l'euro. La monnaie unique a survécu à la grande crise financière de 2008 puis celle des dettes publiques de 2012 au point de faire l'objet en 2024 d'une quasi-unanimité. Pour autant la constitution d'un grand marché européen n'a pas renouvelé les rendements d'échelle attendus qui auraient permis un redressement des gains de productivité. La

concurrence libre et non-fauscée n'a pas fait émerger l'équivalent des GAFAM américains ou de leurs concurrents chinois. La faiblesse d'une politique industrielle commune se fait cruellement sentir. Lors des sommets européens, se sont affrontées des conceptions contradictoires concernant le devenir de l'Europe : simple espace de libre échange ou progressive constitution d'un gouvernement économique de l'UE ? La Commission et le Parlement Européens n'avaient pas le pouvoir de surmonter ce dilemme. En quelque sorte, les oppositions politiques suscitées par la gestion de l'euro ont relégué au second plan la réponse de l'Europe au fractionnement de l'économie mondiale. De fait, l'Europe est prise en tenailles entre le protectionnisme des États-Unis et la montée en puissance des exportations chinoises. Leur rivalité systémique s'est transformée en une guerre économique ouverte à laquelle l'Europe n'est pas préparée.

Le temps de l'Europe puissance

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

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

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

Le lundi 22, Eurostat publie les statistiques suivantes sur le déficit et la dette publics :

Données du déficit et de la dette pour la zone euro et l'UE



		2020	2021	2022	2023
Zone euro					
PIB prix du marché (pm)	(millions euro)	11 517 404	12 474 998	13 507 777	14 376 500
Déficit public (-) / excédent (+)	(millions euro)	-807 968	-653 227	-494 407	-516 257
	% du PIB	-7,0	-5,2	-3,7	-3,6
Dépenses publiques	% du PIB	53,5	52,3	50,6	50,0
Recettes publiques	% du PIB	46,5	47,1	47,0	46,4
Dette publique	(millions euro)	11 195 998	11 821 032	12 268 150	12 732 445
	% du PIB	97,2	94,8	90,8	88,6
UE					
PIB prix du marché (pm)	(millions euro)	13 471 284	14 639 978	15 921 122	16 970 312
Déficit public (-) / excédent (+)	(millions euro)	-902 648	-693 145	-537 365	-593 986
	% du PIB	-6,7	-4,7	-3,4	-3,5
Dépenses publiques	% du PIB	52,9	51,4	49,7	49,4
Recettes publiques	% du PIB	46,2	46,7	46,3	45,9
Dette publique	(millions euro)	12 127 760	12 799 268	13 282 868	13 862 584
	% du PIB	90,0	87,4	83,4	81,7

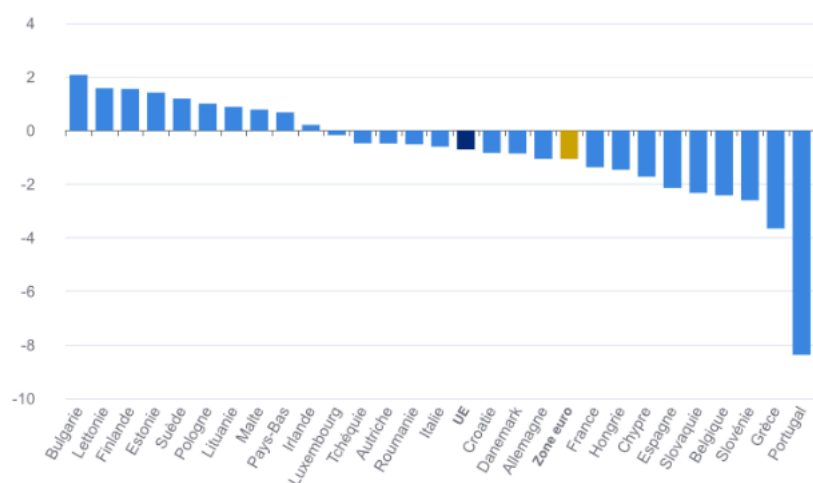
Excédent (+) / déficit (-) des administrations publiques,
corrige des variations saisonnières*



	En % du PIB											
	2021T4	2022T1	2022T2	2022T3	2022T4	2023T1	2023T2	2023T3	2023T4	2023T1	2023T2	2023T3
Zone euro	-3,6	-2,7	-2,6	-4,0	-5,3	-3,2	-3,5	-3,6	-4,1			
UE	-3,4	-2,4	-2,3	-3,8	-5,0	-3,0	-3,4	-3,5	-4,0			
Belgique	-3,3	-2,2	-4,2	-4,5	-3,4	-4,1	-4,1	-4,4	-5,2			
Bulgarie	-10,6	-3,3	-3,3	-5,3	0,4	-2,7	-3,6	-5,5	3,6			
Tchéquie	-4,0	-2,0	-2,8	-4,5	-3,3	-3,4	-4,4	-3,4	-3,4			
Danemark	3,4	3,7	3,6	2,8	3,4	3,9	3,2	3,1	2,6			
Allemagne	-3,0	-0,4	-1,2	-2,6	-5,7	-2,0	-2,8	-2,0	-3,0			
Estonie	0,4	-1,2	0,8	-1,4	-2,0	-2,5	-1,3	-3,6	-6,5			
Irlande	0,9	1,1	1,7	2,8	1,1	1,9	1,9	1,5	1,3			
Grèce	:	:	:	:	:	:	:	:	:			
Espagne	-4,0	-3,5	-4,6	-4,9	-5,9	-2,7	-4,6	-4,1	-3,1			
France	-4,4	-4,7	-3,5	-4,8	-6,1	-5,2	-5,4	-5,7	-5,7			
Croatie	0,7	1,2	0,9	0,2	-1,1	-0,4	-0,2	0,1	-1,9			
Italie	:	:	:	:	:	:	:	:	:			
Chypre	:	:	:	:	:	:	:	:	:			
Lettonie	-5,7	-4,0	-4,8	-3,1	-5,6	-3,2	-0,3	-3,9	-1,8			
Lituanie	1,1	0,7	0,5	-0,8	-2,8	-1,8	-0,3	0,1	-1,3			
Luxembourg	1,6	1,3	-0,1	-0,9	-1,4	-1,1	-0,6	-1,0	-2,1			
Hongrie	-6,0	-3,8	-4,4	-7,4	-9,1	-9,9	-5,7	-5,4	-5,9			
Malte	-6,9	-6,2	-3,3	-5,1	-6,5	-2,7	-3,3	-3,1	-9,4			
Pays-Bas	-0,8	-0,2	1,0	-1,2	0,0	-1,1	-0,1	-0,1	0,0			
Autriche	-2,1	-3,4	0,0	-5,2	-4,4	-2,2	-1,7	-4,7	-2,0			
Pologne	-2,8	-0,9	-1,3	-3,4	-7,7	-2,4	-4,5	-5,6	-7,4			
Portugal	-0,9	0,4	2,7	1,4	-5,5	2,1	2,0	2,4	-1,6			
Roumanie	-7,5	-7,1	-4,1	-7,3	-6,7	-6,7	-7,0	-6,6	-6,4			
Slovénie	-4,3	-2,3	-3,2	-3,1	-3,1	-2,6	-2,1	-2,8	-1,3			
Slovaquie	-5,3	-1,7	-1,7	-1,5	-1,8	-4,3	-4,1	-4,3	-6,8			
Finlande	-0,1	-2,0	1,1	0,3	-0,9	-1,2	-3,1	-3,2	-3,2			
Suède	0,7	1,3	2,7	0,6	0,1	0,0	-1,0	-0,5	-1,1			

Variations du ratio dette publique/PIB, 2023T4 par rapport à 2023T3

En points de pourcentage



eurostat



Le mardi 23, Le Figaro publie un « **appel de 50 personnalités pour un référendum sur “le tour de vis fédéraliste” de l’Union européenne** » :

« L’Union européenne n’en finit plus de dériver vers une supranationalité écrasante. D’année en année, la devise “Unis dans la diversité” a cédé sous une centralisation uniformisatrice effaçant les identités et les

souverainetés nationales. Tournant le dos à ce qui la fonde, l'Union devient un carcan normatif où l'État de droit n'est brandi que pour justifier l'extension sans limites d'un système autoritaire. Imaginée comme un espace de prospérité où le "doux commerce" et la coopération renforceraient la paix entre les nations, elle est devenue une "prison des peuples" reposant sur des dogmes aveugles qu'il est interdit d'interroger malgré leurs évidents et dramatiques échecs économiques, sociaux et géopolitiques.

Cette dérive est servie par les deux dynamiques sans frein de l'élargissement et de l'approfondissement, le second étant toujours présenté comme indispensable au premier, lui-même inéluctable.

L'extension illimitée du territoire de l'Union européenne, sans stratégie ni délibération démocratique, semble échapper à la raison et ne plus obéir qu'à un automatisme incontrôlé. Entre 2004 et 2007, l'Union a déjà accueilli des États qui n'adhéraient pas à l'idée d'une autonomie stratégique. Il en est résulté une soumission accrue à l'hégémonie américaine tandis que les travailleurs de l'Ouest étaient livrés à la concurrence de ceux de l'Est. L'entrée irréfléchie, récemment promise, de l'Ukraine et de la Moldavie risque encore de ruiner des pans entiers de l'économie française, sans parler des conflits avec la fédération de Russie ni des distorsions culturelles et sociologiques que l'on feint d'ignorer.

L'approfondissement consiste ensuite, au nom de l'efficacité décisionnelle menacée par les élargissements, à accentuer le tour de vis fédéraliste en confisquant toujours davantage la souveraineté des peuples au profit des institutions supranationales. Cette captation continue passe depuis l'origine par l'interprétation extensive des compétences de l'Union, toujours défendue par la Commission et systématiquement validée et accentuée par la Cour de justice de l'Union européenne qui a imposé brutalement d'elle-même, en marge des traités et même contre leur lettre, la primauté inconditionnelle du droit européen, y compris sur les constitutions nationales. L'augmentation considérable du budget de l'Union, soustrait au contrôle des peuples et même parfois utilisée contre eux pour sanctionner leurs choix électoraux, révèle un déficit démocratique considérable, particulièrement injuste pour les pays contributeurs nets comme la France. Enfin, l'abandon du vote à l'unanimité au Conseil de l'Union, remplacé progressivement par le vote à la majorité qualifiée, a déjà ôté aux États membres leur droit de veto sur des domaines essentiels. Le projet de réforme des traités en préparation propose de généraliser définitivement, en toutes matières, y compris la défense et la politique extérieure commune, la règle de la majorité, actant ainsi officiellement la disparition du droit de veto des États membres et donc de ce qu'il leur reste encore de souveraineté. C'est ainsi la fédéralisation complète d'une Union élargie à trente-sept qui se prépare à l'insu des Français.

Depuis des décennies déjà, une grande partie des lois nationales n'est plus que la transposition servile de directives communautaires, tandis que la Cour de justice étend l'empire de sa jurisprudence et de son interprétation abusive des traités. Jusqu'ici, grâce au droit de veto résiduel, chaque pays membre pouvait encore, en théorie, refuser de consentir à une politique qui lui serait préjudiciable. Mais depuis la Conférence "citoyenne" sur l'avenir de l'Europe, organisée en 2022 de façon parfaitement opaque et pseudo-démocratique, la suppression de ce droit est programmée.

En mai 2023, des dirigeants français et allemands élus mais non mandatés pour cela ont déclaré vouloir réformer l'UE dans ce sens. En septembre 2023, des experts franco-allemands ont déposé leur rapport. Le 22 novembre 2023, une résolution du Parlement européen a proposé de modifier les traités pour généraliser la règle de la majorité qualifiée à tous les domaines sans exception et prévoir davantage de sanctions contre les États membres récalcitrants. Le 29 novembre suivant ce fut le tour de l'Assemblée nationale française de voter une résolution en faveur d'un projet de traité reléguant notre souveraineté et prévoyant explicitement que les frontières extérieures, la protection civile, les affaires étrangères, la sécurité commune, la défense, l'industrie et l'éducation deviennent des "compétences partagées" de l'Union européenne, c'est-à-dire que les États n'y disposeront plus que d'une compétence résiduelle.

L'adoption de cette réforme, qui transférera à l'Union les derniers éléments de ce que le Conseil constitutionnel français appelle les "*conditions essentielles d'exercice de la souveraineté nationale*", réalisera le rêve de quelques-uns d'une Europe fédérale, dirigée par une commission portant officiellement le titre d'"Exécutif", coiffé d'un "Président de l'Union européenne". La fin des souverainetés nationales, et donc de nos démocraties, est ainsi clairement projetée.

Le peuple français pressent depuis longtemps cette dépossession. Elle dissout la souveraineté nationale et populaire. Elle sape la République. Il s'est opposé en 2005 à une première tentative de fédéralisation qui scellait sa disparition politique et culturelle, mais ses réticences ont été balayées par des dirigeants

convertis à l'idéologie de la "société ouverte". Le verdict populaire a été bafoué et contourné par la ratification parlementaire du traité de Lisbonne, simple copier-coller du traité rejeté par les Français. C'est la poursuite de ce processus qui est actuellement à l'œuvre. Nos dirigeants s'apprêtent à prendre, au nom du peuple français, une décision majeure engageant le destin de notre pays, son indépendance et son existence même en tant que nation. Exploitant l'angoisse suscitée par la guerre, ils précipitent la fédéralisation sans jamais la nommer et sans que les populations européennes puissent prendre la mesure de leur dépossession.

Pour ce qui nous concerne, nous refusons cette dérive. Nous pensons, dans le sillage du général de Gaulle, qu'un système fédéral post-démocratique est contraire au génie de l'Europe et de la France et à l'imaginaire collectif qui, depuis *mare nostrum*, produit du commun à partir de la diversité de ses nations et de leur culture propre. La déconnexion définitive entre les peuples et la machinerie européenne achèvera la déresponsabilisation des dirigeants nationaux et décuplera les réactions nationalistes, au risque de nous conduire au chaos.

Quelle que soit notre vision de la France et de l'Europe, et l'avis que l'on porte sur la réforme et les élargissements en préparation, nous devons exiger qu'un pareil saut qualitatif dans l'inconnu d'un système supranational, qui minore l'identité des peuples, l'existence des nations et l'expérience des États d'Europe, soit soumis au référendum.

Il est urgent d'ouvrir le débat sur ce qui se prépare. Les élections de juin 2024 doivent être l'occasion de se prononcer en connaissance de cause sur le projet de fédéralisation en cours ainsi que sur les élargissements en vue.

Les signataires de cet appel et les citoyens qui s'y associent demandent aux candidats de chaque liste aux élections européennes de prendre clairement position sur ces projets et de s'engager à les faire soumettre à la ratification populaire ».

Signataires :

Arnaud Benedetti, rédacteur en chef de la « Revue politique et parlementaire » ;
Stéphane Rozès, politologue ;
Arnaud Montebourg, ancien ministre et entrepreneur ;
Marcel Gauchet, philosophe et historien ;
Michel Onfray, philosophe ;
Jean-Éric Schoettl, ancien secrétaire général du Conseil constitutionnel ;
Pierre Mazeaud, ancien président du Conseil constitutionnel ;
Marie-Françoise Bechtel, ancienne députée ;
Anne-Marie Le Pourhiet, professeur émérite de droit public ;
Xavier Driencourt, ancien ambassadeur ;
Benjamin Morel, maître de conférences en droit public ;
Pierre-André Taguieff, philosophe et historien des idées, CNRS ;
Éric Anceau, historien ;
Georges Kuzmanovic, Analyste géopolitique, président de République souveraine ;
Julien Aubert, Ancien député ; Jean-Yves Autexier, Ancien député ;
André Bellon, Ancien président de la Commission des affaires étrangères de l'Assemblée nationale ;
Florence Bergeaud-Blacker, Docteur en anthropologie, CNRS ; Marion Bierry, Metteuse en scène ;
Guillaume Bigot, Politologue, éditorialiste ;
Bernard Bourdin, Philosophe du politique et théologien ; Christophe Boutin, Professeur de droit public ;
Gaël Brustier, Politologue et essayiste ;
David Cayla, Économiste et essayiste ;
François Cocq, Essayiste, auteur de "Alerte à la souveraineté européenne" ; Denis Collin, Philosophe ;
David Desgouilles, Chroniqueur, romancier ;
Jean Dufourcq, Stratégiste et chercheur en affaires militaires ;
Nicolas Dupont-Aignan, Député ;
Frédéric Farah, Universitaire et économiste ;
Philippe Grégoire, Agriculteur, co-président du SAMU social agricole ; Michel Guénair, Avocat et écrivain ;
Philippe Guibert, Ancien directeur du Service d'information du gouvernement ;

Alexandre Jardin, Écrivain ;
Alain Juillet, Ancien directeur du renseignement à la DGSE, Ancien haut responsable chargé de l'intelligence économique auprès du Premier ministre ;
Catherine Kintzler, Philosophe, professeur des Universités honoraire ;
Florence Kuntz, Ancienne députée européenne ;
Maire-Noëlle Lienneman, Ancienne sénatrice ;
Jean-Claude Mailly, Ancien dirigeant syndical ;
Jean-Philippe Mallé, Ancien député ;
Jérôme Maucourant, Economiste ;
Nicolas Meilhan, Entrepreneur ;
Bruno Moysan, Musicologue ;
Joachim Murat, Expert en industrie de défense et sécurité ;
Olivier Petros, Ancien dirigeant dans l'industrie et la banque ; Céline Pina, Journaliste ;
Bertrand Renouvin, Directeur de la revue Royaliste ;
Jérôme Sainte-Marie, Sondeur et essayiste ;
Jacques Sapir, Économiste ;
Maxime Tandonnet, Essayiste, ancien haut fonctionnaire ;
André Tiran, Professeur de sciences économiques émérite, ancien Président de l'Université Lyon.

Le jeudi 25, le Président de la République française, Emmanuel Macron fait à La Sorbonne un discours important sur l'Europe : <https://www.elysee.fr/front/pdf/elysee-module-22625-fr.pdf>

Pour avoir une sorte de résumé de ce discours-fleuve, on peut se reporter à l'article des Echos : <https://www.lesechos.fr/elections/europeennes/suivez-en-direct-le-discours-demanuel-macron-sur-leurope-a-la-sorbonne-2091093>.

Le Flash Economie du mercredi 24 avril (n°199) répond à la question de savoir pour quels pays l'endettement public n'est pas soutenable au vu de la situation de 2023 :

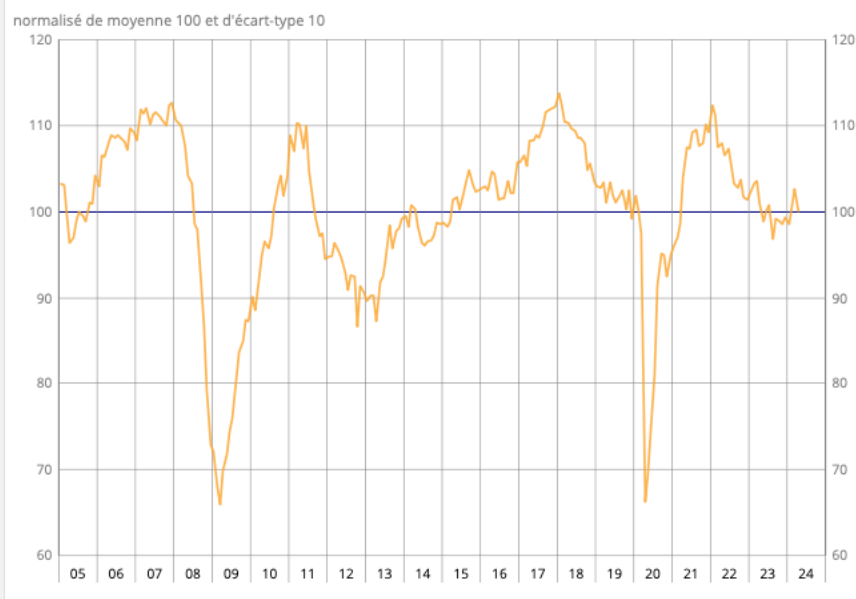
« Quand on regarde la situation de 2023, on voit :

- que l'endettement public n'est pas soutenable parce que le déficit public primaire est trop élevé par rapport à celui qui assurerait la soutenabilité de l'endettement public, dans la situation où le taux d'intérêt réel à long terme est supérieur ou égal au taux de croissance réelle à long terme, aux États-Unis, au Royaume-Uni, en Allemagne, en France, en Italie ;
- que l'endettement public n'est pas soutenable parce qu'il va converger vers une valeur plus élevée que ce qui est finançable, dans la situation où le taux d'intérêt réel à long terme est inférieur au taux de croissance réelle à long terme, en Espagne ;
- que l'endettement public est soutenable (soit qu'il y ait un excédent budgétaire primaire important, soit que le taux d'endettement public converge à long terme vers une valeur acceptable dans le cas où le taux d'intérêt réel à long terme est inférieur au taux de croissance potentielle) au Japon.

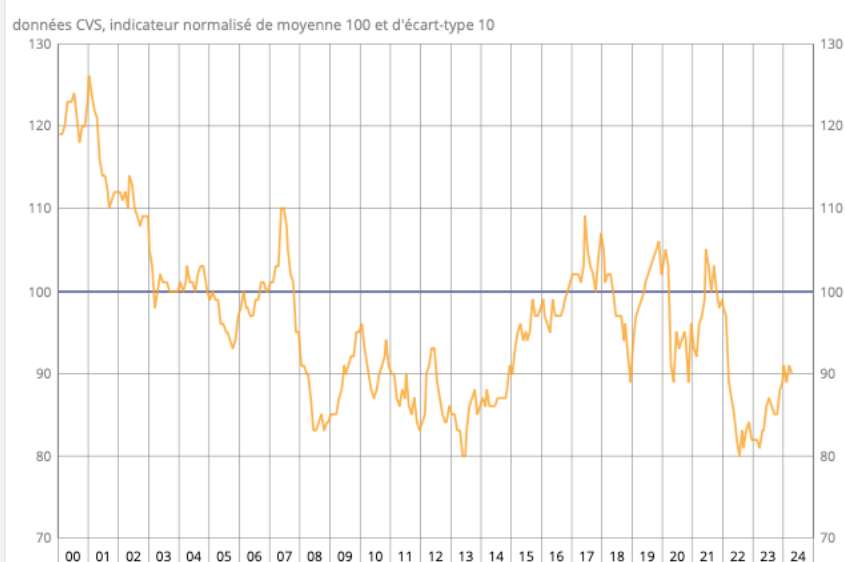
Il faut, de plus, tenir compte de ce que le taux d'intérêt réel à long terme est anormalement bas en Europe (quand on tient compte des besoins d'investissement pour la transition énergétique) et au Japon (si on suppose que le Yield Curve Control va être à terme supprimé) ».

Les jeudi 25 et vendredi 26, l'INSEE publie les statistiques suivantes :

Indicateur synthétique du climat des affaires



Indicateur synthétique de confiance des ménages



Le jeudi 25, Natixis publie un Flash Economie sur l'importance de la démographie dans l'explication des difficultés pour les finances publiques :

« On peut considérer en première approximation que les dépenses publiques sont liées à la population totale (les enfants et les retraités génèrent des dépenses publiques) alors que les recettes fiscales, à pression fiscale donnée, sont liées à la population en âge de travailler (l'emploi génère du revenu taxable sous une forme ou sous une autre).

Nous comparons l'évolution de la population en âge de travailler, et de la population totale, dans le passé et en prévision dans le futur.

Une progression de la population en âge de travailler plus faible que celle de la population totale est donc compensée :

- soit par une hausse du taux d'emploi, mais celle-ci ne peut pas être perpétuelle ;
- soit par un déficit public croissant ;
- soit par une hausse de la pression fiscale ;
- soit par une réduction des dépenses publiques par rapport à leur tendance spontanée.

Nous regardons ces évolutions aux États-Unis, au Royaume-Uni, en Allemagne, en France, en Espagne, en Italie et au Japon.

Nous voyons :

- une hausse du taux d'emploi partout ;
- un déficit public accru au Royaume-Uni, aux États-Unis, en France, en Espagne, en Italie ;
- une pression fiscale en hausse au Royaume-Uni, en France, en Espagne, en Italie, au Japon ;
- une réduction des dépenses publiques au Royaume-Uni et en Espagne ».

Le vendredi 26, le Flash Economie de Natixis (n°202) se pose la question de savoir « comment recréer des marges de manœuvre pour la politique économique européenne » :

Le problème de la politique européenne est le suivant : compte tenu de la situation cyclique, la politique économique devrait devenir expansionniste. Or :

- la politique budgétaire de la zone euro devra être durablement restrictive ;
- la politique monétaire de la zone euro ne pourra pas devenir vraiment expansionniste en raison de la résilience de l'inflation.

Pour quelques années, le policy mix de la zone euro devra donc être globalement restrictif, ce qui réduira la croissance en dessous de la croissance potentielle, celle-ci étant déjà faible, et ce qui réduira aussi la croissance potentielle en raison des économies portant sur les dépenses publiques productives.

Recréer des marges de manœuvre pour la politique économique européenne nécessiterait :

- soit d'accepter une inflation plus forte ;
- soit de développer les financements européens et non nationaux d'investissement (sur le modèle de Next Generation EU) ;
- soit de conserver en Europe l'excès d'épargne des Européens ».

• Mai 2024 ->

Le vendredi 3, Eurostat publie la statistique suivante sur l'évolution du taux d'inflation annuel et du taux de chômage en zone euro :

Taux d'inflation (%) mesurés par les IPCH

	Taux annuel							Taux mensuel
	Avr 23	Nov 23	Déc 23	Jan 24	Fév 24	Mar 24	Avr 24	Avr 24
Belgique	3,3	-0,8	0,5	1,5	3,6	3,8	4,9e	-0,2e
Allemagne	7,6	2,3	3,8	3,1	2,7	2,3	2,4e	0,6e
Estonie	13,2	4,1	4,3	5,0	4,4	4,1	3,3e	1,1e
Irlande	6,3	2,5	3,2	2,7	2,3	1,7	1,6e	0,2e
Grèce	4,5	2,9	3,7	3,2	3,1	3,4	3,2e	1,0e
Espagne	3,8	3,3	3,3	3,5	2,9	3,3	3,4e	0,6e
France	6,9	3,9	4,1	3,4	3,2	2,4	2,4e	0,6e
Croatie	8,9	5,5	5,4	4,8	4,8	4,9	4,7e	1,0e
Italie	8,6	0,6	0,5	0,9	0,8	1,2	1,0e	0,6e
Chypre	3,9	2,4	1,9	2,1	2,1	1,6	2,2e	1,5e
Lettonie	15,0	1,1	0,9	1,1	0,6	1,0	1,1e	0,5e
Lituanie	13,3	2,3	1,6	1,1	1,1	0,4	0,4e	0,2e
Luxembourg	2,7	2,1	3,2	3,0	3,2	3,2	3,0e	0,5e
Malte	6,4	3,9	3,7	3,7	3,0	2,7	2,3e	2,8e
Pays-Bas	5,8	1,4	1,0	3,1	2,7	3,1	2,6e	1,1e
Autriche	9,4	4,9	5,7	4,3	4,0	4,1	3,4e	0,1e
Portugal	6,9	2,2	1,9	2,5	2,3	2,6	2,3e	1,0e
Slovénie	9,2	4,5	3,8	3,4	3,4	3,4	3,0e	0,7e
Slovaquie	14,0	6,9	6,6	4,4	3,8	2,7	2,4e	0,3e
Finlande	6,3	0,7	1,3	1,1	1,1	0,6	0,6e	0,1e

e estimation

Données sources: ec.europa.eu/eurostat

eurostat

	Taux (%)					Nombre de personnes (en milliers)				
	2023		2024			2023		2024		
	Mar	Déc	Jan	Fév	Mar	Mar	Déc	Jan	Fév	Mar
Zone euro	6,6	6,5	6,5	6,5	6,5	11 138	11 138	11 159	11 181	11 087
UE	6,0	6,1	6,1	6,1	6,0	13 083	13 288	13 338	13 332	13 258
Belgique	5,6	5,6	5,5	5,5	5,5	299	298	297	297	298
Bulgarie	4,2	4,3	4,4	4,4	4,4	129	131	133	134	134
Tchéquie	2,6	2,8	3,0	2,7	2,9	140	143	154	138	151
Danemark	4,6	6,3	6,6	6,7	6,8	147	203	216	221	224
Allemagne	2,9	3,1	3,2	3,2	3,2	1 295	1 392	1 404	1 414	1 421
Estonie	5,7	7,0	7,5	7,7	7,8	42	52	56	57	59
Irlande	4,1	4,5	4,6	4,2	4,3	113	127	130	120	122
Grèce	11,4	10,4	10,5	10,8	10,2	540	495	502	517	493
Espagne	12,6	11,9	11,9	11,8	11,7	3 010	2 873	2 880	2 867	2 854
France	7,1	7,5	7,5	7,4	7,3	2 195	2 336	2 323	2 299	2 278
Croatie	6,2	6,1	6,0	5,9	5,9	105	104	102	101	100
Italie	7,9	7,3	7,3	7,4	7,2	2 003	1 862	1 863	1 908	1 855
Chypre	6,3	6,2	6,5	6,4	6,0	31	30	32	32	30
Lettonie	6,0	7,0	6,9	6,9	6,8	57	66	65	65	64
Lituanie	6,9	7,0	7,7	7,4	7,3	105	109	118	116	112
Luxembourg	4,9	5,5	5,6	5,6	5,6	16	19	19	19	19
Hongrie	3,8	4,2	4,3	4,3	4,3	189	208	212	216	214
Malte	3,4	2,9	3,1	3,2	3,2	10	9	10	10	10
Pays-Bas	3,5	3,6	3,6	3,7	3,6	357	361	368	379	371
Autriche	4,6	5,4	4,9	4,7	4,9	214	253	232	222	232
Pologne	2,7	3,0	2,9	2,9	2,9	479	536	523	516	515
Portugal	6,8	6,5	6,5	6,6	6,5	361	347	350	352	347
Roumanie	5,5	5,6	5,7	5,6	5,3	454	459	472	466	441
Slovénie	3,7	3,3	3,2	3,1	3,1	37	35	34	33	32
Slovaquie	6,0	5,6	5,5	5,5	5,4	165	155	154	152	151
Finlande	6,9	7,6	7,7	7,8	7,8	196	217	219	222	223
Suède	7,4	8,1	8,2	8,3	8,3	420	466	470	473	476

Le jeudi 16, l'OFCE publie deux articles de S. Bock, A. Elewa, S. Guillou, M. Napoletano, L. Nesta, E. Salles et T. Treibich qui se complètent, le premier sur « Le décrochage européen en question » et le second sur « Les insuffisances de l'investissement européen ».

• Le décrochage européen en question :

Le résumé proposé par les auteurs eux-mêmes est le suivant :

« L'écart de revenu par habitant entre les États-Unis et la zone euro, d'environ 10 000 euros en 2000, ne s'est pas résorbé au cours des vingt dernières années. Il a même augmenté depuis 2012. De 77 % à 72 % du PIB par habitant étasunien en 2000 et 2019 respectivement, le PIB par habitant de la zone euro s'écarte du niveau de richesse Outre-Atlantique.

Ce découplage progressif des PIB par habitant s'initie avant la crise sanitaire. Ainsi, ce *Policy brief* s'intéresse au décrochage européen – l'accroissement de l'écart – au cours des vingt années qui ont précédé la crise sanitaire et la crise énergétique, de 2000 à 2019, et explore les explications potentielles de ce décrochage.

Nos résultats montrent que ce décrochage de la zone euro vis-à-vis des États-Unis provient principalement de moindres gains de productivité horaire. Par ailleurs, il apparaît que, bien plus que les différences en matière de temps de travail, le capital est un important facteur de divergence entre les deux zones. L'efficacité productive diverge en raison d'une moindre intensité capitaliste en matériel des technologies de l'information et des communications (TIC) d'une part, et en actifs immatériels d'autre

part. La quantité de capital en TIC par emploi est cinq fois plus élevée en 2019 aux États-Unis ; la quantité de capital immatériel par emploi est, elle, trois fois plus élevée. Or ces écarts béants en 2019 ne l'étaient pas autant en 2000.

Bien sûr, des différences importantes existent parmi les États membres de la zone euro et exigent de la prudence dans l'affirmation de conclusions trop hâtives sur l'agrégat européen et l'insuffisance de ses politiques. En effet, l'Allemagne se rapproche du niveau américain (82 % en 2019) ; la France se démarque par un investissement immatériel soutenu mais sans se distinguer en matière de croissance du PIB, et l'Italie est à la traîne avec de très faibles gains de productivité et niveaux d'investissement immatériel, alors que l'Espagne présente un profil de dynamique de rattrapage.

Malgré ces différences intra-européennes, le facteur capital semble être le moteur de l'écart et de la divergence pour tous les pays observés. Et par nature, son déficit d'accumulation sera aussi celui de la divergence post-2019. Si des recommandations politiques sont à définir, elles doivent avoir pour objectif d'augmenter le taux d'investissement en TIC et en actifs immatériels afin de rattraper le niveau de capital dont disposent les emplois aux États-Unis ».

• Les insuffisances de l'investissement européen

« Depuis les premiers travaux de Robert Solow, on sait que la croissance économique de long terme ne provient pas d'un stock de capital plus important ou de l'accroissement de l'emploi, mais du progrès technique, identifié comme la partie non observée de la croissance. Cet élément inobservé – *le résidu de Solow* – explique 87% de la croissance américaine de la première moitié du 20^{ème} siècle. Depuis, les théories de la croissance endogène ont montré que c'est surtout l'investissement immatériel, notamment l'investissement en R&D ou en termes de capital humain qui, source d'externalités positives, assure la croissance de long terme.

Les technologies de l'information et des communications (TIC) ont concentré l'attention des chercheurs et des statisticiens depuis la fin des années 1990. Bien que n'ayant pas toujours tenu leurs promesses de gains de productivité – *le paradoxe de Solow* –, elles irriguent indéniablement toutes les technologies du 21^{ème} siècle et sont les armes de la compétitivité de tous les secteurs et en premier lieu des services numériques. S'intéresser aux efforts d'investissement dans ces technologies est incontournable de toute question sur la croissance et les niveaux de vie.

Dans ce billet de blog, on se focalise sur trois types d'investissement, l'un matériel, les deux autres immatériels, pouvant être à la source du décrochage européen plus largement analysé dans *le Policy brief « Le décrochage européen en question »* [voir son résumé ci-dessus]. Nous nous intéressons aux investissements en équipements liés aux TIC (serveurs, routeurs, ordinateurs, etc.), aux investissements en recherche et développement (R&D), et aux investissements en services TIC tels que les logiciels, les programmes et les bases de données. Ces trois types d'investissement se distinguent des autres investissements tangibles (en équipements de transport, en machines, en bâtiments, en terres cultivables) et intangibles (en formation, en propriété intellectuelle, en organisation) par leur dynamique particulière, révélant un retard croissant et parfois spectaculaire de la zone euro par rapport aux États-Unis.

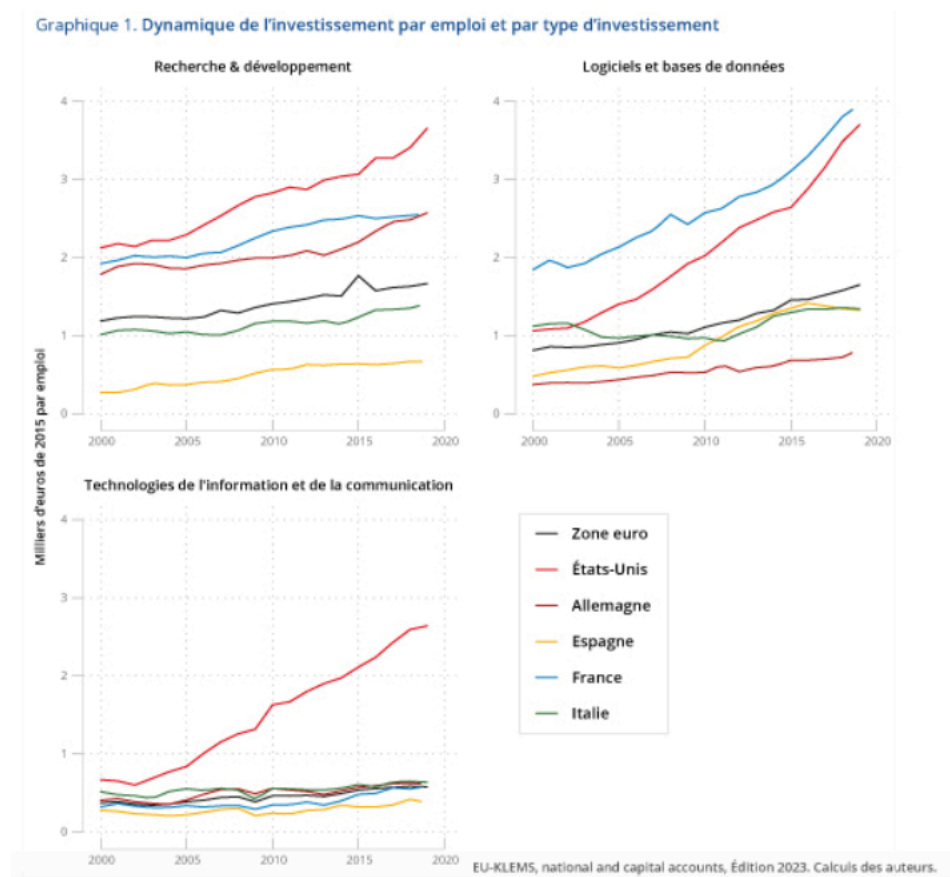
Intéressons-nous tout d'abord à la dynamique de l'investissement.

Le graphique 1 montre l'investissement par emploi pour ces trois types d'investissement aux États-Unis, en zone euro et dans les quatre grands pays de la zone euro de 2000 et 2019. On remarque immédiatement que l'effort d'investissement aux États-Unis est de plus grande ampleur pour chacun d'eux.

- Concernant les investissements en R&D, l'écart entre les États-Unis et la zone euro, déjà important au début des années 2000, augmente en valeur absolue (le différentiel passant de 1000 à 2000 euros par emploi sur la période) pour représenter en 2019 plus de deux fois l'effort européen. Le plus inquiétant à nos yeux est que cet écart croissant est le résultat d'un comportement homogène de la part des principales économies européennes. Pour l'Allemagne comme pour la France, cet écart, plutôt minime jusqu'en 2005, est multiplié par 10 pour la France et par 5 pour l'Allemagne en fin de période.
- Concernant les investissements en logiciels et base de données, et si l'on met de côté le cas français, il n'y a pas lieu d'être optimiste. L'écart US-ZE d'investissement par emploi en logiciels et bases de données est multiplié par 12, passant de 200 à 2400 euros sur les deux

décennies. Le cas français se distingue par son volume, mais en tendance, l'investissement français double pendant que l'investissement étasunien triple.

- Concernant les investissements en équipement de TIC, la singularité américaine est plus impressionnante encore. Initialement voisin des niveaux européens, cet investissement croît de manière continue aux Etats-Unis, alors qu'il demeure constant en zone euro. La comparaison est ici éloquent, puisque l'investissement par emploi demeure à hauteur de 500 à 700 euros par an sur l'ensemble de la période dans la zone euro, alors qu'il atteint 2 500 euros aux Etats-Unis, soit une multiplication par près de cinq sur la période considérée.



Au total, l'écart d'investissement privé entre la zone euro et les Etats-Unis s'élevait à environ 150 milliards d'euros en 2000, pour atteindre plus de 600 milliards d'euros en 2019. D'où vient cette vigueur étasunienne, et, surtout, comment expliquer l'apathie européenne ? On pourrait en premier lieu s'interroger sur le rôle de la spécialisation productive des économies. Après tout, si les secteurs en croissance aux Etats-Unis sont ceux qui investissent le plus en R&D, en logiciels et en équipement TIC, on devrait observer des effets de composition plus importants aux Etats-Unis qu'en zone euro. Cela impliquerait que la croissance observée n'est pas le résultat de comportements américains de plus en plus enclins à l'investissement mais serait avant tout le résultat d'un positionnement sectoriel avantageux pour les Etats-Unis. (...)

Trois résultats sont à retenir :

1. L'effort d'investissement aux Etats-Unis est plus important qu'en zone euro pour les trois types d'investissements considérés que sont : les investissements en R&D, en équipement TIC, en services TIC (logiciels et bases de données).
 - a. L'écart entre les Etats-Unis et la zone euro croît pour tous les types d'investissement.
 - b. Les investissements en équipements TIC par emploi sont, en 2019, cinq fois plus importants aux Etats-Unis qu'en zone euro.

2. C'est l'effet intrasectoriel qui explique la croissance de l'investissement par emploi, et ce dans l'ensemble des économies et pour tout type d'investissement.
 - a. L'écart constaté entre les Etats-Unis et la zone euro n'est donc pas dû à des effets de changements de spécialisation (au cours des 20 dernières années), mais bien à des changements internes aux secteurs.
 - b. L'origine de l'écart d'investissement la contribution des services TIC à la croissance de l'investissement en équipements TIC résulte de comportements d'investissement qui se modifient au cours du temps.
3. Il existe d'importantes différences entre pays sur les contributions sectorielles à la croissance de l'investissement par emploi.
 - a. En zone euro, la croissance de l'investissement en R&D est surtout soutenue par les industries de hautes technologies. Aux Etats-Unis, ce sont surtout les services en TIC qui soutiennent cette croissance ;
 - b. Ce qui distingue les Etats-Unis des autres pays, c'est la contribution significative des services à haute valeur ajoutée à la croissance de l'investissement en bases de données et logiciels ;
 - c. Le différentiel observé en investissements en équipement TIC est principalement dû aux investissements réalisés par le secteur des services.

Tout se passe comme si, aux Etats-Unis, à grand renfort d'investissements en R&D et en équipements numériques, le secteur des services TIC – incluant les cinq géants américains – expliquait le différentiel observé. Les autres secteurs de services (essentiellement les services à haute valeur ajoutée) intègrent ces innovations dans leur processus productif en investissant à leur tour en logiciels et base de données. Le cas américain offre ainsi une grande cohérence par la complémentarité entre des secteurs producteurs et des secteurs utilisateurs de services TIC. L'impression d'ensemble est celle d'une numérisation rapide de l'économie, portée par les GAFAM et se diffusant à l'ensemble du tissu productif américain.

Le cas européen n'offre pas la même lecture, et est préoccupant pour deux raisons. Premièrement, l'absence d'investissement en services TIC implique une numérisation plus lente de l'économie. Deuxièmement, l'absence d'entreprise leader dans le domaine des services numériques limite les investissements en R&D et en équipements numériques. A l'heure des promesses futures de l'intelligence artificielle et de l'ordinateur quantique, il y a tout lieu de penser que, sans la combinaison de secteurs amont fournisseurs de services et d'équipements TIC et de secteurs aval adoptant ces innovations, l'Europe pourra plus difficilement capter les fruits de la numérisation annoncée de l'économie.

Le défi est donc immense. Un rattrapage complet impliquerait une augmentation de l'investissement privé en Europe de 630 milliards d'euros par an (soit plus de 5% du PIB de la zone euro), et ce sur les seuls actifs considérés ici (TIC, R&D, logiciels et bases de données), et sous hypothèse de constance de l'investissement américain. Cela équivaut à une augmentation de l'investissement de 61 milliards d'euros pour la France, de 57 milliards d'euros pour l'Allemagne, de 28 milliards pour l'Italie et de 16 milliards pour l'Espagne. Mais ceci n'est pas qu'un problème quantitatif, loin s'en faut. Sans changement radical des comportements d'investissement des acteurs publics et privés, sans innovation institutionnelle concernant la gouvernance européenne, ce paradoxe devrait perdurer en Europe, qui, restant ancrée dans les spécialisations du 20^{ème} siècle, présente manifestement un risque de déclassement technologique ».

Le vendredi 17 puis le vendredi 31, Eurostat publie une nouvelle statistique sur le taux d'inflation, en zone euro (et dans l'UE) :

Taux d'inflation (%) mesurés par les IPCH



	Taux annuel							Taux mensuel
	Avr 23	Nov 23	Déc 23	Jan 24	Fév 24	Mars 24	Avr 24	Avr 24
Zone euro	7,0	2,4	2,9	2,8	2,6	2,4	2,4	0,6
UE	8,1	3,1	3,4	3,1	2,8	2,6	2,6	0,6
Belgique	3,3	-0,8	0,5	1,5	3,6	3,8	4,9	-0,3
Bulgarie	10,3	5,5	5,0	3,9	3,5	3,1	2,5	-0,1
Tchéquie	14,3	8,0	7,6	2,7	2,2	2,2	3,1	0,8
Danemark	5,6	0,3	0,4	0,9	0,6	0,8	0,5	0,0
Allemagne	7,6	2,3	3,8	3,1	2,7	2,3	2,4	0,6
Estonie	13,2	4,1	4,3	5,0	4,4	4,1	3,1	1,0
Irlande	6,3	2,5	3,2	2,7	2,3	1,7	1,6	0,2
Grèce	4,5	2,9	3,7	3,2	3,1	3,4	3,2	0,9
Espagne	3,8	3,3	3,3	3,5	2,9	3,3	3,4	0,6
France	6,9	3,9	4,1	3,4	3,2	2,4	2,4	0,6
Croatie	8,9	5,5	5,4	4,8	4,8	4,9	4,7	1,0
Italie	8,6	0,6	0,5	0,9	0,8	1,2	0,9	0,5
Chypre	3,9	2,4	1,9	2,1	2,1	1,6	2,1	1,4
Lettonie	15,0	1,1	0,9	1,1	0,6	1,0	1,1	0,5
Lituanie	13,3	2,3	1,6	1,1	1,1	0,4	0,4	0,3
Luxembourg	2,7	2,1	3,2	3,0	3,2	3,2	3,0	0,5
Hongrie	24,4	7,7	5,5	3,7	3,6	3,6	3,6	0,7
Malte	6,4	3,9	3,7	3,7	3,0	2,7	2,4	2,8
Pays-Bas	5,8	1,4	1,0	3,1	2,7	3,1	2,6	1,1
Autriche	9,4	4,9	5,7	4,3	4,0	4,1	3,4	0,2
Pologne	14,0	6,3	6,2	4,5	3,7	2,7	3,0	1,0
Portugal	6,9	2,2	1,9	2,5	2,3	2,6	2,3	1,1
Roumanie	10,4	6,9	7,0	7,3	7,1	6,7	6,2	0,4
Slovénie	9,2	4,5	3,8	3,4	3,4	3,4	3,0	0,7
Slovaquie	14,0	6,9	6,6	4,4	3,8	2,7	2,4	0,4
Finlande	6,3	0,7	1,3	1,1	1,1	0,6	0,6	0,1
Suède	7,7	3,3	1,9	3,4	2,6	2,3	2,4	0,3

Taux d'inflation (%) mesurés par les IPCH



	Taux annuel							Taux mensuel
	Mai 23	Déc 23	Jan 24	Fév 24	Mar 24	Avr 24	Mai 24	Mai 24
Belgique	2,7	0,5	1,5	3,6	3,8	4,9	4,9e	0,2e
Allemagne	6,3	3,8	3,1	2,7	2,3	2,4	2,8e	0,2e
Estonie	11,2	4,3	5,0	4,4	4,1	3,1	3,1e	0,0e
Irlande	5,4	3,2	2,7	2,3	1,7	1,6	1,9e	0,5e
Grèce	4,1	3,7	3,2	3,1	3,4	3,2	2,3e	-0,3e
Espagne	2,9	3,3	3,5	2,9	3,3	3,4	3,8e	0,2e
France	6,0	4,1	3,4	3,2	2,4	2,4	2,7e	0,2e
Croatie	8,3	5,4	4,8	4,8	4,9	4,7	4,3e	0,2e
Italie	8,0	0,5	0,9	0,8	1,2	0,9	0,8e	0,2e
Chypre	3,6	1,9	2,1	2,1	1,6	2,1	3,0e	1,2e
Lettonie	12,3	0,9	1,1	0,6	1,0	1,1	0,2e	0,5e
Lituanie	10,7	1,6	1,1	1,1	0,4	0,4	0,8e	0,3e
Luxembourg	2,0	3,2	3,0	3,2	3,2	3,0	3,2e	0,1e
Malte	6,3	3,7	3,7	3,0	2,7	2,4	2,3e	1,6e
Pays-Bas	6,8	1,0	3,1	2,7	3,1	2,6	2,7e	0,3e
Autriche	8,7	5,7	4,3	4,0	4,1	3,4	3,3e	0,0e
Portugal	5,4	1,9	2,5	2,3	2,6	2,3	3,9e	1,1e
Slovénie	8,1	3,8	3,4	3,4	3,4	3,0	2,5e	0,4e
Slovaquie	12,3	6,6	4,4	3,8	2,7	2,4	2,7e	0,2e
Finlande	5,0	1,3	1,1	1,1	0,6	0,6	0,5e	0,0e

e estimation

Données sources: [prc_hicp_manr](#)

eurostat

Signalons que le taux d'inflation a également augmenté en France : selon l'INSEE, l'indice des prix à la consommation harmonisé aurait augmenté de 2,7% en mai après 2,4% en avril.

Le jeudi 30, Eurostat a publié la statistique suivante sur le taux de chômage :

Taux d'inflation (%) mesurés par les IPCH



	Taux annuel							Taux mensuel
	Mai 23	Déc 23	Jan 24	Fév 24	Mar 24	Avr 24	Mai 24	Mai 24
Belgique	2,7	0,5	1,5	3,6	3,8	4,9	4,9e	0,2e
Allemagne	6,3	3,8	3,1	2,7	2,3	2,4	2,8e	0,2e
Estonie	11,2	4,3	5,0	4,4	4,1	3,1	3,1e	0,0e
Irlande	5,4	3,2	2,7	2,3	1,7	1,6	1,9e	0,5e
Grèce	4,1	3,7	3,2	3,1	3,4	3,2	2,3e	-0,3e
Espagne	2,9	3,3	3,5	2,9	3,3	3,4	3,8e	0,2e
France	6,0	4,1	3,4	3,2	2,4	2,4	2,7e	0,2e
Croatie	8,3	5,4	4,8	4,8	4,9	4,7	4,3e	0,2e
Italie	8,0	0,5	0,9	0,8	1,2	0,9	0,8e	0,2e
Chypre	3,6	1,9	2,1	2,1	1,6	2,1	3,0e	1,2e
Lettonie	12,3	0,9	1,1	0,6	1,0	1,1	0,2e	0,5e
Lituanie	10,7	1,6	1,1	1,1	0,4	0,4	0,8e	0,3e
Luxembourg	2,0	3,2	3,0	3,2	3,2	3,0	3,2e	0,1e
Malte	6,3	3,7	3,7	3,0	2,7	2,4	2,3e	1,6e
Pays-Bas	6,8	1,0	3,1	2,7	3,1	2,6	2,7e	0,3e
Autriche	8,7	5,7	4,3	4,0	4,1	3,4	3,3e	0,0e
Portugal	5,4	1,9	2,5	2,3	2,6	2,3	3,9e	1,1e
Slovénie	8,1	3,8	3,4	3,4	3,4	3,0	2,5e	0,4e
Slovaquie	12,3	6,6	4,4	3,8	2,7	2,4	2,7e	0,2e
Finlande	5,0	1,3	1,1	1,1	0,6	0,6	0,5e	0,0e

e estimation

Données sources: [prc_hicp_manr](#)

eurostat

Le vendredi 31, l'INSEE publie également un résumé des nouveaux comptes de la Nation :

« L'année 2023 s'est inscrite, dans la continuité de l'année 2022, dans un contexte de forte inflation, particulièrement marquée pour la consommation des ménages. La croissance de l'économie française a été modérée : le PIB (en volume) a augmenté de 0,9 %, après une croissance de 2,6 % en 2022, elle-même expliquée par un fort effet d'acquis fin 2021 (2,4 %), tandis que tout au long de l'année 2022, la croissance avait été faible.

Le pouvoir d'achat du revenu disponible brut des ménages augmente de 0,8 %, principalement porté par les revenus d'activité et dans une moindre mesure les prestations sociales, notamment les pensions de retraite et les revenus du patrimoine. Le taux de marge des sociétés non financières reste supérieur à son niveau précédant la crise sanitaire. La vive hausse des taux d'intérêt résultant de la persistance de l'inflation comprime la marge de taux des banques, réduisant d'autant la valeur ajoutée du secteur financier. Le besoin de financement de la Nation diminue de 0,1 point de PIB en 2023 (soit 48,2 Md€), la hausse du PIB en valeur étant plus forte que celle du besoin de financement de la Nation ».

• Juin 2024 ->

Le mercredi 5, l'OFCE publie un Policy Brief (n°130) : « 25 ans d'union monétaire, la zone euro à travers les crises ». Cet article important est signé d'E. Aurissergues, C. Blot, E. Carpentier-Charlét, M. Dauvin, F. Geerolf, E. Heyer et M. Plane.

En voici le résumé proposé par les auteurs de l'article :

« La zone euro a traversé plusieurs crises qui ont parfois menacé sa pérennité mais qui ont aussi entraîné des réformes de sa gouvernance budgétaire et des changements dans la conduite de la politique monétaire. À la veille des élections européennes et 25 ans après sa création, la question se pose de la performance économique de la zone euro par rapport à celle de l'économie américaine. Alors que les trajectoires de PIB par habitant ont été relativement similaires entre 1999 et 2008, elles divergent notablement depuis.

Nous étudions les causes possibles de ce décrochage en distinguant les facteurs d'offre et de demande.

- Côté offre, la zone euro s'est caractérisée sur l'ensemble de la période par une croissance de la productivité nettement plus faible qu'aux États-Unis. À l'inverse, alors qu'il a stagné aux États-Unis, le taux d'emploi de la population en âge de travailler s'est nettement amélioré dans les pays européens même si des disparités au sein du continent demeurent. Plus récemment, la divergence est également liée à l'impact de la crise énergétique et à la hausse plus forte des prix de l'énergie en Europe en lien avec la baisse de l'offre de gaz naturel russe après le déclenchement de la guerre en Ukraine.
- Du côté de la demande, force est de constater qu'il y a un déficit de demande agrégée bien réel en zone euro, avec une épargne qui dépasse nettement l'investissement depuis 2010, alimentant les déséquilibres commerciaux dans le monde. Cette épargne excédentaire s'explique entre autres par une politique budgétaire plus restrictive en Europe qu'aux États-Unis.

Cette sous performance agrégée de la zone euro s'accompagne de trajectoires très hétérogènes au sein de la même zone. Sur l'ensemble de la période, les pays du "Nord" ont crû plus vite que la France et que les pays du "Sud". La période récente a cependant permis à certains pays, notamment l'Italie, de combler une partie de l'écart.

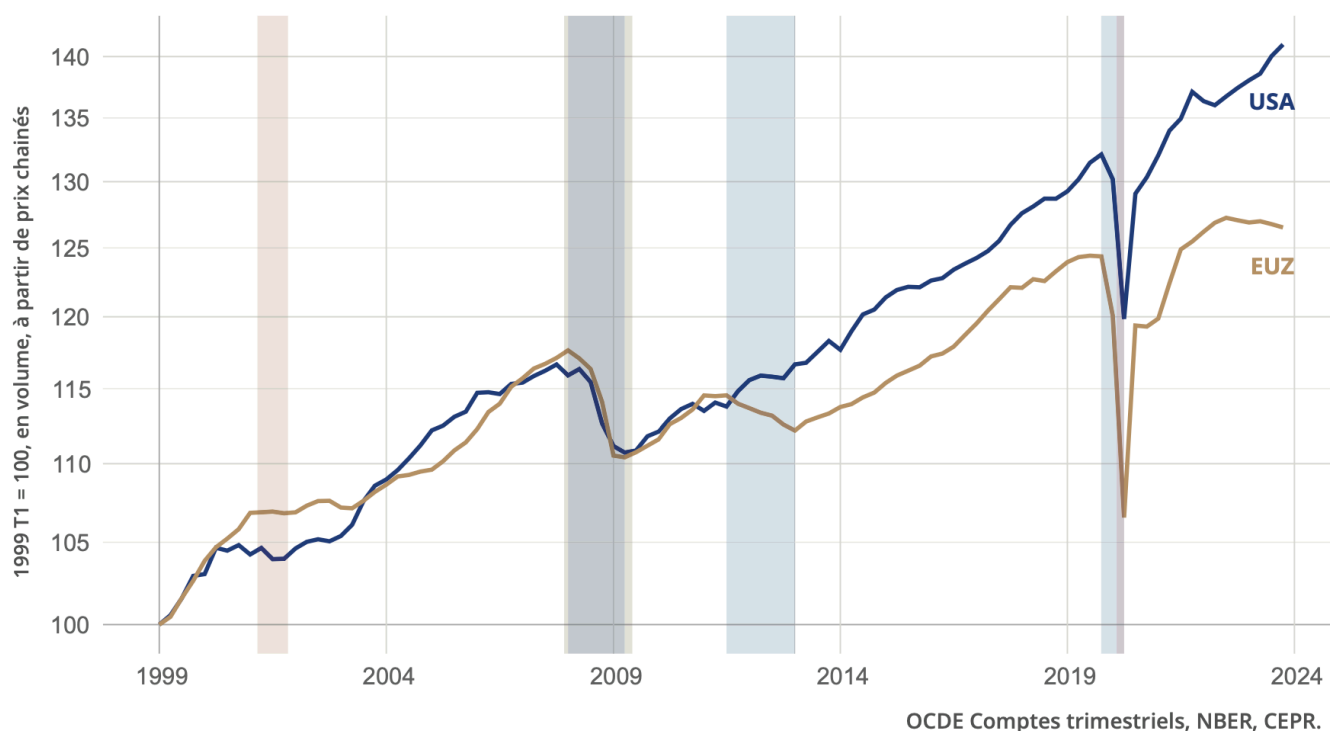
L'enjeu des prochaines années sera celui de la consolidation budgétaire et de ses effets sur l'activité.

- Il est impératif de ne pas reproduire l'erreur de 2011-2014. Une politique de consolidation budgétaire peut-être adaptée en période de reprise de l'activité mais elle est pernicieuse voire inefficace lorsque l'économie est en sous-régime ; si celle-ci doit être menée en période de basse conjoncture, elle sera moins néfaste sur l'activité en étant graduelle, lissée et non synchronisée au sein de la zone euro.
- Par ailleurs, la priorité de ce côté de l'Atlantique ne peut pas être uniquement le rétablissement des finances publiques, au risque de voir le fossé économique avec les États-Unis continuer à se creuser : avec les nouveaux défis mondiaux et géostratégiques, l'Europe doit financer sa sécurité, la transition écologique et les nouvelles industries vertes. Utilisant son excédent structurel d'épargne, un plan de relance européen ambitieux, ciblé à la fois sur l'offre et sur la demande, permettrait de relever ces défis tout en mettant les économies sous tension, stimulant ainsi la

croissance et la productivité. Une croissance potentielle accrue plus élevée est cruciale pour la soutenabilité des dettes publiques à long terme ».

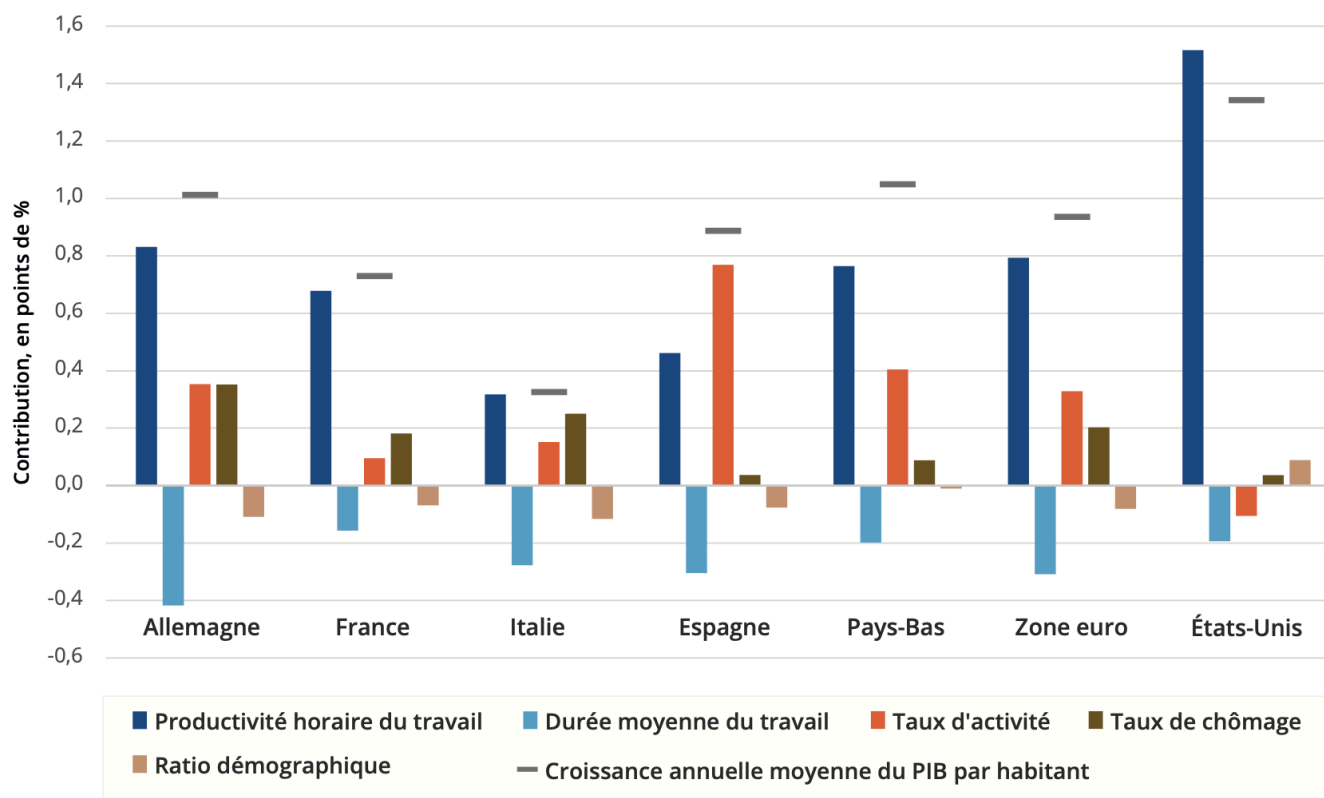
L'analyse qui suit ce résumé est illustrée par de nombreux tableaux et graphiques. En voici quelques-uns :

Graphique 1. Évolution du PIB par habitant aux États-Unis et en zone euro



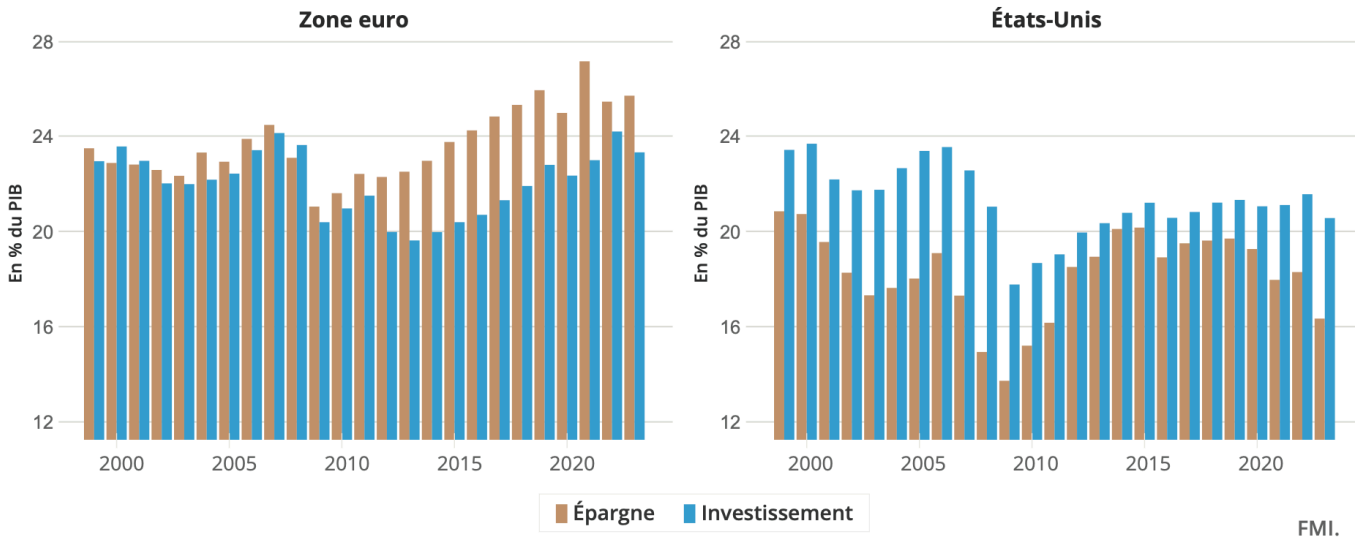
Note : Les périodes rouges (resp. bleues) représentent les récessions américaines (resp. européennes) telles que définies par le NBER (resp. CEPR).

Graphique 3. Décomposition de la croissance moyenne annuelle du PIB par habitant entre 1999 et 2023

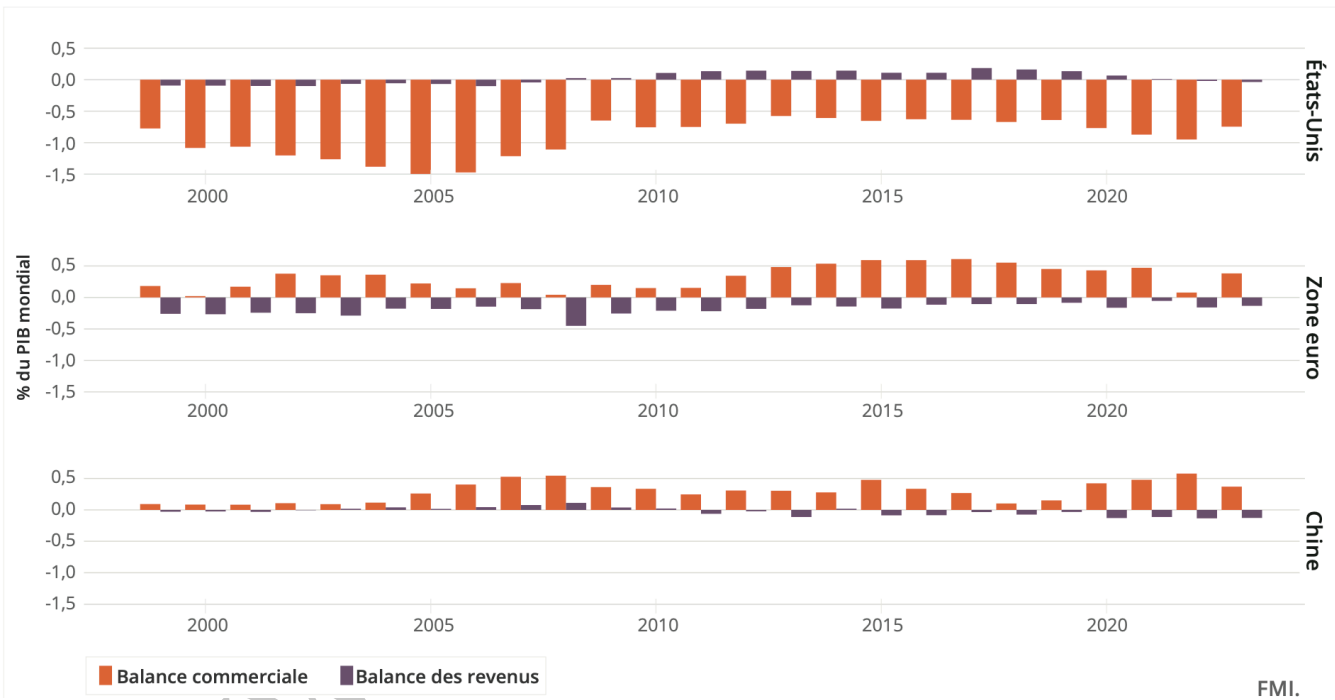


OCDE, calculs auteurs.

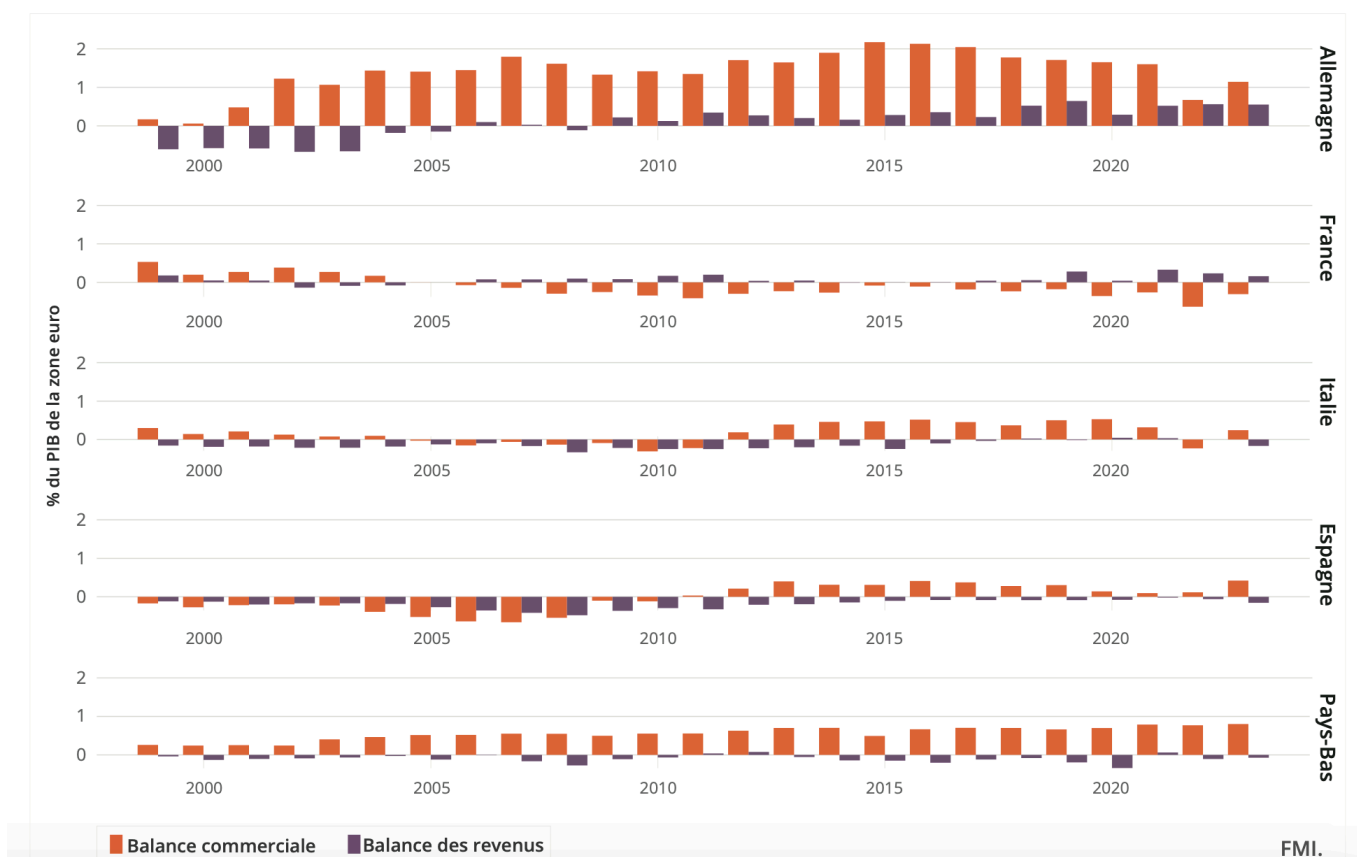
Graphique 6. Taux d'épargne et taux d'investissement dans la zone euro et aux États-Unis



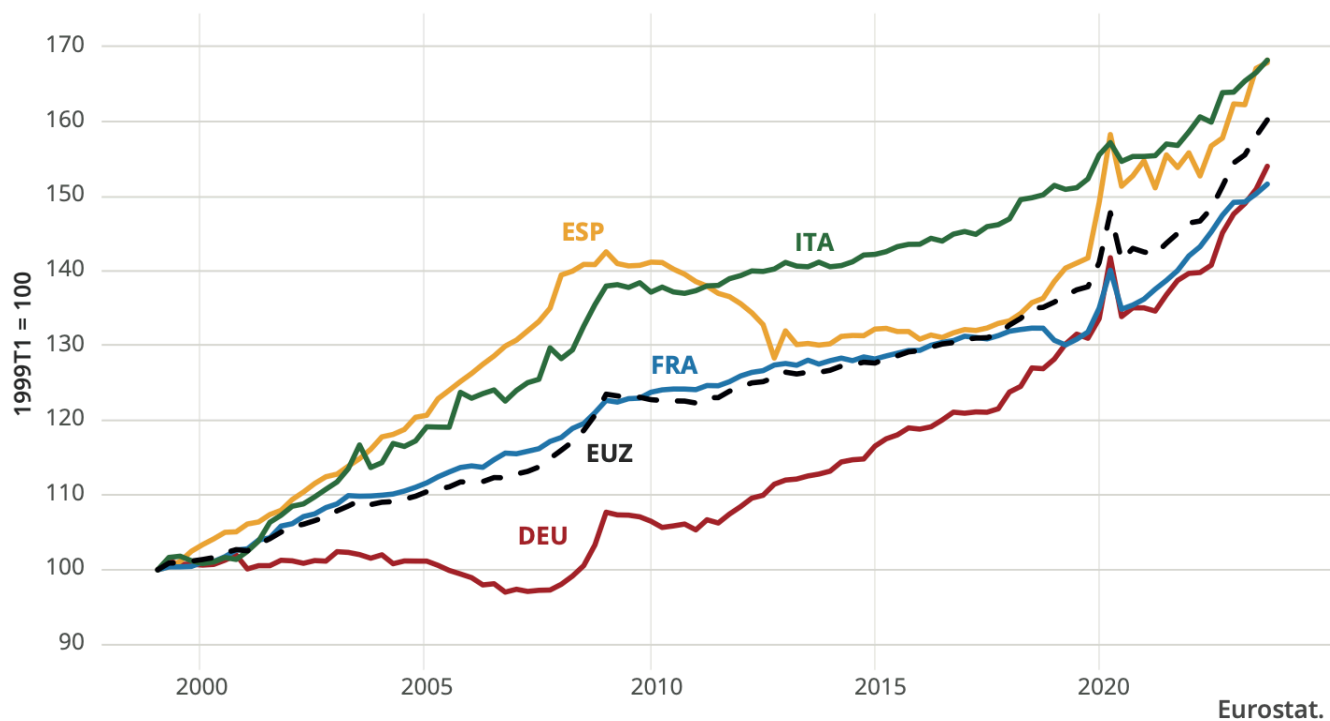
Graphique 8. Balances commerciales et de revenus dans la zone euro, aux États-Unis et en Chine



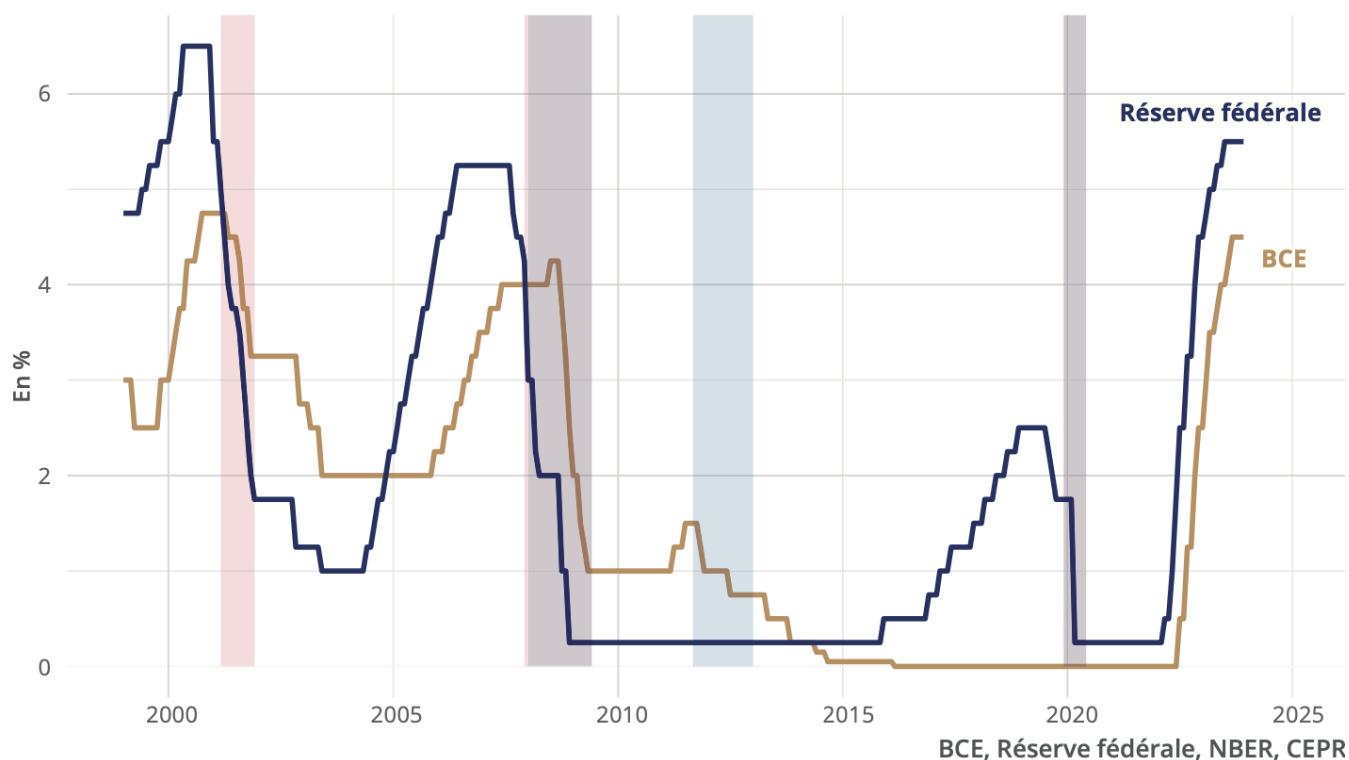
Graphique 9. Balances commerciales et de revenus au sein de la zone euro



Graphique 10. Coûts unitaires salariaux nominaux en zone euro

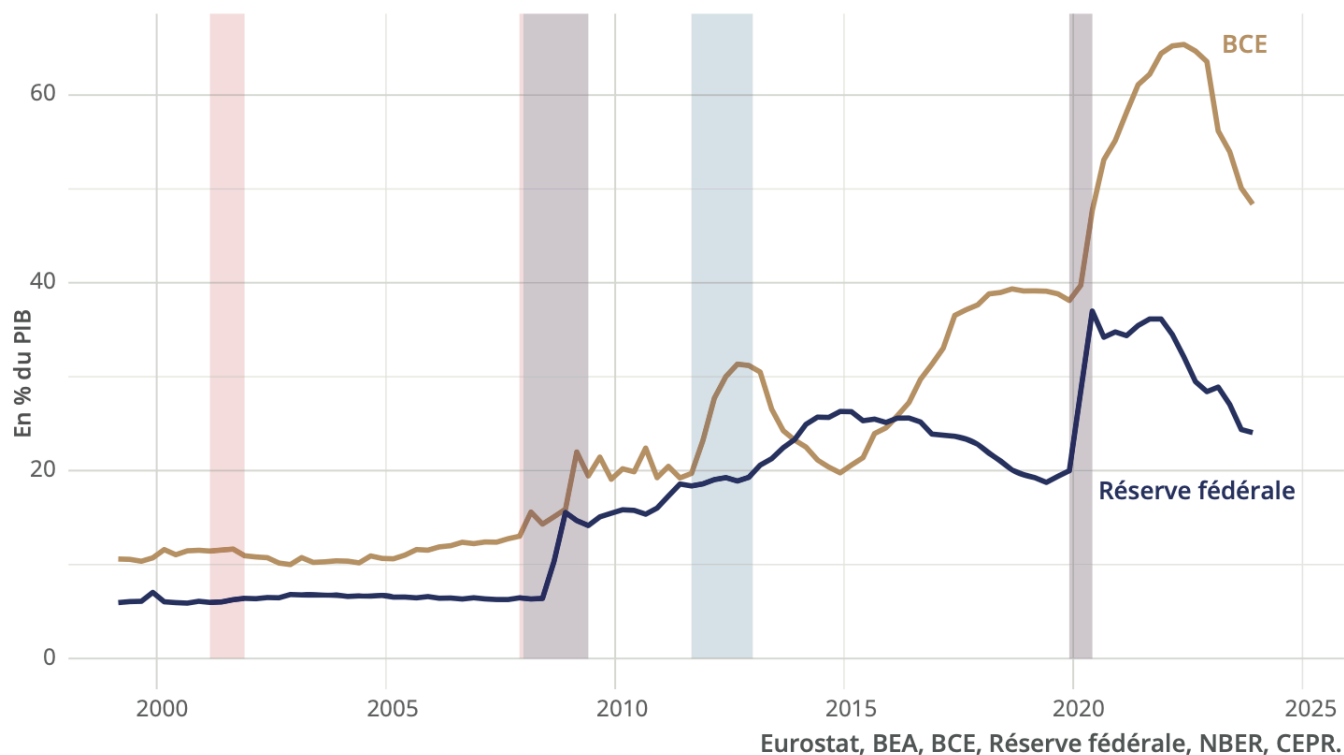


Graphique 13. Taux directeurs de la BCE et de la Réserve fédérale



Note : Les périodes rouges (resp. bleues) représentent les récessions américaines (resp. européennes) telles que définies par le NBER (resp. CEPR).

Graphique 14. Bilan de la BCE et de la Réserve fédérale



Note : les périodes rouges (resp. bleues) représentent les récessions américaines (resp. européennes) telles que définies par le NBER (resp. CEPR).

Le jeudi 6, depuis près de 5 ans, la BCE baisse ses taux.

Voici le Communiqué de presse du Conseil des gouverneurs :

« Le Conseil des gouverneurs a décidé, ce jour, d'abaisser les trois taux d'intérêt directeurs de la BCE de 25 points de base. Sur la base d'une évaluation actualisée des perspectives d'inflation, de la dynamique de l'inflation sous-jacente et de la force de la transmission de la politique monétaire, il est aujourd'hui opportun de réduire le caractère restrictif de la politique monétaire, après avoir maintenu les taux directeurs au même niveau pendant neuf mois. Depuis la réunion du Conseil des gouverneurs de septembre 2023, l'inflation s'est ralentie de plus de 2,5 points de pourcentage et les perspectives d'inflation se sont nettement améliorées. L'inflation sous-jacente s'est également modérée, renforçant les signaux d'atténuation des tensions sur les prix, et les anticipations d'inflation ont diminué sur tous les horizons. La politique monétaire a maintenu des conditions de financement restrictives qui, en freinant la demande et en veillant à ce que les anticipations d'inflation restent solidement ancrées, ont fortement contribué au ralentissement de l'inflation.

Dans le même temps, malgré les progrès observés ces derniers trimestres, les tensions sur les prix d'origine interne restent fortes, en raison de la croissance élevée des salaires, et l'inflation devrait rester supérieure à l'objectif pendant une grande partie de l'année prochaine. Les dernières projections établies par les services de l'Eurosystème pour l'inflation globale et l'inflation sous-jacente en 2024 et 2025 ont été revues à la hausse par rapport aux projections de mars. Elles prévoient désormais que l'inflation globale s'établira en moyenne à 2,5 % en 2024, 2,2 % en 2025 et 1,9 % en 2026. S'agissant de l'évolution des prix hors énergie et produits alimentaires, les services de l'Eurosystème tablent sur une hausse moyenne de 2,8 % en 2024, 2,2 % en 2025 et 2,0 % en 2026. La croissance économique devrait se redresser et s'établir à 0,9 % en 2024, 1,4 % en 2025 et 1,6 % en 2026.

Le Conseil des gouverneurs est déterminé à assurer le retour au plus tôt de l'inflation au niveau de son objectif de 2 % à moyen terme. Il conservera les taux directeurs à un niveau suffisamment restrictif, aussi longtemps que nécessaire, pour atteindre cet objectif. Le Conseil des gouverneurs maintiendra une approche s'appuyant sur les données, réunion par réunion, pour déterminer de manière appropriée le degré et la durée de cette orientation restrictive. Plus particulièrement, ses décisions relatives aux taux directeurs resteront fondées sur son évaluation des perspectives d'inflation compte tenu des données économiques et financières, de la dynamique de l'inflation sous-jacente et de la force de la transmission de la politique monétaire. Le Conseil des gouverneurs ne s'engage pas à l'avance sur une trajectoire de taux particulière.

Le Conseil des gouverneurs a également confirmé ce jour qu'il réduira le portefeuille de titres détenus par l'Eurosystème dans le cadre du programme d'achats d'urgence face à la pandémie (*pandemic emergency purchase programme*, PEPP) de 7,5 milliards d'euros par mois, en moyenne, au second semestre de l'année. Les modalités de réduction de ce portefeuille seront globalement conformes à celles qui sont appliquées pour le programme d'achats d'actifs (*asset purchase programme*, APP).

Taux d'intérêt directeurs de la BCE

Le Conseil des gouverneurs a décidé d'abaisser les trois taux d'intérêt directeurs de la BCE de 25 points de base. En conséquence, les taux d'intérêt des opérations principales de refinancement, de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt seront réduits à respectivement 4,25 %, 4,50 % et 3,75 % à compter du 12 juin 2024.

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

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

Le Conseil des gouverneurs continuera de réinvestir, en totalité, les remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance acquis dans le cadre du PEPP jusqu'à fin juin 2024. Il réduira le portefeuille du PEPP de 7,5 milliards d'euros par mois en moyenne au second semestre de l'année. Le Conseil des gouverneurs entend mettre un terme aux réinvestissements dans le cadre du PEPP fin 2024.

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

Opérations de refinancement

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

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

Selon Marc Touati, « en abaissant ses taux directeurs, alors que l'inflation de la zone, euro repart à la hausse, la BCE ne va pas améliorer sa crédibilité, qui est déjà très faible. Et, ce d'autant que cela n'aura quasiment aucun impact positif sur l'activité économique ».

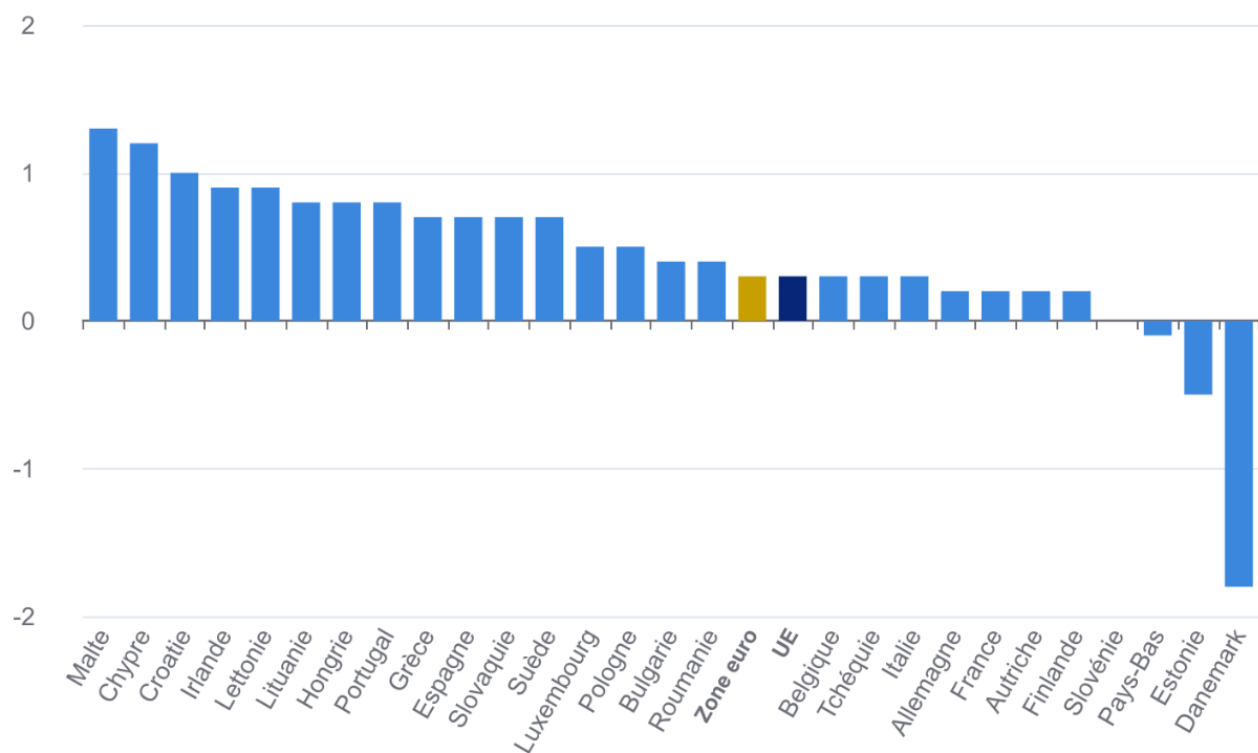
Comme le disent de leur côté Les Echos (Sophie Rolland), « une page se tourne, celle du resserrement monétaire le plus drastique et le plus rapide de l'histoire de la zone euro. En un peu plus d'un an, entre juillet 2022 et septembre 2023, la BCE avait serré la vis 10 fois, faisant décoller son taux de dépôt de - 0,5% à +4%. Cette première baisse de taux avait été largement pré-annoncée (...) La plupart des économistes s'attendent à deux réductions de taux supplémentaires cette année, à l'occasion des réunions de septembre et de décembre. Sur les marchés, les anticipations de baisses de taux se sont considérablement réduites ces dernières semaines. Après avoir envisagé jusqu'à six baisses de taux cette année, jeudi matin, les opérateurs n'intégraient plus que 62 points de base de réduction d'ici au mois de décembre. Soit 2 à 3 baisses de taux de 25 points de base en cinq réunions y compris celle de juin, relevait Jim Reid de Deutsche Bank. »

De nombreux observateurs considèrent que cette baisse des taux de la BCE correspond au minimum que ce que celle-ci pouvait faire ; parce qu'elle s'était pratiquement engagée à baisser ses taux en ce mois de juin mais aussi elle le fait alors que ses propres prévisions montrent une tendance certes à une hausse de la croissance mais aussi à celle de l'inflation : les économistes de la BCE ne tablent sur un recul de l'inflation qu'en 2025. Cela explique en définitive la prudence dont vient de faire preuve le Conseil des gouverneurs.

Le vendredi 7, Eurostat publie plusieurs statistiques :

Taux de croissance du PIB au premier trimestre 2024

Pourcentage de variation, basé sur des données corrigées des variations saisonnières



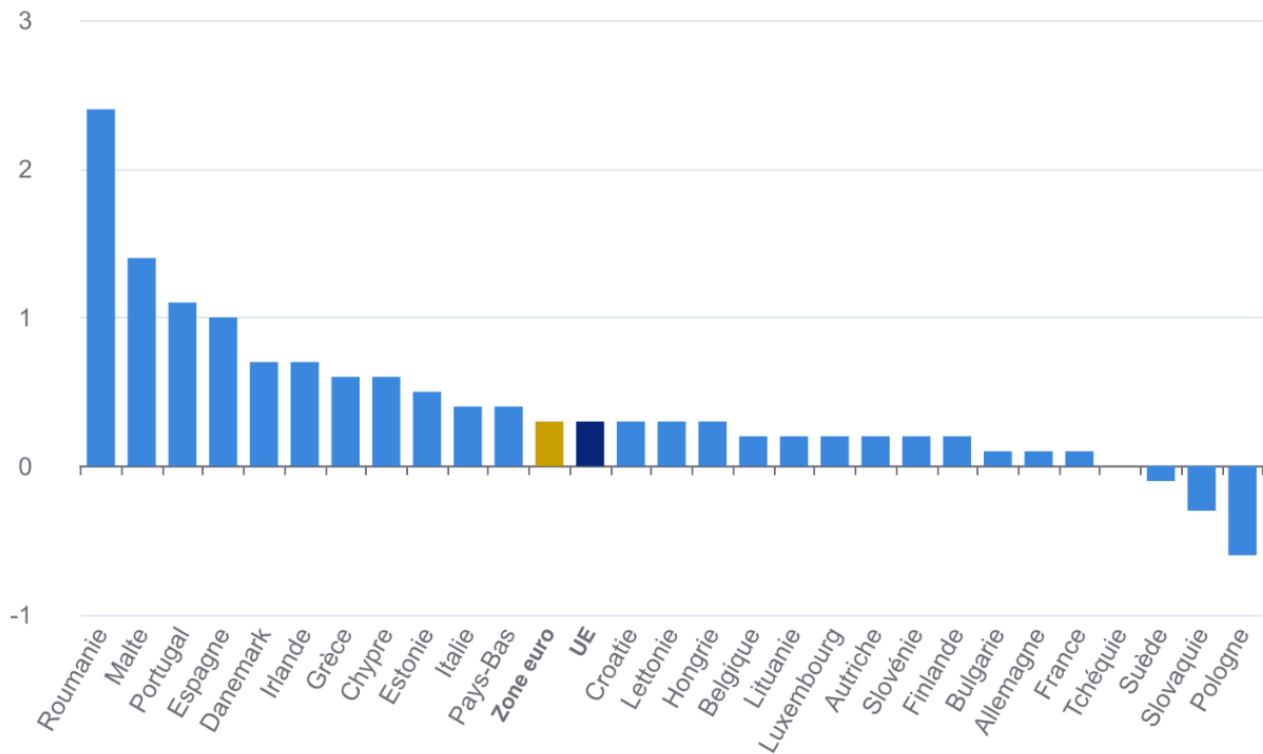
eurostat 



www.chr15

Taux de croissance de l'emploi en personnes au premier trimestre 2024

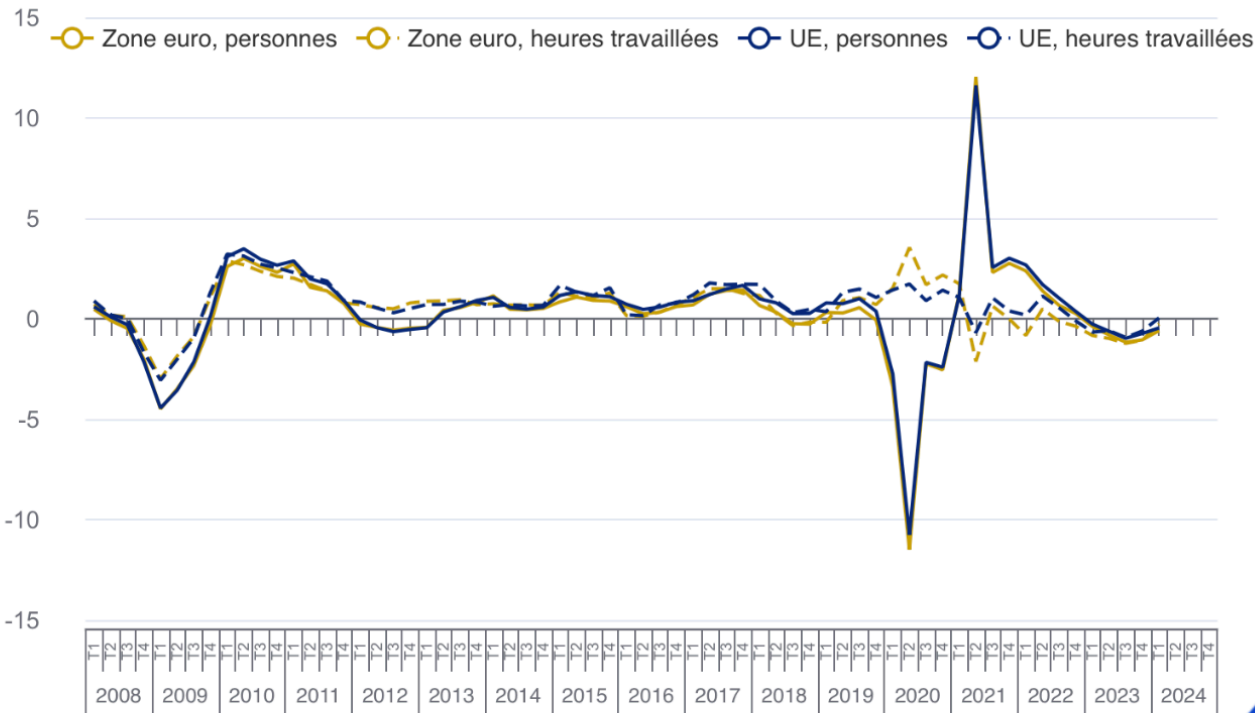
Pourcentage de variation par rapport au trimestre précédent, corrigé des variations saisonnières



eurostat

Évolution de la productivité du travail basée sur des personnes et des heures travaillées

Variation par rapport à l'année précédente en %, données corrigées des variations saisonnières



eurostat

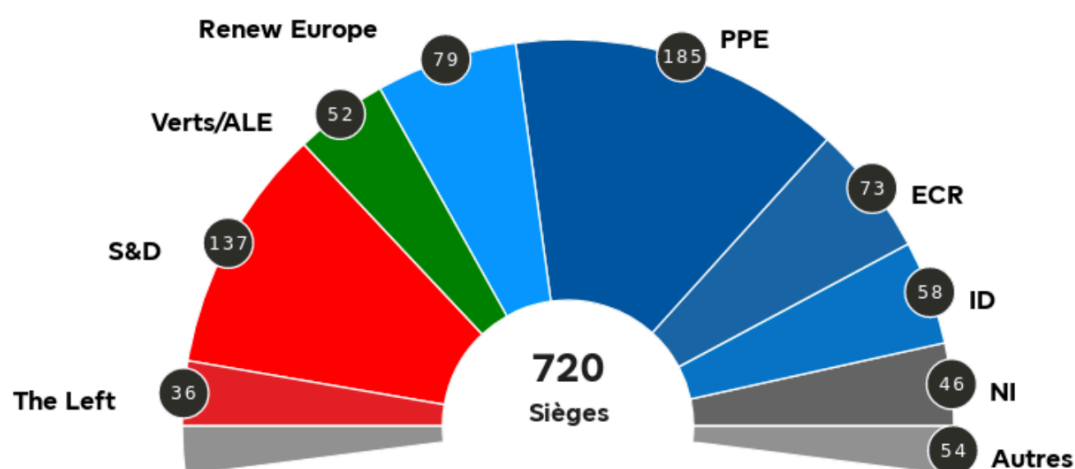
Le dimanche 9 juin, élections au Parlement européen.

Dans de nombreux États membres on assiste à une poussée significative des partis de droite.

En France, l'échec de la liste du Président Macron et la très forte progression de la liste du Rassemblement national créent une situation politique inédite.

Parlement européen 2024 - 2029

Résultats provisoires



Provisoires

Composition du Parlement européen à partir des résultats provisoires ou définitifs disponibles publiés après la fin du scrutin dans tous les États membres, fondée sur la structure du Parlement sortant.

Selon le règlement intérieur du Parlement, un groupe politique est composé d'au moins 23 membres élus dans au moins 7 États membres.

Source : Verian, pour le Parlement européen





Le mardi 11, la BCE publie un entretien que sa Présidente, Christine Lagarde, a accordé le vendredi 7 à plusieurs organes de presse.

En voici le texte :

« Quels enseignements tirez-vous du cycle restrictif de politique monétaire qui se termine ? Vous avez signalé que la BCE n'est pas entrée dans une phase de réduction de ses taux d'intérêt. Mais la BCE pourrait-elle s'en tenir à une seule réduction sans compromettre sa crédibilité ?

Tout d'abord, nous n'avons pas encore mis un terme au cycle restrictif de la politique monétaire. Les taux d'intérêt réels montrent que la politique monétaire reste restrictive, et doit le demeurer aussi longtemps que nécessaire pour ramener l'inflation à 2 %. Nous sommes dans la troisième phase de notre cycle de politique monétaire. La première a consisté en un resserrement rapide et vigoureux, avec un relèvement de nos taux directeurs de 450 points de base en un peu plus d'un an, qui nous a permis de diviser l'inflation par deux, de 10,6 % à 5,2 %. Une phase de maintien des taux d'intérêt a alors suivi. Elle a duré neuf mois, pendant lesquels l'inflation a reculé de 5,2 % à 2,6 %. Particulièrement au cours de la dernière partie de cette période, nous avons signalé que nous devrions avoir suffisamment confiance dans la trajectoire désinflationniste.

Qu'est-ce qui vous a conduit à prendre la décision de la semaine dernière ?

Nous avons analysé de très nombreuses données, y compris quelques chiffres récents qui auraient pu être meilleurs, et avons aussi examiné nos dernières projections macroéconomiques, établies par les services de l'Eurosystème. Selon nous, le processus de désinflation était suffisamment avancé et devrait se poursuivre au cours des dix-huit prochains mois : nous pouvions donc réduire nos taux d'intérêt. Mais nous ne sommes pas sur une trajectoire prédéterminée. Nous réévaluerons la situation à chaque étape, pas seulement lorsque nous disposerons de nouvelles projections.

Qu'est-ce que cela signifie ?

Nous avons pris la décision appropriée, mais les taux d'intérêt ne sont pas pour autant sur une trajectoire baissière linéaire. Il pourra y avoir des périodes où nous les maintiendrons à nouveau à leur niveau.

Voulez-vous dire que vous aurez besoin de nouveaux chiffres, de nouvelles projections, pour prendre vos décisions ?

Nous aurons besoin de davantage de données, notamment concernant les salaires, la hausse des bénéfices unitaires - et la mesure dans laquelle ils absorberont une partie des coûts de la main-d'œuvre -, ainsi que la productivité. Ce sont des déterminants importants de l'augmentation des prix des services, qui est notre point faible.

Et ces périodes de maintien des taux pourront-elles s'étendre au-delà de la réunion qui suivra ?

C'est une possibilité. Nous devons voir comment les coûts de la main-d'œuvre évoluent. Et nous devons constater que les bénéfices continuent d'absorber les augmentations déjà actées. Grâce à notre outil de suivi des salaires, nous savons quelle est la tendance dans ce domaine, mais il pourrait y avoir des à-coups en chemin.

La décision de réduire les taux a été quasiment unanime. Mais la tonalité des commentaires des différents membres du Conseil des gouverneurs semble indiquer qu'il n'en ira pas de même à l'avenir. Comment allez-vous procéder face à des avis divergents ? Attendez-vous que de larges majorités se dégagent avant de prendre des décisions ?

Depuis le début de mon mandat, il y a quatre ans et demi, j'ai tâché d'écouter tout le monde, de respecter le point de vue de chaque membre du Conseil des gouverneurs, de transmettre les informations autant que possible, et je continuerai d'agir ainsi. Cette approche a bien fonctionné jusqu'à présent. Nous avons pris des décisions dans le passé sans être parvenus à l'unanimité. Nous n'avons jamais dû recourir à un vote, même si, parfois, j'ai fait le tour de la table pour demander : « Vous êtes d'accord ? ».

Le manque d'indications sur la trajectoire future des taux d'intérêt reflète-t-il un désaccord important au sein du Conseil des gouverneurs ?

Absolument pas. Si cela témoigne de quelque chose, c'est de ma propre conviction que la *forward guidance* (les indications sur la trajectoire future des taux d'intérêt directeurs) n'était plus utile. Elle a peut-être été bénéfique quand les taux d'intérêt étaient proches de leur niveau plancher et que nous pratiquions une politique d'assouplissement quantitatif. Mais, à l'heure actuelle, des orientations à un horizon avancé ne sont pas bénéfiques.

Les marchés doivent-ils dès lors s'accoutumer à une nouvelle ère, sans orientations ?

Comment fournir des indications prospectives en période de fortes incertitudes ? Nous pourrions nous retrouver pieds et mains liés, sans pouvoir rentrer la grand-voile, au moment où le navire est pris dans la tempête. Nous sommes tous d'accord sur le niveau élevé d'incertitudes et chacun admet que, dans ces conditions, la *forward guidance* n'est pas une solution.

Revenons un instant sur un point que vous avez mentionné, à savoir que les chiffres les plus récents auraient pu être meilleurs. La croissance des salaires s'est accélérée et l'inflation a augmenté pour la première fois cette année. Pourquoi dès lors crier victoire maintenant ?

Nous ne crions pas encore victoire, et nous ne confondons pas l'arbre et la forêt. En septembre dernier, nous avons décidé d'augmenter nos taux pour la dernière fois, puis nous les avons maintenus au même niveau. Nous vérifions soigneusement à travers les projections macroéconomiques de nos services quand nous pensons atteindre notre objectif de 2 %. En septembre, décembre, mars et juin, nos projections d'inflation indiquaient que nous reviendrions à 2 % ou à 1,9 % à un certain moment en 2025. Ces résultats sont donc robustes, et nous nous attendons à retrouver notre objectif en 2025. Mais nous savons que ça ne se fera pas sans accroc.

Le calendrier d'une première baisse des taux au moment d'une révision de la projection d'inflation n'est-il pas malheureux ?

La destination est 2 %. Nous avons observé de façon rationnelle où nous en étions dans ce cycle et la mesure dans laquelle nous avons réduit l'inflation. Nous avons essayé d'évaluer les à-coups qui pourraient se produire et c'est sur cette base que nous avons décidé d'abaisser les taux.

Vous avez évoqué le degré élevé d'incertitudes et la nécessité d'être prudent, mais deux risques subsistent : le risque d'une détente trop rapide, avec ses implications pour l'inflation et la croissance, et le risque d'une politique monétaire trop restrictive, ou restrictive pendant une période trop longue. La phrase « il serait opportun de réduire le caractère restrictif actuel de notre politique monétaire » n'apparaît plus dans votre déclaration de politique monétaire. Pourquoi ?

Nous avons en premier lieu considéré que, nonobstant la réduction des taux d'intérêt, nous devons rester restrictifs. La suppression du biais accommodant a été dictée par notre volonté de nous appuyer sur les données, en sachant clairement quelle est notre destination et quand nous reviendrons à 2 %.

Quel risque préféreriez-vous prendre ?

Je veux revenir à notre objectif de 2 %. Nous devons évaluer la balance des risques en permanence et prendre les bonnes décisions au bon moment.

Je sais que vous ne donnez pas d'indications sur la trajectoire future des taux d'intérêt, mais quand pensez-vous qu'il sera approprié de discuter du taux d'intérêt « naturel », car cette discussion devra avoir lieu, n'est-ce pas ?

Je suis sûre qu'elle aura lieu, oui. Mais il serait très prématuré d'entamer cette discussion dès maintenant. Le taux d'intérêt naturel devrait être plus élevé qu'avant la pandémie, mais nous en sommes encore loin. Je pense donc qu'il n'y a pas lieu d'avoir ce débat actuellement.

Pourquoi pensez-vous que les projections sont aujourd'hui plus fiables qu'il y a deux ans ?

L'ampleur des erreurs s'est considérablement réduite. Personne n'aime se tromper. Les équipes de la BCE ont été les premières, dans le monde des banques centrales, à chercher l'origine des erreurs. Les prix de l'énergie et l'incapacité d'évaluer correctement leur évolution future étaient largement en cause, ce qui n'est guère surprenant compte tenu de l'étendue des risques et de la rapidité des fluctuations des prix. Il y a aussi un effet indirect qui se diffuse à d'autres variables.

Vous avez également relevé les projections de croissance pour la zone euro. Diriez-vous par conséquent que l'économie a finalement passé un cap et est désormais en phase de croissance ?

Les perspectives de croissance se sont améliorées, comme nous l'avons constaté à travers certains chiffres. Cela ressort également des données provenant d'enquêtes téléphoniques auprès d'entreprises opérant dans différents secteurs de l'industrie et des services.

Le chômage est en baisse, l'emploi en hausse. Les salaires progressent et l'activité croît alors que l'inflation diminue. Le taux d'épargne reste très élevé, mais les particuliers dépensent davantage. Une légère reprise de l'investissement est également à l'œuvre. Elle n'est pas très forte, mais elle est là. Le secteur de la construction, grâce à un hiver doux cette année, a pu continuer de travailler, y compris en Allemagne. Et les coûts de financement ont commencé à baisser. Ce sont là quelques exemples de renforcement de l'économie que je perçois.

Pourquoi pensez-vous que les marges bénéficiaires vont se rétrécir alors que la croissance plus forte permet davantage aux entreprises d'augmenter leurs prix, grâce à un pouvoir accru, et non réduit, de fixation des prix ?

Comme indiqué dans notre déclaration de politique monétaire, il s'agit effectivement de l'un des risques potentiels à la hausse pesant sur l'inflation.

Certains pays sont fortement endettés. Et, avec la contraction du programme d'achats d'urgence face à la pandémie (*pandemic emergency purchase programme*, PEPP) et du programme d'achat d'actifs (*asset purchase programme*, APP), plus ancien, ces pays pourraient à nouveau attirer l'attention des marchés en l'absence de tout instrument permettant de réagir, à l'exception de l'instrument de protection de la transmission (IPT) de la BCE. Mais pour pouvoir activer l'IPT, un pays doit respecter les règles budgétaires de l'Union européenne. Ne pensez-vous pas que vous pourriez vous trouver dans une situation de quasi-impossibilité d'agir parce que l'endettement sera trop élevé, l'orthodoxie budgétaire insuffisante et que vous serez bloqués ?

Il a parfois été dit que l'IPT ne pourrait être utilisé que si un pays n'était pas sous le coup d'une procédure de déficit excessif. Ce n'est pas le cas. La Commission européenne peut exiger d'un pays qu'il prenne un certain nombre de mesures pour revenir sur la bonne voie et réduire sa dette tout en maintenant les investissements propices à la croissance. Il s'agit d'une incitation pour que les pays se conforment au nouveau cadre budgétaire, qui permet des investissements favorables à la croissance et à la productivité. Si ce cadre est respecté, l'IPT peut être activé et le pays est éligible.

Et vous ne craignez pas des mouvements de marché quand les investissements au titre du PEPP prendront fin ?

Notre politique relative au PEPP a été maintes fois expliquée. Tout le monde sait que nous réduisons ce portefeuille au cours du second semestre de l'année de 7,5 milliards d'euros par mois en moyenne, et que nous entendons cesser les réinvestissements fin 2024. Quant à la réduction progressive de l'APP, elle s'est déjà déroulée sans encombre. L'annonce concernant le PEPP a elle aussi été bien reçue.

Il s'agira quand même d'une rupture majeure pour les marchés financiers, après dix ans de soutien à l'achat d'obligations.

Regardez la marque imprimée par la BCE sur les marchés. Elle s'était accrue et, à présent, nous la réduisons graduellement.

La stabilité de la zone euro ne sera donc mise à l'épreuve que progressivement ?

Avec l'amélioration de la situation et la mise en place de différents cadres, mais aussi avec le respect par les pays des accords qu'ils ont conclus entre eux, l'Union européenne et la zone euro devraient continuer de prospérer.

Je serais curieuse de savoir quel a été votre rôle s'agissant de l'IPT. Cet instrument est très puissant, et je pense que vous avez pu aller beaucoup plus loin que Mario Draghi parce que, s'il a conçu l'APP, vous avez quant à vous élaboré le PEPP, qui est également extrêmement souple.

Mario Draghi est à l'origine des opérations monétaires sur titres, les « OMT », à la suite de sa formule « whatever it takes » (le « quoi qu'il en coûte »). L'IPT est différent, et ne dépend pas d'un programme du Mécanisme européen de stabilité soumis à certains critères.

De plus, quand nous avons lancé le PEPP, nous avons précisé que nous pourrions nous écarter de la clé de répartition de notre capital si et lorsque nécessaire. Et les marchés ont compris le message.

Et en ce qui concerne l'IPT ?

Je ne souhaite pas surestimer le rôle que j'ai joué à cet égard, mais les circonstances étaient étranges parce que nous étions pressés par le temps. Nous avons noté certaines variations de l'écart de rendement entre les emprunts publics italiens et les *bunds* allemands, non fondées sur les fondamentaux. Nous nous sommes donc mis au travail et, pour ce qui me concerne, cela s'est terminé dans un sous-sol sombre, sans fenêtre, d'un hôtel à Londres.

À cette époque, nous avions accès à WebEx, Zoom, Teams, etc., qui n'étaient pas disponibles lors de la mise en place du PEPP. J'ai décidé le PEPP avec mes collègues du Conseil des gouverneurs depuis ma cuisine. Nous ne disposions que d'iPhones et d'iPads pour consulter les documents. Présentant que la nuit allait être longue, Fabio Panetta, qui faisait alors partie du directoire et n'habitait pas très loin, m'a rejointe et a apporté des gâteaux que nous nous sommes partagés jusqu'à 4 heures du matin. Mais pour l'IPT, j'ai convoqué la réunion alors que j'étais à Londres pour un événement. Je n'avais pas de connexion dans la pièce où je me trouvais. J'ai donc demandé si je pouvais descendre au rez-de-chaussée. Le personnel de l'hôtel m'a répondu par l'affirmative, tout en me prévenant qu'une réunion annuelle s'y déroulait. J'ai dit que ce n'était pas idéal, que j'avais besoin de plus de tranquillité. C'est ainsi que je me suis retrouvée au sous-sol, dans une pièce sombre où un écran avait été installé.

D'une part, onze pays sur vingt sont en passe d'enfreindre les règles budgétaires récemment adoptées pour la zone euro. D'autre part, l'Allemagne s'arc-boute sur son frein à l'endettement et bride ses investissements et, donc, la croissance. Qu'est-ce qui vous paraît le plus préoccupant ?

Pour moi, le véritable enjeu est que ce cadre, qui a été convenu au terme de longues négociations, soit effectivement mis en œuvre et respecté. Tous les « petits » États membres se souviennent très bien de l'époque où les grands États membres ont ignoré les règles. J'espère sincèrement que l'ensemble des États membres, quelle que soit leur taille, respectent les règles, qui sont fondamentales.

L'Allemagne devrait-elle davantage soutenir la croissance dans la zone euro ?

Il ne m'appartient pas de donner des recommandations en matière de politiques budgétaires. Je dirais simplement que l'Allemagne aussi a besoin d'importants investissements.

Vous avez appelé à accélérer l'union des marchés de capitaux. Pensez-vous qu'elle puisse être rapidement mise en place ? Quelle contribution la BCE peut-elle apporter en ce sens ?

Je suis convaincue de la nécessité d'une union des marchés de capitaux. Il est impératif d'agir rapidement et selon une approche descendante et globale. Particulièrement au niveau du Conseil européen, un coup d'accélérateur a été donné et il est entendu que nous devons pouvoir lever davantage de capitaux en Europe, de façon plus harmonisée. L'ensemble des États

membres souhaitent en outre qu'une bonne part de l'épargne européenne reste en Europe. Notre besoin de procéder à des investissements massifs en Europe fait aussi l'objet d'un consensus. Enrico Letta l'évoque dans son rapport et Mario Draghi se prononcera également en ce sens. À cet égard, pouvoir compter sur une supervision unique est une condition et le corpus réglementaire unique en est une autre, au même titre qu'une infrastructure post-marché unifiée. Tous ces éléments sont nécessaires, et nous ferons tout ce qui est en notre pouvoir pour apporter notre aide. Toutefois, notre responsabilité directe est tout autre et consiste à maintenir la stabilité des prix. Mais si nous pouvons nous rendre utiles en associant nos forces, nous le ferons.

Pensez-vous que cela suffise ? Les diagnostics sont partagés, certains outils sont proposés et la vitesse supérieure a été enclenchée mais quelque chose peut-il être fait dans les prochains mois et non dans les prochaines années ?

Dans les prochains mois ? Je ne pense pas, car élaborer un corpus réglementaire unique prendra du temps. La question qui se pose à nous est plutôt : comment maintenir la cadence ? Un dispositif de titrisation révisé pourrait être un bon point de départ.

Vu l'impossibilité d'aller plus vite dans ce domaine, un *Next Generation EU (NGEU) 2.0* prenant la relève du programme de relance économique de l'UE est-il nécessaire au-delà de 2026 ?

Ce débat revêt une dimension politique qui n'est pas de ma compétence.

Le programme NGEU est-il une réussite selon vous ? Certains estiment que la loi américaine de réduction de l'inflation est efficace, mais pas le NGEU.

Nous ne pourrions le savoir qu'en 2026, car, à ce jour, seule une petite partie des fonds NGEU ont été libérés. Deux aspects entreront en ligne de compte : premièrement, ce qui aura été mené à bien d'ici fin 2026 ; deuxièmement, et cela devra faire l'objet d'un débat d'ici peu, quelles seront les ressources internes, qui devront être décidées collectivement et remboursées. Une partie du NGEU se composait de subventions, l'autre de prêts, qui devront être remboursés, et des décisions doivent encore être prises à ce sujet. Ce programme est certainement utile et, du point de vue de la gouvernance, il a marqué un tournant. Mais a-t-il été couronné de succès ? Il est encore trop tôt pour le dire.

Il est rare que la BCE abaisse ses taux avant la Réserve fédérale. Dans ce contexte, quelle importance revêt la décision que vous avez prise la semaine dernière ?

Ce n'est pas la première fois que la BCE et la Réserve fédérale n'agissent pas de concert. Nous devons chacune respecter nos mandats respectifs et tenir compte des fondamentaux de nos économies, qui ne coïncident pas actuellement. Si l'on considère l'activité et le marché du travail, l'activité est plus forte aux États-Unis. La demande y est plus vive et a nettement plus alimenté l'inflation que dans la zone euro. Le marché du travail américain est également probablement plus tendu que le nôtre. Chacune d'entre nous doit réagir en fonction de son économie, mais cela ne nous empêche pas de prendre en compte les effets de contagion.

Aucun successeur au gouverneur de la Banque d'Espagne, Pablo Hernández de Cos, n'a encore été nommé. Cela vous inquiète-t-il ? Il pourrait être remplacé par une femme, ce qui constituerait un important progrès, la Banque d'Espagne devenant la deuxième banque centrale nationale de la zone euro dans ce cas.

Pablo est un homme formidable qui a un esprit d'équipe hors norme. Je l'ai surnommé « caballero ». Il va nous manquer à tous, et à moi en particulier. C'est un économiste et un gouverneur de banque centrale extrêmement rigoureux, très loyal au sein d'une équipe. Ce fut un grand plaisir de travailler avec lui. Sa contribution au sein du Conseil des gouverneurs a toujours été déterminante et particulièrement appréciée et respectée. J'espère vivement que le gouvernement espagnol nommera à son poste quelqu'un qui pourra nous apporter autant que lui.

Les Européens auront-ils accès à un euro numérique avant que vous quittiez vos fonctions, en 2027 ?

C'est possible, mais il faudrait aller vite. Nous ne sommes pas les seuls à travailler sur ce dossier. La Commission européenne et le Parlement européen auront un rôle décisif à jouer puisqu'il leur incombe de nous fournir le cadre juridique dans lequel un euro numérique serait émis. Nous faisons tout notre possible sur le volet technique mais, pour que nous puissions avancer, un cadre juridique est indispensable.

Le but ultime est-il que la BCE émette un euro numérique ?

Mon but ultime est une inflation à 2 %. C'est mon obsession. Mais je souhaite aussi veiller à ce que la BCE soit prête pour l'avenir. Et si les préférences des Européens suivent la tendance numérique que nous observons, je pense qu'il est crucial de proposer de la monnaie de banque centrale sous une forme numérique, qui pourra être utilisée par tous ceux qui le désirent.

Avant de conclure, que pensez-vous des résultats des élections européennes ?^[1]

La BCE est une banque centrale indépendante, ce qui signifie que nous remplirons notre mandat indépendamment des résultats électoraux. Nous sommes prêts à travailler avec le prochain Parlement européen.

Le mercredi 12, la Fed maintient ses taux directeurs, autrement dit la fourchette entre 5,25% et 5,5%. Et, alors qu'il y a peu trois baisses nouvelles étaient prévues dans l'année, aujourd'hui une seule est envisagée en fonction de l'évolution de l'inflation et des autres variables macroéconomiques.

Par ailleurs, ce même mercredi, la situation des spreads est la suivante (extrait du tableau) :

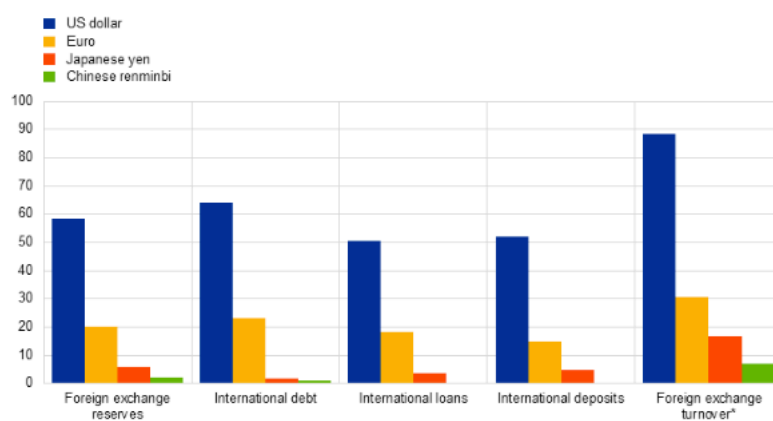
 Suisse	0,746	0,835	0,746	-0,054	-6,75%	-179,4	-357,0	12/06
 Japon	0,959	0,974	0,948	-0,029	-2,94%	-158,1	-335,5	06:27:01
 Taiwan	1,605	1,630	1,630	0,000	0,00%	-93,5	-271,1	02:23:04
 Suède	2,243	2,310	2,230	-0,117	-4,96%	-29,7	-207,3	12/06
 Chine	2,312	2,348	2,299	+0,006	+0,24%	-22,7	-200,3	08:35:50
 Allemagne	2,5380	2,5475	2,5290	+0,0030	+0,12%	0,0	-177,6	08:36:27
 Danemark	2,578	2,668	2,552	-0,087	-3,26%	3,9	-173,6	12/06
 Thaïlande	2,789	2,800	2,790	0,000	0,00%	24,9	-152,7	05:51:35
 Viêt Nam	2,832	2,932	2,907	-0,100	-3,41%	29,2	-148,4	06:10:01
 Pays-Bas	2,859	2,873	2,848	-0,001	-0,03%	32,1	-145,5	08:36:24
 Irlande	2,968	2,987	2,955	+0,001	+0,03%	43,4	-134,2	08:36:26
 Finlande	3,056	3,074	3,042	0,000	0,00%	51,6	-125,8	08:36:24
 Autriche	3,079	3,118	3,079	-0,001	-0,03%	54,6	-123,0	08:36:26
 Belgique	3,135	3,154	3,115	+0,011	+0,35%	59,5	-118,1	08:36:25
 France	3,156	3,248	3,143	-0,003	-0,09%	61,6	-116,0	12/06
 Slovénie	3,173	3,174	3,150	-0,022	-0,69%	62,8	-114,8	08:36:24
 Portugal	3,189	3,209	3,189	+0,002	+0,06%	65,2	-112,4	08:36:24
 Croatie	3,215	3,382	3,128	0,000	0,00%	67,5	-110,1	22/05
 Singapour	3,237	3,272	3,198	-0,036	-1,10%	69,7	-107,9	05:02:05
 Chypre	3,294	3,445	3,321	-0,046	-1,38%	75,3	-102,3	08:36:03
 Corée du Sud	3,338	3,344	3,329	-0,032	-0,95%	79,7	-97,9	08:35:39
 Espagne	3,373	3,455	3,343	+0,007	+0,22%	83,6	-94,1	08:36:22
 Canada	3,418	3,475	3,354	0,026	0,77%	87,8	-89,8	12/06
 Norvège	3,535	3,535	3,535	-0,021	-0,59%	99,5	-78,1	08:02:38
 Slovaquie	3,54	3,65	3,55	-0,02	-0,67%	100,7	-76,9	08:36:26
 Hong-Kong	3,583	3,744	3,642	-0,161	-4,29%	104,3	-73,3	05:46:08
 Grèce	3,628	3,629	3,621	-0,006	-0,17%	108,4	-69,2	08:36:24
 Malte	3,641	3,641	3,641	-0,026	0,00%	110,1	-67,5	12/06
 Maroc	3,728	3,828	3,828	-0,100	-2,61%	118,8	-58,8	08:03:02
 Malaisie	3,904	3,904	3,888	+0,045	+1,17%	136,4	-41,2	08:32:05
 Italie	3,949	3,954	3,930	+0,025	+0,64%	140,5	-37,1	08:36:25

Toujours le mercredi 12, la BCE publie une étude sur la place de l'euro au sein du SMI, qui montre une grande stabilité (<https://www.ecb.europa.eu/press/other-publications/ire/html/ecb.ire202406~0b56ba4f71.fr.html>).

Nous en publions deux schémas importants :

Snapshot of the international monetary system

(percentages)



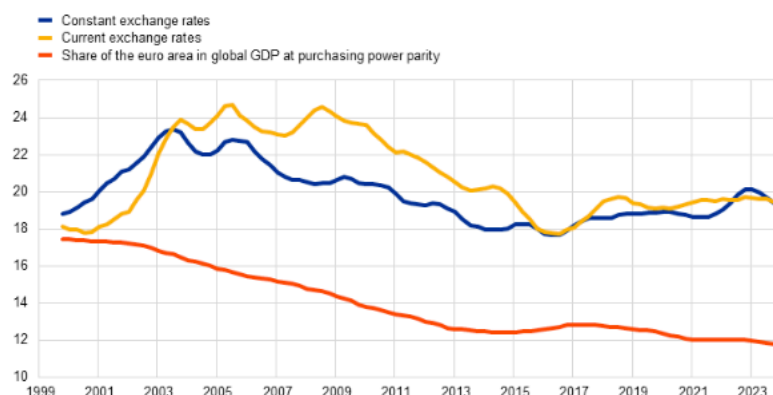
Sources: BIS, IMF, CLS Bank International, Ilzetzki, Reinhart and Rogoff (2019) and ECB calculations.

Notes: The latest data on foreign exchange reserves, international debt, international loans and international deposits are for the fourth quarter of 2023. Foreign exchange turnover data as of April 2022. *Since transactions in foreign exchange markets always involve two currencies, foreign exchange turnover shares add up to 200%.

The international role of the euro remained broadly stable in 2023

Composite index of the international role of the euro and share of the euro area in global GDP

(percentages; at current and constant Q4 2023 exchange rates; four-quarter moving averages)

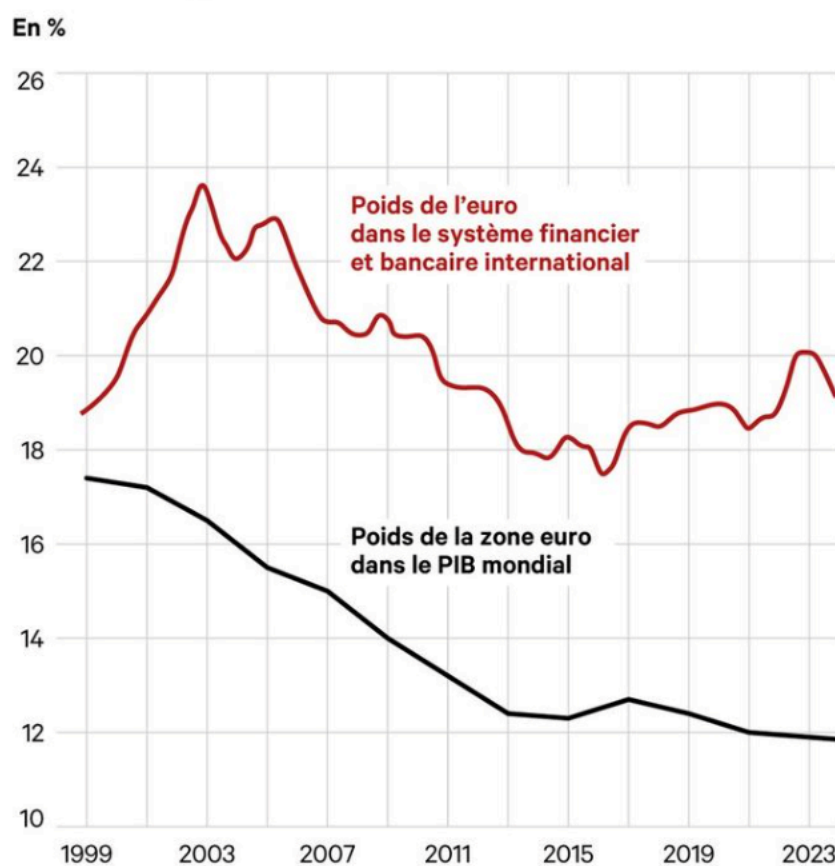


Sources: Bank for International Settlements (BIS), International Monetary Fund (IMF), CLS Bank International, Ilzetki, Reinhart and Rogoff (2019) and ECB calculations.

Notes: Arithmetic average of the shares of the euro at constant (current) exchange rates in stocks of international bonds, loans by banks outside the euro area to borrowers outside the euro area, deposits with banks outside the euro area from creditors outside the euro area, global foreign exchange settlements, global foreign exchange reserves and global exchange rate regimes. For the period since 2010, estimates of the share of the euro in global exchange rate regimes are based on IMF data; pre-2010 shares are estimated using data from Ilzetki, E., Reinhart, C. and Rogoff, K. (2019), "Exchange Arrangements Entering the Twenty-First Century: Which Anchor will Hold?", *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 134, Issue 2, May, pp. 599-646. The latest observation is for the fourth quarter of 2023.

À ce sujet, Les Echos publient un schéma intéressant :

L'euro résiste au déclin économique de l'Europe sur la scène internationale

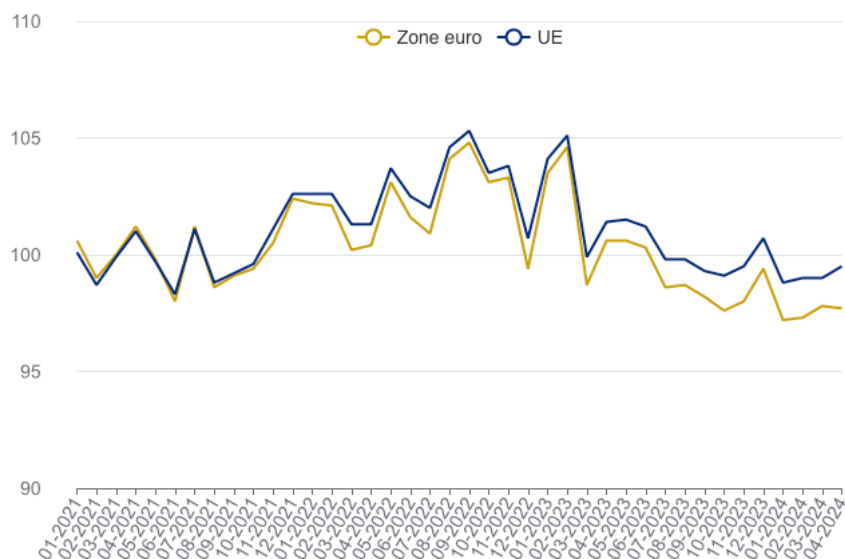


SOURCES : BIS, FMI, BCE

Le jeudi 13, Eurostat publie les informations suivantes sur l'évolution de la production industrielle :

Production industrielle

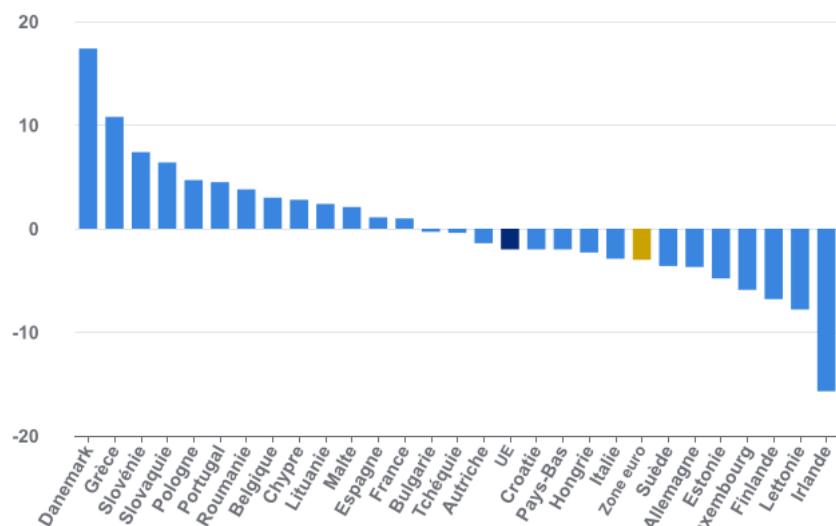
2021=100, données corrigées des variations saisonnières



eurostat 

Production industrielle en avril 2024

variation en pourcentage par rapport à avril 2023



eurostat 

Production industrielle

Variation en % par rapport au mois précédent*



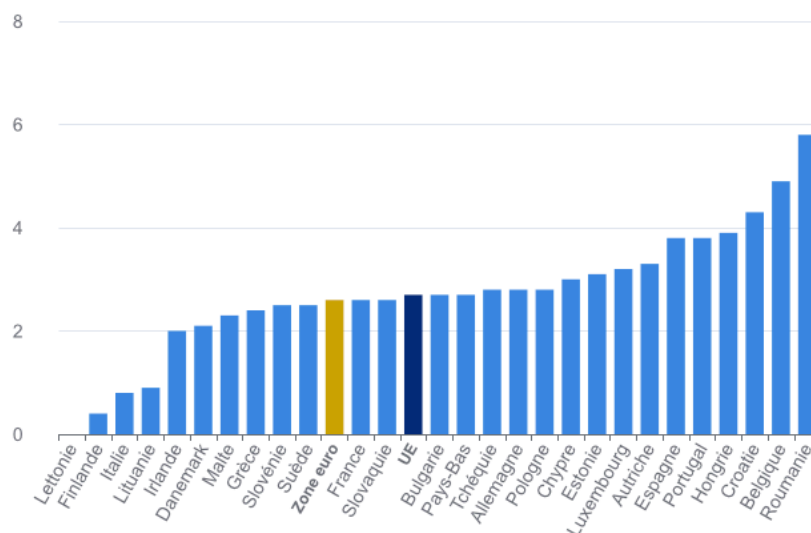
	Nov-23	Déc-23	Jan-24	Fév-24	Mar-24	Avr-24
Zone euro						
Ensemble de l'industrie	0,4	1,4	-2,2	0,1	0,5	-0,1
Biens intermédiaires	-0,7	-1,4	2,2	0,3	-0,2	-0,4
Énergie	2,2	0,3	1,2	-3,2	-0,1	0,4
Biens d'investissement	0,7	11,4	-15,5	2,0	0,9	0,7
Biens de consommation durables	-1,6	0,1	-1,3	1,2	-0,6	0,3
Biens de consommation non durables	2,7	-0,6	-0,4	-0,4	-2,7	3,4

Le lundi 17, la Banque de France publie un document pédagogique sur les « interdépendances entre la politique monétaire et la politique budgétaire » : <https://abc-economie.banque-france.fr/interdependances-entre-la-politique-monetaire-et-la-politique-budgetaire>

Le mardi 18, Eurostat publie la statistique suivante sur le taux d'inflation en mai :

« Le taux d'inflation annuel de la zone euro s'est établi à 2,6% en mai 2024, contre 2,4% en avril. Un an auparavant, il était de 6,1% » :

Taux d'inflation annuel (%) en mai 2024



eurostat

Ce même mardi 18, Natixis publie un Flash Economie (le n°283) qui revient sur la baisse des taux de la BCE :

« La BCE a décidé de baisser ses taux directeurs (de 4,50 % à 4,25 % pour le taux repo) en juin 2024, et il n'est pas impossible que d'autres baisses suivent après juin 2024.

Pourtant, les statistiques qui sont publiées sont peu favorables à une baisse des taux d'intérêt :

- coût salarial unitaire en hausse de 5,6 % sur un an au 1^{er} trimestre 2024 dans la zone euro, les salaires en hausse de 4,7 % sur un an ;

- reprise de la croissance (0,3 % sur le trimestre au 1^{er} trimestre 2024, redressement du PMI composite de la zone euro) ;
- normalisation des conditions de l'offre et de l'évolution de la demande de crédit ;
- maintien de difficultés d'embauche élevées et d'une tension forte sur le marché du travail ;
- redressement des prix des matières premières (pétrole, gaz naturel, matières premières agricoles, métaux industriels).

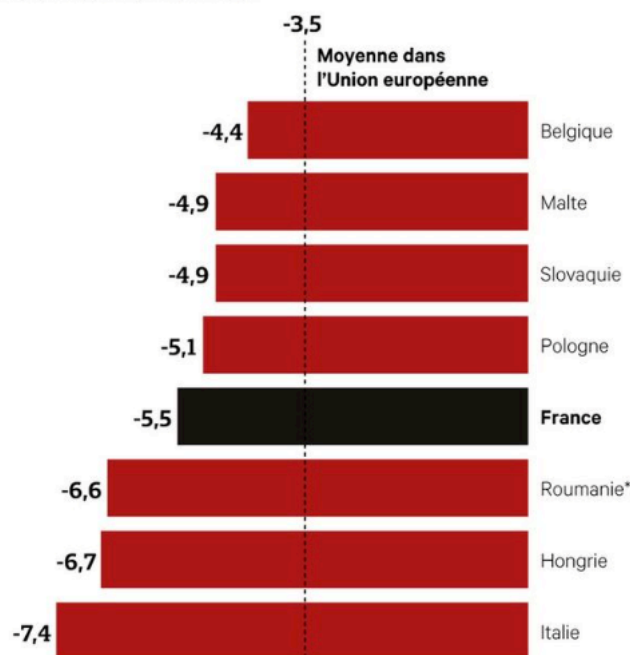
On ne comprend pas bien pourquoi la BCE baisse ses taux d'intérêt alors que l'inflation salariale est très forte et que l'économie se redresse dans la zone euro ».

Le mercredi 19, la Commission européenne annonce l'ouverture d'une procédure pour déficit excessif contre la France. Cela signifie que le futur gouvernement français devra travailler avec la Commission pour définir, pour la présenter à l'automne, une stratégie de moyen terme compatible avec les principes du nouveau Pacte de Stabilité et de Croissance. Rappelons que celui-ci prévoit un ajustement structurel (hors effets de la conjoncture) de -0,5 % par an pour tous les pays dont le déficit est supérieur à 3 %, avec quelques flexibilités possibles selon certains critères. Il apparaît donc difficile d'échapper à des mesures d'économies fortes, sauf à engager un bras de fer rapide avec tous les partenaires européens.

Il est théoriquement prévu des sanctions financières à hauteur de 0,1 % du PIB par an pour les pays qui ne mettront pas en œuvre les corrections imposées, soit près de 2,5 milliards d'euros dans le cas de la France. La Commission pourrait prélever ces sommes sur les fonds du plan de relance européen ou les fonds de cohésion.

Les pays visés par des procédures de la Commission européenne pour déficits publics excessifs

Déficit en 2023, en % du PIB



*La Roumanie est sous le coup de cette procédure depuis 2019

SOURCE : EUROSTAT



À cela s'ajoute une inquiétude croissante à la fois des marchés financiers et du monde patronal.

Il faut dire que la situation de l'économie française explique pleinement la décision de Bruxelles et cette double inquiétude : le pouvoir actuel laisse un mauvais bilan et les programmes de « la droite extrémisée » et de la « gauche extrémisée » sont économiquement insoutenables.

Le mardi 25, ouverture officielle des négociations d'adhésion de l'Ukraine à l'UE.

• Juillet ->

Le lundi 1^{er}, la présidence tournante du Conseil de l'UE est assurée pour 6 mois par la Hongrie.

Le mardi 2, Eurostat publie des statistiques sur l'inflation et le chômage en zone euro :

« Le taux d'inflation annuel de la zone euro est estimé à 2,5% en juin 2024, contre 2,6% en mai. S'agissant des principales composantes de l'inflation de la zone euro, les services devraient connaître le taux annuel le plus élevé en juin (4,1%, stable comparé à mai), suivis de l'alimentation, alcool & tabac (2,5%, comparé à 2,6% en mai), des biens industriels hors énergie (0,7%, stable comparé à mai) et de l'énergie (0,2%, comparé à 0,3% en mai) ».

Taux d'inflation (%) mesurés par les IPCH



	Taux annuel							Taux mensuel
	Juin 23	Jan 24	Fév 24	Mars 24	Avr 24	Mai 24	Juin 24	Juin 24
Belgique	1,6	1,5	3,6	3,8	4,9	4,9	5,5e	0,5e
Allemagne	6,8	3,1	2,7	2,3	2,4	2,8	2,5e	0,2e
Estonie	9,0	5,0	4,4	4,1	3,1	3,1	2,8e	0,5e
Irlande	4,8	2,7	2,3	1,7	1,6	2,0	1,5e	0,3e
Grèce	2,8	3,2	3,1	3,4	3,2	2,4	2,4e	1,0e
Espagne	1,6	3,5	2,9	3,3	3,4	3,8	3,5e	0,3e
France	5,3	3,4	3,2	2,4	2,4	2,6	2,5e	0,1e
Croatie	8,3	4,8	4,8	4,9	4,7	4,3	3,4e	0,8e
Italie	6,7	0,9	0,8	1,2	0,9	0,8	0,9e	0,2e
Chypre	2,8	2,1	2,1	1,6	2,1	3,0	3,1e	0,4e
Lettonie	8,1	1,1	0,6	1,0	1,1	0,0	1,4e	0,0e
Lituanie	8,2	1,1	1,1	0,4	0,4	0,9	1,0e	0,0e
Luxembourg	1,0	3,0	3,2	3,2	3,0	3,2	2,8e	0,0e
Malte	6,2	3,7	3,0	2,7	2,4	2,3	2,1e	1,3e
Pays-Bas	6,4	3,1	2,7	3,1	2,6	2,7	3,4e	0,2e
Autriche	7,8	4,3	4,0	4,1	3,4	3,3	3,2e	0,1e
Portugal	4,7	2,5	2,3	2,6	2,3	3,8	3,1e	-0,3e
Slovénie	6,6	3,4	3,4	3,4	3,0	2,5	1,6e	0,0e
Slovaquie	11,3	4,4	3,8	2,7	2,4	2,6	2,4e	0,0e
Finlande	4,1	1,1	1,1	0,6	0,6	0,4	0,6e	0,0e

	Taux (%)					Nombre de personnes (en milliers)				
	2023	2024				2023	2024			
	Mai	Fév	Mar	Avr	Mai	Mai	Fév	Mars	Avr	Mai
Zone euro	6,5	6,5	6,5	6,4	6,4	11 07 5	11 21 8	11 12 5	11 04 0	11 07 8
UE	6,0	6,1	6,0	6,0	6,0	13 03 7	13 33 0	13 27 1	13 18 7	13 20 0
Belgique	5,7	5,7	5,7	5,8	5,9	299	304	306	311	316
Bulgarie	4,4	4,6	4,6	4,5	4,4	133	144	143	141	138
Tchéquie	2,5	2,7	2,9	2,8	2,7	134	138	152	144	138
Danemark	4,8	5,9	5,5	5,7	5,8	151	195	180	184	188
Allemagne	2,9	3,2	3,3	3,3	3,3	1 300	1 435	1 450	1 461	1 467
Estonie	6,6	7,5	7,6	7,5	7,4	49	57	57	57	56
Irlande	4,2	4,1	4,0	4,0	4,0	115	114	113	112	112
Grèce	11,2	11,5	10,7	10,7	10,6	527	551	510	516	505
Espagne	12,0	11,8	11,7	11,7	11,7	2 888	2 870	2 858	2 855	2 861
France	7,4	7,4	7,4	7,3	7,4	2 281	2 319	2 314	2 281	2 304
Croatie	6,1	5,5	5,5	5,4	5,3	104	95	94	92	91
Italie	7,8	7,3	7,1	6,8	6,8	1 977	1 872	1 808	1 753	1 753
Chypre	6,3	5,4	4,9	4,4	4,1	31	27	24	21	20
Lettonie	6,4	6,9	6,9	6,8	6,7	61	66	65	65	64
Lituanie	6,4	7,5	7,5	7,5	7,7	98	118	119	119	122
Luxembourg	5,0	5,6	5,6	5,6	5,7	17	19	19	19	19
Hongrie	3,9	4,4	4,3	4,4	4,3	192	217	215	217	215
Malte	3,1	3,0	3,1	3,1	3,2	10	10	10	10	10
Pays-Bas	3,5	3,7	3,6	3,7	3,6	353	379	371	375	367
Autriche	4,8	4,7	4,9	4,8	5,0	226	221	232	226	237
Pologne	2,8	2,9	2,9	3,0	3,0	491	517	523	528	529
Portugal	6,4	6,6	6,5	6,4	6,5	338	353	346	343	351
Roumanie	5,5	5,2	5,2	5,3	5,4	443	441	440	444	452
Slovénie	3,7	3,3	3,3	3,3	3,2	39	34	34	34	33
Slovaquie	5,8	5,6	5,6	5,6	5,5	162	155	155	154	154
Finlande	7,1	7,9	8,0	8,1	8,2	201	224	228	231	232
Suède	7,5	8,3	8,3	8,4	8,4	428	473	476	478	480

Ce même mardi 2, Les Echos font paraître un article sur l'inflation, écrit par G. de Calignon :

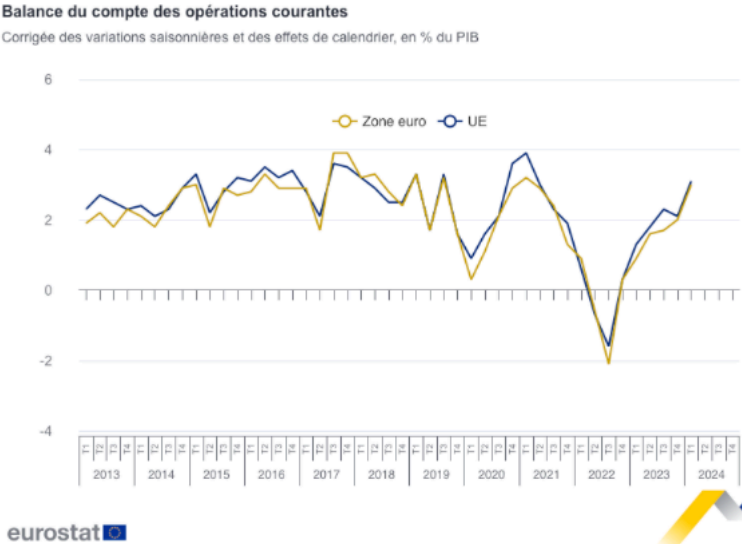
« L'inflation reprend sa baisse dans la zone euro. La hausse des prix a atteint 2,5 % en juin sur un an, contre 2,6 % le mois précédent. Rien de spectaculaire donc. L'inflation ne fait que se rapprocher petit à petit de l'objectif de la Banque centrale européenne (BCE), fixé à 2 % à moyen terme.

Les prix de l'énergie ne permettent plus de freiner l'inflation, ceux de l'alimentation très peu. La forte hausse ayant eu lieu en 2022 et le recul, l'année dernière, l'inflation baisse désormais nettement moins vite. Le prix des services, qui pèsent pour près de la moitié de la consommation des ménages européens, ne baisse pas.

Il continue à augmenter de 4,1 % en juin sur les douze derniers mois. Car celui-ci est défini par les hausses de salaires, les coûts salariaux étant importants pour les entreprises de service. Or les salaires grimpent, et même plus vite que les prix. Dans la zone euro, ils ont augmenté de 4,7 % au premier trimestre 2024 par rapport à la même période de l'année précédente. Pourtant, même protégés par les boucliers tarifaires, les travailleurs européens sont loin d'avoir retrouvé leur niveau de vie précédant la pandémie. En début d'année, le niveau de consommation réelle - c'est-à-dire en tenant compte de l'impact de l'inflation - par travailleur dans la zone euro se situait toujours 2 % en dessous de ce qu'il était en 2019. De même, à la fin du premier trimestre 2024, le salaire réel dans la zone euro était toujours inférieur de 1 % à son niveau avant le Covid-19. « Pour rattraper les pertes de pouvoir d'achat passées accumulées, il faudrait que les salaires augmentent de 4 % pendant trois ans de suite, même avec une inflation revenue à 2 % », explique Michel Martinez, économiste chez Société Générale. (...)

Les gens font beaucoup plus attention au niveau des prix, notamment de ceux des produits qu'ils achètent régulièrement, qu'au taux d'inflation. (...) Cela pose problème aux banques centrales dont l'objectif est précisé non pas au niveau des prix mais du taux d'inflation. Un taux d'inflation élevé, même temporaire, a des effets sur la mémoire des consommateurs, qui sont aussi des électeurs. (...) ».

Le jeudi 4, publication par Eurostat de plusieurs informations sur l'évolution de la balance courante de l'UE et du compte financier ainsi que sur des ratios financiers des ménages et des entreprises :



Compte des opérations courantes de la balance des paiements de la zone euro
– données corrigées des variations saisonnières et des effets de calendrier (mrds d'euros) –

	T1 2023	T2 2023	T3 2023	T4 2023	T1 2024
Solde des opérations courantes	31,8	58,7	61,2	72,2	112,2
Solde du compte des biens	43,6	59,9	78,8	67,1	103,7
Solde du compte des services	23,5	31,6	33,1	31,4	31,7
Solde du compte des revenus primaires	2,8	11,4	-4,8	17,9	10,5
Solde du compte des revenus secondaires	-38,1	-44,2	-45,9	-44,1	-33,7
Solde des opérations courantes en % du PIB	0,9%	1,6%	1,7%	2,0%	3,0%

Source: BCE
eurostat

Principaux partenaires de l'UE

Au premier trimestre 2024, sur la base de données non corrigées des variations saisonnières, l'UE a enregistré des excédents du compte courant avec le **Royaume-Uni** (+65,7 mrds d'euros), la **Suisse** (+25,6 mrds d'euros), les **États-Unis** (+18,0 mrds d'euros), le **Canada** (+9,6 mrds d'euros), **Hong Kong** (+8,9 mrds d'euros), les **centres financiers offshores** (+8,6 mrds d'euros), le **Brésil** (+8,0 mrds d'euros), le **Japon** (+2,2 mrds d'euros) et la **Russie** (+1,4 mrds d'euros). Des déficits ont été enregistrés avec la **Chine** (-29,7 mrds d'euros) et l'**Inde** (-1,0 mrds d'euros).

Compte financier de l'UE

– données non corrigées des variations saisonnières et des effets de calendrier (en mrd's d'euros) –



	T1 2023	T2 2023	T3 2023	T4 2023	T1 2024
Compte financier net	109,8	93,9	70,3	53,4	102,9
Avoirs du compte financier	465,1	55,7	126,0	-398,2	554,1
Engagements du compte financier	355,2	-38,2	55,7	-451,6	451,2
Investissements directs nets	89,0	7,1	-21,5	-9,1	83,2
Avoirs	80,3	-88,4	-3,7	-365,0	118,2
Engagements	-8,7	-95,5	17,8	-355,8	35,0
Investissements de portefeuille nets	-144,1	40,9	-14,1	-65,7	-48,7
Avoirs	42,8	186,9	83,8	24,3	147,5
Engagements	186,9	146,0	97,9	90,0	196,2
Autres investissements nets	161,0	16,4	106,8	98,0	34,4
Avoirs	338,0	-72,3	46,9	-87,7	254,4
Engagements	177,1	-88,8	-60,0	-185,8	220,0
Produits financiers dérivés et options sur titres des salariés nets	16,8	-1,8	3,8	20,3	9,8
Avoirs de réserve	-12,8	31,3	-4,8	9,9	24,1

Sources: Eurostat (données sources: [bop_eu6_g](#))

eurostat

Taux d'épargne des ménages dans la zone euro

Données corrigées des variations saisonnières (en %)

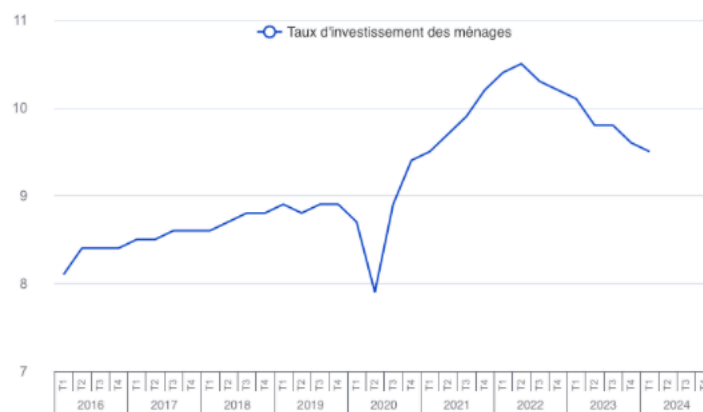


eurostat

Dans le même temps, le **taux d'investissement des ménages** dans la **zone euro** a diminué légèrement de 9,6% à 9,5% au premier trimestre 2024, sa plus faible valeur depuis le 2021T1.

Taux d'investissement des ménages dans la zone euro

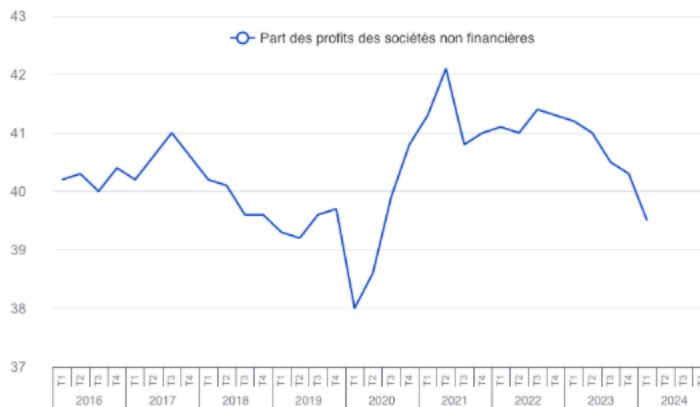
Données corrigées des variations saisonnières (en %)



eurostat

Part des profits des sociétés non financières dans la zone euro

Données corrigées des variations saisonnières (en %)



eurostat

Au premier trimestre 2024, le **taux d'investissement des entreprises** a légèrement augmenté de 22,0% à 22,3% dans la **zone euro**. Les pics du taux d'investissement des entreprises non financières observés aux 2017T2, 2019T2, 2019T4 et 2020T1 sont liés à d'importantes importations de produits de propriété intellectuelle reflétant les effets de la mondialisation.

Taux d'investissement des sociétés non financières dans la zone euro

Données corrigées des variations saisonnières (en %)



eurostat

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



	2022			2023				2024
	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1
Ménages								
Taux d'épargne, %	12,7	12,6	12,9	13,6	13,6	13,3	14,1	15,3
Taux d'investissement, %	10,5	10,3	10,2	10,1	9,8	9,8	9,6	9,5
Revenu disponible brut, changement T/T-1 (%)	2,1	2,9	2,0	2,1	1,2	1,0	1,3	2,1
Consommation finale effective, changement T/T-1 (%)	3,9	3,0	1,6	1,2	1,2	1,2	0,4	0,8
Formation brute de capital fixe, changement T/T-1 (%)	2,7	1,1	0,5	1,2	-1,7	0,6	-0,5	1,1
Entreprises non financières								
Part des profits, %	41,0	41,4	41,3	41,2	41,0	40,5	40,3	39,5
Taux d'investissement, %	22,6	23,0	22,2	22,7	22,3	22,0	22,0	22,3
Valeur ajoutée brute, changement T/T-1 (%)	2,3	2,1	2,1	2,4	1,3	0,7	0,9	0,1
Rémunération des salariés et autres impôts moins subventions sur la production, changement T/T-1 (%)	2,5	1,3	2,4	2,4	1,6	1,5	1,4	1,4
Formation brute de capital fixe, changement T/T-1 (%)	1,8	3,6	-1,4	4,6	-0,4	-0,4	0,7	1,3

Données sources, comprenant des données non corrigées des variations saisonnières: [nasq_10_ki](#)

eurostat

Le **taux d'épargne brut des ménages** est défini comme l'épargne brute divisée par le revenu disponible brut. Celui-ci est ajusté de la variation des droits des ménages sur les fonds de pension. L'épargne brute est la partie du revenu disponible brut qui n'est pas dépensée sous forme de consommation finale. Ainsi, le taux d'épargne augmente quand le revenu disponible brut croît plus vite que la dépense de consommation finale.

Le **taux d'investissement brut des ménages** est défini comme la formation brute de capital fixe divisée par le revenu brut disponible, ajusté de la variation des droits des ménages sur les réserves des fonds de pension. L'investissement des ménages consiste principalement en l'achat et la rénovation de logements. Le **taux d'investissement brut des entreprises non financières** est défini comme la formation brute de capital fixe divisée par la valeur ajoutée brute. Ce ratio met en rapport les investissements des entreprises non financières en actifs fixes (bâtiments, machines, etc.) et la valeur ajoutée créée au cours du processus de production.

La **part des profits des entreprises non financières** est définie comme l'excédent brut d'exploitation divisé par la valeur ajoutée brute. Cet indicateur de rentabilité indique la part de la valeur ajoutée créée au cours du processus de production qui sert à la rémunération du capital. C'est le complément de la part des coûts salariaux (plus impôts moins subventions sur la production) dans la valeur ajoutée.

Le mardi 9, la Cour des Comptes publie un rapport alarmant sur les finances publiques françaises (<https://www.ccomptes.fr/sites/default/files/2024-07/20240715-RSPFP-2024.pdf>), dont voici la synthèse : « L'année 2023 a été une très mauvaise année en matière de finances publiques. Le déficit public, loin de se résorber, s'est établi à 5,5 points de PIB, dégradé de 0,7 point par rapport à 2022 et 0,6 point au-dessus des prévisions gouvernementales. La France n'a pas tiré parti de la normalisation progressive de l'économie et de la baisse des prix après le pic d'inflation.

Cette situation a rendu de fait caduque la trajectoire de la loi de programmation des finances publiques (LPFP) pour 2023-2027 adoptée en décembre 2023 – dont les autres dispositions (plafonnement triennal des dépenses de l'État par missions, mécanisme de correction, plafonnement des exonérations de cotisations sociales, etc.) restent essentielles pour la gouvernance des finances publiques – et a obligé le Gouvernement à présenter une nouvelle trajectoire pluriannuelle dans le programme de stabilité communiqué à la Commission européenne le 17 avril dernier. Il appartiendra au prochain Gouvernement de préparer les textes financiers de l'automne et le plan budgétaire et structurel national à moyen terme

prescrit par les nouvelles règles européennes à partir de son évaluation des objectifs et des jalons de ce programme. D'ici là, le programme de stabilité actuel demeure l'expression la plus récente des engagements de la France en matière de finances publiques et constitue de ce fait la référence nécessaire pour juger des perspectives d'un retour du déficit public et de la dette sur une trajectoire soutenable.

Eu égard à la situation de départ créée par le déficit record de l'année 2023 et indépendamment du contexte rappelé ci-dessus, cette trajectoire, peu ambitieuse dans ses cibles de déficit et de dette, avec un retour *in extremis* du déficit sous les 3 % en 2027 et une stabilisation tardive du ratio de dette publique à un niveau supérieur à celui de 2023, soulève une question de crédibilité. En plus d'être fondée sur des hypothèses de croissance trop optimistes, elle suppose à la fois des économies en dépense sans précédent (qui s'élèveraient à 50 Md€ au regard de l'évolution tendancielle actuelle des dépenses) et des hausses importantes des prélèvements obligatoires qui ne sont pas précisées. Leur réalisation, à la supposer possible, paraît difficilement cohérente avec les niveaux de croissance affichés.

Les scénarios alternatifs testés par la Cour des comptes montrent que tout écart par rapport aux prévisions de croissance, de dépenses ou de recettes suffirait à faire dérailler la trajectoire et à manquer les cibles de déficit et de dette pour 2027.

Les finances publiques françaises sont donc dans une situation inquiétante. La divergence avec les principaux États européens est de plus en plus marquée et singularise encore davantage la France au moment où se remet en place la nouvelle gouvernance budgétaire européenne et où la Commission européenne a annoncé qu'elle proposerait l'ouverture d'une procédure pour déficit excessif à l'encontre de la France. À force d'avoir différé de véritables efforts d'ajustement structurel, la dette publique, emportée par la réitération des déficits et par son poids, affiche un coût de plus en plus élevé qui contraint toutes les autres dépenses, obère la capacité d'investissement du pays et l'expose dangereusement en cas de nouveau choc macroéconomique.

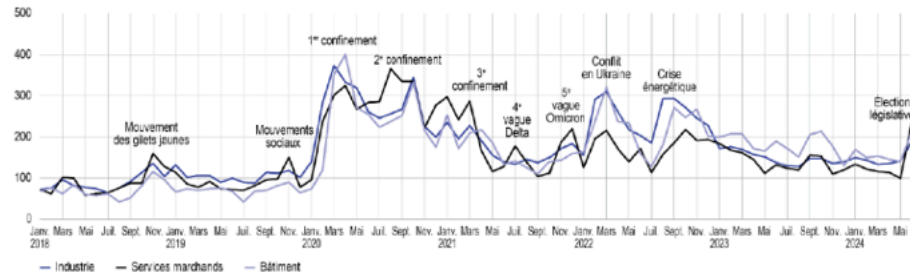
La situation est rendue plus préoccupante encore par le fait que la programmation pluriannuelle des finances publiques n'intègre pas pleinement les enjeux liés au réchauffement climatique et à la transition énergétique, alors que les engagements souscrits en vertu de l'Accord de Paris, réitérés dans le cadre européen, doivent être atteints en 2030, soit un horizon désormais très proche. Or, que ce soit en matière de croissance, d'investissements ou d'érosion de la fiscalité, cette transition a un coût qui pèsera nécessairement sur les finances publiques et qui n'est pas pris en compte à ce stade. C'est par conséquent à une véritable intégration de la transition énergétique dans la programmation des finances publiques et à une clarification de la répartition des efforts entre la sphère publique (État, collectivités locales et administrations de sécurité sociale), et les acteurs privés (ménages et entreprises) qu'il convient de procéder.

Dans cette situation où la France doit consentir des efforts difficiles pour préserver le contrôle de ses finances publiques et honorer ses engagements vis-à-vis des pays membres de la zone euro mais aussi des générations futures, la Cour juge indispensable d'engager résolument l'effort de réduction du déficit public pour replacer la dette sur une trajectoire descendante. Pour que cet effort ne soit pas contreproductif et ne porte pas préjudice à la croissance et à la cohésion sociale, il doit être crédible, efficace et partagé : crédible, en étant sous-tendu par des réformes pérennes, identifiées notamment dans le cadre des revues de dépense initiées en 2023 ; efficace, en portant prioritairement sur les dépenses les moins pertinentes et en explicitant la contribution attendue des hausses d'impôt, notamment en lien avec la fiscalité du carbone ; partagé, en clarifiant sa répartition entre les ménages, les entreprises et les administrations publiques – et, au sein de ces dernières, entre État, sécurité sociale et collectivités.

La double dette financière et climatique accumulée pendant des décennies n'est pas un enjeu abstrait et éloigné dans le temps. Celui-ci est d'ores et déjà tangible, et il est d'autant plus difficile d'y faire face qu'ont été retardées les mesures permettant effectivement de limiter le déficit et de contenir la dette ».

Le mercredi 10, la Banque de France publie son enquête mensuelle de conjoncture. On y trouve en particulier l'information suivante :

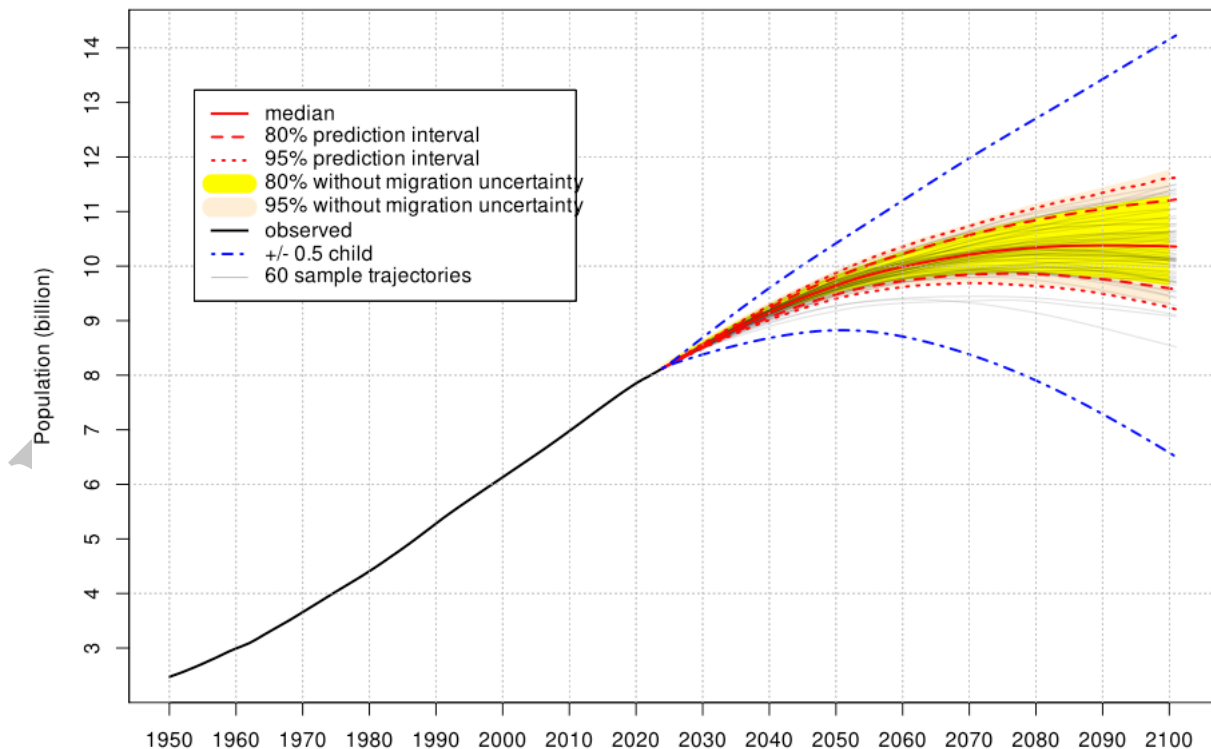
Indicateur d'incertitude dans les commentaires de l'enquête mensuelle de conjoncture (EMC) (données brutes)



« Notre indicateur mensuel d'**incertitude**, construit à partir d'une analyse textuelle des commentaires des entreprises interrogées, bondit fortement ce mois-ci, le principal facteur mentionné étant celui du contexte électoral. Il progresse dans tous les secteurs, et particulièrement dans les services (notamment le travail temporaire, l'hébergement-restauration, le transport, la publicité) où il était initialement sensiblement le plus bas. De nombreux chefs d'entreprise expriment leur inquiétude découlant de l'incertitude politique nationale. Ils mentionnent l'attentisme de la part des clients, un report des investissements, y compris ceux venant de l'étranger, ainsi qu'un gel des recrutements faute de visibilité sur les évolutions possibles des coûts salariaux. Cet indicateur d'incertitude atteint ses plus hauts niveaux depuis 2022 (crise énergétique), voire depuis 2021 dans le cas des services ».

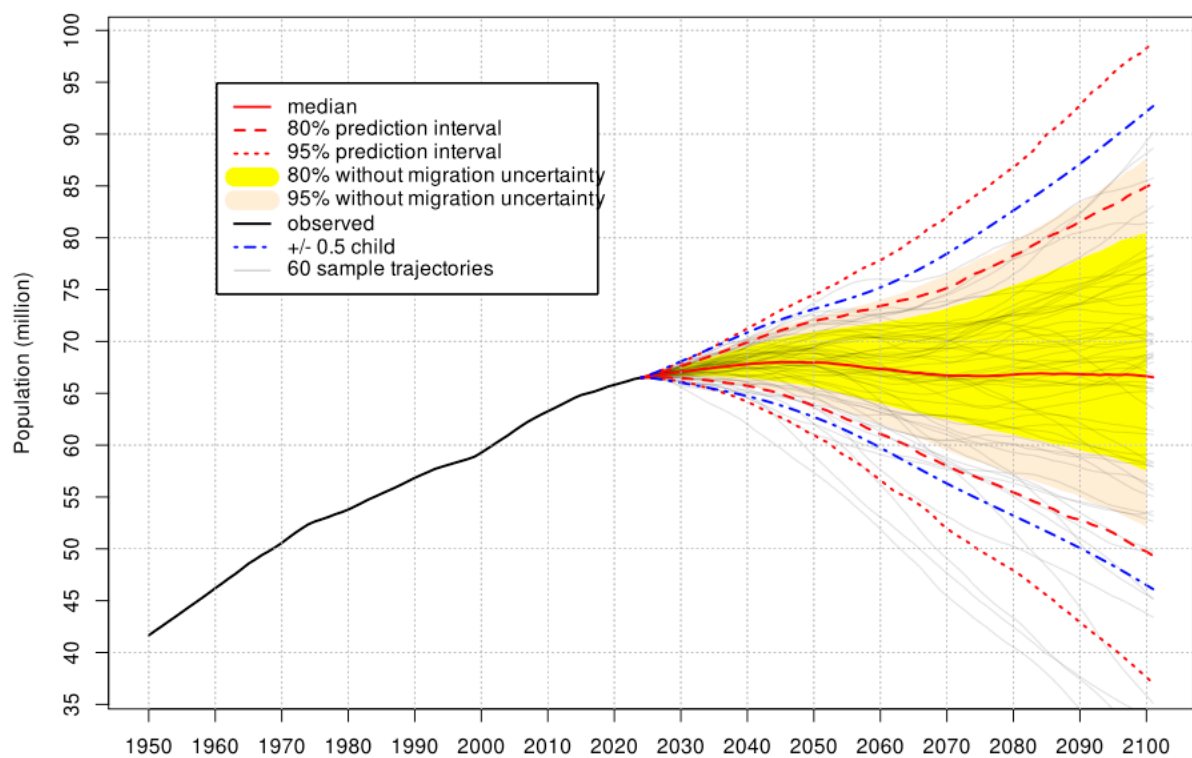
De son côté, l'ONU publie des informations sur l'évolution de la population mondiale. Voici un schéma instructif :

World: Total Population



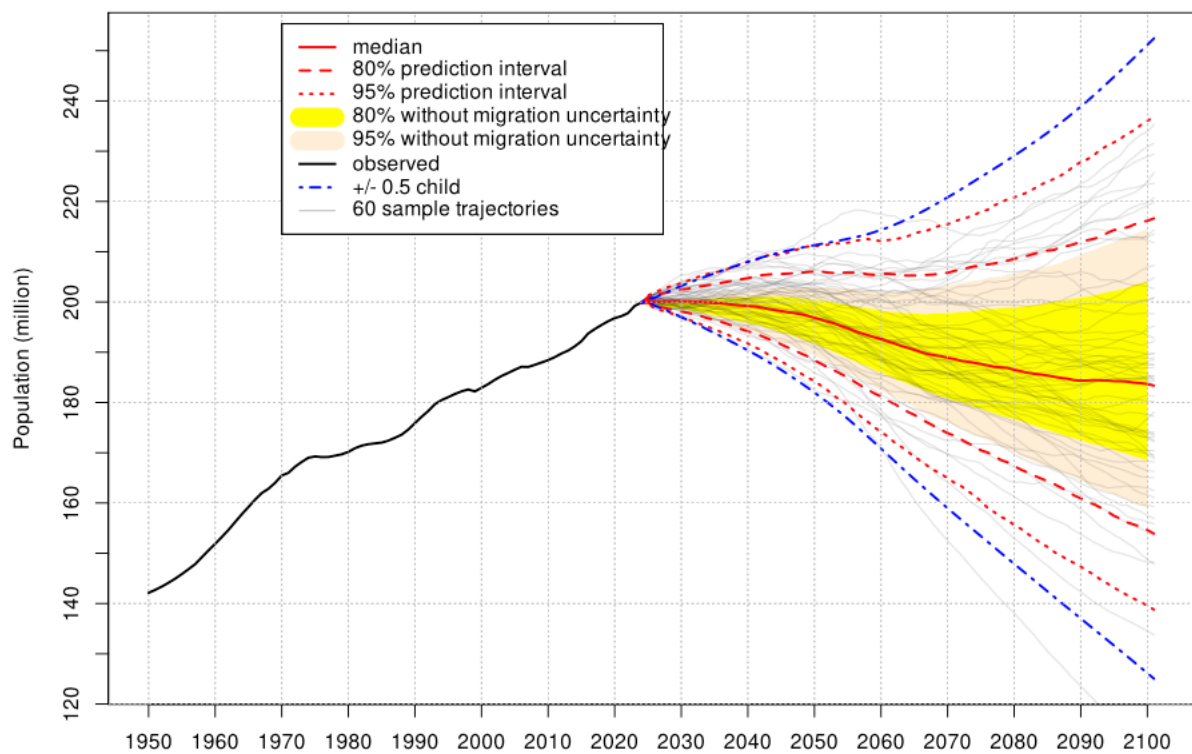
© 2024 United Nations, DESA, Population Division. Licensed under Creative Commons license CC BY 3.0 IGO.
United Nations, DESA, Population Division. *World Population Prospects 2024*. <http://population.un.org/wpp/>

France: Total Population



© 2024 United Nations, DESA, Population Division. Licensed under Creative Commons license CC BY 3.0 IGO.
United Nations, DESA, Population Division. *World Population Prospects 2024*. <http://population.un.org/wpp/>

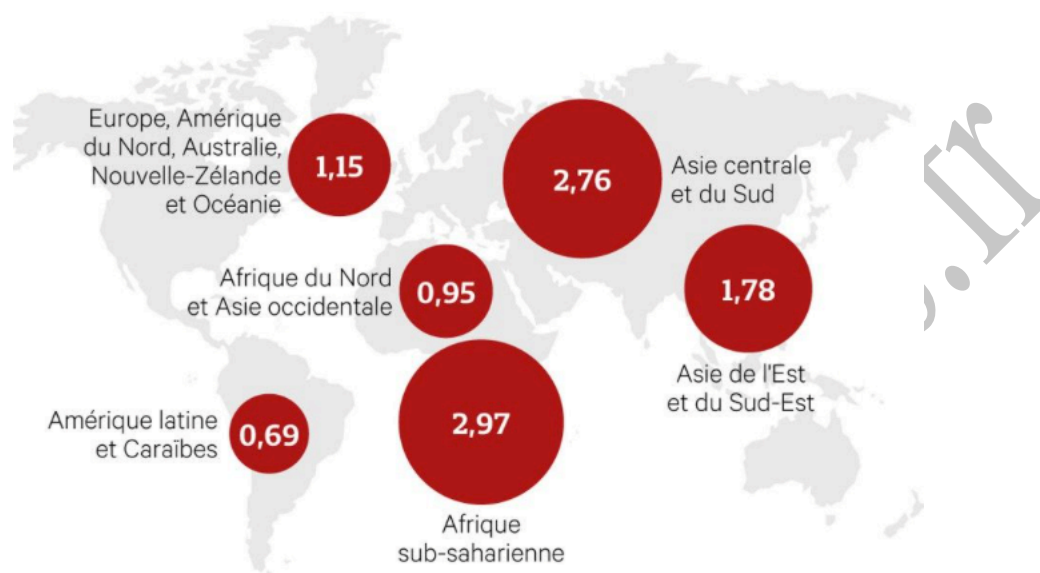
Western Europe: Total Population



© 2024 United Nations, DESA, Population Division. Licensed under Creative Commons license CC BY 3.0 IGO.
United Nations, DESA, Population Division. *World Population Prospects 2024*. <http://population.un.org/wpp/>

La population en 2080 par région

Estimation, en milliards de personnes



SOURCE : NATIONS UNIES

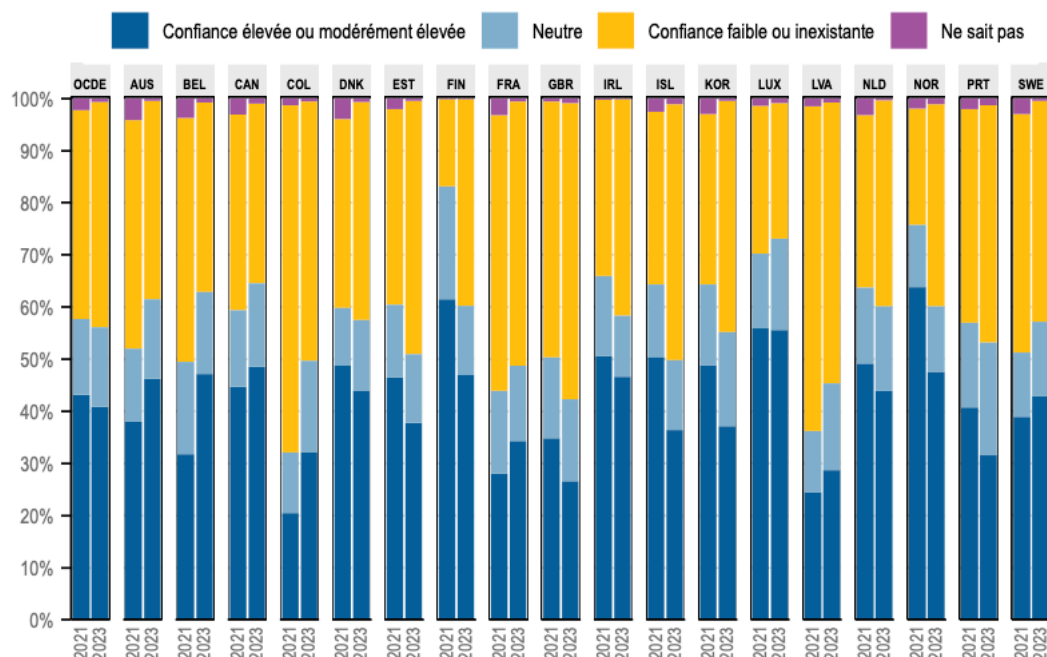


Également le mercredi 10, l'OCDE publie un rapport intéressant sur les déterminants de la confiance dans les institutions publiques et leur évolution de 2021 à 2023, avec des annexes consacrées spécifiquement aux pays.

Nous en extrayons deux graphiques :

Graphique 1.3. La modeste évolution de la part moyenne de la population ayant une confiance élevée ou modérément élevée dans leur gouvernement occulte d'importants écarts selon les pays

Parts respectives des différents niveaux de confiance dans le gouvernement national (exprimés sur une échelle de 0 à 10), en pourcentage de la population, 2021 et 2023

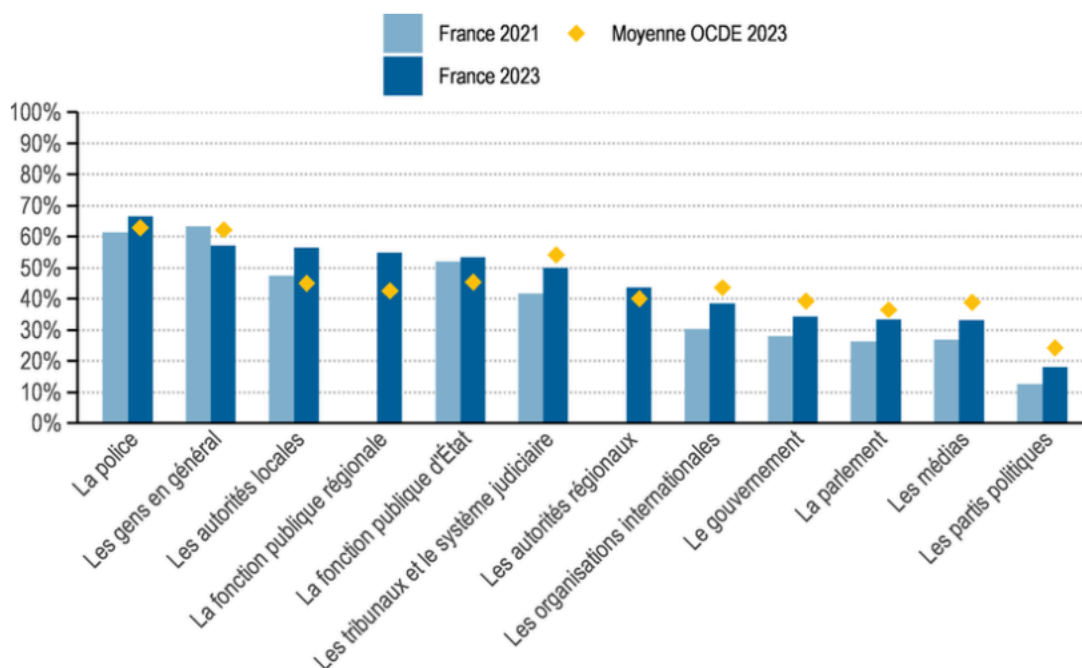


Note : Ce graphique indique pour chaque pays quelle a été la répartition des réponses à la question « Sur une échelle de 0 à 10 (0 signifiant pas du tout et 10 totalement), dans quelle mesure faites-vous confiance au gouvernement national ? ». Lors des deux éditions de l'enquête. S'agissant des réponses, « Confiance faible ou inexistante » correspond à un niveau de confiance compris entre 0 et 4, « neutre » à un niveau 5 et « confiance élevée ou modérément élevée » à un niveau compris entre 6 et 10. La barre « OCDE » représente la moyenne non pondérée pour l'ensemble des pays figurant sur le graphique, pour lesquels les valeurs de cette variable étaient disponibles en 2021 et 2023. Le Mexique et la Nouvelle-Zélande ont participé à l'enquête en 2021, mais cette année-là la question relative à la confiance dans le gouvernement national n'a pas été posée dans ces pays.

Source : éditions 2021 et 2023 de l'enquête de l'OCDE sur la confiance.

StatLink  <https://stat.link/d8y2u4>

Graphique 2. Part de la population ayant une confiance élevée ou modérément élevée envers les différentes institutions publiques, les autres personnes et les médias, 2021 et 2023

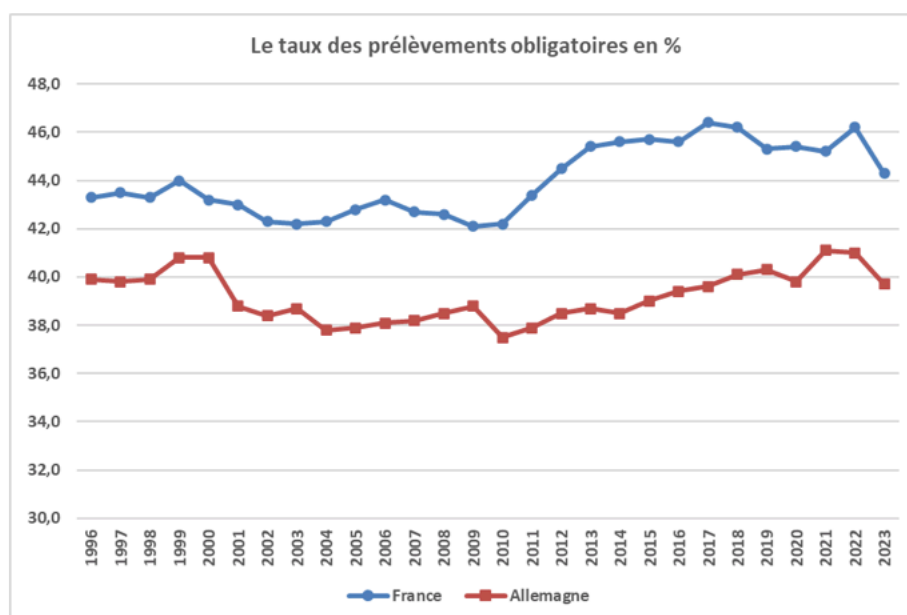


Note : la part « Confiance élevée ou modérément élevée » correspond au résultat agrégé des réponses allant de 6 à 10 à la question « Sur une échelle de 0 à 10, où 0 signifie pas du tout et 10 signifie complètement, dans quelle mesure faites-vous confiance à [nom de l'institution] ? » ; « Neutre » correspond à la réponse 5 et « Confiance faible ou inexistante » correspond aux réponses allant de 0 à 4.

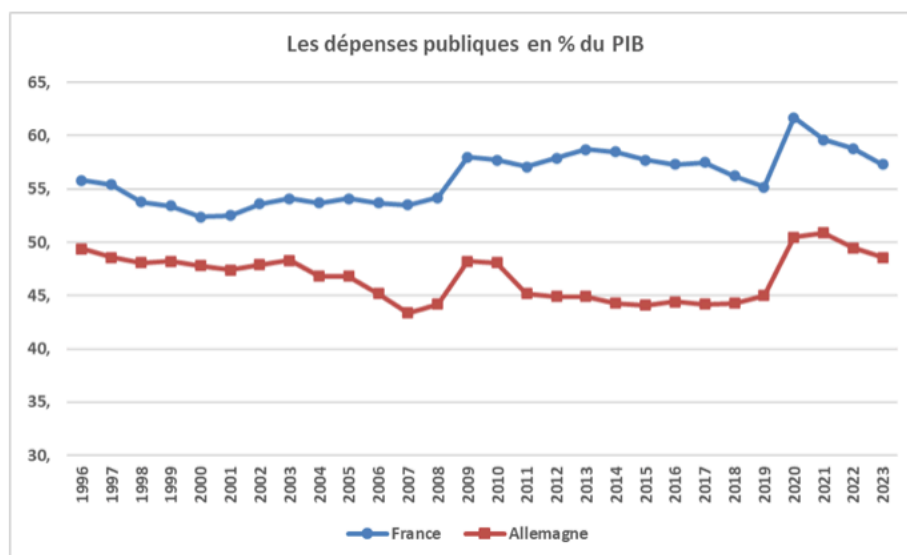
Toujours ce mercredi 10, l'OFCE publie un article du Blog de Vincent Aussilloux : « Décarboner en réindustrialisant, un enjeu fondamental pour l'Union européenne ». Voir à l'adresse : <https://www.ofce.sciences-po.fr/blog/decarboner-en-reindustrialisant-un-enjeu-fondamental-pour-lunion-europeenne/?print=print>.

Le mardi 16, sur son site Fipeco, François Écalé publie une fiche qui compare les finances publiques en France et en Allemagne, de 1996 et 2023. Nous en extrayons plusieurs informations qui veulent tout dire :

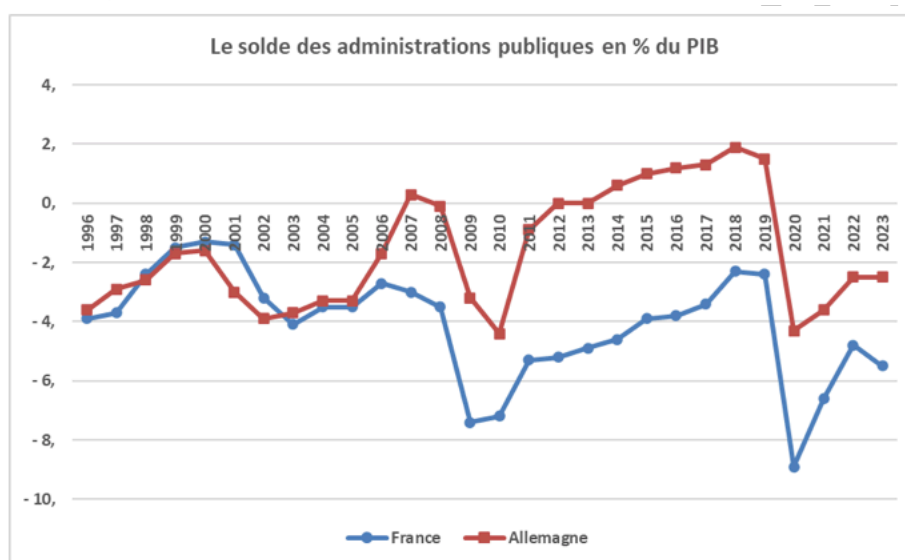
De 2019 à 2023, le taux français a baissé de 1,0 point et le taux allemand de 0,6 point.



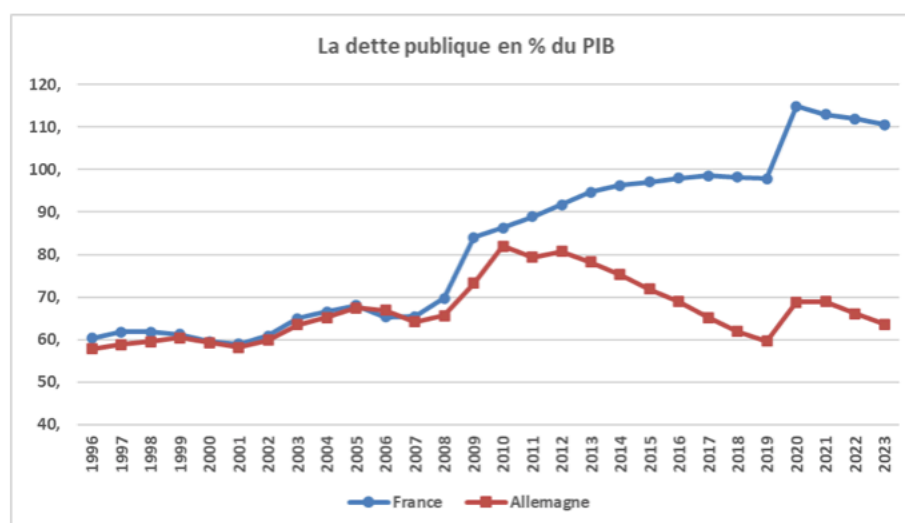
Source : Commission européenne ; FIPECO



Source : Eurostat ; FIPECO

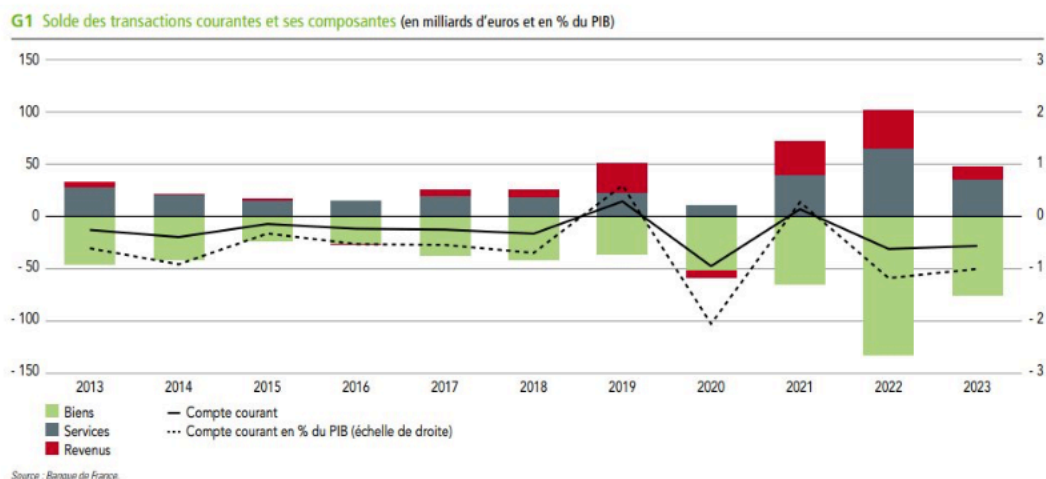


Source : Eurostat ; FIPECO



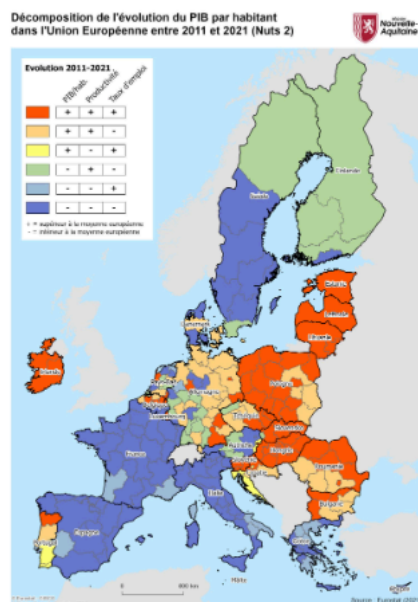
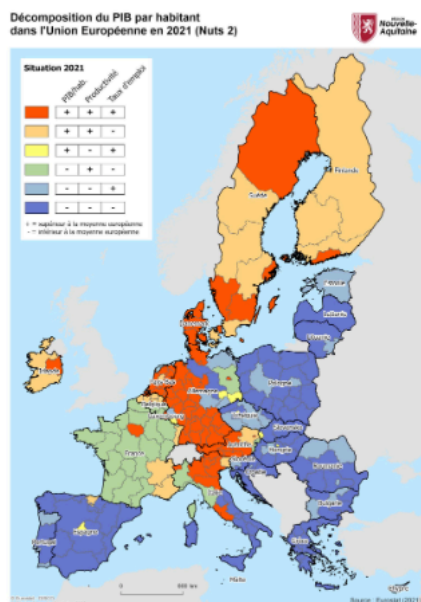
Source : Eurostat ; FIPECO

Le mercredi 17, le même François Écalle se pose sur X la question (qui contient la réponse !) : « est-il raisonnable de relancer la demande quand on a un déficit quasi-permanent des échanges extérieurs ? (28 Mds€ pour les transactions courantes en 2023) », en s'appuyant sur le graphique suivant :



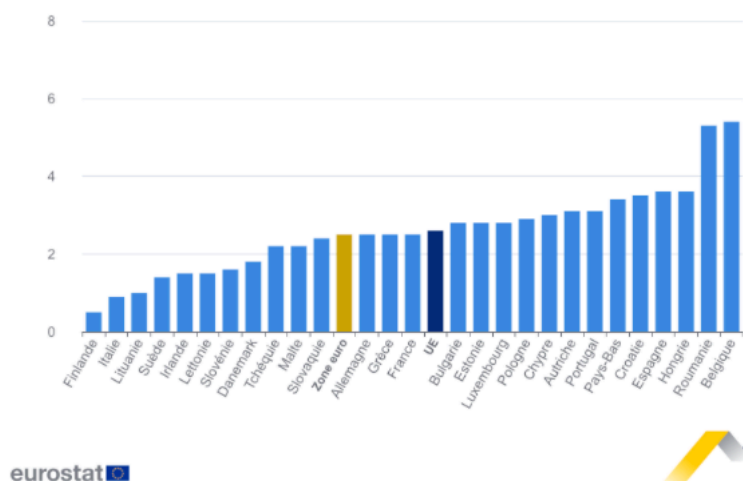
La balance des paiements et la position extérieure de la France – Rapport annuel 2023

Sur X était paru la veille (le 16) les deux cartes suivantes, très instructives (voir le commentaire qu'en fait le professeur Olivier Bouba-Olga) :



Également le mercredi 17, Eurostat publie une statistique sur le taux d'inflation en zone euro pour le mois de juin :

Taux d'inflation annuel (%) en juin 2024



Jeudi 18, le Conseil des gouverneurs de la BCE décide de ne pas modifier sa politique des taux directeurs. Voici son communiqué :

« Le Conseil des gouverneurs a décidé ce jour de laisser inchangés les trois taux d'intérêt directeurs de la BCE. Les informations disponibles confirment globalement la précédente évaluation, par le Conseil des gouverneurs, des perspectives d'inflation à moyen terme. Si, parmi les mesures de l'inflation sous-jacente, certaines ont augmenté en mai sous l'effet de facteurs ponctuels, la plupart ont été stables ou ont légèrement diminué en juin. Conformément aux attentes, l'incidence inflationniste de l'importante hausse des salaires a été compensée par les bénéfices. La politique monétaire maintient des conditions de financement restrictives. Cependant, les tensions sur les prix d'origine interne demeurent fortes, les prix des services augmentent à un rythme élevé et l'inflation globale devrait rester supérieure à l'objectif pendant une grande partie de l'année prochaine.

Le Conseil des gouverneurs est déterminé à assurer le retour au plus tôt de l'inflation au niveau de son objectif de 2 % à moyen terme. Il conservera les taux directeurs à un niveau suffisamment restrictif, aussi longtemps que nécessaire, pour atteindre cet objectif. Le Conseil des gouverneurs maintiendra une approche s'appuyant sur les données, réunion par réunion, pour déterminer de manière appropriée le degré et la durée de cette orientation restrictive. Plus particulièrement, ses décisions relatives aux taux directeurs resteront fondées sur son évaluation des perspectives d'inflation compte tenu des données économiques et financières, de la dynamique de l'inflation sous-jacente et de la force de la transmission de la politique monétaire. Le Conseil des gouverneurs ne s'engage pas à l'avance sur une trajectoire de taux particulière.

Taux d'intérêt directeurs de la BCE

Le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement ainsi que ceux de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt demeureront inchangés, à respectivement 4,25 %, 4,50 % et 3,75 %.

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

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

L'Eurosystème ne réinvestit plus la totalité des remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance acquis en vertu du programme d'achats d'urgence face à la pandémie (*pandemic emergency purchase programme*, PEPP), réduisant le portefeuille du PEPP de 7,5 milliards d'euros par mois en moyenne. Le Conseil des gouverneurs entend mettre un terme aux réinvestissements dans le cadre du PEPP fin 2024.

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

Opérations de refinancement

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

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

Notons que la BCE publiera le jeudi 14 novembre les minutes de la réunion du Conseil des gouverneurs : <https://www.ecb.europa.eu/press/accounts/2024/html/ecb.mg241114~c0e6f53cf7.fr.html>

Ce même jeudi 18, Ursula von der Leyen est réélue Présidente de la Commission européenne, pour un second mandat (2024-2029).

Voici l'adresse pour connaître les « Orientation politiques 2024-2029 » d'Ursula von der Leyen : https://commission.europa.eu/document/e6cd4328-673c-4e7a-8683-f63ffb2cf648_fr.

Lundi 22, Eurostat publie les statistiques suivantes sur le déficit public et sur la dette publique en zone euro et dans l'UE :

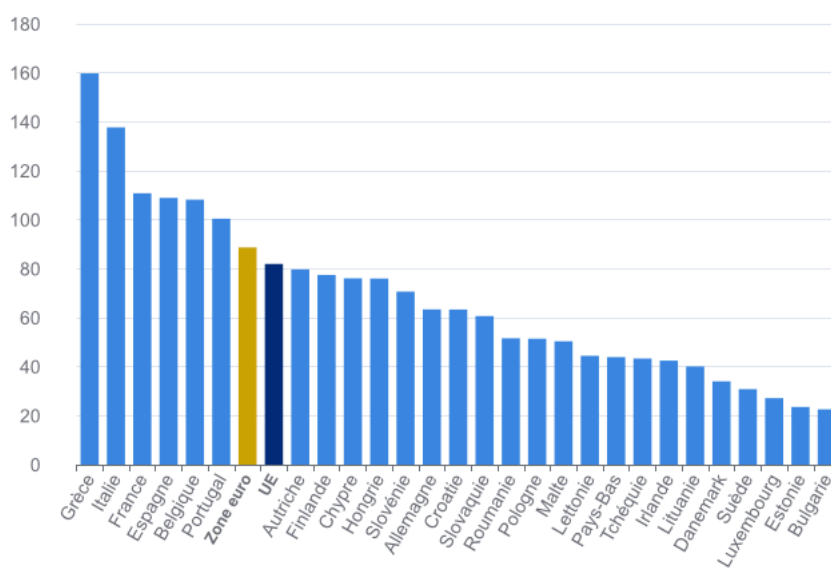
Excédent (+) / déficit (-) des administrations publiques,
corrige des variations saisonnières*



En % du PIB									
	2022T 1	2022T 2	2022T 3	2022T4	2023T 1	2023T 2	2023T 3	2023T4	2024T 1P
Zone euro	-2,9	-2,6	-3,9	-5,2	-3,3	-3,5	-3,5	-4,0	-3,2
UE	-2,6	-2,3	-3,7	-4,8	-3,1	-3,4	-3,5	-3,9	-3,0
Belgique	-2,2	-4,2	-4,5	-3,4	-4,1	-4,1	-4,4	-5,2	-4,5
Bulgarie	-3,4	-3,4	-5,3	0,5	-2,8	-3,6	-5,3	3,5	-5,6
Tchéquie	-2,1	-2,5	-4,4	-3,3	-4,1	-3,4	-3,5	-3,2	-2,0
Danemark	3,1	3,5	3,3	3,6	4,1	3,6	3,4	2,6	3,8
Allemagne	-1,0	-1,1	-2,4	-5,4	-2,5	-2,8	-1,8	-2,5	-2,8
Estonie	-1,2	0,3	-0,7	-2,2	-2,5	-1,8	-2,8	-6,9	-2,3
Irlande	1,2	1,5	2,8	0,8	1,8	1,6	1,5	1,2	1,6
Grèce	:	:	:	:	:	:	:	:	:
Espagne	-3,5	-4,6	-4,9	-5,9	-2,7	-4,6	-4,0	-3,2	-3,2
France	-4,9	-3,5	-4,7	-5,8	-5,1	-5,2	-5,6	-5,9	-5,6
Croatie	1,2	0,8	0,1	-0,9	-0,4	-0,3	0,1	-1,9	-1,0
Italie	:	:	:	:	:	:	:	:	:
Chypre	:	:	:	:	:	:	:	:	:
Lettonie	-4,0	-4,8	-3,1	-5,6	-3,2	-0,3	-3,9	-1,9	-1,9
Lituanie	0,7	0,5	-0,8	-2,8	-1,8	-0,3	0,1	-1,3	0,1
Luxembourg	1,2	-0,1	-0,6	-1,5	-1,4	-0,8	-1,0	-1,6	-0,1
Hongrie	-3,9	-4,3	-7,3	-9,1	-10,1	-5,6	-5,3	-5,9	-6,0
Malte***	-6,8	-3,6	-5,1	-5,4	-3,7	-3,6	-2,7	-7,2	-1,4
Pays-Bas	0,2	1,1	-1,0	-0,7	-0,8	-0,5	-0,3	0,0	-0,4
Autriche	-3,3	0,0	-5,2	-4,5	-1,6	-1,7	-5,0	-2,3	-2,0
Pologne	-1,1	-2,0	-3,3	-6,1	-2,6	-4,6	-6,5	-6,1	-1,8
Portugal	0,4	2,7	1,4	-5,5	2,1	2,0	2,4	-1,6	0,6
Roumanie	-7,0	-4,2	-7,4	-6,7	-6,6	-6,9	-6,7	-6,5	-7,0
Slovénie	-2,3	-3,2	-3,2	-3,1	-2,7	-2,1	-2,7	-1,2	-2,1
Slovaquie	-2,0	-1,4	-1,3	-2,0	-4,6	-3,8	-4,2	-6,9	-5,0
Finlande***	-2,1	:	:	-0,8	-2,0	-3,3	-2,7	-3,4	-3,7
Suède	1,0	2,5	0,7	0,0	-0,1	-0,9	-0,4	-0,8	-0,5

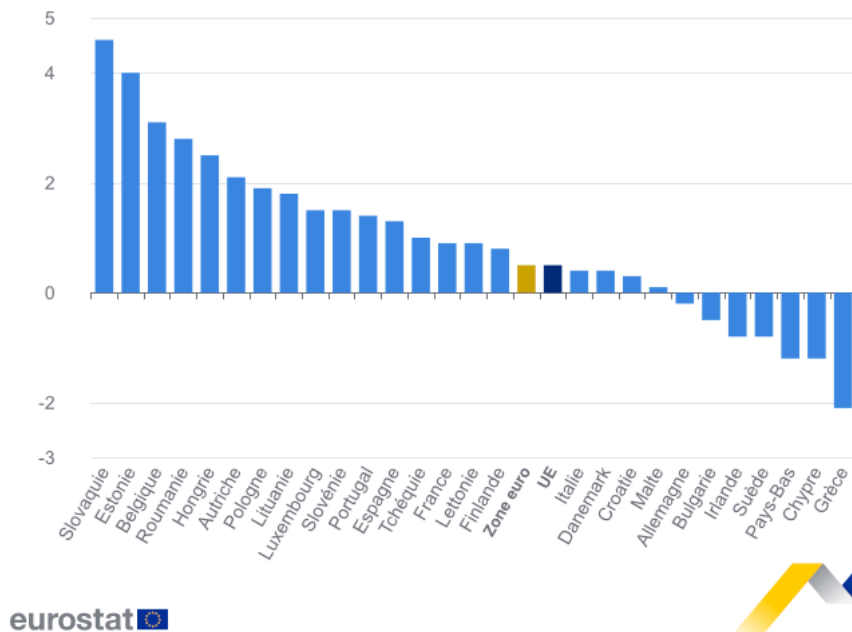
Ratio dette publique/PIB, 2024T1

En pourcentage



Variations du ratio dette publique/PIB, 2024T1 par rapport à 2023T4

En points de pourcentage



eurostat

Mardi 23, Patrick Artus publie une réflexion sur la récente décision de la BCE qu'il considère comme « étonnante lorsqu'on analyse les perspectives pour l'inflation dans la zone euro :

- le coût salarial unitaire (le salaire par tête corrigé de la productivité du travail) augmente de plus de 5% sur un an au premier trimestre 2024 avec des salaires par tête en hausse de 4.7% sur un an et toujours un recul de la productivité ;
- les prix des services réaccélèrent (à 4.1% sur un an en juin 2024) ; ce qui est cohérent avec la hausse des coûts salariaux ;
- les prix des produits industriels vont augmenter plus vite dans le futur, avec le redressement des prix des matières premières et le passage à une hausse des prix des importations dans la zone euro ;
- enfin, la croissance de la zone euro se redresse (0.3% au premier trimestre 2024), et si cette croissance continue le marché du travail ne va plus se détendre et les taux de marge bénéficiaire des entreprises ne vont plus baisser.

Il faut donc craindre que la BCE doive encore réviser à la hausse ses prévisions d'inflation (aujourd'hui 2.5% en 2024, 2.2% en 2025 et 1.9% en 2026.) ».

Le mercredi 24, publication d'indices par HCOB PMI Flash pour la zone euro et pour la France :

« L'indice PMI Flash composite HCOB de l'activité globale dans la zone euro se replie à 50,1 (50,9 en juin). Plus bas de 5 mois.

L'indice PMI Flash HCOB de l'activité de services dans la zone euro se replie à 51,9 (52,8 en juin). Plus bas de 4 mois.

L'indice PMI Flash HCOB de la production manufacturière dans la zone euro se replie à 45,3 (46,1 en juin). Plus bas de 7 mois.

L'indice PMI Flash HCOB de l'industrie manufacturière dans la zone euro se replie à 45,6 (45,8 en juin). Plus bas de 7 mois.

Données recueillies du 11 au 22 juillet »

Commentaire de Cyrus de la Rubia :

« L'économie de la zone euro souffre-t-elle de torpeur estivale ? Corrigées des variations saisonnières, les données PMI HCOB Flash signalent une quasi-stagnation du secteur privé en juillet, cette tendance masquant toutefois des divergences à l'échelon sectoriel. La forte détérioration de la conjoncture du secteur manufacturier a en effet contrebalancé la croissance modérée du secteur des services. D'après notre modèle de prévision immédiate, le ralentissement économique observé ces derniers mois n'exclut toutefois pas la possibilité d'une croissance du PIB au troisième trimestre.

On s'inquiétera en revanche de la baisse continue des effectifs dans le secteur manufacturier. Les suppressions de postes ont conservé un rythme relativement constant au cours des dix derniers mois, et le taux de contraction de l'emploi a affiché, dans l'ensemble, un niveau moins élevé que celui de la production. Cet écart suggère, d'une part, que les entreprises n'ont pas abandonné tout espoir de reprise prochaine de leur activité et, d'autre part, que la productivité du travail diminue, ce qui risque de peser sur les perspectives de croissance. En cas de reprise économique, les entreprises devraient donc chercher à accroître leur productivité, et il faut donc s'attendre à un décalage important entre le rebond de l'activité et celui des créations de postes.

Alors que l'Allemagne peine à retrouver le chemin de la croissance, l'économie française bénéficie des retombées économiques des Jeux olympiques. Les entreprises interrogées ont en effet indiqué avoir tiré profit des opportunités d'affaires offertes par la tenue des JO 2024 à Paris. L'activité globale du secteur privé allemand a en revanche pâti des mauvaises performances du secteur manufacturier, que les répondants à l'enquête attribuent à un affaiblissement de la demande.

Si le rythme actuel de la croissance constitue un argument solide en faveur d'une baisse des taux par la BCE en septembre, l'évolution des prix s'y oppose. Dans le secteur des services, la hausse des prix payés s'est en effet accélérée par rapport à juin tandis que les prix facturés ont augmenté à un rythme quasiment inchangé. Parallèlement, dans le secteur manufacturier, les prix des intrants, qui avaient reculé pendant plus d'une année, entre mars 2023 et mai 2024, ont progressé en juillet pour un deuxième mois consécutif. Les prix de vente des fabricants n'ont quant à eux que marginalement diminué, toutes ces tendances rendant la cible d'inflation de 2 % encore plus difficile à atteindre. Si nous estimons néanmoins que la baisse des taux anticipée pour septembre aura bien lieu, il sera toutefois difficile, à moins que le ralentissement économique actuel ne se transforme en une récession profonde, de maintenir une politique d'assouplissement monétaire dans les mois suivants. »

« L'indice PMI Flash composite HCOB de l'activité globale en France s'est redressé à 49,5 en juillet (48,2 en juin), un plus haut de 3 mois.

L'indice PMI Flash HCOB de l'activité de services en France s'est redressé à 50,7 en juillet (48,8 en juin), un plus haut de 3 mois.

L'indice PMI Flash HCOB de la production manufacturière en France s'est replié à 44,1 en juillet (45,3 en juin), un plus bas de 6 mois.

L'indice PMI Flash HCOB de l'industrie manufacturière en France s'est replié à 44,1 en juillet (45,3 en juin), un plus bas de 6 mois.

Données recueillies du 11 au 22 juillet »

Commentaire de Norman Liebke :

« L'activité du secteur des services français a augmenté pour la première fois depuis trois mois, tendance ayant notamment reflété l'impact positif de la tenue des Jeux olympiques sur l'économie française, ainsi qu'une atténuation de l'incertitude politique après les élections en début de mois.

Si l'économie française semble être engagée sur la voie d'une reprise portée par le secteur des services pour le deuxième semestre 2024, le niveau de l'inflation pourrait toutefois être problématique. Les taux d'inflation des prix payés et des prix facturés se sont en effet renforcés en juillet, le renchérissement des matières premières ayant tiré les coûts à la hausse, tendance ayant à son tour donné lieu à la plus forte augmentation des prix de vente depuis trois mois.

Selon notre modèle HCOB de prévision immédiate du PIB, incorporant les dernières données PMI flash, l'économie française devrait, grâce à l'expansion du secteur des services mise en évidence en juillet, enregistrer une croissance de 0,3 % au troisième trimestre. L'activité du secteur manufacturier pourrait quant à elle toutefois diminuer de près de 1 % par rapport au deuxième trimestre 2024.

De fait, la baisse de la demande, conjuguée à la hausse des prix des intrants, semble avoir pesé sur les perspectives d'activité des fabricants français dans les douze prochains mois, comme le suggère l'indice correspondant à cette variable, qui a perdu près de trois points en juillet. Selon les entreprises interrogées, la demande a reculé tant sur les marchés français qu'à l'étranger, en raison principalement de l'attentisme des clients. »

Le vendredi 26, le Conseil de l'UE déclenche la procédure pour déficit excessif, pour 7 pays européens, dont la France.

Voici le communiqué :

« Le Conseil a adopté aujourd'hui des décisions constatant l'existence de déficits excessifs pour la Belgique, la France, l'Italie, la Hongrie, Malte, la Pologne et la Slovaquie. En outre, le Conseil a établi que la Roumanie, qui fait l'objet d'une procédure concernant les déficits excessifs depuis 2020, n'a pas pris de mesures efficaces pour corriger son déficit et que, par conséquent, la procédure devrait rester ouverte.

La procédure concernant les déficits excessifs fondée sur le déficit vise à garantir que tous les États membres reviennent à la discipline budgétaire de leur gouvernement ou la maintiennent, et évitent d'enregistrer des déficits excessifs. En fin de compte, l'objectif est de maintenir une faible dette publique ou de ramener une dette élevée à des niveaux soutenables.

Les États membres doivent respecter la discipline budgétaire sur la base de critères et de valeurs de référence fixés dans les traités de l'UE : leur déficit ne doit pas dépasser 3 % de leur produit intérieur brut (PIB) et leur dette ne doit pas dépasser 60 % de leur PIB. Tous les États membres doivent respecter ces valeurs de référence du traité.

Si un déficit excessif survient dans un État membre, l'objectif de la procédure concernant les déficits excessifs est de provoquer sa correction en plaçant les États membres sous un contrôle renforcé et en leur fournissant des recommandations pour qu'ils prennent des mesures efficaces pour corriger le déficit.

Prochaines étapes

Vers la fin de l'année, le Conseil sera invité à adopter, sur recommandation de la Commission, des recommandations adressées aux États membres pour qu'ils prennent des mesures efficaces afin de corriger leur déficit dans un délai donné. Les recommandations peuvent contenir une trajectoire budgétaire corrective, exprimée en termes numériques, et une date limite.

La Commission devrait présenter des recommandations au Conseil vers novembre, en même temps qu'elle a l'intention de soumettre le paquet d'automne du semestre européen.

Cette année, exceptionnellement, le calendrier des recommandations aux États membres faisant l'objet d'une procédure concernant les déficits excessifs pour qu'ils prennent des mesures efficaces sera aligné sur les dispositions du cadre de gouvernance économique réformé de l'UE. En vertu des nouvelles règles, en vigueur depuis le 30 avril, les États membres prépareront des plans structurels budgétaires à moyen terme à l'automne, définissant leurs trajectoires de dépenses et leurs réformes et investissements prioritaires pour les 4 à 7 prochaines années.

L'objectif est d'aligner les recommandations du Conseil dans le cadre des procédures concernant les déficits excessifs sur celles des plans structurels budgétaires à moyen terme.

Contexte

Sur la base des données communiquées et confirmées pour l'année 2023, tous les États membres qui sont désormais soumis à une procédure concernant les déficits excessifs ont enregistré, en 2023, un déficit public supérieur à la valeur de référence du Traité :

Italie (-7,4 %)
Hongrie (-6,7 %)
Roumanie (-6,6 %)
France (-5,5 %)
Pologne (-5,1 %)
Malte (-4,9 %)
Slovaquie (-4,9 %)
Belgique (-4,4 %)

Après une pause de quatre ans due à l'activation de la clause dérogatoire générale entre 2020 et 2023 à la suite de la pandémie de Covid-19, la Commission a établi le 19 juin un rapport au titre de l'article 126(3) du Traité sur le fonctionnement de l'UE (TFUE). Le rapport identifie 12 États membres qui ont enregistré un déficit public supérieur à la valeur de référence du Traité de 3 % ou qui risquent de dépasser cette valeur en 2023.

Le rapport propose l'ouverture d'une procédure concernant les déficits excessifs pour sept États membres. Le Comité économique et financier a rendu son avis dans les deux semaines qui ont suivi.

Le 8 juillet 2024, la Commission a proposé au Conseil des décisions constatant l'existence de déficits excessifs pour sept États membres et une décision indiquant que la Roumanie, qui fait l'objet d'une procédure concernant les déficits excessifs depuis 2019, n'a pas pris de mesures efficaces pour corriger la situation.

Le Conseil, lors de sa réunion du 16 juillet 2024, a procédé à un échange de vues sur les propositions. Le Comité des représentants permanents a décidé, le 24 juillet, de lancer une procédure écrite pour l'adoption formelle de la décision, qui a été menée à bien. L'adoption d'aujourd'hui signifie que les procédures concernant les déficits excessifs sont désormais officiellement lancées ».

Voir ce qui concerne spécifiquement la France à l'adresse suivante : <https://data.consilium.europa.eu/doc/document/ST-12166-2024-INIT/fr/pdf>

Ce même vendredi 26, le Comité d'alerte sur l'évolution des dépenses d'assurance maladie publie un avis pessimiste sur le respect de l'objectif national de dépenses d'assurance maladie (ONDAM).

Voici quelques extraits :

« Une évolution des dépenses en 2023 qui n'induit pas de risque notable de dépassement de l'ONDAM en 2024. La loi de financement de la sécurité sociale (LFSS) pour 2024 a fixé à 254,9 Md€ le montant de l'ONDAM pour l'année 2024, soit une progression de 2,9 % à champ constant de dépenses ou de 3,2 % hors dépenses liées à la crise "Covid". (...) S'agissant des dépenses hors Covid (246,8 Md€), l'exécution 2023 a un effet en base nul ou presque sur le montant des dépenses de 2024. En effet, elle entraîne un dépassement des montants prévisionnels des soins de ville et des établissements de santé (respectivement + 0,1 Md€ et +0,4 Md€) et, à l'inverse, une sous-exécution d'un montant équivalent des sous- objectifs médico-sociaux (personnes âgées et personnes handicapées) et de celui des autres prises en charge.

En revanche, un risque élevé de dépassement du sous-objectif des soins de ville au vu de la progression de ces dépenses au cours des six premiers mois de l'année 2024. Les soins de ville constituent l'un des six sous-objectifs de l'ONDAM. La LFSS pour 2024 prévoit à ce titre 108,4 Md€ de dépenses, soit une progression de 3,3 Md€ ou 3,5 % hors dépenses de crise "Covid". (...) L'évolution du sous-objectif des soins de ville se décompose entre celle des dépenses brutes et celle des recettes atténuatives des dépenses. Ces recettes sont versées par les entreprises pharmaceutiques (clause de sauvegarde et remises conventionnelles) et par les entreprises qui fabriquent ou distribuent des dispositifs médicaux (remises conventionnelles).

Sur les six premiers mois de l'année 2024, les dépenses brutes effectives ont augmenté de 5,7 % par rapport à la même période de l'année 2023 pour le régime général de sécurité sociale.

Cette augmentation dépasse de 1,5 point la hausse de 4,2 % des dépenses brutes du sous-objectif prise en compte dans l'ONDAM pour 2024 adopté dans le cadre de la LFSS pour 2024. (...) L'écart d'évolution de 1,5 point ainsi observé concerne la plupart des postes de soins de ville : actes de biologie médicale, transports de patients, honoraires des médecins spécialistes, honoraires des masseurs-kinésithérapeutes, indemnités journalières, dispositifs médicaux, médicaments. Il traduit la dynamique du volume des actes, des biens et des prestations pris en charge par l'assurance maladie. (...)

Au regard des données disponibles à fin juin 2024, le comité d'alerte identifie donc un risque de dépassement de l'ONDAM adopté dans le cadre de la loi de financement de la sécurité sociale pour 2024. Ce risque est imputable à la dynamique de la plupart des postes de dépenses des soins de ville. Bien qu'inférieur au seuil d'alerte fixé à 0,5 % du montant prévisionnel des dépenses de l'ONDAM, soit 1,3 Md€, il porte sur un montant significatif de dépenses, pouvant être estimé à ce stade à plus de 0,5 Md€. (...) ».

Le mercredi 31, réunion du FOMC, le Comité de politique monétaire de la Fed : maintien à leur niveau des taux directeurs : ils restent donc à leur niveau élevé de 5,25% à 5,5% (la dernière hausse date de juillet 2023). Les experts et les marchés estiment que la première baisse interviendra vraisemblablement mi-septembre.

Voici une traduction du communiqué de presse :

« Les indicateurs récents suggèrent que l'activité économique a continué de croître à un rythme soutenu. Les créations d'emplois ont ralenti et le taux de chômage a augmenté mais reste faible. L'inflation a diminué au cours de l'année écoulée mais reste quelque peu élevée. Ces derniers mois, des progrès ont été réalisés vers l'objectif d'inflation de 2 % fixé par le Comité.

Le Comité cherche à atteindre un taux d'emploi et d'inflation maximal de 2 % à long terme. Le Comité estime que les risques pour atteindre ses objectifs en matière d'emploi et d'inflation continuent de s'équilibrer. Les perspectives économiques sont incertaines et le Comité est attentif aux risques qui pèsent sur les deux parties de son double mandat.

Pour soutenir ses objectifs, le Comité a décidé de maintenir la fourchette cible du taux des fonds fédéraux entre 5,5 % et 5,5 %. Lorsqu'il envisagera d'ajuster la fourchette cible du taux des fonds fédéraux, le Comité évaluera soigneusement les données à venir, l'évolution des perspectives et l'équilibre des risques. Le Comité ne pense pas qu'il soit approprié de réduire la fourchette cible avant d'avoir acquis une plus grande confiance dans le fait que l'inflation évolue durablement vers 2 %. En outre, le Comité continuera de réduire ses avoirs en titres du Trésor, en titres de créance et en titres adossés à des créances hypothécaires émises par des agences. Le Comité est fermement déterminé à ramener l'inflation à son objectif de 2 %.

Pour évaluer l'orientation appropriée de la politique monétaire, le Comité continuera de surveiller les implications des informations reçues sur les perspectives économiques. Le Comité serait prêt à ajuster l'orientation de la politique monétaire en conséquence si des risques apparaissaient susceptibles d'entraver la réalisation des objectifs du Comité. Les évaluations du Comité tiendront compte d'un large éventail d'informations, notamment des relevés sur les conditions du marché du travail, les pressions inflationnistes et les anticipations d'inflation, ainsi que les évolutions financières et internationales ».

Ce même mercredi 31, Eurostat publie pour la zone euro une statistique de l'inflation qui montre que celle-ci fait de la résistance :

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

	Poids (%)	Taux annuel							Taux mensuel
	2024	Jul 23	Fév 24	Mars 24	Avr 24	Mai 24	Juin 24	Jul 24	Jul 24
Ensemble de l'IPCH	1000,0	5,3	2,6	2,4	2,4	2,6	2,5	2,6e	0,0e
Ensemble hors: énergie	900,9	6,7	3,3	2,9	2,7	2,8	2,8	2,7e	-0,1e
énergie, aliments non transformés	857,4	6,6	3,3	3,1	2,8	2,9	2,8	2,8e	-0,1e
énergie, alimentation, alcool & tabac	706,2	5,5	3,1	2,9	2,7	2,9	2,9	2,9e	-0,2e
Alimentation, alcool & tabac	194,7	10,8	3,9	2,6	2,8	2,6	2,4	2,3e	0,0e
aliments transformés y compris alcool & tabac	151,2	11,3	4,5	3,5	3,2	2,8	2,7	2,7e	0,3e
aliments non transformés	43,5	9,2	2,1	-0,5	1,2	1,8	1,3	1,0e	-0,9e
Énergie	99,1	-6,1	-3,7	-1,8	-0,6	0,3	0,2	1,3e	0,9e
Biens industriels hors énergie	257,3	5,0	1,6	1,1	0,9	0,7	0,7	0,8e	-2,6e
Services	448,8	5,6	4,0	4,0	3,7	4,1	4,1	4,0e	1,2e

e estimation

eurostat

Taux d'inflation (%) mesurés par les IPCH

	Taux annuel							Taux mensuel
	Jul 23	Fév 24	Mars 24	Avr 24	Mai 24	Jun 24	Jul 24	Jul 24
Belgique	1,7	3,6	3,8	4,9	4,9	5,4	5,5e	-0,6e
Allemagne	6,5	2,7	2,3	2,4	2,8	2,5	2,6e	0,5e
Estonie	6,2	4,4	4,1	3,1	3,1	2,8	3,5e	0,2e
Irlande	4,6	2,3	1,7	1,6	2,0	1,5	1,5e	0,2e
Grèce	3,5	3,1	3,4	3,2	2,4	2,5	3,0e	-0,4e
Espagne	2,1	2,9	3,3	3,4	3,8	3,6	2,9e	-0,7e
France	5,1	3,2	2,4	2,4	2,6	2,5	2,6e	0,1e
Croatie	8,0	4,8	4,9	4,7	4,3	3,5	3,4e	1,0e
Italie	6,3	0,8	1,2	0,9	0,8	0,9	1,7e	-0,8e
Chypre	2,4	2,1	1,6	2,1	3,0	3,0	2,6e	1,0e
Lettonie	6,6	0,6	1,0	1,1	0,0	1,5	0,8e	0,1e
Lituanie	7,2	1,1	0,4	0,4	0,9	1,0	1,1e	-0,1e
Luxembourg	2,0	3,2	3,2	3,0	3,2	2,8	2,7e	-0,4e
Malte	5,6	3,0	2,7	2,4	2,3	2,2	2,3e	0,5e
Pays-Bas	5,3	2,7	3,1	2,6	2,7	3,4	3,5e	1,3e
Autriche	7,0	4,0	4,1	3,4	3,3	3,1	2,9e	-0,3e
Portugal	4,3	2,3	2,6	2,3	3,8	3,1	2,7e	-0,8e
Slovénie	5,7	3,4	3,4	3,0	2,5	1,6	1,4e	-0,2e
Slovaquie	10,3	3,8	2,7	2,4	2,6	2,4	2,9e	0,2e
Finlande	4,2	1,1	0,6	0,6	0,4	0,5	0,6e	0,3e

e estimation

Données sources: [prc_hicp_manr](https://ec.europa.eu/eurostat/tgm/table.do?tab=table&init=1&language=en&plugin=1)

eurostat

- Août 2024 ->

Jeudi 1^{er}, publication par Eurostat d'une statistique sur le taux de chômage :

Taux de chômage

données corrigées des variations saisonnières, %



eurostat

« En juin 2024, le taux de chômage corrigé des variations saisonnières de la **zone euro** était de 6,5%, en hausse par rapport au taux de 6,4% enregistré en mai 2024 et stable par rapport au taux enregistré en juin 2023. Le taux de chômage de l'**UE** était de 6,0% en juin 2024, stable par rapport aux taux enregistrés en mai 2024 ainsi qu'en juin 2023 ».

Chômage total corrigé des variations saisonnières



	Taux (%)					Nombre de personnes (en milliers)				
	2023	2024				2023	2024			
	Juin	Mars	Avr	Mai	Juin	Juin	Mars	Avr	Mai	Juin
Zone euro	6,5	6,5	6,4	6,4	6,5	11 04 1	11 14 3	11 04 7	11 08 1	11 12 2
UE	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	13 07 0	13 29 5	13 19 8	13 20 6	13 25 8
Belgique	5,6	5,7	5,8	5,9	5,9	295	306	311	316	315
Bulgarie	4,5	4,6	4,6	4,5	4,5	137	144	142	139	141
Tchéquie	2,6	2,9	2,8	2,7	2,7	137	151	144	139	141
Danemark	4,7	5,7	5,8	5,8	5,9	149	186	188	189	190
Allemagne	3,0	3,3	3,3	3,4	3,4	1 312	1 468	1 485	1 495	1 496
Estonie	7,1	7,6	7,5	7,4	7,4	53	57	57	56	56
Irlande	4,4	4,0	4,0	4,0	4,2	121	114	112	113	117
Grèce	11,4	10,6	10,4	10,3	9,6	543	505	502	487	457
Espagne	11,9	11,7	11,7	11,6	11,5	2 880	2 857	2 843	2 842	2 831
France	7,4	7,4	7,3	7,4	7,4	2 271	2 310	2 275	2 298	2 319
Croatie	6,2	5,5	5,4	5,3	5,3	105	94	92	91	90
Italie	7,5	7,1	6,9	6,9	7,0	1 914	1 817	1 764	1 769	1 792
Chypre	6,2	5,0	4,5	4,2	4,4	31	24	22	20	21
Lettonie	6,6	6,8	6,8	6,7	6,7	62	65	65	64	63
Lituanie	6,4	7,5	7,5	7,7	8,2	98	119	119	122	131
Luxembourg	5,1	5,6	5,6	5,7	5,7	17	19	19	19	19
Hongrie	4,0	4,3	4,4	4,3	4,3	195	215	217	215	214
Malte	3,0	3,0	3,1	3,2	3,1	9	10	10	10	10
Pays-Bas	3,5	3,6	3,7	3,6	3,6	353	371	375	367	370
Autriche	5,1	4,9	4,8	5,1	5,3	240	232	227	241	249
Pologne	2,8	2,9	3,0	3,0	3,0	495	523	528	530	532
Portugal	6,3	6,5	6,4	6,5	6,7	333	347	344	348	361

Vendredi 2, Patirck Artus ouvre des débats théoriques autour de la politique monétaire de la BCE dans son « Flash Economie » n°10 :

« Il s'agit :

- de la pertinence d'un objectif d'inflation de 2% alors que l'inflation risque d'être durablement plus forte et que l'importance des besoins d'investissement (pour la transition écologique, pour la relocalisation des industries stratégiques) conduit à désirer des taux d'intérêt réels faibles : Si l'inflation est spontanément supérieure à 2% dans le futur, ramener l'inflation à 2% exigera la mise en place de taux d'intérêt réels élevés, ce qui est incompatible avec la réalisation des investissements nécessaires pour la transition énergétique. Relever l'objectif d'inflation éviterait cet inconvénient majeur ;

- du poids de l'objectif de stabilité financière qui est aujourd'hui faible comme le montrent les hausses excessives répétées des prix des actifs et la hausse constante du taux d'endettement : le problème est le conflit d'objectifs qui apparaît très souvent entre la stabilité des prix et la stabilité financière. Maintenir la stabilité financière exigerait le plus souvent de monter les taux d'intérêt plus que ce qui est nécessaire pour assurer la stabilité des prix. La solution est probablement un usage plus intense des politiques macroprudentielles : ajustement des ratios des réserves obligatoires ou du capital exigé des banques, utilisation plus stricte des normes d'endettement maximal, taxation des plus-values en capital lorsque les prix des actifs augmentent trop rapidement ;

- de l'irréversibilité probable des politiques de création monétaire par le quantitative easing : Cette irréversibilité entraîne l'irréversibilité de la masse monétaire créée pendant le quantitative easing (Graphique 3b), et génère un biais durable à la hausse des prix des actifs et un biais durable à la baisse des taux d'intérêt à long terme : plus souvent ce biais est apparu dans le passé, plus il est probable que des bulles sur les prix des actifs persistent. L'utilisation du quantitative easing est donc incompatible avec la recherche de la stabilité financière ;

- de l'existence ou non de mécanismes de dominance fiscale, c'est-à-dire du degré de prise en compte de la nécessité d'assurer la soutenabilité de la dette publique dans les décisions de politique monétaire : la seule période où on peut penser que la dominance fiscale est peut-être apparue est la période qui va de la mi-2021 à aujourd'hui ;

- de la pertinence de l'introduction de mécanisme incitatifs liés à la transition énergétique dans les instruments de la politique monétaire, par exemple une différenciation des créances "brunes" et des créances "vertes" pour les taux d'intérêt des opérations de refinancement : Le débat porte sur la pertinence de l'utilisation de la politique monétaire pour orienter les choix de financement de l'économie, alors que ces choix peuvent être orientés probablement plus efficacement par d'autres politiques (prix du CO₂, subventions à la décarbonation ...) ;

- de la possibilité que la BCE reste indépendante si elle doit coordonner sa politique à d'autres politiques économiques (politique budgétaire, politiques environnementales ...) ;

- et bien sûr, de l'efficacité de la politique monétaire pour lutter contre l'inflation : Les estimations faites par la BCE montrent que la politique monétaire plus restrictive qu'elle a menée depuis 2022 a réduit l'inflation présente de la zone euro de plus de 2 points. Mais on peut douter de cette estimation, puisque :

- . les salaires et les coûts salariaux unitaires croissent toujours très rapidement (plus de 5% sur un an en ce qui concerne les coûts salariaux unitaires ;

- . les prix des services augmentent toujours de plus de 4% par an ;

. et si les prix des produits industriels ont fortement ralenti, cela est dû au recul des prix des importations et des prix des matières premières industrielles.

Au total, la difficulté la plus grande sera de concilier la possibilité d'investir beaucoup plus avec la défense de la stabilité financière et d'une inflation faible ».

Lundi 5, chute des bourses mondiales.

Le journal Les Echos y consacrent plusieurs articles. En voici deux :

1) Article de Florian Maussion :

« Avis de gros temps sur les marchés. Alors que le mois d'août - traditionnellement l'un des plus difficiles de l'année - vient à peine de commencer, les grandes places boursières mondiales affrontent une tempête, dont il est difficile de prédire à la fois l'intensité et l'évolution.

Le coup de tabac a commencé au Japon. Le Nikkei, l'indice vedette de la Bourse de Tokyo, s'est effondré de 12,4 % et a encaissé au passage la plus forte baisse en points de son histoire. Le Topix, plus large, a chuté de 12,3 %. Les marchés européens ont suivi le mouvement. À 15 heures, le Dax allemand perdait 3,5 % et le "Footsie" britannique 3 %. Le CAC s'en sortait à peine mieux, en recul de 2,8 %. Wall Street est aussi attendu en forte baisse. Les futures du Nasdaq évoluaient à -5,8 % et ceux du S&P 500 à -4,3 % une demi-heure avant l'ouverture des marchés américains. L'explosion du VIX, l'indice de volatilité des marchés américains, aussi surnommé "indice de la peur", donne la mesure du stress des marchés ce lundi. Il est monté au-dessus de 65 vers 15 heures. Il n'avait atteint un tel niveau qu'à deux reprises dans l'histoire récente : en 2020, au moment du krach du Covid et fin 2008, lors de la grande crise financière.

Le déclencheur de cette violente correction ? La dégradation du marché de l'emploi aux Etats-Unis. Vendredi dernier, la publication de chiffres préoccupants a renforcé la crainte d'un atterrissage brutal de l'économie américaine et d'un basculement dans la récession. Les investisseurs craignent qu'en attendant septembre pour baisser ses taux directeurs, la Fed n'intervienne trop tardivement.

Alors que la Banque centrale européenne et la Banque d'Angleterre (BoE) ont déjà assoupli leurs politiques monétaires, la Réserve fédérale américaine est le dernier en Occident à jouer la montre. Avec le risque d'arriver trop tard pour enrayer le refroidissement de la croissance américaine et de devoir baisser ses taux plus vite et plus fortement que prévu.

Wall Street avait déjà souffert en fin de semaine dernière. Le Nasdaq a enchaîné, jeudi et vendredi, deux séances consécutives en recul de plus de 2 % pour la première fois depuis l'été 2022 et a terminé la semaine en repli de 3,35 %. Le S&P a cédé dans le même temps 2,06 %. Le dollar a lui aussi fortement reculé, ce qui a provoqué en parallèle une remontée du yen, alimentant le décrochage de la Bourse de Tokyo, inquiète pour ses grandes entreprises exportatrices.

Cet enchaînement d'événements intervient au moment même où Wall Street s'inquiète des valorisations stratosphériques de la Big Tech. Les résultats du deuxième trimestre des géants du secteur n'ont pas rassuré des marchés préoccupés par les investissements colossaux engloutis par l'intelligence artificielle et des perspectives de gains qui s'éloignent.

Les Sept Magnifiques ont cédé 14 % depuis le 10 juillet. Et la dégringolade devrait se poursuivre ce lundi. Nvidia perdait plus de 12 % dans les échanges pré-Bourse après la diffusion d'une rumeur selon laquelle le mastodonte des semi-conducteurs pourrait reporter la commercialisation d'un nouveau processeur dédié à l'IA en raison d'un défaut de conception. Amazon (-8,3 %) et Microsoft (-4 %) cédaient eux aussi du terrain par ricochet, tandis qu'Apple lâchait plus de 10 % après que Berkshire Hathaway a annoncé samedi avoir vendu la moitié de ses titres de la firme à la pomme au deuxième trimestre ».

2) Article de de Laetitia Volga

« Les pays développés comme les pays émergents sont touchés par la débâcle de leurs marchés financiers ce lundi. Le rapport déconcertant sur l'emploi américain publié vendredi dernier, avec un ralentissement des embauches en juillet et un taux de chômage au plus haut depuis 2021, a surpris les investisseurs, qui craignent désormais que la politique restrictive de la banque centrale des États-Unis n'ait fait trop de dégâts à la première économie mondiale. Le risque de récession est même évoqué, tout comme celui

d'une intervention d'urgence de la plus grande institution monétaire du monde pour réparer ce que certains qualifient d'erreur de jugement. Car au lieu de maintenir ses taux d'intérêt à des sommets de plus de vingt ans, la Réserve fédérale aurait dû alléger ses coûts d'emprunt la semaine dernière, se disent nombre d'investisseurs, comme l'ont fait les banques centrales d'Europe et du Canada par exemple au cours des derniers mois. Les membres de la Fed *ont commis une erreur. Ils auraient dû réduire les taux il y a plusieurs mois*, estime Mark Zandi, chef économiste chez Moody's. *Une baisse d'un quart de point en septembre ne suffira pas. Il faut une baisse d'un demi-point et un signal clair qu'ils vont être beaucoup plus agressifs dans la normalisation des taux qu'ils ne l'ont indiqué*“.

Les économistes de Citigroup et de JPMorgan misent également sur une réduction de 50 points de base à la rentrée, mais aussi en novembre. Les marchés monétaires vont encore plus loin dans la panique en évaluant une probabilité d'assouplissement d'un quart de point d'ici une semaine, donc hors calendrier, à 30% (et jusqu'à 60% au plus haut de la journée), indique l'agence Bloomberg. Un scénario extraordinaire sur la base d'une seule mauvaise statistique, tempère Neil Birrell, directeur des investissements chez Premier Miton Investors. Reinout De Bock, d'UBS, est du même avis. Selon lui, le marché est en proie à des mouvements erratiques pas inhabituels en été et imagine le pire. La forte hausse des bons du Trésor à court terme fait que le rendement à deux ans est sur le point de passer sous celui à dix ans, pour la première fois depuis juillet 2022. Une “désinversion“ de cette partie de la courbe est souvent considérée comme un signal de récession. Les économistes de Goldman Sachs ont augmenté la probabilité d'une récession l'année prochaine de la première puissance mondiale de 15% à 25%, mais ils estiment cependant que, en l'état actuel des choses, il n'y a pas péril en la demeure. L'économie se porte toujours bien dans l'ensemble, sans déséquilibre financier majeur, et la Fed dispose d'une grande marge de manœuvre pour assouplir sa politique de manière appropriée. Le marché souffre clairement d'une “*peur liée à la croissance*“, mais les investisseurs doivent se rappeler que la partie “*atterrissage*“ d'un soi-disant atterrissage en douceur implique que la croissance et l'emploi ralentissent, rappelle Angelo Kourkafas, stratégie d'investissement chez Edward Jones.

Le **Cac 40** perd 2,7% à 7.056,8 points vers 14h45, dans un volume d'affaires de 1,8 milliard d'euros. Le Dax à Francfort et le FTSE à Londres glissent de plus de 3%. Les indices japonais Nikkei et Topix japonais ont basculé dans un marché baissier ou “bear market“ défini par un repli d'au moins 20% par rapport au dernier plus haut. Un repli exacerbé par la hausse du yen, néfaste pour les entreprises exportatrices qui bénéficient traditionnellement de la faiblesse de la devise nippone. Les futures de Wall Street laissent présager un repli de 3,2% pour le Dow Jones, de 4,6% pour le S&P 500 et de 6,2% pour le Nasdaq 100. La jauge de volatilité Vix, indice proxy de la peur, a atteint son plus haut niveau depuis la période pandémique de mars 2020 ; les cryptomonnaies et le pétrole sont aussi hantés par le spectre d'une récession. Difficile d'évaluer, dans ce contexte mouvementé, ce que représente la cession par Berkshire Hathaway, le conglomérat dirigé par Warren Buffett, de la moitié de ses actions Apple dans le recul de 10% du géant technologique en avant-Bourse ».

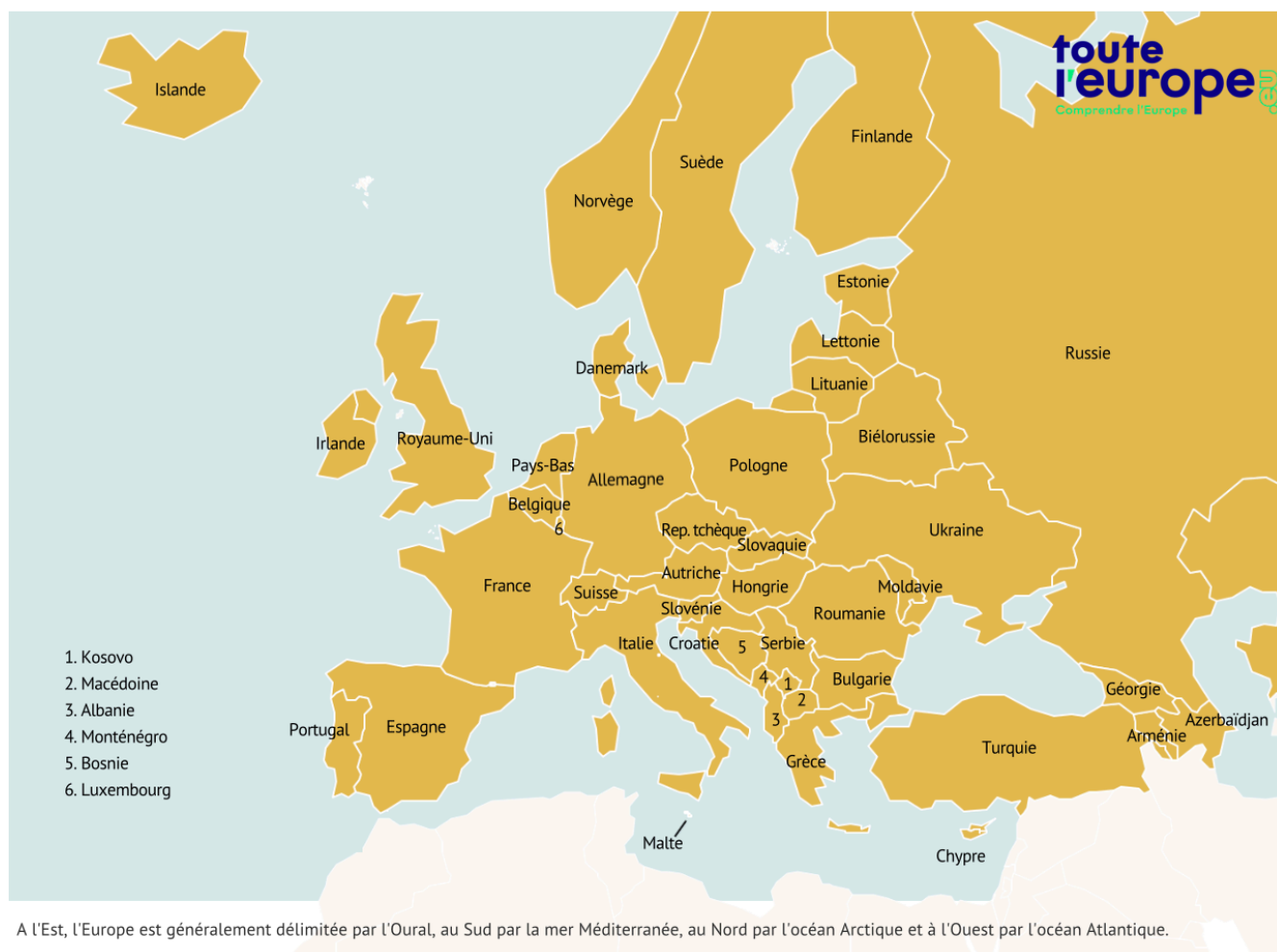
3) Analyse de l'économiste-essayiste Charles Gave :

« Les marchés sont quelque peu agités depuis quelques jours.

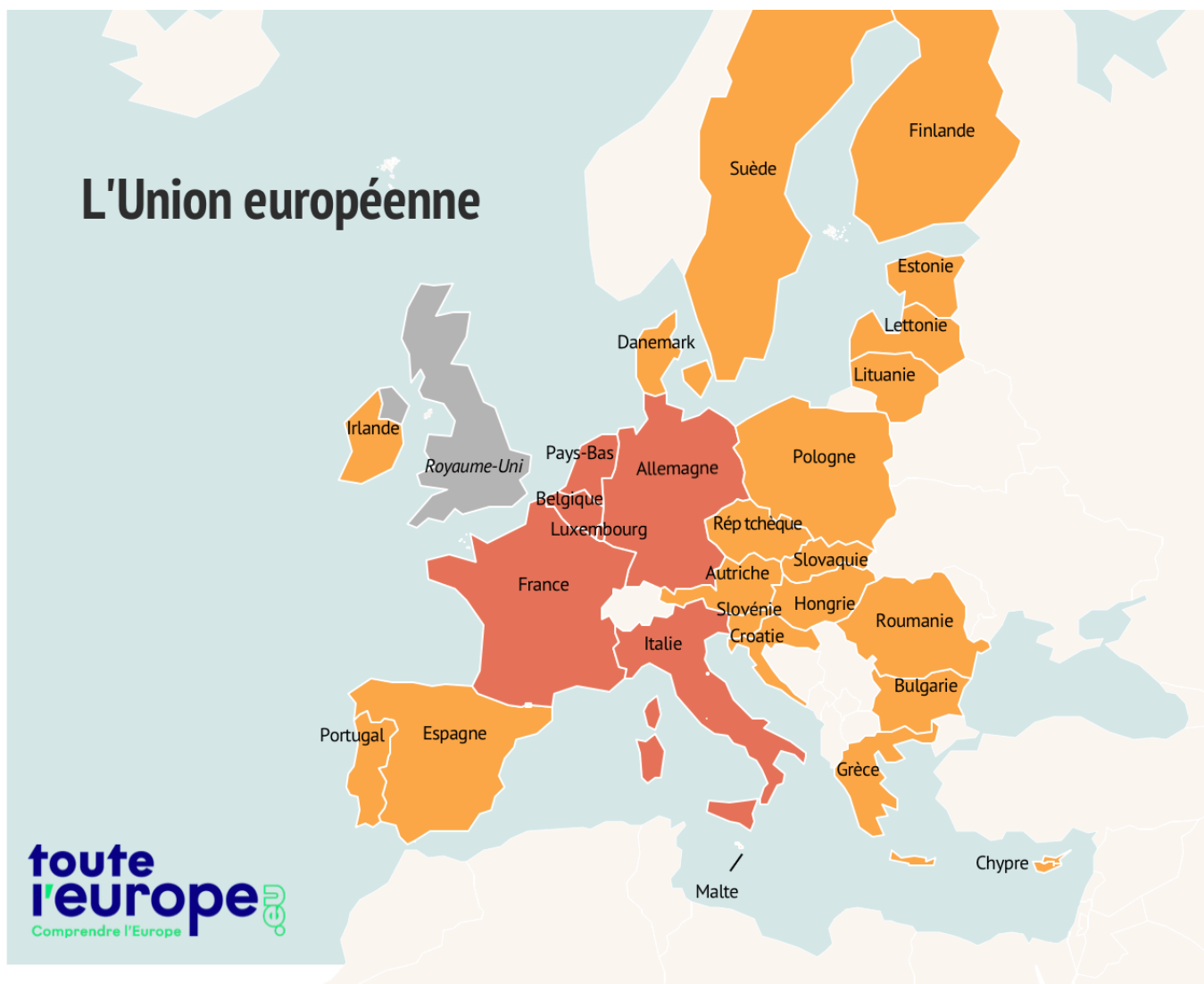
Pour comprendre ce qui se passe, il faut revenir au début de 2021. À cette date, l'inflation fait sa réapparition à la surprise des banques centrales et de personne d'autre. La Réserve fédérale américaine, la BCE, la banque d'Angleterre montent leurs taux courts pour lutter contre l'inflation qu'elles avaient créée de toutes pièces. Mais pas la Banque du Japon qui maintient ses taux courts et longs à zéro. Et du coup, tous les Soros au petit pied, empruntent du yen à 0% et achètent avec ces yen qu'ils changent en dollar des actions de technologie qui ne peuvent pas baisser (Apple, Nvidia, Microsoft, Google). Sur les ventes de yen et les achats de dollar, le yen baisse tandis que les valeurs de technologie, en dollar, montent... Extase des traders qui se disent qu'ils n'en ont pas fait assez et en remettent une couche. Le yen continue de baisser et les actions de technologie continuent de monter. Arrive un moment où le yen est si bas que des gens ayant un peu d'expérience se disent qu'ils vont acheter du yen et dormir dessus et le yen arrête de baisser, voire commence à monter. Et comme les difficultés arrivent toujours en escadrille, les bénéfices annoncés par certaines des grandes valeurs de technologie sont décevants. Et elles commencent à baisser sèchement. Les Soros au petit pied veulent racheter leurs yens et revendre leurs actions US, mais

ne trouvent pas de vendeur de yens ni d'acheteurs de technologie, en tout cas à ces prix. Et comme les traders, pour maximiser leurs gains, ont joué 5 fois leur capital, les appels sur marge se mettent en route, et souvent ils n'ont pas le premier sou pour boucher les trous dans leur compte à la banque. Ils sont donc liquidés à n'importe quel prix, et la volatilité des marchés explose à la hausse. Comme la volatilité explose à la hausse, les systèmes de contrôle de risques (dits de value at risk) se mettent en route et ordonnent à tout le monde de réduire les positions... dans un marché où les acheteurs ont disparu. Et tout commence à baisser, ce qui déclenche de nouvelles baisses à des endroits où on ne les attend pas. Par exemple, vous avez mis en place la position "short le yen long Nvidia", mais comme vous êtes prudent, vous avez en réserve une grosse position en or quand l'appel sur marge vous arrive, vous êtes obligé de vendre votre or, qui n'a rien à voir dans la bagarre, mais qui peut baisser sèchement. Comme le dit la sagesse des marchés : "dans ces cas-là, on veut ce que l'on peut vendre, pas ce que l'on devrait vendre". Bref, nous sommes rentrés dans une période de liquidation, où la marée se retirant on va enfin voir qui nageait sans maillot ; l'auditeur de l'Université de l'Épargne qui est bourré de yens le voit monter avec ravissement d'autant plus que le reste de son portefeuille défensif est en or. D'ici peu, il va pouvoir vendre ses yens qui auront beaucoup monté pour racheter des Total ou des Pernod-Ricard qui auront beaucoup baissé. En ce qui le concerne, il passe un été délicieux ».

Cet été, « touteurope.eu » a publié des cartes comparatives particulièrement intéressantes. En voici quelques-unes :

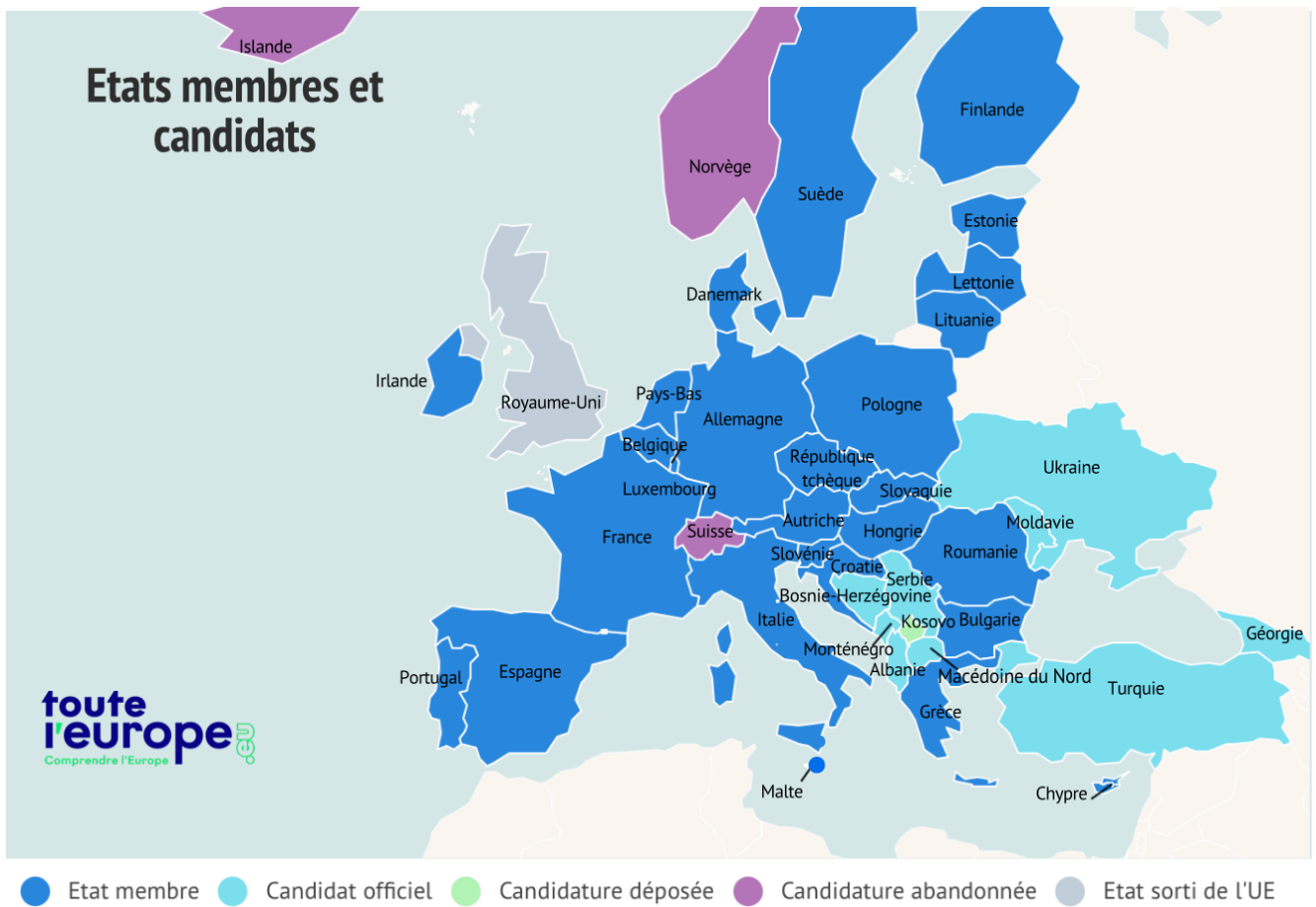


L'Union européenne



● Membre fondateur de l'UE ● Pays devenu membre de l'UE ● Pays sorti de l'UE

Description : L'Union européenne compte 27 États membres. Le Royaume-Uni en est sorti en janvier 2020.

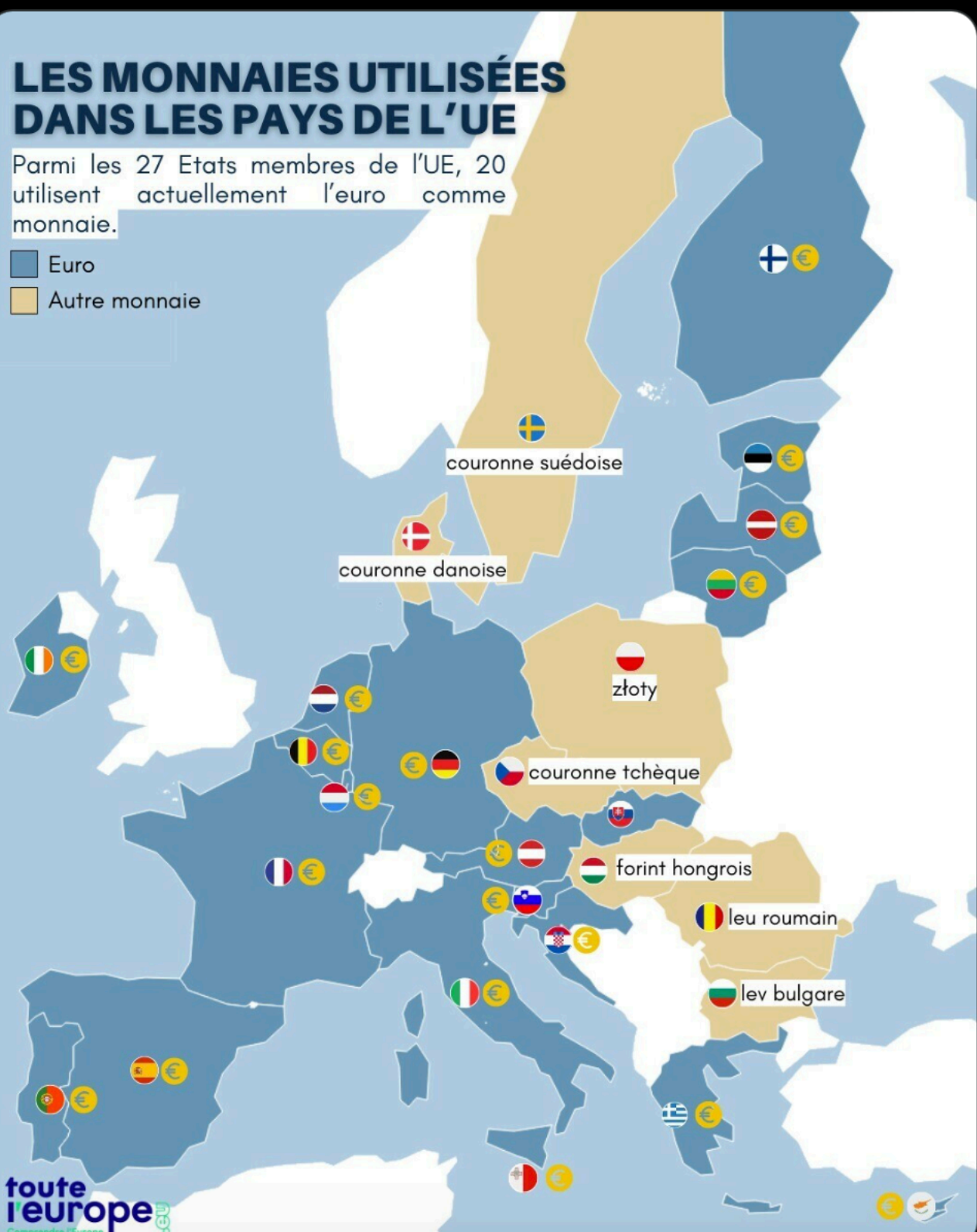


LES MONNAIES UTILISÉES DANS LES PAYS DE L'UE

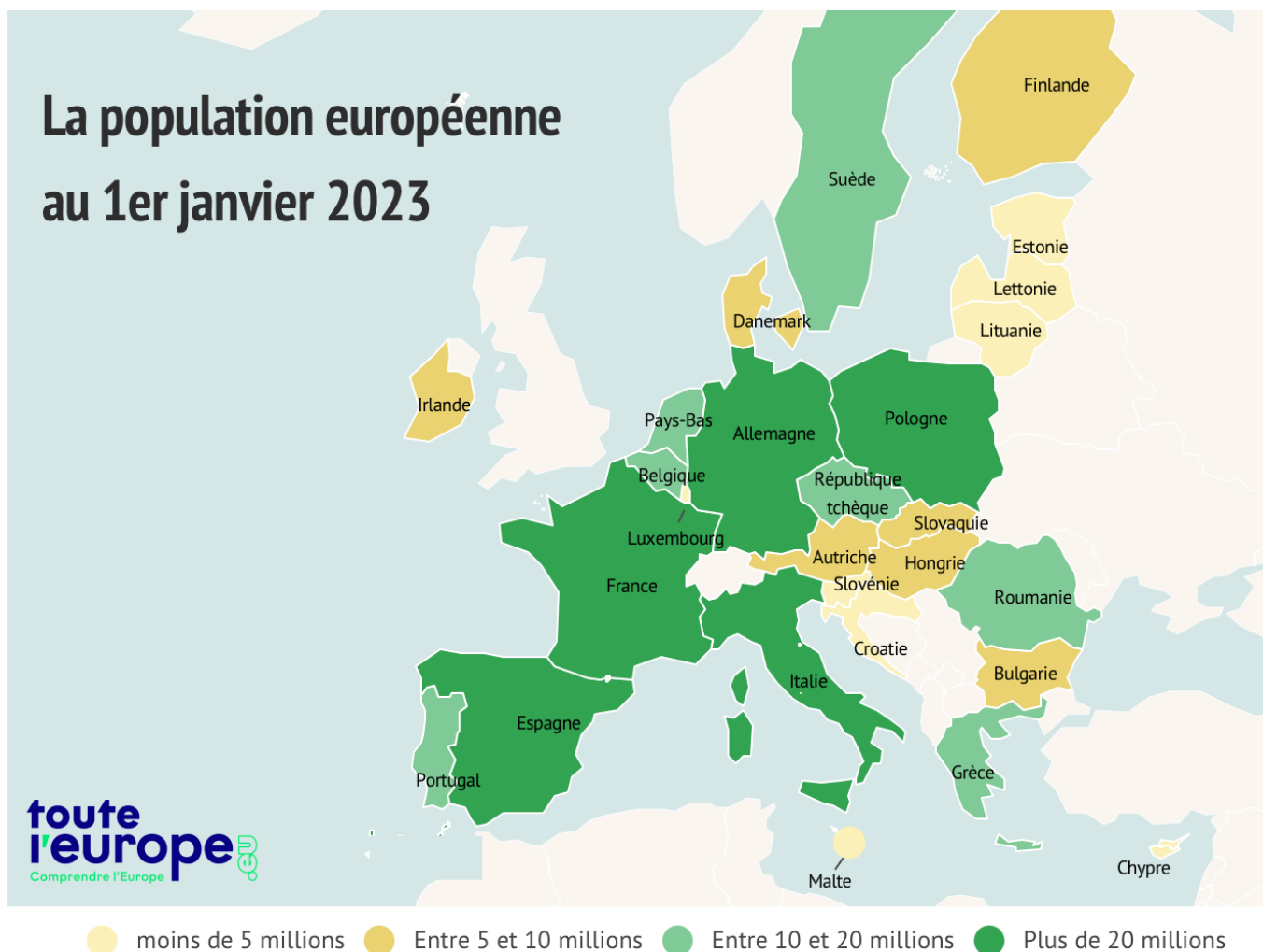
Parmi les 27 Etats membres de l'UE, 20 utilisent actuellement l'euro comme monnaie.

■ Euro

■ Autre monnaie



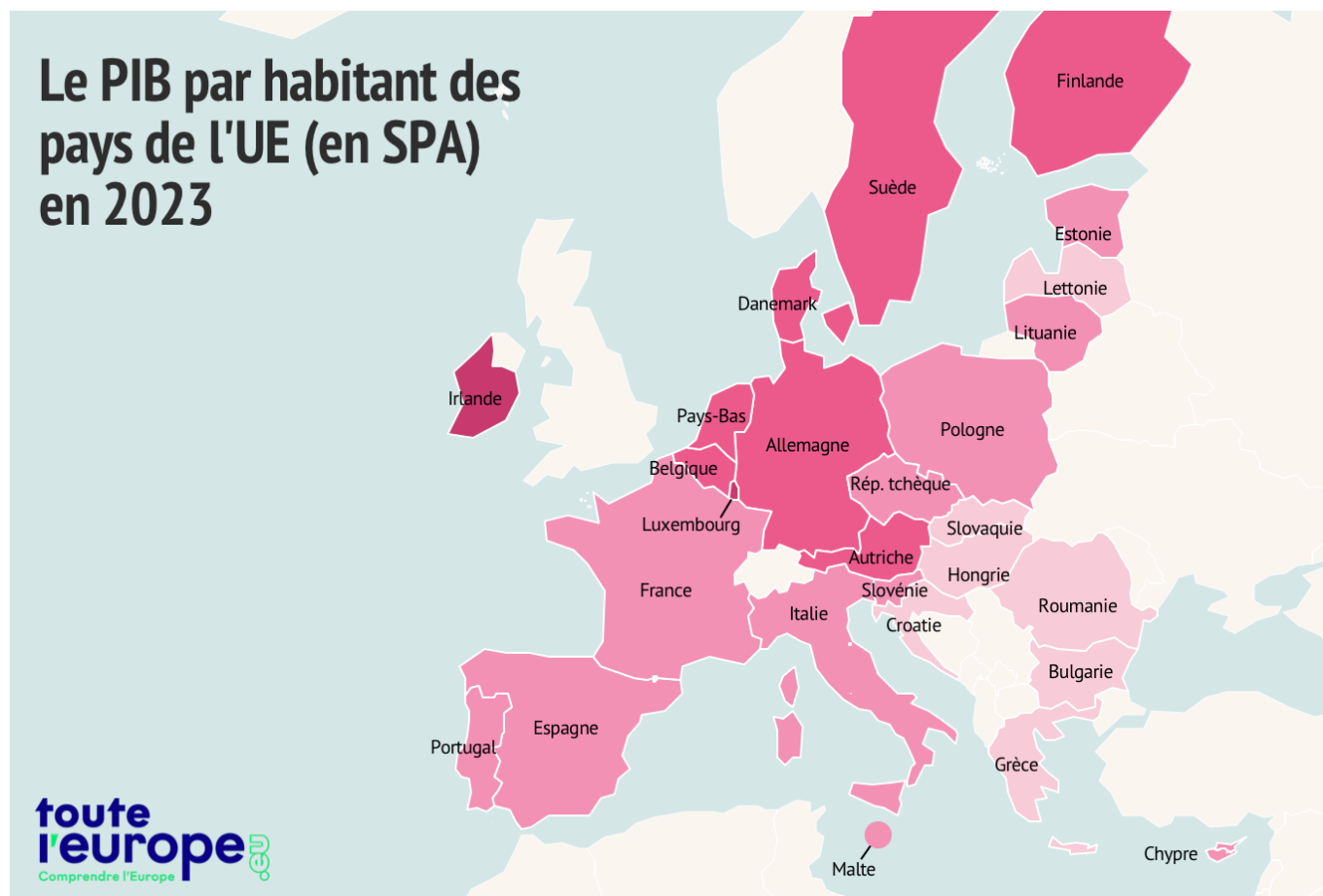
La population européenne au 1er janvier 2023



Légende : population (en millions d'habitants)

Données : Eurostat (2023)

Le PIB par habitant des pays de l'UE (en SPA) en 2023



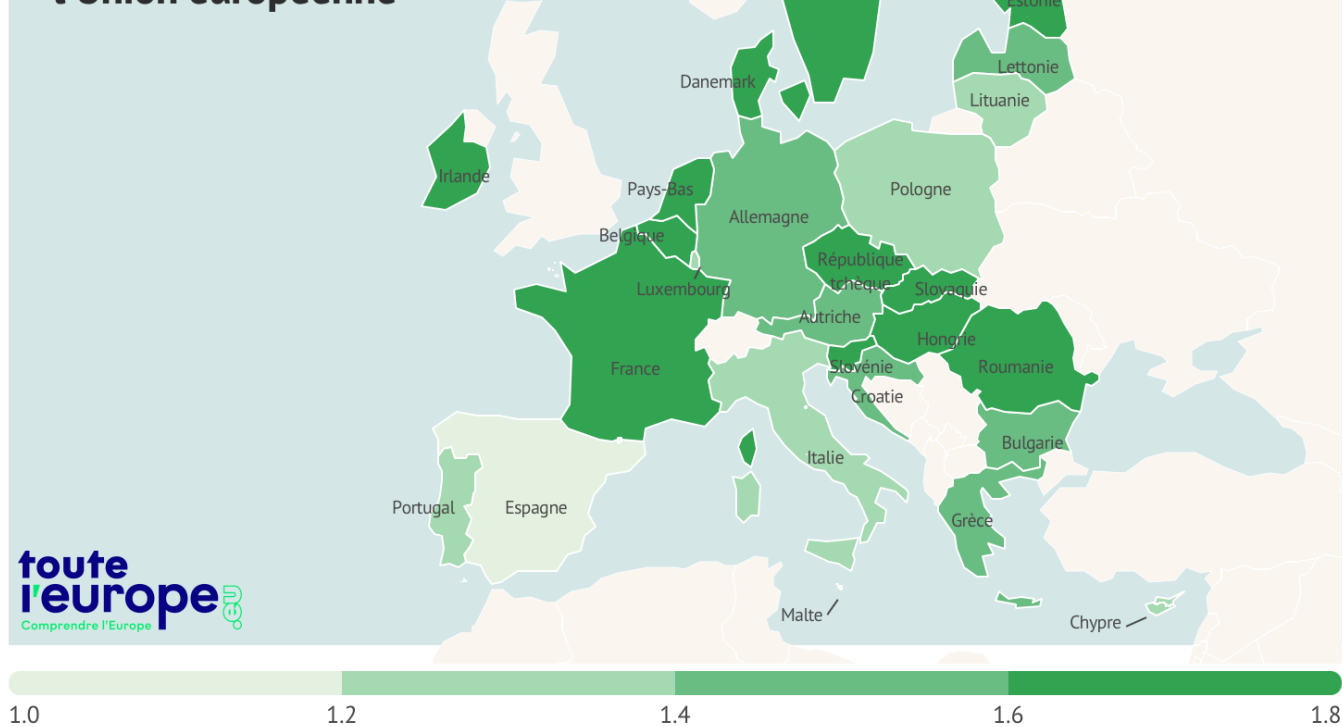
● - de 30 000 ● de 30 à 40 000 ● de 40 à 50 000 ● + de 50 000

PIB par habitant en SPA dans les Etats membres de l'Union européenne en 2023

Source : Eurostat (dernières données disponibles)

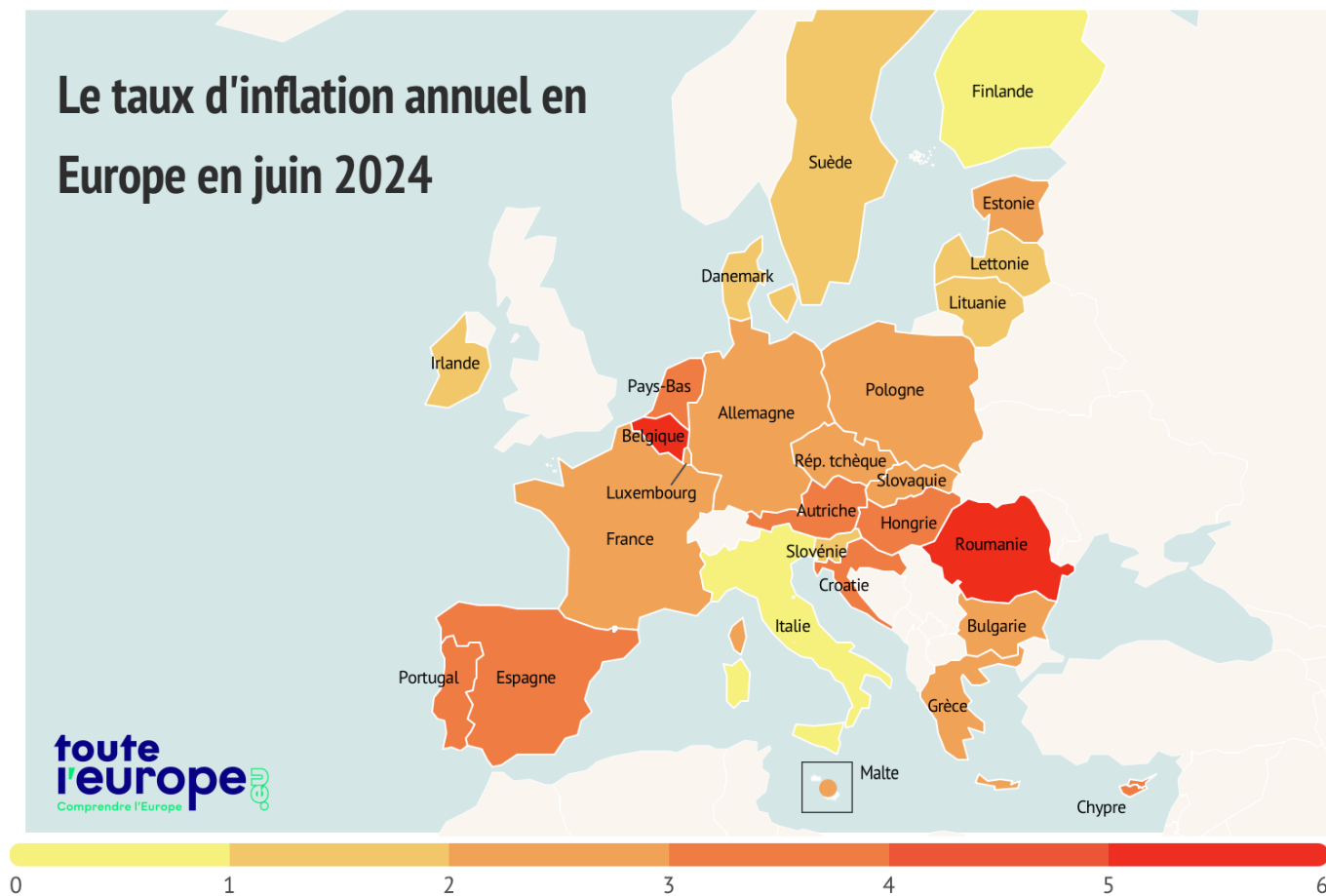
www.china

Le nombre d'enfants par femme dans l'Union européenne



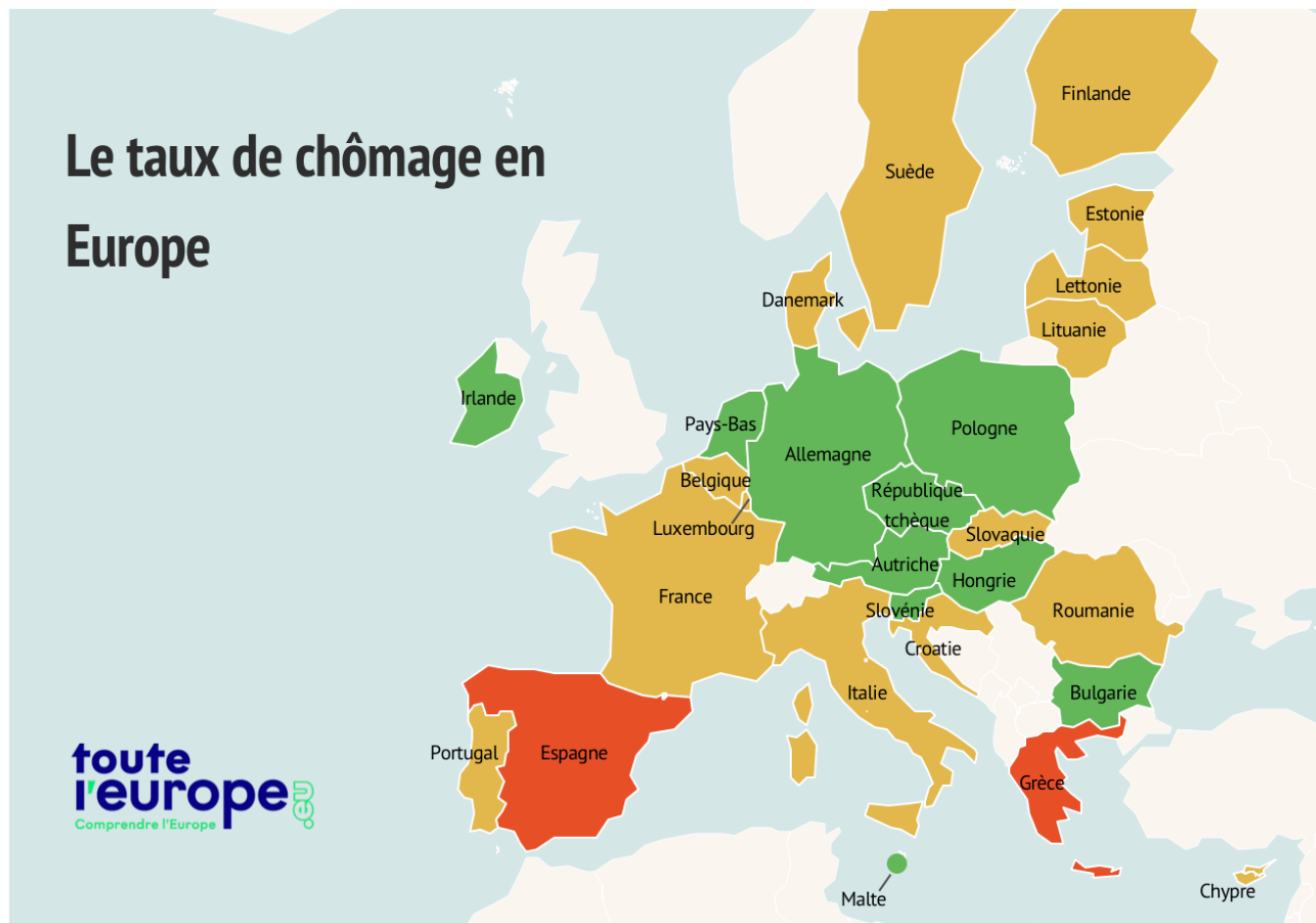
Taux de fécondité / Nombre d'enfants par femme en 2021 - Source : [Eurostat](#)

Le taux d'inflation annuel en Europe en juin 2024



Données : Eurostat (juin 2024) - Taux d'inflation mesuré entre juin 2023 et juin 2024
Malte a été agrandie pour plus de lisibilité

Le taux de chômage en Europe

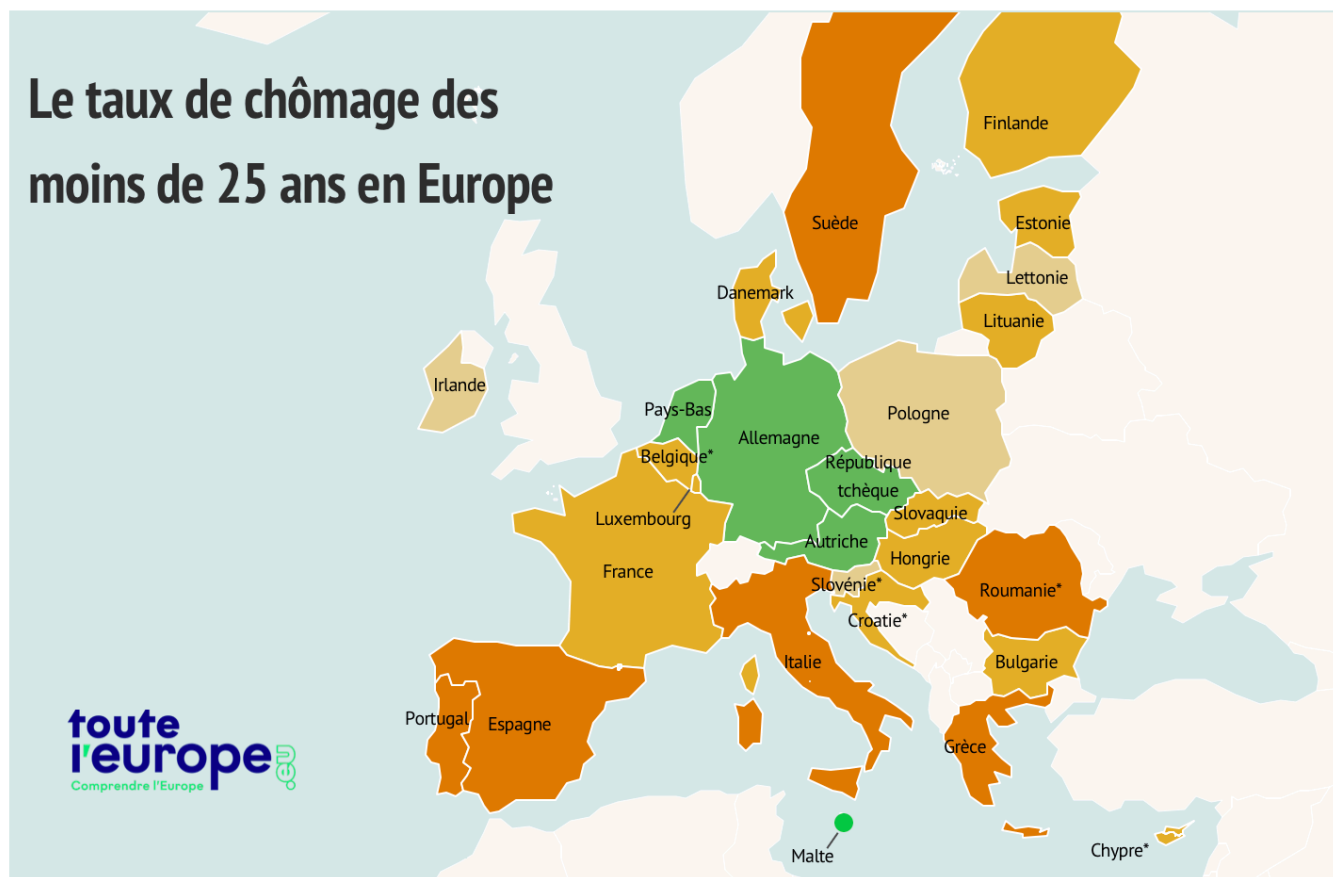


● Inférieur à 5% ● Entre 5 et 10% ● Supérieur à 10%

Données : Eurostat (février 2024).

www.chr

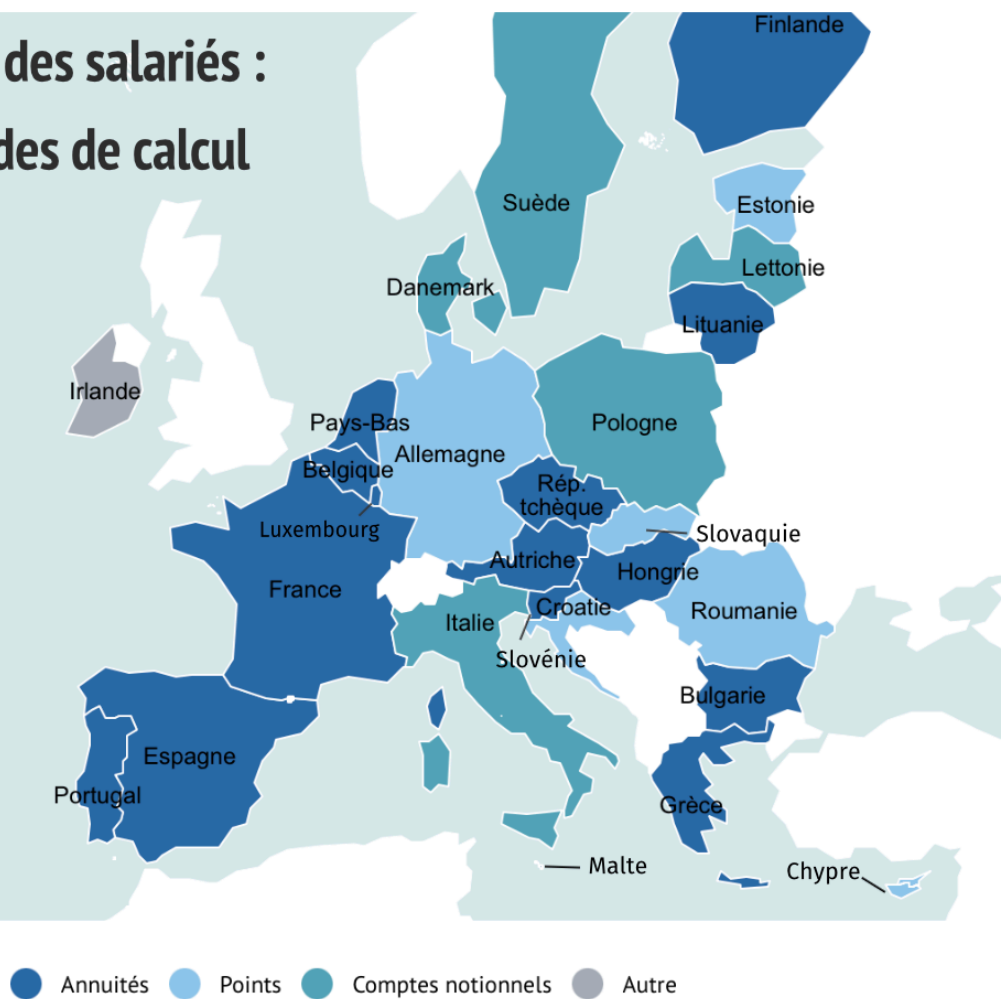
Le taux de chômage des moins de 25 ans en Europe



● Inférieur à 10% ● Entre 10 et 15% ● Entre 15 et 20% ● Supérieur à 20%

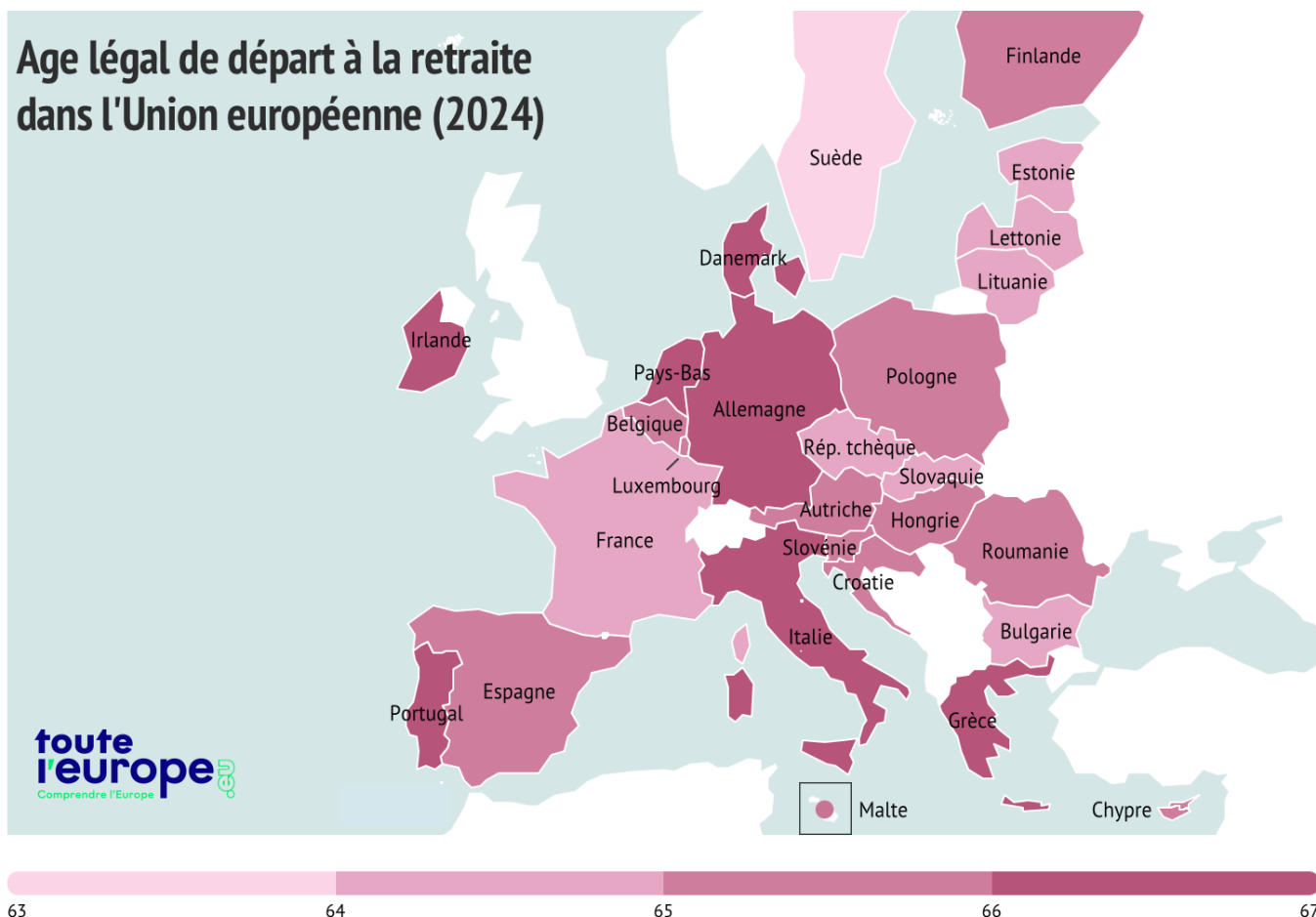
Retraite de base des salariés : 3 principaux modes de calcul au sein de l'UE

**toute
l'europe**
Comprendre l'Europe



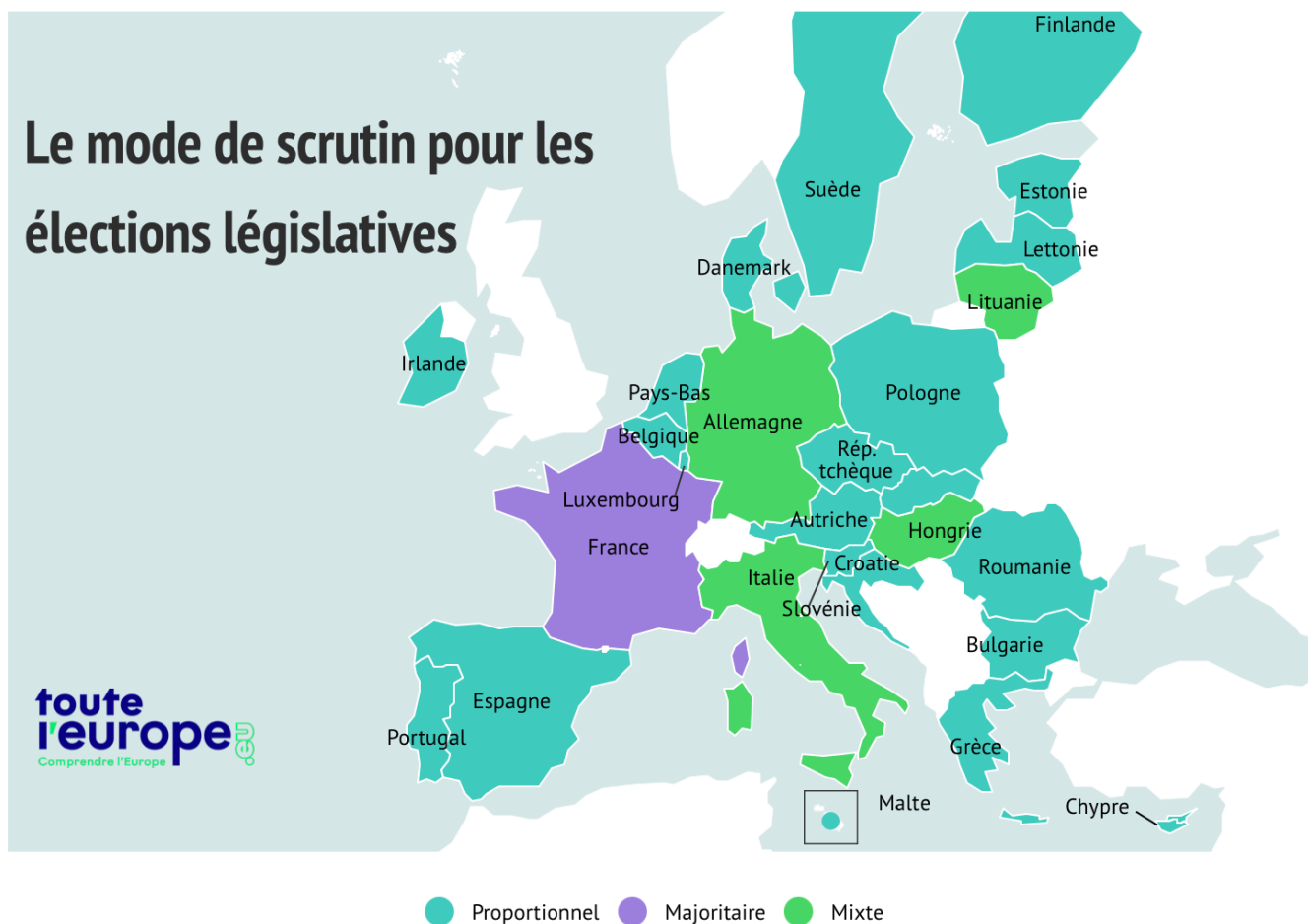
Sources : Commission européenne, Missoc

Age légal de départ à la retraite dans l'Union européenne (2024)



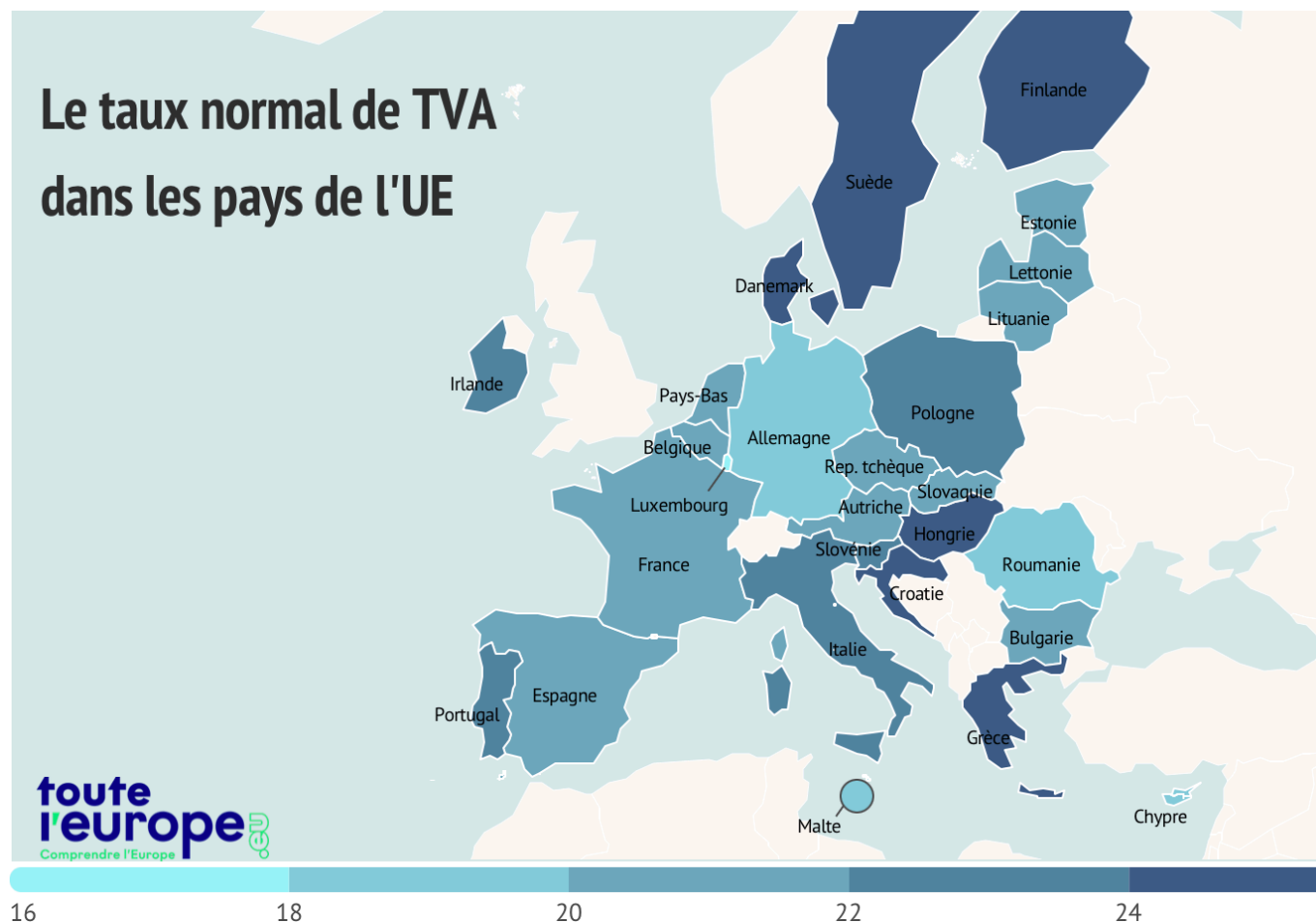
Source : Missoc (août 2024)

Le mode de scrutin pour les élections législatives



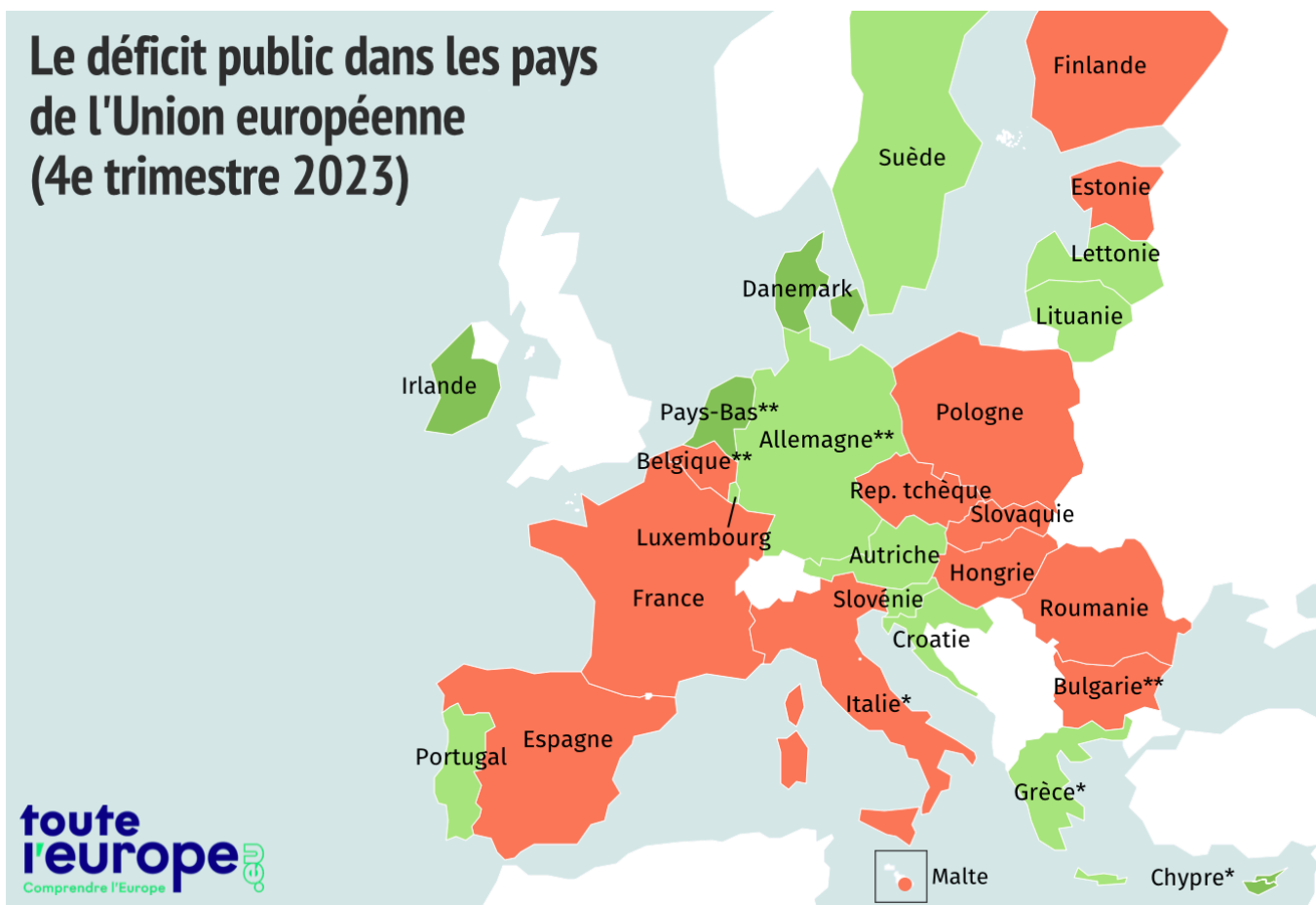
Données : Conseil de l'Europe

Le taux normal de TVA dans les pays de l'UE



Données : Your Europe - Taux normal de TVA appliqué dans les pays de l'Union européenne (mars 2022)

Le déficit public dans les pays de l'Union européenne (4e trimestre 2023)



● Equilibre ou excédent public ● Déficit public entre 0 et 3 % ● Déficit public supérieur à 3 %

Déficit public des Etats membres de l'Union européenne en pourcentage du PIB, au 4e trimestre 2023 (données ajustées)

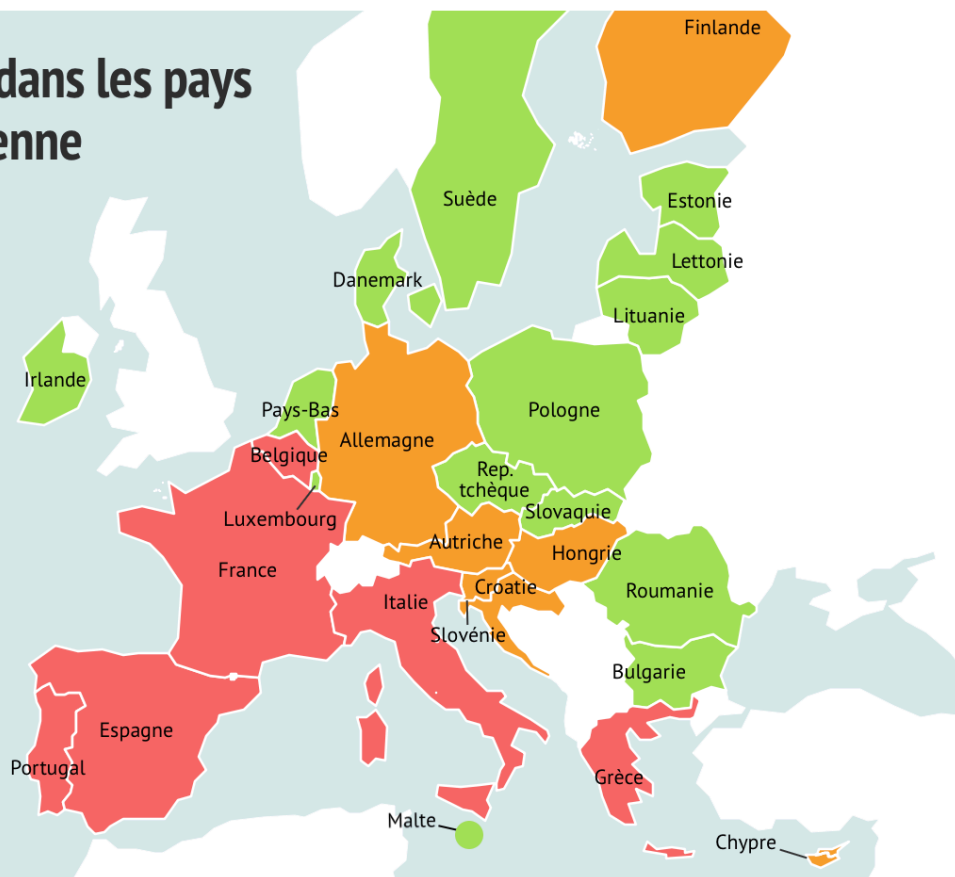
* données non ajustées (non désaisonnalisées et non corrigées des effets de calendrier)

**données provisoires

Malte a été agrandie pour une meilleure visibilité

La dette publique dans les pays de l'Union européenne 4e trimestre 2023

toute l'europe
Comprendre l'Europe



● Inférieure à 60 % ● De 60 à 90 % ● Supérieure à 90 %

Dette publique des Etats membres en pourcentage du PIB, au 4e trimestre 2023

Données : [Eurostat](#)

Budget européen : les contributeurs et les bénéficiaires nets

Un "contributeur net" est un Etat qui contribue plus au budget européen qu'il n'en bénéficie, essentiellement sous forme de subventions européennes.

Un "bénéficiaire net" en bénéficie plus qu'il n'y contribue.

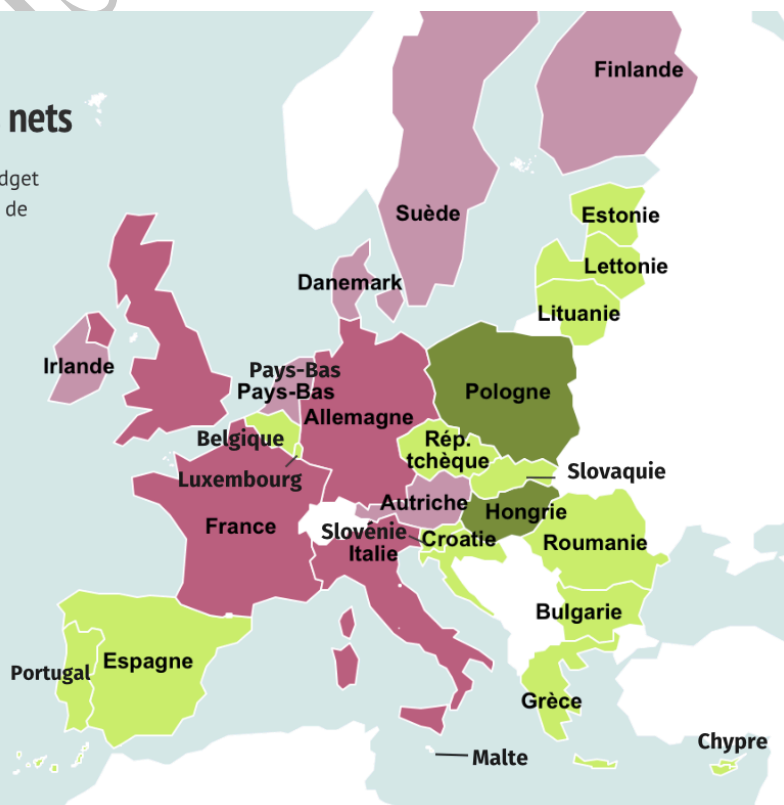
- Important contributeur net
- Contributeur net
- Bénéficiaire net
- Important bénéficiaire net

Chiffres du budget de l'Union européenne 2018

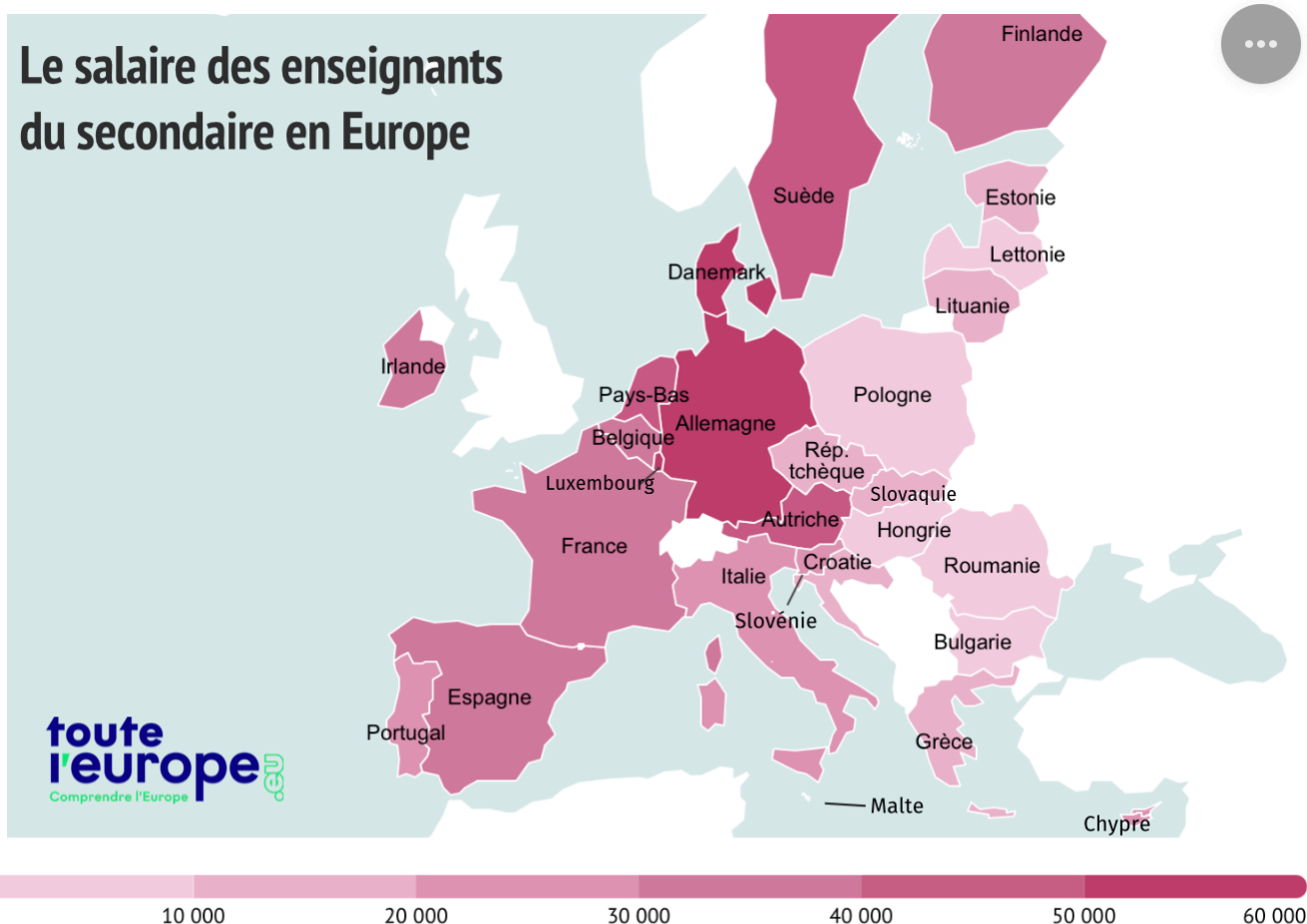
(le Royaume-Uni était alors membre de l'UE).

Source : Commission européenne.

toute l'europe
Comprendre l'Europe



Le salaire des enseignants du secondaire en Europe



Salaire statutaire annuel d'un enseignant du secondaire en début de carrière (en euros brut)

Données : Eurydice 2020/2021 (en Belgique, les salaires varient d'une région à l'autre. Une moyenne nationale est présentée ici)

Nous ajoutons à ces différentes cartes trouvées sur le site « touteurope » la carte suivante produite par la « taxfondation.org » sur l'indice de compétitivité fiscale internationale :

www.christian



Country	Overall Rank	Overall Score	Corporate Tax Rank	Individual Taxes Rank	Consumption Taxes Rank	Property Taxes Rank	Cross-Border Tax Rules Rank
 Estonia	1	100.0	2	1	15	1	11
 Latvia	2	88.5	1	3	27	5	9
 New Zealand	3	86.1	29	5	1	8	19
 Switzerland	4	84.7	10	9	3	36	1
 Czech Republic	5	81.2	6	4	25	6	10
 Luxembourg	6	78.9	23	21	7	14	5
 Turkey	7	78.6	11	7	13	22	7
 Israel	8	78.3	13	23	11	11	8
 Lithuania	9	76.6	3	10	30	7	22
 Australia	10	75.9	32	14	9	4	21
 Hungary	11	75.0	4	6	38	23	3
 Slovak Republic	12	74.3	18	2	29	3	30
 Sweden	13	73.3	8	20	21	10	13
 Netherlands	14	70.6	25	19	16	21	4
 Canada	15	69.8	24	24	8	25	15
 Slovenia	16	66.6	7	13	31	24	18
 Norway	17	66.6	14	27	23	15	12
 Germany	18	66.6	31	35	14	12	6
 Finland	19	66.5	9	25	24	19	20
 Austria	20	65.3	20	30	17	16	16
 United States	21	65.0	22	22	4	29	35
 Costa Rica	22	64.8	36	33	5	9	31
 Korea	23	61.6	26	37	2	32	26
 Japan	24	61.5	30	34	6	26	25
 Greece	25	61.4	19	8	33	28	23
 Mexico	26	60.1	27	28	12	2	38
 Belgium	27	60.0	15	11	22	30	33
 Ireland	28	58.9	5	31	34	17	34
 Denmark	29	58.5	17	36	20	18	29
 United Kingdom	30	56.1	28	26	35	35	2
 Spain	31	55.8	33	17	19	37	17
 Iceland	32	55.5	12	18	28	34	32
 Poland	33	55.3	16	12	36	31	27
 Portugal	34	52.1	37	29	26	20	28
 Chile	35	50.5	35	38	10	13	37
 France	36	49.1	34	32	32	33	14
 Italy	37	48.4	21	16	37	38	24
 Colombia	38	46.4	38	15	18	27	36

« L'indice de compétitivité fiscale internationale (ITCI) vise à mesurer dans quelle mesure le système fiscal d'un pays adhère à deux aspects importants de la politique fiscale : la compétitivité et la neutralité. Un code fiscal compétitif est celui qui maintient les taux marginaux d'imposition bas. Dans le monde globalisé d'aujourd'hui, le capital est très mobile. Les entreprises peuvent choisir d'investir dans un certain nombre de pays à travers le monde pour trouver le taux de rendement le plus élevé. Cela signifie que les entreprises rechercheront des pays où les taux d'imposition sur les investissements sont plus bas afin de maximiser leur taux de rendement après impôt. Si le taux d'imposition d'un pays est trop élevé, il poussera les investissements ailleurs, ce qui entraînera un ralentissement de la croissance économique. En outre, des taux marginaux d'imposition élevés peuvent entraver l'investissement national et conduire à l'évasion fiscale.

Selon une étude de l'OCDE, les impôts sur les sociétés sont les plus néfastes pour la croissance économique, les impôts sur le revenu des personnes physiques et les taxes à la consommation étant les moins nocifs. Les impôts sur les biens immobiliers ont le plus faible impact sur la croissance.

Par ailleurs, un code fiscal neutre est simplement celui qui cherche à générer le plus de recettes avec le moins de distorsions économiques. Cela signifie qu'il ne favorise pas la consommation au détriment de l'épargne, comme c'est le cas pour les impôts sur les investissements et les impôts sur la fortune. Cela signifie également qu'il n'y a que peu ou pas d'allègements fiscaux ciblés pour des activités spécifiques menées par des entreprises ou des particuliers.

La complexité croissante des lois fiscales les rend également moins neutres. Si, en théorie, les mêmes impôts s'appliquent à toutes les entreprises et à tous les particuliers, mais que les règles sont telles que les grandes entreprises ou les particuliers fortunés peuvent modifier leur comportement pour obtenir un avantage fiscal, cela porte atteinte à la neutralité d'un système fiscal.

Un code fiscal compétitif et neutre favorise une croissance économique et des investissements durables tout en générant des recettes suffisantes pour les priorités gouvernementales.

De nombreux facteurs indépendants des impôts affectent les performances économiques d'un pays. Néanmoins, les impôts jouent un rôle important dans la santé de l'économie d'un pays.

Pour déterminer si le système fiscal d'un pays est neutre et compétitif, l'ITCI examine plus de 40 variables de politique fiscale. Ces variables mesurent non seulement le niveau des taux d'imposition, mais aussi la manière dont les impôts sont structurés. L'indice examine les impôts sur les sociétés, les impôts sur le revenu des particuliers, les taxes à la consommation, les impôts fonciers et le traitement des bénéfices réalisés à l'étranger d'un pays. L'ITCI donne un aperçu complet de la manière dont les codes fiscaux des pays développés se comparent, explique pourquoi certains codes fiscaux se distinguent comme de bons ou de mauvais modèles de réforme et fournit des informations importantes sur la manière de réfléchir à la politique fiscale.

En raison de certaines limitations des données, les changements fiscaux récents dans certains pays peuvent ne pas être reflétés dans la version de cette année de l'International Tax Competitiveness Index ».

Le lundi 19, Les Echos publient un article d'Étienne Goetz sur l'envolée de l'once d'or qui enregistre un nouveau record historique à 2508 dollars. « Depuis le début de l'année, l'or gagne près de 21 %, l'un des placements les plus performants. L'indice des actions américaines S&P 500 ne progresse "que" de 16,7 % depuis janvier, et le Nasdaq, à forte coloration technologique, affiche une hausse limitée à 17,54 %. Baisse des taux directeurs de la Fed, géopolitique, achats massifs des banques centrales, crise en Chine... toutes les raisons sont bonnes pour acheter le métal précieux ».

Le mardi 20, Les Echos publient cet article de Karl de Meyer sur la situation budgétaire française face aux contraintes européennes :

« Le pot-au-noir politique actuel de la France, qui pose tant de points d'interrogation, notamment en matière budgétaire, tombe à un mauvais moment. L'année 2024 est en effet celle de la réactivation du Pacte de stabilité de l'UE, mis en suspens en 2020 pour cause de pandémie puis de guerre en Ukraine.

En avril sont entrées en vigueur de nouvelles règles de gouvernance économique durement négociées en 2023, principalement entre Bercy dirigé par Bruno Le Maire et le "BMF" allemand mené par Christian Lindner. Elles s'appliqueront dès 2025.

Le Pacte "rénové" introduit une dose de flexibilité qui permet aux États membres les plus endettés ou les plus dispendieux de définir une trajectoire d'ajustement sur sept ans qu'ils peuvent "s'approprier". La contrepartie : les nouvelles règles doivent désormais s'appliquer pleinement, contrairement aux précédentes, auxquelles Paris a longtemps pu se soustraire. En 2016, Jean-Claude Juncker, alors président de la Commission, avait ramassé la maxime de cette mansuétude en une formule restée dans les mémoires : "parce que c'est la France".

Cette ère semble révolue. Le déficit français a gravement dérapé l'an dernier, à 5,5 % du PIB. Bercy table sur 5,1 % encore cette année et sur 4,1 % en 2025, mais ces ratios semblent très optimistes. Ils sont de toute manière encore très éloignés de la valeur de référence de 3 % du PIB. Raison pour laquelle Bruxelles a lancé en juin une procédure pour "déficit public excessif" contre la France (et six autres États membres, parmi lesquels l'Italie, la Pologne et la Belgique).

La France affiche désormais le troisième plus fort endettement de l'Union, derrière la Grèce et l'Italie, à 110,6 % du PIB fin 2023. Bruxelles le voit encore augmenter à 112,4 % fin 2024 et 113,8 % fin 2025. Presque deux fois plus que le ratio allemand (63,6 % fin 2023, 62,2 % prévus pour 2025). Face à de tels indicateurs, le nouveau pacte doit être appliqué strictement pour asseoir sa crédibilité, arguent ses défenseurs.

En juin, Markus Ferber, eurodéputé conservateur allemand, spécialiste des questions budgétaires, estimait que les procédures lancées par la Commission représentent "un test décisif pour le nouveau cadre de

gouvernance économique. [...] Nous retournons enfin à une prise de décision économique plus ordonnée“.

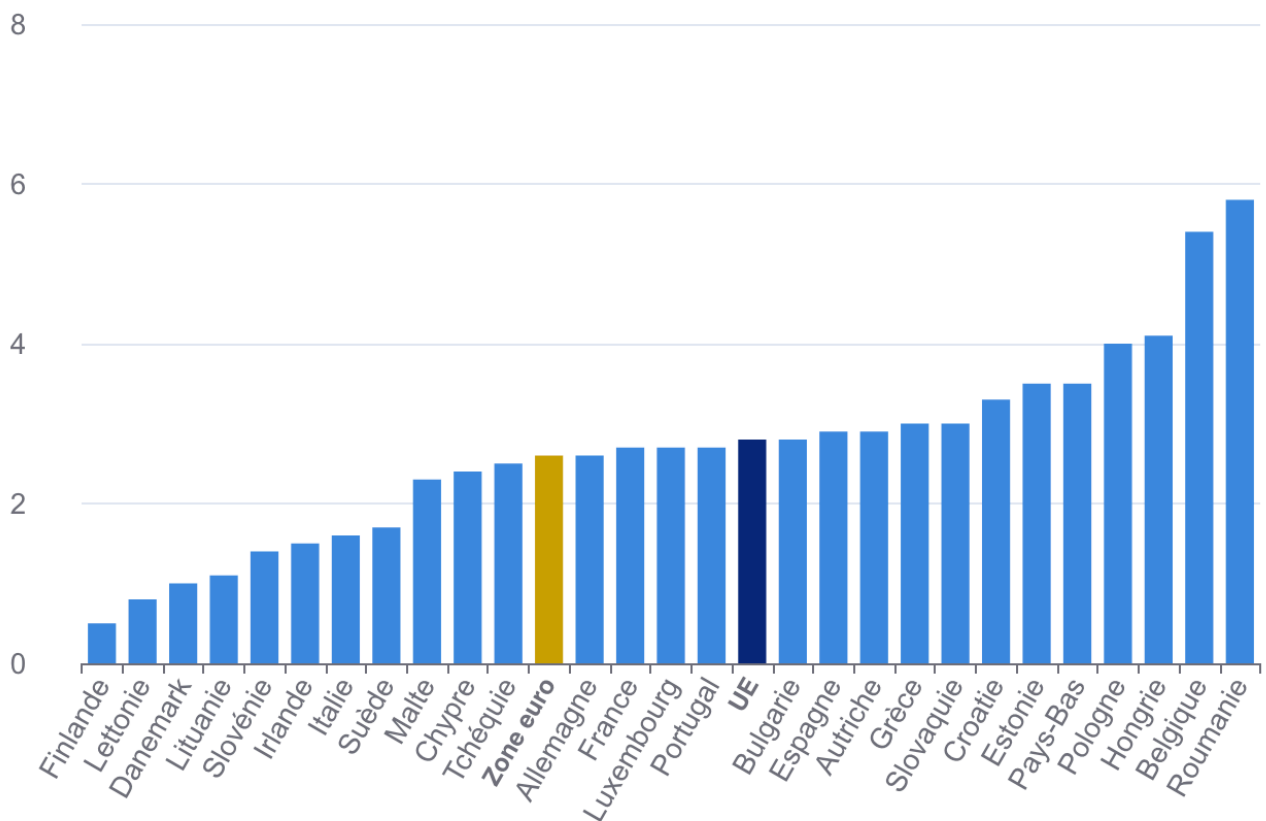
Le commissaire aux Affaires économiques actuel, Paolo Gentiloni , attend théoriquement d'ici la fin septembre la trajectoire proposée par Bercy. La personne qui lui succédera dans la nouvelle commission, probablement à partir du 1^{er} novembre, doit - toujours théoriquement - finaliser courant novembre le plan pluriannuel français qu'elle soumettra en décembre au Conseil Ecofin pour validation.

Ce calendrier semble, vu d'aujourd'hui, difficile à tenir. Si la France est en retard par rapport à ses partenaires, sans visibilité pour les prochaines années, comment réagiront les marchés, les investisseurs internationaux ? Les négociations entre le ministre des Finances français et le commissaire européen devront-elles se faire dans l'urgence en novembre ?

Lors de la présentation de ses prévisions économiques de printemps , en mai dernier, Paolo Gentiloni avait prédit un “été budgétaire chaud“ en anticipation des discussions qui devaient avoir lieu entre juin et septembre. Dans le cas de la France, ce sera probablement plutôt un “automne budgétaire chaud“ ».

Également ce mardi 20, Eurostat publie une statistique de l'inflation :

Taux d'inflation annuel (%) en juillet 2024



Taux d'inflation (%) mesurés par les IPCH

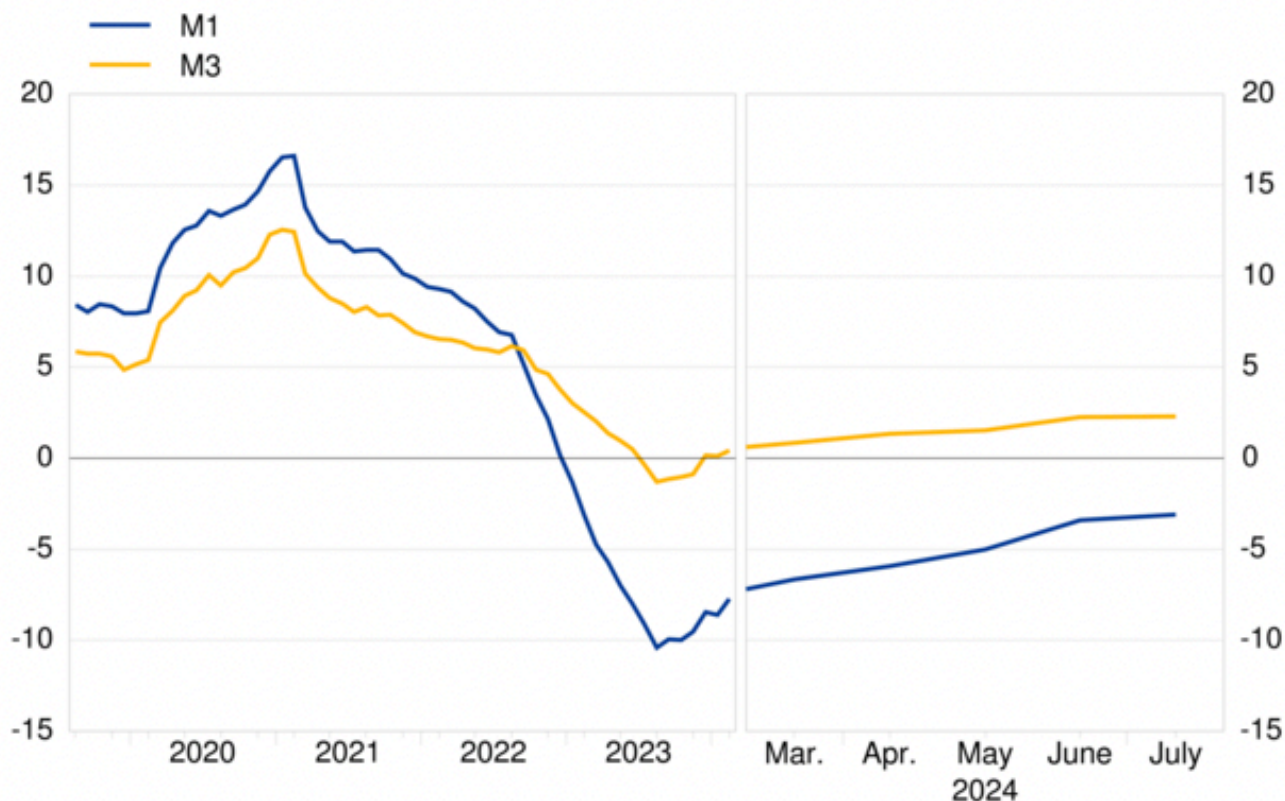


Taux annuel							Taux mensuel	
	Juil 23	Fév 24	Mars 24	Avr 24	Mai 24	Juin 24	Juil 24	Juil 24
Zone euro	5,3	2,6	2,4	2,4	2,6	2,5	2,6	0,0
UE	6,1	2,8	2,6	2,6	2,7	2,6	2,8	0,1
Belgique	1,7	3,6	3,8	4,9	4,9	5,4	5,4	-0,6
Bulgarie	7,8	3,5	3,1	2,5	2,7	2,8	2,8	1,2
Tchéquie	10,2	2,2	2,2	3,1	2,8	2,2	2,5	0,7
Danemark	3,2	0,6	0,8	0,5	2,1	1,8	1,0	1,3
Allemagne	6,5	2,7	2,3	2,4	2,8	2,5	2,6	0,5
Estonie	6,2	4,4	4,1	3,1	3,1	2,8	3,5	0,2
Irlande	4,6	2,3	1,7	1,6	2,0	1,5	1,5	0,2
Grèce	3,5	3,1	3,4	3,2	2,4	2,5	3,0	-0,5
Espagne	2,1	2,9	3,3	3,4	3,8	3,6	2,9	-0,7
France	5,1	3,2	2,4	2,4	2,6	2,5	2,7	0,2
Croatie	8,0	4,8	4,9	4,7	4,3	3,5	3,3	1,0
Italie	6,3	0,8	1,2	0,9	0,8	0,9	1,6	-0,9
Chypre	2,4	2,1	1,6	2,1	3,0	3,0	2,4	0,7
Lettonie	6,6	0,6	1,0	1,1	0,0	1,5	0,8	0,1
Lituanie	7,2	1,1	0,4	0,4	0,9	1,0	1,1	-0,1
Luxembourg	2,0	3,2	3,2	3,0	3,2	2,8	2,7	-0,4
Hongrie	17,5	3,6	3,6	3,6	3,9	3,6	4,1	0,8
Malte	5,6	3,0	2,7	2,4	2,3	2,2	2,3	0,5
Pays-Bas	5,3	2,7	3,1	2,6	2,7	3,4	3,5p	1,3p
Autriche	7,0	4,0	4,1	3,4	3,3	3,1	2,9	-0,4
Pologne	10,3	3,7	2,7	3,0	2,8	2,9	4,0	0,8
Portugal	4,3	2,3	2,6	2,3	3,8	3,1	2,7	-0,8
Roumanie	8,9	7,1	6,7	6,2	5,8	5,3	5,8	0,6
Slovénie	5,7	3,4	3,4	3,0	2,5	1,6	1,4	-0,2
Slovaquie	10,3	3,8	2,7	2,4	2,6	2,4	3,0	0,3
Finlande	4,2	1,1	0,6	0,6	0,4	0,5	0,5	0,3
Suède	6,3	2,6	2,3	2,4	2,5	1,4	1,7	0,1

Le mercredi 21, la BCE publie l'évolution des agrégats monétaires :

Monetary aggregates

(annual growth rates)



Le jeudi 22, voici de relatives bonnes informations sur la situation économique dans la zone euro :

« L'indice PMI Flash composite HCOB de l'activité globale dans la zone euro se redresse à 51,2 (50,2 en juillet). Plus haut de 3 mois.

L'indice PMI Flash HCOB de l'activité de services dans la zone euro se redresse à 53,3 (51,9 en juillet). Plus haut de 4 mois.

L'indice PMI Flash HCOB de la production manufacturière dans la zone euro se redresse à 45,7 (45,6 en juillet). Plus haut de 2 mois.

L'indice PMI Flash HCOB de l'industrie manufacturière dans la zone euro se replie à 45,6 (45,8 en juillet). Plus bas de 8 mois.

Données recueillies du 12 au 20 août

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

“ À première vue, les dernières données PMI HCOB nous apportent une bonne surprise : la croissance de l'activité s'est accélérée dans la zone euro en août. Une analyse plus approfondie révèle toutefois que les données ne sont pas aussi positives qu'elles n'y paraissent. Le rebond de l'activité globale reflète principalement un fort redressement de l'activité de services en France, l'indice de l'activité du secteur des services français ayant en effet gagné près de cinq points en août, porté, à n'en pas douter, par l'engouement suscité par les Jeux olympiques de Paris. Cet élan a toutefois peu de chance de se prolonger dans les prochains mois. Parallèlement, la croissance de l'activité du secteur des services a ralenti en Allemagne, tandis que la forte contraction du secteur manufacturier de l'ensemble de la zone euro se poursuit.

Pour l'heure, les tendances sont très divergentes à l'échelon sectoriel : tandis que le secteur manufacturier reste embourbé dans la récession, le secteur des services semble croître à un rythme soutenu. Toutefois, une fois achevé le rebond temporaire de l'activité lié aux Jeux olympiques en France et au vu des signes d'amenuisement de la confiance dans le secteur des services de la zone euro dans son

ensemble, les difficultés du secteur manufacturier ne tarderont probablement pas à peser sur les performances du secteur des services.

Après trois mois consécutifs de hausse du prix des intrants, les fabricants de la zone euro ont augmenté leurs prix de vente pour la première fois depuis avril 2023, les entreprises semblant ainsi, malgré l'affaiblissement de la demande, n'avoir d'autre choix que de répercuter une partie de la hausse de leurs coûts sur leurs clients. Cette mesure suggère, de manière plus positive, que les fabricants de la région conservent un certain pouvoir de tarification.

Enfin, les dernières données sur les prix pourraient quelque peu rassurer la Banque centrale européenne. Les coûts des prestataires de services, variable étroitement surveillée par les autorités monétaires en raison du rôle important que les salaires jouent dans son évolution, ont en effet augmenté à leur rythme le plus faible depuis quarante mois en août. Par conséquent, malgré une accélération de l'inflation des prix facturés dans le secteur des services par rapport à juillet, le ralentissement de la hausse des coûts devrait permettre de renforcer les arguments en faveur d'une baisse des taux d'intérêt lors de la réunion de septembre de la BCE. "».

Note : pour la France, une amélioration est également constatée. « Les dernières données PMI Flash composites HCOB mettent en évidence la première croissance du secteur privé français depuis avril dernier, le taux d'expansion s'étant redressé à son plus haut niveau depuis mars 2023 sous l'effet de la forte augmentation de l'activité dans le secteur des services. Ce regain de la croissance globale du secteur privé français est survenu malgré une accentuation de la contraction du secteur manufacturier, consécutive au plus fort recul des nouvelles commandes enregistré depuis plus de quatre ans. Si l'indice PMI composite s'est établi en territoire positif en août, les données de l'enquête soulignent toutefois la fragilité de l'économie française. En effet, l'emploi a reculé pour la première fois depuis janvier tandis que le volume global des nouvelles affaires a diminué et que les perspectives d'activité des entreprises se sont repliées à leur plus bas niveau depuis presque un an ».

Le jeudi 29, voici la situation de l'euro contre dollar, après un pic le vendredi 23 à 1,12 :



Le vendredi 30, Eurostat publie des statistiques sur l'inflation et sur le chômage :

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

	Poids (%)	Taux annuel							Taux mensuel
2024		Août 23	Mars 24	Avr 24	Mai 24	Juin 24	Juil 24	Août 24	Août 24
Ensemble de l'IPCH	1000,0	5,2	2,4	2,4	2,6	2,5	2,6	2,2e	0,2e
Ensemble hors: énergie	900,9	6,3	2,9	2,7	2,8	2,8	2,7	2,7e	0,3e
énergie, aliments non transformés	857,4	6,2	3,1	2,8	2,9	2,8	2,8	2,8e	0,3e
énergie, alimentation, alcool & tabac	706,2	5,3	2,9	2,7	2,9	2,9	2,9	2,8e	0,3e
Alimentation, alcool & tabac	194,7	9,7	2,6	2,8	2,6	2,4	2,3	2,4e	0,1e
aliments transformés y compris alcool & tabac	151,2	10,3	3,5	3,2	2,8	2,7	2,7	2,7e	0,3e
aliments non transformés	43,5	7,8	-0,5	1,2	1,8	1,3	1,0	1,1e	-0,5e
Énergie	99,1	-3,3	-1,8	-0,6	0,3	0,2	1,2	-3,0e	-1,0e
Biens industriels hors énergie	257,3	4,7	1,1	0,9	0,7	0,7	0,7	0,4e	0,3e
Services	448,8	5,5	4,0	3,7	4,1	4,1	4,0	4,2e	0,4e

e estimation

eurostat

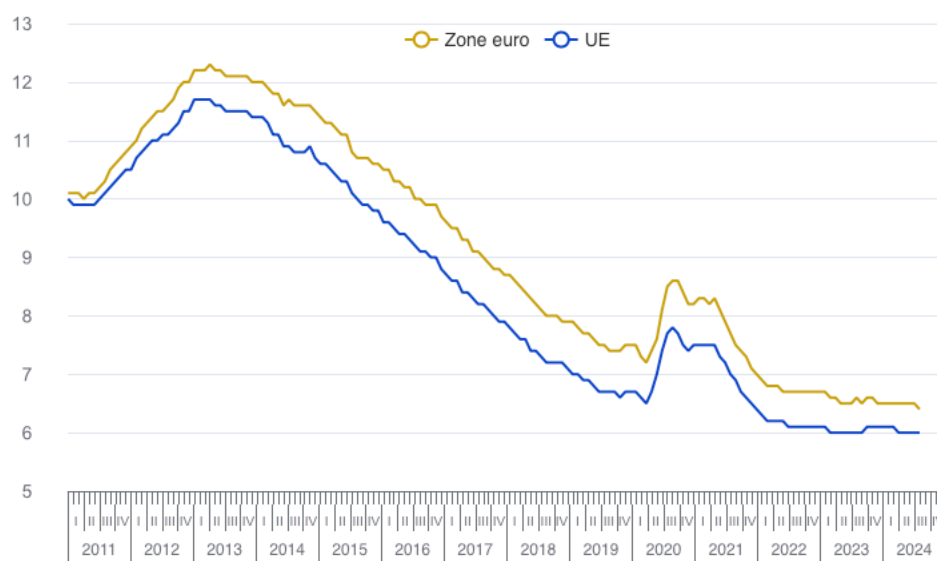
	Taux annuel							Taux mensuel
	Août 23	Mars 24	Avr 24	Mai 24	Juin 24	Juillet 24	Août 24	Août 24
Belgique	2,4	3,8	4,9	4,9	5,4	5,4	4,5e	1,6e
Allemagne	6,4	2,3	2,4	2,8	2,5	2,6	2,0e	-0,2e
Estonie	4,3	4,1	3,1	3,1	2,8	3,5	3,4e	0,3e
Irlande	4,9	1,7	1,6	2,0	1,5	1,5	1,1e	0,1e
Grèce	3,5	3,4	3,2	2,4	2,5	3,0	3,1e	0,0e
Espagne	2,4	3,3	3,4	3,8	3,6	2,9	2,4e	0,0e
France	5,7	2,4	2,4	2,6	2,5	2,7	2,2e	0,6e
Croatie	8,4	4,9	4,7	4,3	3,5	3,3	3,0e	0,1e
Italie	5,5	1,2	0,9	0,8	0,9	1,6	1,3e	-0,1e
Chypre	3,1	1,6	2,1	3,0	3,0	2,4	2,2e	0,9e
Lettonie	5,6	1,0	1,1	0,0	1,5	0,8	0,9e	-0,4e
Lituanie	6,4	0,4	0,4	0,9	1,0	1,1	0,7e	-0,5e
Luxembourg	3,5	3,2	3,0	3,2	2,8	2,7	1,7e	1,0e
Malte	5,0	2,7	2,4	2,3	2,2	2,3	2,5e	0,6e
Pays-Bas	3,4	3,1	2,6	2,7	3,4	3,5	3,3e	0,4e
Autriche	7,5	4,1	3,4	3,3	3,1	2,9	2,5e	-0,1e
Portugal	5,3	2,6	2,3	3,8	3,1	2,7	1,8e	-0,1e
Slovénie	6,1	3,4	3,0	2,5	1,6	1,4	1,1e	0,0e
Slovaquie	9,6	2,7	2,4	2,6	2,4	3,0	3,2e	0,3e
Finlande	3,1	0,6	0,6	0,4	0,5	0,5	1,1e	-0,5e

e estimation

Données sources: [prc_hicp_manr](#)

Taux de chômage

données corrigées des variations saisonnières, %



Le même vendredi 30, la BCE publie un rapport écrit par Tom Hudepohl et Suzanne Malderez :

« Utilisation des instruments de politique monétaire de l'Eurosystème et cadre de mise en œuvre de la politique monétaire en 2022 et 2023 ».

En voici la présentation (son adresse Internet est : <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecb.op355~7a0d99f4f2.fr.pdf?a4f6c14b06a6590d78a1c9cf3ad6b4dc>)

« L'Eurosystème met en œuvre sa politique monétaire au moyen d'un ensemble d'instruments de politique monétaire (IPM). La période couverte par ce rapport (2022-23) a été dominée par une inflation élevée, qui a conduit à un changement d'un environnement de politique monétaire d'assouplissement à un resserrement, conformément au mandat de la Banque centrale européenne (BCE) de poursuivre la stabilité des prix. Ce rapport se concentre sur le changement d'utilisation des IPM qui en a résulté. Les taux d'intérêt directeurs de la BCE ont été relevés dans une mesure sans précédent et à une vitesse exceptionnelle, ce qui a conduit à une sortie des taux d'intérêt négatifs. Cette évolution s'est accompagnée d'une suppression progressive des réinvestissements dans le cadre des programmes d'achats d'actifs, de révisions des conditions des opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO) et de leurs remboursements anticipés substantiels ultérieurs, et d'une suppression progressive des mesures d'assouplissement des garanties liées à la pandémie. Ce rapport examine ces évolutions et donne un aperçu complet de la mise en œuvre de la politique monétaire de l'Eurosystème de 2022 à 2023 ».

Un article récent de « lecoavenir.fr » présente une question souvent abordée ici : « La Banque centrale peut-elle effacer les dettes publiques ? ». Le texte est de Pierre-Olivier Beffy :

« J'aimerais savoir : la Banque centrale peut-elle effacer les dettes publiques ? »

Suite à la crise financière de 2008 et la crise sanitaire, les dettes publiques ont considérablement augmenté. Au point de fragiliser les finances publiques et de limiter les marges de manœuvre financière de la puissance publique. Pour alléger le fardeau de la dette, qui pèse sur les prochaines générations, certains suggèrent que la banque centrale efface la dette publique. Est-ce possible ?

Une banque centrale a théoriquement la capacité d'effacer la dette d'un gouvernement en achetant des obligations du gouvernement et en choisissant de ne pas exiger le remboursement. Cependant, dans la pratique, il s'agit d'une mesure extrême qui est généralement évitée et ce, pour plusieurs raisons importantes. D'abord, cette opération est parfois tout simplement interdite, comme dans le cas de la Banque centrale européenne. Ensuite, il y a un risque d'effondrement de la confiance en la monnaie. Enfin, cela crée un précédent dangereux qui pourrait conduire les gouvernements à dépenser sans compter et à entraîner l'économie en hyper-inflation.

Donc ce n'est pas possible d'effacer purement et simplement la dette !

Tout à fait. Mais ce n'est pas très important ! Il n'est pas nécessaire pour une banque centrale de ne pas exiger le remboursement d'une dette publique pour effacer dans les faits une partie de la dette. Je m'explique... Si la banque centrale achète une partie de la dette publique et la garde pour toujours dans son bilan, cette dette achetée est de facto effacée. Elle n'existera plus dans le marché...

Oui mais l'Etat va continuer à payer des taux d'intérêt à la banque centrale !

C'est vrai, mais ces taux d'intérêt constituent un revenu pour la banque centrale et donc gonfle ses profits. Et comme les profits sont donnés chaque année aux gouvernements, les taux d'intérêt lui sont reversés ! C'est comme si le gouvernement empruntait à taux 0 sur la partie de la dette publique détenue par la banque centrale.

C'est une formule qui semble magique !

Attention, il n'y a pas d'argent magique en économie. La banque centrale peut neutraliser une partie de la dette publique, mais les citoyens le paieront à long terme avec de l'inflation et une perte de pouvoir d'achat de leur monnaie. Et cela peut être pire si l'Etat n'a pas une politique budgétaire raisonnable. Si l'Etat dépense sans compter et force la banque centrale à acheter les obligations publiques, on se retrouve dans l'hyper-inflation et la crise monétaire.

Donc si je résume, il est contre-productif d'effacer purement et simplement une dette publique. Il suffit que la banque centrale garde indéfiniment dans son bilan les obligations souveraines achetées, ce qui revient dans les faits à neutraliser une partie de la dette publique. Mais ce n'est pas une formule magique !

La crédibilité de la monnaie dépend de la bonne gestion des finances publiques et de la confiance accordée à la monnaie. Donc, la banque centrale ne peut pas financer sans cesse des déficits publics sans conséquences réels négatives sur le pouvoir d'achat des citoyens ».

• Septembre 2024 ->

Le lundi 2, l'économiste Jean-Pisani-Ferry publie sur le site de « Terra Nova » une chronique intitulée : « comment réveiller l'Europe ? » :

« L'Europe s'est engagée à investir dans la défense du climat. Mais quels financements mobiliser pour mener les chantiers de la neutralité climatique ? Le secteur privé ne sera pas toujours le plus efficace.

Le recours à la dette publique doit-il être écarté ?

L'Union européenne est confrontée à trois crises majeures. La première est une crise de compétitivité qui était déjà patente à la fin des années 2010 mais qui s'est aggravée, entraînant des performances médiocres en matière de productivité et de croissance. Plus récemment, l'invasion de l'Ukraine par la Russie a provoqué une crise sécuritaire, intensifiée par la détérioration des relations de l'Union avec la Chine. La guerre a également déclenché une crise énergétique qui désavantage l'Europe par rapport à ses principaux concurrents, les États-Unis et la Chine.

Heureusement, il existe, parmi les analystes, un remarquable degré de consensus sur la manière de s'attaquer à cette triple crise.

Trois rapports majeurs, récemment publiés ou sur le point de l'être, parviennent à peu près aux mêmes conclusions sur les principaux défis auxquels l'Europe est confrontée, et formulent même des recommandations similaires pour les relever.

Le rapport de l'ancien Premier ministre italien Enrico Letta, intitulé "Bien plus qu'un marché" et rédigé à la demande du Conseil européen, souligne la nécessité de poursuivre l'intégration du marché unique, un projet conçu dans les années 1980 mais toujours d'actualité. Par exemple, des études montrent que le franchissement d'une frontière nationale en Europe divise par six les échanges interrégionaux de marchandises. La fragmentation est particulièrement prononcée dans des secteurs tels que l'énergie, les marchés de capitaux et les services, les échanges de services numériques entre l'Union européenne et les États-Unis dépassant notamment les échanges au sein de l'Union. Comme le note M. Letta, ces secteurs ont été délibérément exclus du processus d'intégration parce que les États les jugeaient trop stratégiques pour en abandonner le contrôle national. Mais le rapport conclut à juste titre que ce frein à l'intégration est progressivement devenu un handicap économique et même un problème de sécurité.

La présidente de la Commission européenne, Ursula von der Leyen, a chargé un autre ancien premier ministre italien, Mario Draghi, de rédiger un rapport sur l'avenir de la compétitivité européenne [voir plus loin]. Ce rapport devrait être publié dans les semaines à venir mais M. Draghi a déjà exposé son approche et ses recommandations dans une série récente de discours. Le ton sera probablement plus franc et les propositions politiques seront certainement plus radicales que celles de M. Letta. En avril, M. Draghi a critiqué l'organisation, le processus décisionnel et le financement de l'Union, estimant qu'ils étaient conçus pour "le monde d'hier". En outre, l'approche étroitement nationale de l'UE en matière de compétitivité a empêché la création de champions paneuropéens et a entraîné une concurrence entre les États membres, même dans des secteurs tels que la défense et l'énergie, où ils ont "de profonds intérêts communs". En juin, M. Draghi a plaidé en faveur d'une politique industrielle européenne incluant des droits de douane et des subventions - un appel à l'action qui figurera sans aucun doute dans son rapport.

Mes collègues de Bruegel ont préparé le troisième rapport, dont la publication est prévue cette semaine (le 4 septembre) [le consulter à l'adresse : https://www.bruegel.org/sites/default/files/2024-09/PB%2021%202024_0.pdf]. Ces "mémos aux dirigeants de l'UE" sont publiés après chaque élection européenne pour aider les nouveaux commissaires et membres du Parlement européen à définir les priorités de l'Union. Comme le montre l'aperçu publié début juillet, la prochaine livraison se concentre également sur la nécessité de promouvoir l'innovation et la croissance, et met l'accent sur les avantages de la construction d'un marché unique de l'énergie et de la suppression des obstacles à une union bancaire et des marchés de capitaux. Mais plutôt que de soutenir une intégration généralisée, il préconise d'approfondir le marché unique dans les domaines où l'impact sur la croissance est le plus élevé et où le rendement économique dépasse clairement les coûts politiques.

Le fait que ces trois rapports soient largement d'accord est remarquable. Les grandes controverses sur la politique macroéconomique, l'ouverture commerciale et la politique industrielle, pour ne citer que quelques-uns des différends qui surviennent habituellement, ont disparu.

(...) Mais le consensus intellectuel ne se traduit pas nécessairement par un accord politique. Le premier obstacle est l'inertie qui prévaut parmi les États membres. Si les défis géopolitiques actuels sont sans précédent, les problèmes de croissance, d'intégration et de gouvernance qui affligent l'UE sont connus au moins depuis le rapport Sapir de 2004. Pourtant, l'Union n'agit que dans des situations de stress extrême, telles que la crise de la dette de la zone euro de 2010-2012 et la pandémie de COVID-19. Même dans ces cas, la mobilisation a été de courte durée. L'union bancaire, par exemple, reste inachevée et aucune décision n'a été prise quant au financement futur du programme de lutte contre la pandémie.

Le deuxième défi est que toute réforme majeure fait des gagnants et des perdants. La fragmentation crée des rentes, et ces rentes profitent à certains pays au détriment d'autres. Les pays qui ont le plus à y perdre s'opposeront donc à une intégration plus poussée. Il est vrai qu'à long terme, ils risquent de perdre davantage que ce qu'ils gagnent à court terme. Mais surmonter sa myopie réclame du courage.

Enfin, l'enthousiasme européen se fait rare, surtout avec la montée du nationalisme économique, et les gouvernements ne veulent pas risquer de fâcher leurs électeurs. Le président français Emmanuel Macron et le chancelier allemand Olaf Scholz, largement impopulaires et politiquement affaiblis, ne sont plus en mesure de prendre le leadership nécessaire pour sortir de l'impasse actuelle. On ne peut qu'espérer qu'Ursula von der Leyen en tirera les conséquences et saura se substituer à eux ».

Le jeudi 5 septembre (date de la nomination en France par le Président Macron de Michel Barnier au poste de Premier ministre), publication par l'OFCE d'un article d'Hubert Kempf sur « L'union des marchés de capitaux, une relance pour rien ? ».

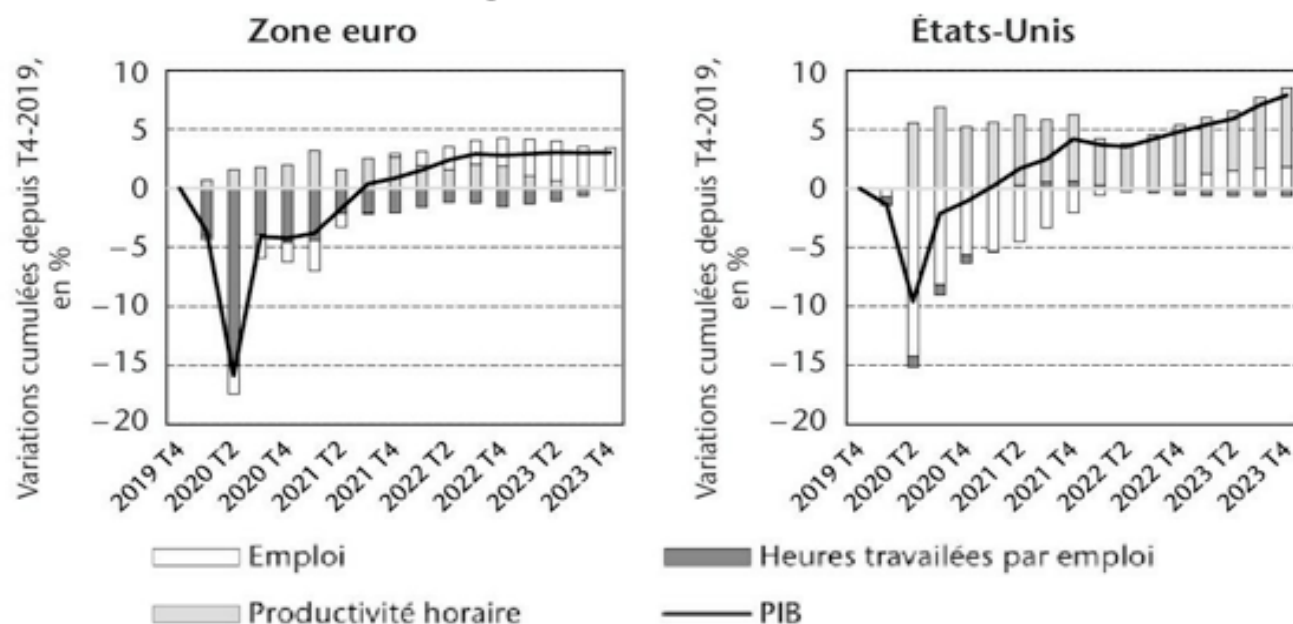
« L'union des marchés de capitaux est à l'agenda des dirigeants européens et de la commission européenne. L'idée de cette union a été lancée en 2014 et a été reprise dans les années récentes. L'expression recouvre la volonté de parachever la libéralisation des flux financiers au sein de l'Union européenne prévue par l'acte unique, en particulier en harmonisant, voire en unifiant, les réglementations publiques portant sur les marchés de capitaux. Les enjeux sont importants étant donné les besoins de financement futurs auxquels sont confrontés les pays membres. Mais les ambiguïtés qui entourent le projet, sans même évoquer la nouvelle configuration politique issue des élections européennes de juin 2024, rendent bien incertains les progrès à attendre en la matière. (...) » Voir la suite à l'adresse :

<https://www.ofce.sciences-po.fr/blog/lunion-des-marches-de-capitaux-une-relance-pour-rien/?print=print>.

Également le jeudi 5, les éditions La Découverte publient « L'économie mondiale 2025 » produit par des membres du CEPII. Parmi les articles composant cet ouvrage, celui d'Isabelle Bensidoun et Thomas Grjebine évoque de la manière suivante « le risque d'un décrochage européen » :

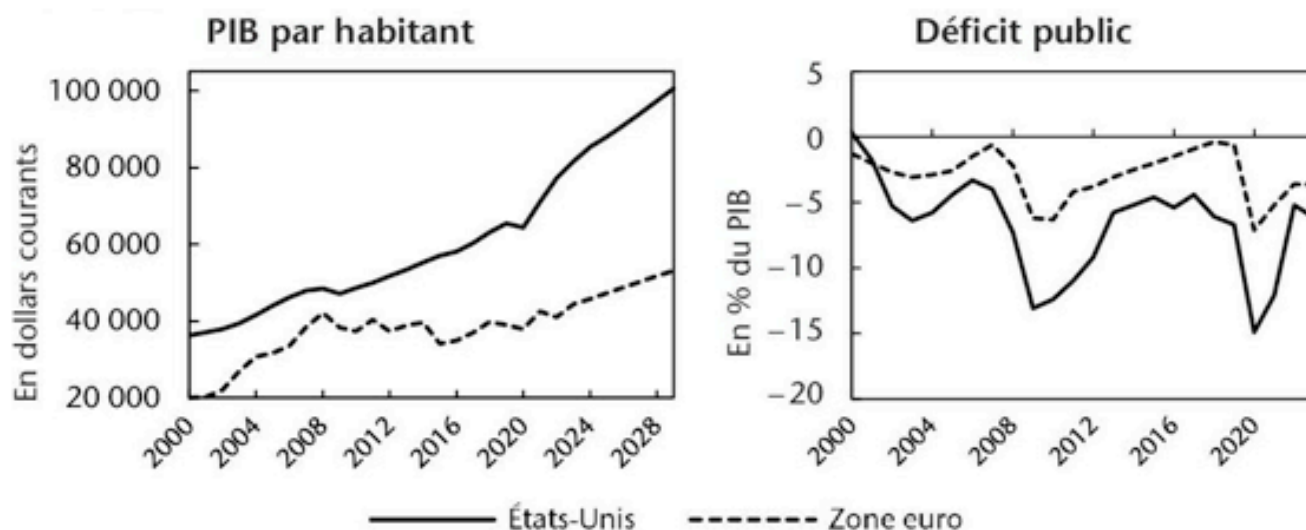
« L'atonie de la productivité est un enjeu majeur pour l'Europe. La croissance de la productivité a été très faible dans la zone euro depuis la pandémie. De fin 2019 à fin 2023, la croissance cumulée dans la zone euro a été de 3 % alors que la productivité du travail stagnait (graphique 2).

Graphique 2. Croissance du PIB, de la productivité du travail et de l'emploi



Une situation qui contraste avec celle des États-Unis où, sur la même période, la croissance a été de près de 8 %, avec une contribution de la productivité du travail de 6 points de pourcentage. Il faut dire que les politiques macroéconomiques ont été bien différentes de part et d'autre de l'Atlantique. Grâce à une politique budgétaire très expansionniste, le taux de chômage américain est en dessous de 4 % depuis plus de deux ans. Or le plein emploi pousse les entreprises à automatiser la production, afin d'économiser sur les salaires, qui ont tendance à grimper, et à former leurs salariés. Les innovations se diffusent mieux également lorsque la demande agrégée est forte [Kotz et al ., 2018].

Graphique 3. PIB par habitant et déficit public : États-Unis versus zone euro



Sources : FMI, *World Economic Outlook*, avril 2024 pour le PIB par habitant et OCDE, *National Accounts at a Glance* pour le déficit public.

Le risque pour l'Europe est de voir sa croissance durablement ralentie. Depuis quinze ans, le PIB par habitant dans la zone euro a subi deux décrochages par rapport aux États-Unis (graphique 3) : d'abord lors de la crise des dettes souveraines de la zone euro (2010-2012) puis lors de la pandémie de Covid-19. Dans les deux cas, les politiques budgétaires ont été beaucoup plus expansionnistes outre-Atlantique, soutenant la demande et l'activité. La divergence pourrait s'accroître dans les prochaines années. Le Congressional Budget Office américain prévoit un déficit public de 7 % en 2024... qui devrait même être encore de 6,9 % en 2034. De son côté, la Commission européenne anticipe un déficit public pour la zone euro deux fois plus faible : 3 % en 2024, 2,8 % en 2025. L'Europe est également menacée d'un décrochage technologique. Les pays européens accusent un retard important par rapport à l'Asie et aux États-Unis dans les innovations de rupture dans le secteur industriel, selon une étude de la Fabrique de l'industrie [Bellit et Charlet, 2023]. Si les États-Unis, le Japon, la Corée et la Chine figurent systématiquement parmi les quatre pays les plus représentés pour chacune des douze technologies de rupture identifiées, ce n'est pas le cas des pays européens : ceux-ci n'apparaissent dans le top 4 que dans huit cas sur douze, dont six où l'Europe est représentée uniquement par l'Allemagne. Autre indicateur inquiétant, l'écart entre les grandes régions économiques se creuse pour les investissements industriels. Sur la période 2016-2023, l'UE n'aurait représenté que 6,5 % des investissements industriels annoncés dans le monde, là où les États-Unis en captaient 17 %, la Chine 19 % et l'ensemble de l'Asie 55 %, d'après les estimations du cabinet d'études Trendeo. C'est notamment le cas dans le domaine de l'intelligence artificielle (IA). Dans un rapport récent, la Cour des comptes européenne a pointé que, pour les investissements dans l'IA, l'écart entre les États-Unis et l'UE avait plus que doublé entre 2018 et 2020, l'Europe accusant un retard de plus de 10 milliards d'euros. Un retard qui pourrait être particulièrement préjudiciable pour une Europe souffrant déjà de très faibles gains de productivité. Car le développement de l'IA pourrait permettre d'augmenter la croissance annuelle de la productivité du travail sur la prochaine décennie de 0,5 à 1,5 point de pourcentage [Acemoglu, 2024 ; Baily et al., 2023]. C'est que, au-delà de l'effet direct sur l'efficacité des travailleurs et des entreprises, l'IA devrait aussi stimuler l'innovation et ainsi favoriser indirectement la croissance future de la productivité ».

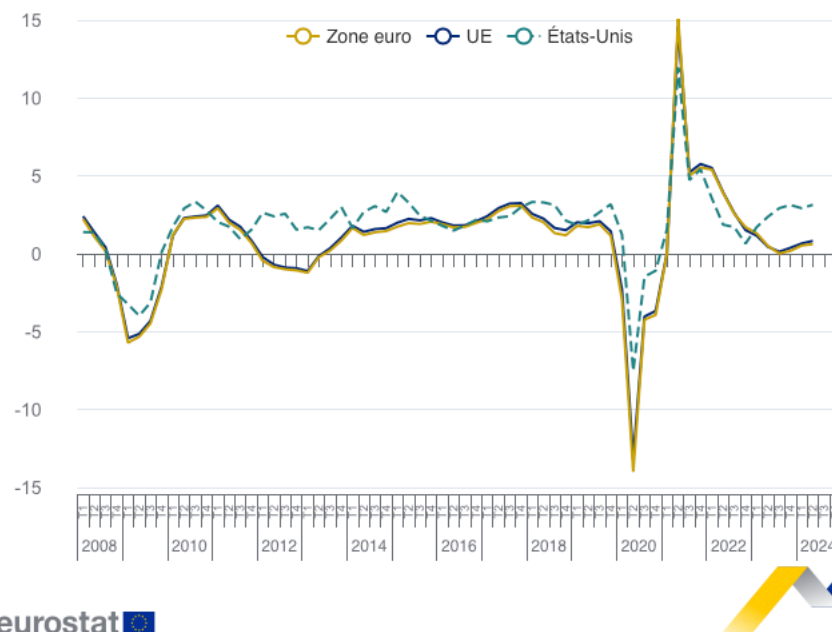
Dans la section suivante de leur chapitre, les auteurs font une présentation intéressante de « la politique moderne de l'offre » :

« L'enjeu pour l'Europe est aussi de s'adapter au changement de paradigme en cours dans l'économie mondiale. Car ce qui a changé depuis la crise sanitaire, et de manière décisive depuis deux ans, c'est la manière dont l'administration américaine estime que la demande interne doit être satisfaite. Jusque-là, en effet, régnait une certaine indifférence entre offres nationale et étrangère, voire la promotion de l'offre étrangère, que le jeu des avantages comparatifs favorisait et qui permettait au consommateur de s'approvisionner à moindre coût. Désormais, il s'agit de s'affranchir de ce modèle dans les technologies stratégiques, celles qui permettront de se réindustrialiser, de limiter les dépendances et ainsi de garantir la sécurité économique dans un monde de tensions géopolitiques et de compétition intense sur ce que sera l'ordre international de demain. C'est la politique moderne de l'offre, comme l'a qualifiée Janet Yellen. Contrairement à sa version traditionnelle, qui consiste à stimuler l'offre en levant les freins à l'initiative privée, principalement en réduisant la fiscalité qui pèse sur les entreprises, cette version moderne redonne un rôle majeur à la puissance publique pour stimuler l'offre par des investissements publics dans les infrastructures, les technologies et les industries d'avenir ou des soutiens aux investissements privés [Boushey, 2023]. Une stratégie pas très différente de celle que pratique la Chine depuis un moment et que l'Europe cherche aussi à promouvoir. Mais, dès lors qu'une stratégie industrielle se met en place et que les différentes puissances, États-Unis, Europe et Chine, convoitent les mêmes industries, on se retrouve dans un monde de compétition intense, de rivalités, que les tensions géopolitiques viennent en outre aviver, jusqu'à pousser cette compétition dans le domaine des matières premières, chacun cherchant à sécuriser ses approvisionnements en métaux critiques. Dans ce contexte, la stratégie chinoise consistant à compter sur la demande extérieure pour assurer sa croissance risque fort de ne pas se révéler aussi porteuse qu'au début des années 2000, lorsque les Américains acceptaient volontiers que les excédents chinois soient le pendant du déficit américain. En témoigne la déclaration du secrétaire d'État américain Antony Blinken lors d'une visite à Pékin en mai 2024 : "La Chine est responsable d'un tiers de la production mondiale, mais seulement d'un dixième de la demande mondiale, il y a donc un décalage évident." Déjà après 2009, la Chine a dû s'en remettre au secteur immobilier pour soutenir sa demande intérieure, face à une demande extérieure atrophiée par les suites de la crise des subprimes. Avec la crise immobilière, les crédits chinois se sont massivement réorientés vers le secteur manufacturier créant plus de capacités que l'économie chinoise ne pouvait en absorber, face à une consommation des ménages immuablement faible, le gouvernement s'obstinant à ne pas prendre les mesures pour réduire l'incertitude à laquelle les ménages chinois sont confrontés, dont il résulte un taux d'épargne qui atteint encore 32 % fin 2023. Au-delà des déclarations de Xi Jinping sur le "piège du 'welfarisme' qui encourage la paresse", ne pas chercher à stimuler la consommation, c'est aussi croire que cela permet de limiter les dépendances au reste du monde, ou tout du moins de mieux les contrôler. Sans compter que cela permet également de favoriser le secteur industriel [Bensidoun et Grjebine, 2023] et par conséquent de répondre à l'objectif de contrôle des chaînes d'approvisionnement mondiales et d'autosuffisance recherché par Pékin... tant que l'extérieur accepte d'être le consommateur en dernier ressort. Si cela a fonctionné par le passé, lorsque la Chine était spécialisée sur des produits peu sophistiqués et que les économies avancées jouaient le jeu des avantages comparatifs, y consentir désormais, alors que la Chine est devenue une puissance dans les industries vertes, c'est courir le risque de les lui abandonner, comme cela s'est produit au début des années 2010 pour les panneaux solaires. Et si, à l'époque, après avoir combattu le dumping des Chinois, les Américains et les Européens avaient fini par céder, le consentement au caractère déloyal de la concurrence chinoise n'est plus le même désormais, avec le souci des pays d'assurer leur sécurité économique, dont l'un des volets consiste à promouvoir des politiques pour renforcer les capacités nationales, à côté des deux autres "P" que sont la protection contre les risques et les partenariats [Fabry et al., 2024]. Dans ce contexte, dépendre autant des exportations pour la Chine, c'est donner à l'extérieur du pouvoir sur son économie. Car les dépendances ne sont pas seulement du côté des importations, mais également du côté des exportations. Dans un monde qui se referme, trop dépendre de débouchés extérieurs pour sa croissance devient de plus en plus audacieux ».

Le vendredi 6, Eurostat publie des statistiques sur le PIB et l'emploi en zone euro :

Taux de croissance du PIB par rapport au même trimestre de l'année précédente

Pourcentage de variation, basé sur des données corrigées des variations saisonnières



Le lundi 9, publication du « **Rapport Draghi** » sur l'avenir de la compétitivité européenne (https://commission.europa.eu/document/97e481fd-2dc3-412d-be4c-f152a8232961_en).

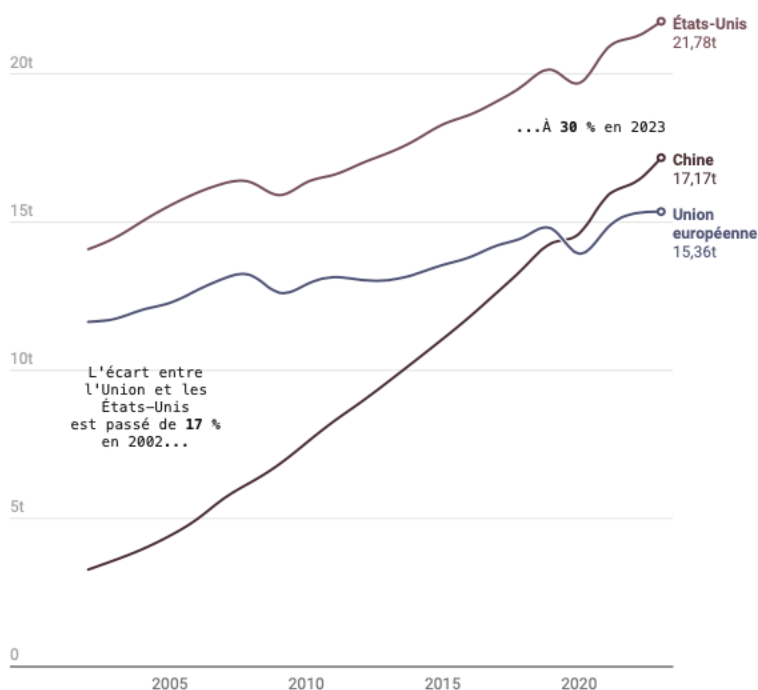
Nous proposons ci-après la présentation qu'en fait «legrandcontinent.eu » :

« 1 — Le point de départ : un nouveau contexte auquel l'Europe doit s'adapter »

Le rapport Draghi part d'un constat : "L'Europe dispose des bases nécessaires pour devenir une économie hautement compétitive". Le modèle européen, qui combine une économie ouverte, un degré élevé de concurrence, un cadre juridique solide et des politiques actives de lutte contre la pauvreté et de redistribution des richesses, a fait de l'Union un espace d'intégration économique qui représente 17 % du PIB mondial tout en parvenant à maintenir des faibles niveaux d'inégalités.

Elle est également un leader mondial en matière de normes de durabilité et de protection de l'environnement, dépassant la Chine et les États-Unis en termes d'espérance de vie à la naissance et de faible mortalité infantile. Cependant, sous l'effet d'un affaiblissement de la productivité, la croissance européenne faiblit : "L'écart entre l'Union et les États-Unis en ce qui concerne le niveau du PIB aux prix de 2015 s'est progressivement creusé, passant d'un peu plus de 15 % en 2002 à 30 % en 2023, tandis qu'en parité de pouvoir d'achat, l'écart se situe à 12 %". Le diagnostic est clair : "Le principal moteur de ces évolutions divergentes est la productivité".

Évolution du PIB, en prix constants (2015)

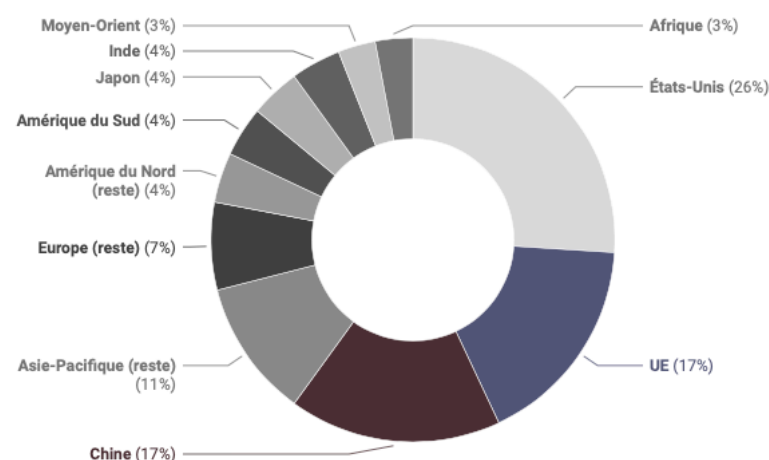


Dans le même temps, trois conditions externes qui ont soutenu la croissance européenne après la fin de la guerre froide se sont estompées : l'essor du commerce mondial soutenue par des règles multilatérales semble révolu ; l'énergie bon marché importée par gazoducs depuis la Russie n'est plus disponible depuis l'invasion russe de l'Ukraine ; enfin, sous la protection américaine, les Européens ont pu séparer la politique économique des considérations de sécurité et utiliser les "dividendes de la paix" pour poursuivre d'autres objectifs de politique publique. Aujourd'hui, dans un contexte géopolitique en pleine mutation, l'Union ne peut plus faire l'économie de sa défense.

Ce nouveau contexte met l'Europe devant un triple impératif :

- accélérer l'innovation et de trouver de nouveaux moteurs de croissance ;
- réduire les prix élevés de l'énergie tout en continuant à décarboner et à basculer vers une économie circulaire ;
- apprendre à réagir dans un monde géopolitiquement instable, dans lequel les dépendances deviennent des vulnérabilités et où la sécurité ne peut plus être externalisée.

Part du PIB mondial, en prix courants (2023)



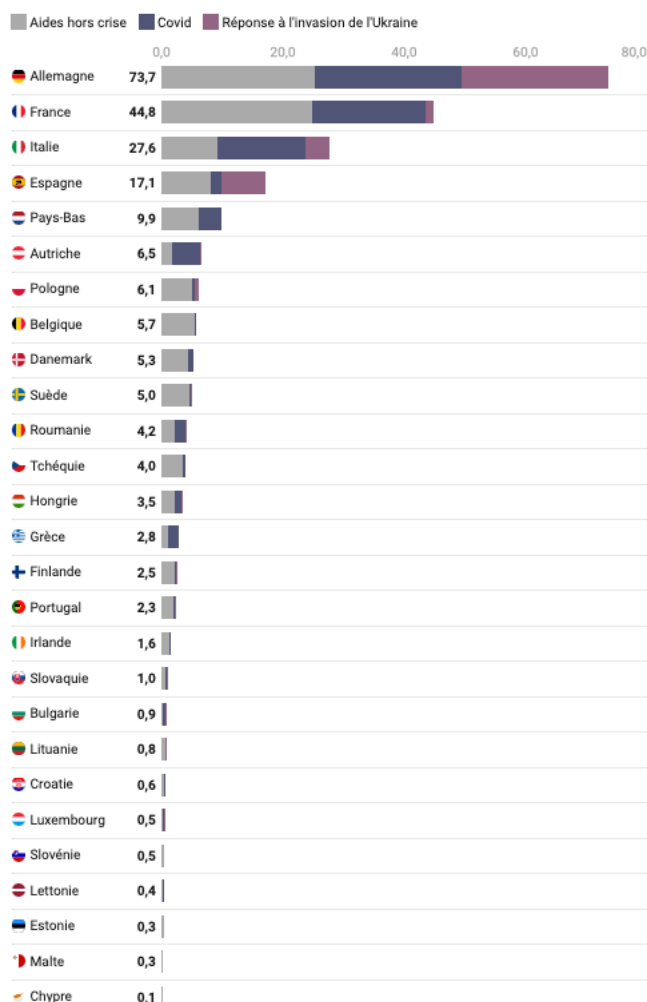
Pour répondre à ces transformations, le rapport propose une nouvelle stratégie industrielle pour l'Europe, qui repose notamment sur : la mise en œuvre intégrale du marché unique ; l'alignement des politiques industrielle, commerciale et de la concurrence ; l'augmentation du taux

d'investissement total par rapport au PIB pour atteindre environ 5 % par an ; et la réforme de la gouvernance de l'Union, qui permettrait un renforcement de la coordination et la réduction de la charge réglementaire.

Si les États membres ont déjà commencé à répondre à ces défis, ils le font de manière trop disparate, ce qui fragilise l'effort collectif.

Dépenses totales en matière d'aides d'État, par État membre (2022)

En milliards d'euros.



Graphique: Le Grand Continent • Source: Commission européenne (2024)

Dans son rapport, Mario Draghi distingue les politiques transversales (les six points passés en revue) des politiques à engager dans dix secteurs pertinents, pour lesquels une série d'analyses et de recommandations plus précises sont détaillées :

- l'énergie ;
- les matériaux critiques ;
- la digitalisation et les technologies de pointe ;
- les industries à forte intensité énergétique ;
- les technologies vertes ;
- l'industrie automobile ;
- la défense ;
- le spatial ;
- l'industrie pharmaceutique ;
- les transports.

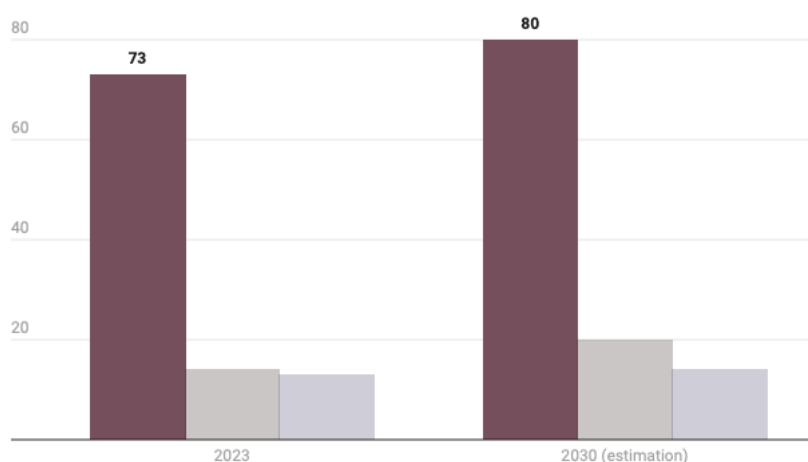
2 — Comblent le fossé de l'innovation

Le défi central que le rapport relève est celui de la productivité, sur fond de ralentissement démographique : “D’ici 2040, la population active de l’Union devrait diminuer de près de 2 millions de travailleurs par an, tandis que le ratio actifs/retraités devrait passer d’environ 3:1 à 2:1. Sur cette trajectoire, la croissance en Europe s’arrêtera. Si l’Union devait maintenir son taux de croissance moyen de la productivité du travail depuis 2015, soit 0,7 %, cela ne suffirait qu’à maintenir le PIB constant jusqu’en 2050. Dans un contexte de ratios dette publique/PIB historiquement élevés, de taux d’intérêt réels potentiellement plus élevés qu’au cours de la dernière décennie et de besoins croissants en dépenses pour la décarbonation, la numérisation et la défense, la stagnation de la croissance du PIB pourrait finir par rendre les niveaux de la dette publique insoutenables.”

Dépenses publiques pour les programmes spatiaux

En milliards de \$ US.

■ États-Unis ■ Chine ■ UE et États-membres



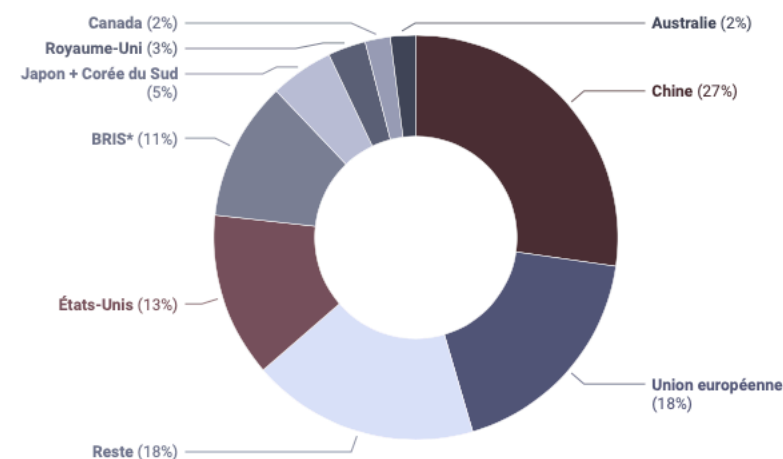
Graphique: Le Grand Continent • Source: Euroconsult (2023)

En prolongeant la comparaison avec les États-Unis, le rapport constate que le principal moteur de l’écart de productivité a été l’essor de la technologie numérique. Mais si certains secteurs numériques semblent déjà “perdus”, l’Europe a encore la possibilité de tirer parti des futures vagues d’innovation numérique — comme l’IA générative — alors que l’intégration verticale de l’IA dans l’industrie européenne sera un facteur essentiel pour gagner en productivité. Les Européens doivent aussi chercher à “garder un pied dans les domaines où la souveraineté technologique est nécessaire, tels que la sécurité et le cryptage”.

Le rapport revient sur la faiblesse de l’Europe dans le domaine des technologies numériques par la “structure industrielle statique” qui engendre un cercle vicieux de faible investissement et de faible innovation.

Dans l’Union, ce sont ainsi surtout les faiblesses du “cycle de vie de l’innovation” qui empêchent l’émergence de nouveaux secteurs et de compétiteurs. Dans le même temps, il n’y a pas suffisamment d’institutions universitaires qui atteignent les plus hauts niveaux d’excellence. La filière allant de l’innovation à la commercialisation est faible, les dépenses publiques consacrées à la R&I sont insuffisantes en général et ne sont pas suffisamment axées sur l’innovation de rupture. En plus de cela, les obstacles réglementaires à la montée en puissance sont particulièrement lourds dans le secteur technologique, surtout pour les jeunes entreprises — et l’absence d’un véritable marché unique empêche un nombre suffisant d’entreprises d’atteindre une taille suffisante pour accélérer l’adoption des technologies avancées.

Part mondiale des publications scientifiques (2022)



BRIS: Brésil, Russie, Inde, Afrique du Sud.

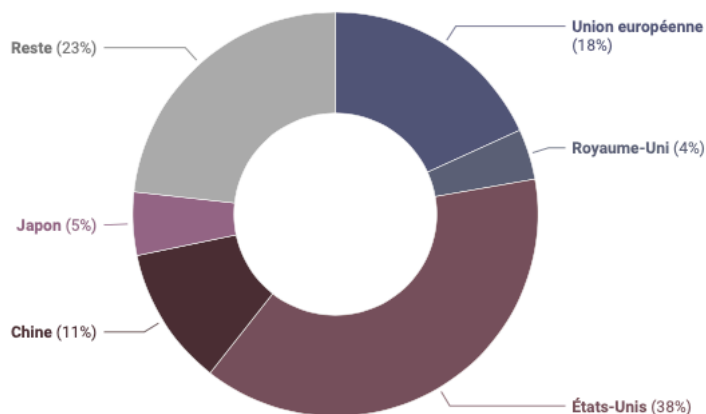
Graphique: Le Grand Continent • Source: Commission européenne

La position de l'Union dans d'autres secteurs innovants — tels que l'industrie pharmaceutique — est également en déclin en raison notamment des mêmes défis : le manque d'investissements dans la R&I et la fragmentation réglementaire.

Pour combler ce déficit d'innovation, le rapport Draghi propose 10 mesures clefs :

- améliorer les conditions de l'innovation de rupture en remédiant aux faiblesses de ses programmes communs de R&I : le prochain programme-cadre de l'Union pour la R&I devrait se concentrer sur un plus petit nombre de priorités, une plus grande partie du budget devrait être consacrée au financement de l'innovation de rupture, et le Conseil européen de l'innovation devrait être réformé pour devenir une véritable "agence de type DARPA" ;
- une meilleure coordination de la R&I publique entre les États membres ;
- établir et de consolider les institutions universitaires européennes à la pointe de la recherche mondiale ;
- faciliter le chemin pour que les "inventeurs deviennent des investisseurs" en élaborant un nouveau plan pour un partage équitable et transparent des redevances, en adoptant le brevet unitaire dans tous les États membres, en procédant à une évaluation approfondie de l'impact de la réglementation numérique et autre sur les petites entreprises, dans le but d'exclure les PME des réglementations que seules les grandes entreprises sont en mesure de respecter, et en donnant aux jeunes entreprises innovantes la possibilité d'adopter un nouveau statut juridique à l'échelle de l'Union (la "société européenne innovante") ;
- développer un meilleur environnement de financement pour l'innovation de rupture, les start-ups et les grandes entreprises ;
- réduire le coût du déploiement de l'IA en augmentant la capacité de calcul et en mettant à disposition son réseau d'ordinateurs à haute performance ;
- promouvoir la coordination industrielle et le partage des données pour accélérer l'intégration de l'intelligence artificielle dans l'industrie européenne ;
- trouver un équilibre entre la promotion de l'industrie nationale de l'informatique dématérialisée et la garantie de l'accès aux technologies dont elle a besoin ;
- faciliter la consolidation dans le secteur des télécommunications pour obtenir des taux d'investissement plus élevés dans la connectivité ;
- garantir le maintien et l'expansion de la R&I pour les secteurs manufacturiers clés tels que l'industrie pharmaceutique.

Part du marché mondial des technologies de l'information et de la communication (2023)



Graphique: Le Grand Continent • Source: International Data Corporation

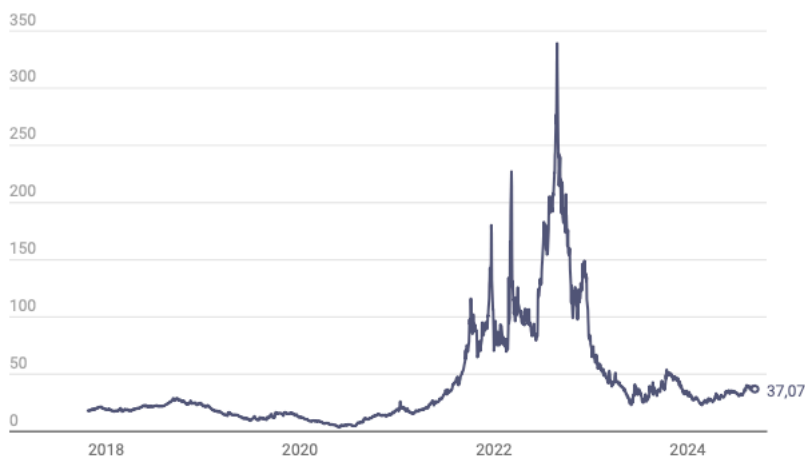
Pour combler les déficits en matière de compétences, alors que, selon le rapport, 77 % des entreprises européennes signalent que les employés nouvellement recrutés ne possèdent pas les compétences requises, le rapport recommande que l'Union revienne à son approche — même si l'éducation reste une compétence nationale — en se concentrant sur les pénuries de compétences émergentes.

3 — Décarbonation et compétitivité

Alors que les coûts élevés de l'énergie en Europe constituent un obstacle à la croissance, la décarbonation offre à l'Europe l'opportunité de réduire les prix de l'énergie, d'être à la pointe des technologies propres et de renforcer sa sécurité énergétique. L'électrification du système énergétique sera également un facteur de croissance pour le secteur des transports durables.

Prix du gaz naturel sur les contrats TTF à un mois

En euros par MWh.



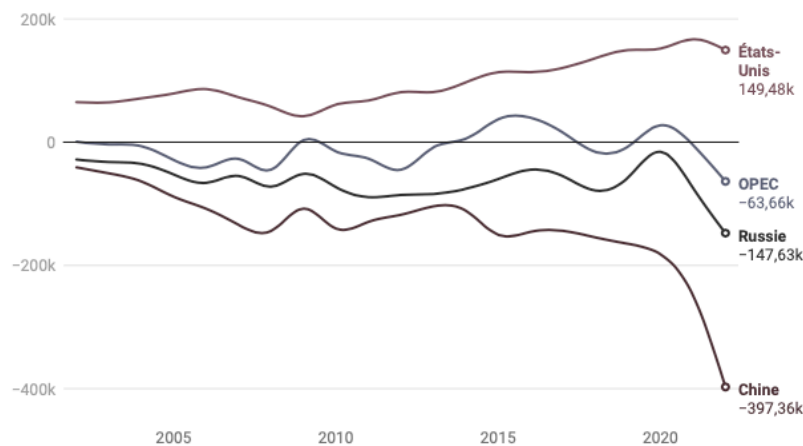
Graphique: Le Grand Continent • Source: Investing

Si les entreprises européennes sont pionnières dans certains secteurs du transport durable, il n'est pas garanti que la demande européenne en matière de technologies propres puisse être satisfaite par l'offre de l'Union, compte tenu de l'augmentation de la capacité de la Chine. Elle doit ainsi faire des choix fondamentaux sur la manière de poursuivre sa trajectoire de décarbonation tout en cherchant à préserver la position concurrentielle de son industrie.

Le rapport identifie plusieurs menaces pesant sur le secteur des technologies propres. Celles-ci incluent le gaspillage des avantages à un stade précoce en raison des faiblesses de son écosystème d'innovation, le fait que le potentiel d'innovation de l'Europe ne se traduit pas par une supériorité manufacturière dans le

domaine des technologies propres — et ce malgré la taille de son marché intérieur — ainsi que l’absence d’une stratégie industrielle équivalente à celle des autres grandes puissances“.

Balance commerciale de l'Union, en millions d'euros



Graphique: Le Grand Continent • Source: Commission européenne

Le secteur automobile est un exemple clef du manque de planification de l’Union, qui applique une politique climatique sans politique industrielle : l’adoption d’un objectif de zéro émission d’ici 2035 n’a pas donné lieu à une impulsion synchronisée de conversion de la chaîne d’approvisionnement.

Sur ce sujet également, le rapport formule 10 propositions :

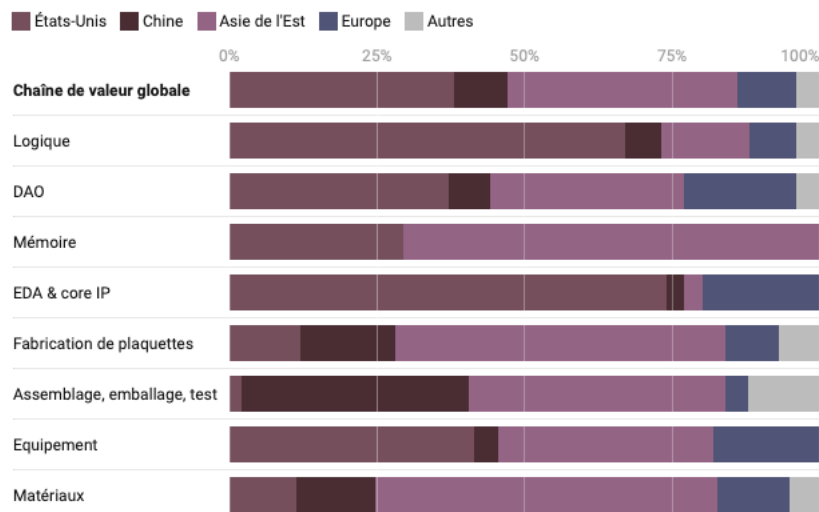
- réduire le coût de l’énergie pour les utilisateurs finaux en transférant les bénéfices de la décarbonation ;
- mieux découpler le prix du gaz naturel de celui des énergies propres ;
- accélérer la décarbonation de manière rentable, en profitant de toutes les solutions disponibles grâce à une approche neutre sur le plan technologique ;
- libérer le potentiel des énergies propres en mettant l’accent sur les réseaux ;
- développer la gouvernance nécessaire à une véritable Union de l’énergie ;
- adopter une approche pragmatique de la décarbonation afin d’atténuer les compromis potentiels ;
- recentrer le soutien à la fabrication de technologies propres, en se concentrant sur les technologies pour lesquelles l’Europe est en avance ou pour lesquelles il existe un argument stratégique en faveur du développement de la capacité nationale ;
- sécuriser les chaînes d’approvisionnement en développant de nouveaux marchés et en compensant la concurrence soutenue par l’État ;
- élaborer un plan d’action industriel pour le secteur automobile, pour éviter une délocalisation radicale de la production hors de l’Union ou le rachat rapide d’usines et d’entreprises européennes par des producteurs étrangers subventionnés par l’État ;
- planifier la stratégie globale de l’Union en faveur de l’intégration transfrontalière des transports en prenant en compte l’impératif de la compétitivité et pas seulement de la cohésion.

4 — Renforcer la sécurité et réduire les dépendances

Le premier risque identifié par le rapport est la dépendance en minéraux critiques, indispensables à la transition énergétique. Selon Mario Draghi, l’approvisionnement de l’Europe dans ces minéraux fait l’objet d’une course mondiale pour le contrôle des chaînes d’approvisionnement — et l’Europe est à la traîne. Mais les dépendances stratégiques s’étendent également aux technologies essentielles à la digitalisation — notamment en matière de semi-conducteurs. Pour y répondre, le rapport propose que l’Union développe une véritable « politique économique extérieure » — en anglais : *statecraft*, que nous avons proposé de traduire dans ces pages par “*stratégie économique internationale*” — basée sur la sécurisation des ressources critiques et la mise en œuvre rapide et intégrale de la loi sur les matières premières critiques. Celle-ci devrait être complétée par une stratégie globale couvrant toutes les étapes de

la chaîne d’approvisionnement en minéraux critiques, de l’extraction au recyclage en passant par la transformation.

Part de la chaîne de valeur globale des semi-conducteurs (2019)



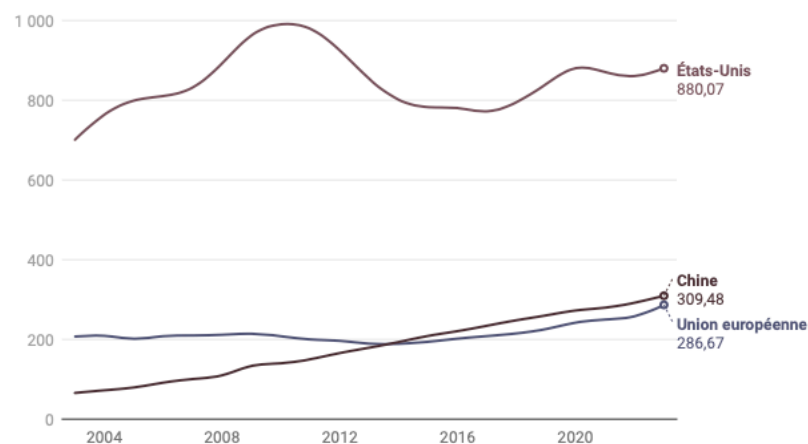
Graphique: Le Grand Continent • Source: Semiconductor Industry Association (2021)

Il est également proposé d’améliorer l’initiative “Global Gateway” afin qu’elle se concentre sur les besoins stratégiques de l’Union et de développer des stratégies communes avec d’autres acheteurs de pays alignés sur ses intérêts — par exemple par le biais d’un Club des matières premières critiques du G7+. Le rapport préconise également à l’Union de faire un examen attentif du potentiel de l’exploitation minière en eaux profondes dans le respect de l’environnement.

En ce qui concerne la défense, le rapport indique que l’industrie européenne de la défense souffre non seulement de la baisse des dépenses, mais aussi d’un manque d’intérêt pour le développement technologique : “elle est fragmentée, ce qui limite sa taille et entrave son efficacité opérationnelle sur le terrain“. Dans le spatial, l’Union a réussi à développer un secteur spatial de pointe, malgré des niveaux de financement inférieurs. Cependant, son avance se réduit.

Dépenses de défense, en milliards de \$ US

En prix constants (2022).



Graphique: Le Grand Continent • Source: SIPRI

Le rapport recommande que, en l’absence de dépenses européennes communes, les actions politiques pour le secteur de la défense doivent se concentrer sur l’agrégation de la demande et l’intégration des actifs industriels de défense. Le renforcement de la coopération et la mise en commun des ressources pour la R&D figurent également parmi les recommandations.

Revenus des principales entreprises de défense, en 2023

En millions de \$ US.

États-Unis			Europe		
1	Lockheed Martin	64,7k	BAE Systems	27,6k	
2	RTX	40,6k	Airbus	12,9k	
3	Northrop Grumman	35,2k	Leonardo	12,4k	
4	General Dynamics	33,7k	Thales	10,6k	
5	Boeing	32,7k	Rheinmetall AG	6,1k	
6	L3Harris Technologies	15,6k	Rolls-Royce	5,1k	
7	Hill	11,4k	Naval Group	4,6k	
8	Leidos	11,1k	Saab AB	4,4k	
9	Booz Allen Hamilton	6,8k	Safran	4,3k	
10	Amentum	5,7k	KNDS	3,5k	

Tableau: Le Grand Continent • Source: Defence News

5 — Financer les investissements (voir la note à la fin)

Le chapitre du rapport Draghi sur le financement des priorités était l'un de ceux qui suscitait le plus d'attentes.

Le document publié aujourd'hui note qu'il faudra investir chaque année un montant minimum de 750 à 800 milliards d'euros pour atteindre les objectifs listés dans le rapport. Cela correspondrait à 4,4-4,7 % du PIB de l'Union en 2023 et pourrait permettre des gains de productivité d'environ 6 % sur 15 ans.

Le rapport met en avant le fait que le capital privé reste peu mobilisé en Europe : “les ménages dans l'Union disposent d'une épargne abondante pour financer des investissements, mais à l'heure actuelle, celle-ci n'est pas canalisée de manière efficace. En 2022, l'épargne des ménages de l'Union s'élevait à 1 390 milliards d'euros, contre 840 milliards d'euros aux États-Unis”.

Si l'achèvement de l'Union des marchés des capitaux est au centre de nombre de discours pour financer des objectifs communs, Draghi note aussi que “bien que la Commission ait introduit plusieurs mesures visant à réduire la fragmentation des marchés de capitaux de l'Union, trois grandes lignes de fracture subsistent. Premièrement, l'Union ne dispose ni d'un régulateur unique du marché des valeurs mobilières ni d'un règlement unique couvrant tous les aspects relatifs aux échanges de celles-ci. Par ailleurs, les pratiques de surveillance et l'interprétation des réglementations varient encore fortement d'un État à l'autre. Les États-Unis, quant à eux, disposent d'une autorité de surveillance unique depuis les années 1930, date de la création de la Securities and Exchange Commission (SEC). Deuxièmement, l'environnement réglementaire post-transaction en Europe est beaucoup moins unifié qu'aux États-Unis. Aux États-Unis, il n'existe qu'une chambre de compensation avec contrepartie centrale (CCCC) et un seul dépositaire central (CSD) pour toutes les transactions sur actions : en Europe, on dénombre plus de 20 CCCC et CSD pour les seules actions — et différentes plates-formes utilisent les services de différentes CCP ou CSD. Les transactions transfrontalières sont par conséquent plus complexes et plus coûteuses que les transactions nationales, ce qui entrave les échanges multimarchés. Troisièmement, malgré les progrès récents en matière de retenue à la source, les régimes fiscaux et d'insolvabilité des États membres ne sont toujours pas alignés.”

Le budget européen fait également partie des propositions de ressources à mobiliser : “Le soutien de l'Union aux investissements publics et privés est limité par la taille de son budget, son manque de ciblage et une attitude trop conservatrice à l'égard du risque. Le budget annuel de l'Union est modeste puisqu'il représente à peine plus de 1 % de son PIB”. De plus, il serait “trop fragmenté, en près de 50 programmes de dépenses, ce qui empêche le financement de l'Union d'atteindre une échelle suffisante pour les grands

projets paneuropéens“, sans compter que “le remboursement des emprunts dans le cadre du programme NextGenerationEU commencera en 2028 et représentera 30 milliards d’euros par an. Sans décision sur les nouvelles ressources propres, le pouvoir de dépense effectif au niveau européen serait mécaniquement réduit par ces remboursements“.

Le rapport propose donc :

- la mise en place d’une véritable Union des marchés des capitaux ;
- la relance de la titrisation et l’achèvement de l’Union bancaire ;
- la réforme du budget européen afin d’être mieux ciblé et plus efficace, et de mieux soutenir l’investissement privé.

Si l’émission d’un nouvel emprunt commun ne fait aujourd’hui pas l’unanimité au niveau européen, le rapport ajoute qu’“un certain financement conjoint des investissements est nécessaire pour maximiser la croissance de la productivité, ainsi que pour financer d’autres biens publics européens“ et que “l’Union devrait s’orienter vers l’émission régulière d’actifs sûrs communs afin de permettre des projets d’investissement conjoints entre les États membres et de contribuer à l’intégration des marchés de capitaux“. Les États membres pourraient également étudier la possibilité de reporter le remboursement du plan de relance NGEU.

6 — Renforcer la gouvernance

Ces transformations ne seront possibles qu’en effectuant d’importants changements dans la structure institutionnelle et le fonctionnement de l’Union.

Le rapport identifie à cet égard trois objectifs qui devraient permettre d’alléger et d’accélérer les prises de décisions puis leur mise en œuvre alors qu’il faut en moyenne 19 mois à l’Union pour adopter de nouveaux règlements : recentrer le travail de l’Union, accélérer l’action et l’intégration et simplifier les règles.

Afin de recentrer le travail des 27, le rapport recommande de mettre en place un nouveau “cadre de coordination de la compétitivité“. Ce dernier traiterait des priorités stratégiques au niveau européen qui seraient “formulées et adoptées par le Conseil“. Ces dernières seraient “définies au début de chaque cycle politique européen lors d’un débat du Conseil et adoptées dans ses conclusions“. Ce nouveau cadre devrait permettre de rationaliser les activités de l’Union en les organisant et en les ciblant mieux.

Pour accélérer l’action et l’intégration européenne, le rapport recommande “d’explorer toutes les possibilités offertes par les traités“ de manière à étendre le plus possible les votes du Conseil soumis à la majorité qualifiée. Une autre solution pour limiter les blocages provoqués par le vote à l’unanimité serait de “permettre à des groupes d’États membres partageant les mêmes idées de recourir à la coopération renforcée prévue par les articles 20 du traité sur l’Union européenne (TUE) et 329 du traité sur le fonctionnement de l’Union européenne (TFUE)“.

Enfin, le rapport identifie la complexité et le volume de la réglementation européenne comme étant un obstacle à l’amélioration de la gouvernance nécessaire pour relever les défis auxquels l’Union doit faire face. À titre de comparaison, environ 3 500 textes législatifs et 2 000 résolutions ont été adoptés par le Congrès américain entre 2019 et 2024 — contre 13 000 actes au niveau européen au cours de la même période. Pour procéder à une “réduction du stock de réglementation“, le rapport “recommande de nommer un nouveau vice-président de la Commission chargé de la simplification afin de rationaliser l’acquis, tout en adoptant une méthodologie unique et claire pour quantifier le coût du nouveau ‘flux’ réglementaire“.

En outre, au début de chaque mandat de la Commission, le rapport préconise qu’“une période fixe d’au moins six mois devrait être consacrée à l’évaluation systématique et au test de résistance de toute la réglementation existante par secteur d’activité économique“ ».

Note : Suite au « rapport Draghi », Les Echos feront paraître deux articles qui sont intéressants à reprendre ici :

• Un article publié dans Les Echos du 13 septembre, de Sophie Rolland qui revient sur les programmes d’emprunt de l’UE :

« À l'origine conçus pour être ciblés et temporaires, les programmes d'emprunt de l'Union européenne pourraient-ils devenir pérennes ? Le rapport Draghi, publié cette semaine, et qui chiffre à 800 milliards d'euros par an les investissements nécessaires pour enrayer le déclin de la compétitivité de l'UE, a rouvert le débat.

Celui-ci couve depuis des années. En octobre 2020, pour soutenir les États dans leurs mesures d'aide à l'emploi pendant la pandémie, l'UE avait mis en place son premier programme d'émission de dette commune, le programme Sure, d'un montant de 100 milliards d'euros. Puis, à la faveur de la mise en place du plan de relance NextGenerationEU (NGEU), l'année suivante, la Commission a été autorisée à émettre des obligations pour lever jusqu'à 800 milliards d'euros. Mais ces opérations ne sont pas censées se poursuivre après 2026.

(...) Or si ces emprunts ne peuvent pas être “roulés” (ou renouvelés), c'est-à-dire si l'Europe ne peut pas faire de nouvelles émissions obligataires pour refinancer celles qui arrivent à échéance, ils devront, par définition, être remboursés. La capacité budgétaire de l'UE en sera sérieusement entamée. “Le remboursement de l'emprunt européen lié à NGEU commencera en 2028 et représentera 30 milliards d'euros par an”, relève le rapport Draghi, qui plaide ouvertement pour une dette commune.

À Bruxelles, le sujet inquiète de plus en plus. Selon le “Financial Times”, des discussions auraient même commencé sur la meilleure façon d'allonger la maturité de 350 milliards d'euros de dette. Mais comment surmonter l'opposition de certains pays, en particulier l'Allemagne ? (...) ».

• Un article de Philippe Wenger, oublié le 16 septembre :

« (...) L'Union européenne a besoin “d'une politique industrielle bien plus coordonnée, d'une prise de décisions plus rapide et d'investissements considérables”. En effet, au bas mot, elle doit investir entre 750 et 800 milliards d'euros supplémentaires par an, soit 5 % de son PIB ! C'est massif, notamment si l'on compare ce montant à celui du plan Marshall lancé pour la reconstruction de l'Europe dans l'après-guerre. Il ne représentait « que » 1 % à 2 % du PIB de l'époque.

Pour financer ces dépenses, l'auteur du rapport préconise la poursuite de l'émission de dette commune. Le premier pas a eu lieu lors de la pandémie de la Covid-19 pour soutenir l'activité et relancer les économies. La prise de décision fut douloureuse. Il n'est pas sûr que certains pays, rétifs aux dépenses « communes », comme l'Allemagne et les Pays-Bas, soient emballés par cette proposition, même si elle ne concerne que les investissements.

Pour y arriver, il faudra aussi repenser les procédures de gouvernance. Et pourquoi pas basculer du vote à l'unanimité à celui à la majorité qualifiée ? Mario Draghi envisage même qu'en cas de blocage, certains États puissent agir sur des projets communs.

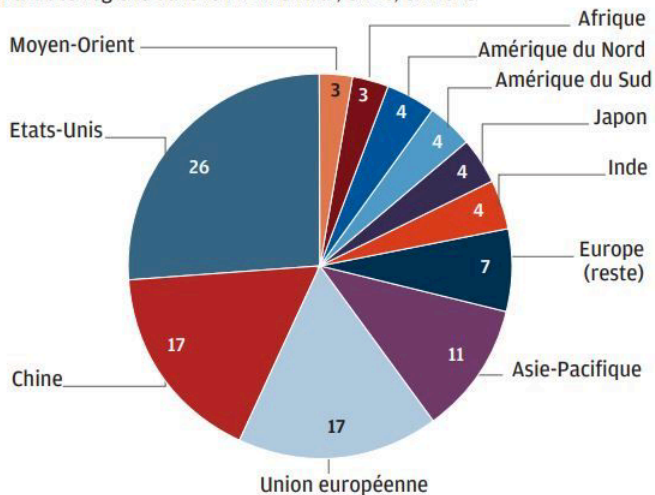
Autre réflexion pour arriver aux financements de ces 800 milliards d'euros d'investissements publics et privés supplémentaires par an : renforcer l'union des marchés des capitaux. Celle-ci est loin d'être achevée. Ce marché est jugé trop fragmenté et trop dépendant des banques. Le ministre de l'Économie et des Finances, Bruno Le Maire, est aussi revenu jeudi dernier sur cette lacune lors de son discours de remerciements à Bercy. “*Nous manquons de financements privés en Europe pour faire face à la double révolution technologique et climatique. [...] Nous devons sans délai mettre en place l'union des marchés de capitaux, trouver les financements nécessaires pour nos pépites technologiques, améliorer notre productivité*”, a-t-il assuré.

Mario Draghi s'interroge également sur le rôle de la Commission européenne comme autorité de régulation de la concurrence. Elle doit évidemment prendre en compte, dans ses décisions portant sur les fusions et sur les acquisitions, l'impact sur la concurrence dans l'Union mais aussi sur la capacité du continent à stimuler l'innovation.

Ce rapport contient également des préconisations sectorielles dont l'énergie, la pharmacie, l'aérospatiale, et l'inévitable intelligence artificielle. Ce travail a été accueilli diversement par les députés européens. Les centristes attendent un ajustement rapide des politiques industrielles, alors que les conservateurs s'inquiètent d'un dérapage budgétaire ».

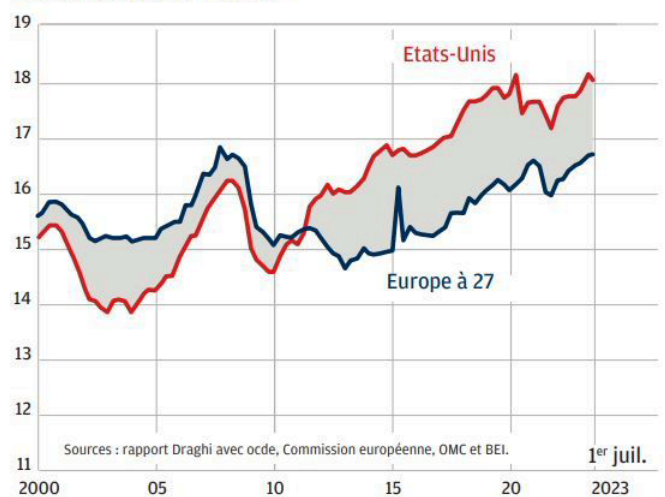
L'Union européenne n'est plus un géant économique

Part des régions dans le PIB mondial, en %, en 2023



L'investissement productif est insuffisant

Hors immobilier, en % du PIB



Le même lundi 9, l'INSEE publie un « point de conjoncture », dont voici l'introduction :

« Au printemps 2024, l'économie française a continué de croître sur un rythme modéré (+0,2 %), portée par le commerce extérieur et les dépenses publiques. Parallèlement, l'investissement privé se replie et la consommation peine à redémarrer, malgré les gains de pouvoir d'achat permis par la désinflation. En Europe, l'Allemagne reste engluée dans la stagnation et les industriels y déplorent des carnets de commandes dégarnis, tandis que l'économie espagnole caracole. En France, le climat des affaires a connu un été agité, les anticipations des entreprises fluctuant nettement au gré des incertitudes politiques. D'ici la fin de l'année, la consommation des ménages reprendrait un peu d'élan et leurs dépenses immobilières cesseraient de baisser après trois années de repli continu. À l'inverse, les entreprises continueraient de freiner leurs investissements. Dans ce contexte, la croissance française, soutenue ponctuellement par les Jeux Olympiques et Paralympiques à l'été, resterait modeste d'ici décembre et s'établirait à +1,1 % sur l'ensemble de l'année 2024 ».

Le jeudi 12, la BCE baisse ses taux !

Voici le communiqué du Conseil des gouverneurs :

« Le Conseil des gouverneurs a décidé, ce jour, d'abaisser le taux d'intérêt de la facilité de dépôt, à travers lequel il pilote l'orientation de la politique monétaire, de 25 points de base. Sur la base de son évaluation actualisée des perspectives d'inflation, de la dynamique de l'inflation sous-jacente et de la force de la transmission de la politique monétaire, il est aujourd'hui opportun de faire un nouveau pas dans la réduction du caractère restrictif de la politique monétaire.

Les données récentes relatives à l'inflation sont globalement conformes aux anticipations, et les dernières projections des services de la BCE confirment les perspectives d'inflation établies précédemment. Selon nos services, l'inflation globale s'établirait en moyenne à 2,5 % en 2024, 2,2 % en 2025 et 1,9 % en 2026, sans changements par rapport aux projections de juin. L'inflation devrait à nouveau s'accélérer en fin d'année, notamment parce que de fortes baisses précédentes des prix de l'énergie sortiront du calcul des taux annuels. La hausse des prix devrait s'atténuer et se rapprocher de notre objectif au cours du second semestre de l'année prochaine. S'agissant de l'inflation sous-jacente, les projections pour 2024 et 2025 ont été légèrement révisées à la hausse, en raison d'une augmentation des prix des services plus importante que prévu. Dans le même temps, nos services continuent de tabler sur son ralentissement rapide, de 2,9 % cette année à 2,3 % en 2025 et 2,0 % en 2026.

Sous l'effet de salaires qui continuent de progresser à un rythme soutenu, l'inflation intérieure demeure élevée. Cela étant, les tensions sur les coûts de la main-d'œuvre s'atténuent, et les bénéfices amortissent en partie l'incidence de la hausse des salaires sur l'inflation. Les conditions de financement demeurent restrictives, et l'activité économique reste atone, reflétant la faiblesse de la consommation privée et de

l'investissement. Nos services tablent sur une croissance économique de 0,8 % en 2024, puis 1,3 % en 2025 et 1,5 % en 2026. Ces chiffres ont été légèrement revus à la baisse par rapport aux projections de juin, en raison principalement d'une contribution plus faible de la demande intérieure au cours des prochains trimestres.

Le Conseil des gouverneurs est déterminé à assurer le retour au plus tôt de l'inflation au niveau de son objectif de 2 % à moyen terme. Il conservera les taux directeurs à un niveau suffisamment restrictif, aussi longtemps que nécessaire, pour atteindre cet objectif. Le Conseil des gouverneurs maintiendra une approche s'appuyant sur les données pour déterminer de manière appropriée, réunion par réunion, le degré et la durée de cette orientation restrictive. Plus particulièrement, ses décisions relatives aux taux directeurs resteront fondées sur son évaluation des perspectives d'inflation compte tenu des données économiques et financières, de la dynamique de l'inflation sous-jacente et de la force de la transmission de la politique monétaire. Le Conseil des gouverneurs ne s'engage pas à l'avance sur une trajectoire de taux particulière.

Comme annoncé le 13 mars 2024, certaines modifications du cadre opérationnel pour la mise en œuvre de la politique monétaire entreront en vigueur le 18 septembre 2024. Ainsi, l'écart entre le taux des opérations principales de refinancement et le taux de la facilité de dépôt sera ramené à 15 points de base. L'écart entre le taux de la facilité de prêt marginal et le taux des opérations principales de refinancement restera quant à lui inchangé, à 25 points de base.

Taux d'intérêt directeurs de la BCE

Le Conseil des gouverneurs a décidé d'abaisser le taux d'intérêt de la facilité de dépôt de 25 points de base. Il s'agit du taux à travers lequel le Conseil des gouverneurs pilote l'orientation de la politique monétaire. En outre, comme annoncé le 13 mars 2024 à la suite du réexamen du cadre opérationnel, l'écart entre le taux des opérations principales de refinancement et le taux de la facilité de dépôt sera ramené à 15 points de base. L'écart entre le taux de la facilité de prêt marginal et le taux des opérations principales de refinancement restera quant à lui inchangé, à 25 points de base. En conséquence, le taux de la facilité de dépôt sera ramené à 3,50 %. Les taux d'intérêt des opérations principales de refinancement et de la facilité de prêt marginal seront abaissés, à respectivement 3,65 % et 3,90 %. Ces modifications entreront en vigueur le 18 septembre 2024.

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

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

L'Eurosystème ne réinvestit plus la totalité des remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance acquis en vertu du programme d'achats d'urgence face à la pandémie (*pandemic emergency purchase programme*, PEPP), réduisant le portefeuille du PEPP de 7,5 milliards d'euros par mois en moyenne. Le Conseil des gouverneurs entend mettre un terme aux réinvestissements dans le cadre du PEPP fin 2024.

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

Opérations de refinancement

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

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

Voici le contenu de la conférence de presse donnée par Christine Lagarde à la suite de la réunion du Conseil des gouverneurs :

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

Le Conseil des gouverneurs a décidé, ce jour, d'abaisser le taux d'intérêt de la facilité de dépôt, à travers lequel nous pilotons l'orientation de la politique monétaire, de 25 points de base. Sur la base de notre évaluation actualisée des perspectives d'inflation, de la dynamique de l'inflation sous-jacente et de la force de la transmission de la politique monétaire, il est aujourd'hui opportun de faire un nouveau pas dans la réduction du caractère restrictif de la politique monétaire.

Les données récentes relatives à l'inflation sont globalement conformes aux anticipations, et les dernières projections des services de la BCE confirment les perspectives d'inflation établies précédemment. Selon nos services, l'inflation globale s'établirait en moyenne à 2,5 % en 2024, 2,2 % en 2025 et 1,9 % en 2026, sans changements par rapport aux projections de juin. L'inflation devrait à nouveau s'accélérer en fin d'année, notamment parce que de fortes baisses précédentes des prix de l'énergie sortiront du calcul des taux annuels. La hausse des prix devrait s'atténuer et se rapprocher de notre objectif au cours du second semestre de l'année prochaine. S'agissant de l'inflation sous-jacente, les projections pour 2024 et 2025 ont été légèrement révisées à la hausse, en raison d'une augmentation des prix des services plus importante que prévu. Dans le même temps, nos services continuent de tabler sur son ralentissement rapide, de 2,9 % cette année à 2,3 % en 2025 et 2,0 % en 2026. Sous l'effet de salaires qui continuent de progresser à un rythme soutenu, l'inflation intérieure demeure élevée. Cela étant, les tensions sur les coûts de la main-d'œuvre s'atténuent, et les bénéfices amortissent en partie l'incidence de la hausse des salaires sur l'inflation. Les conditions de financement demeurent restrictives, et l'activité économique reste atone, reflétant la faiblesse de la consommation privée et de l'investissement. Nos services tablent sur une croissance économique de 0,8 % en 2024, puis 1,3 % en 2025 et 1,5 % en 2026. Ces chiffres ont été légèrement revus à la baisse par rapport aux projections de juin, en raison principalement d'une contribution plus faible de la demande intérieure au cours des prochains trimestres.

Nous sommes déterminés à assurer le retour au plus tôt de l'inflation au niveau de notre objectif de 2 % à moyen terme. Nous conserverons les taux directeurs à un niveau suffisamment restrictif, aussi longtemps que nécessaire, pour atteindre cet objectif. Nous maintiendrons une approche s'appuyant sur les données pour déterminer de manière appropriée, réunion par réunion, le degré et la durée de cette orientation restrictive. Plus particulièrement, nos décisions relatives aux taux d'intérêt seront fondées sur notre évaluation des perspectives d'inflation compte tenu des données économiques et financières, de la dynamique de l'inflation sous-jacente et de la force de la transmission de la politique monétaire. Nous ne nous engageons pas à l'avance sur une trajectoire de taux particulière.

Les décisions que nous avons prises aujourd'hui sont présentées dans un communiqué de presse disponible sur notre site Internet. Comme annoncé le 13 mars 2024, certaines modifications du cadre opérationnel pour la mise en œuvre de la politique monétaire entreront en vigueur le 18 septembre 2024. Ainsi, l'écart entre le taux des opérations principales de refinancement et le taux de la facilité de dépôt sera ramené à 15 points de base. L'écart entre le taux de la facilité de prêt marginal et le taux des opérations principales de refinancement restera quant à lui inchangé, à 25 points de base.

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 deuxième trimestre, après 0,3 % au premier trimestre, soit un niveau inférieur à ce qui avait été anticipé dans les dernières projections. La croissance a essentiellement résulté des exportations nettes et des dépenses publiques. La demande intérieure privée s'est affaiblie, en raison d'un recul de la consommation des ménages, de l'investissement des entreprises et de l'investissement dans l'immobilier résidentiel. Les services ont soutenu la croissance, mais les secteurs de l'industrie et de la construction ont quant à eux apporté une contribution négative. Selon des indicateurs tirés d'enquêtes, certains facteurs défavorables continuent de peser sur la reprise.

Elle se renforcerait au fil du temps, à mesure que la hausse des revenus réels permettra aux ménages de consommer davantage. L'atténuation progressive des effets de l'orientation restrictive de la politique monétaire devrait favoriser la consommation et l'investissement. Les exportations devraient également continuer de contribuer à la reprise à mesure de l'augmentation de la demande mondiale.

Le marché du travail reste solide. Le taux de chômage est globalement inchangé en juillet, à 6,4 %. Dans le même temps, la croissance de l'emploi s'est ralentie, revenant de 0,3 % au premier trimestre à 0,2 % au deuxième trimestre. Les indicateurs récents tirés d'enquêtes font état d'une nouvelle baisse de la demande de main-d'œuvre, et le taux de vacance d'emploi a diminué à des niveaux proches de ceux observés avant la pandémie.

Les politiques budgétaires et structurelles devraient viser à améliorer la productivité et la compétitivité de l'économie, ce qui rehausserait la croissance potentielle et favoriserait un allègement des tensions sur les prix à moyen terme. Les rapports présentés par Mario Draghi sur l'avenir de la compétitivité européenne et par Enrico Letta sur l'avenir du marché intérieur soulignent le besoin urgent de réformes et formulent des propositions concrètes en ce sens. La mise en œuvre intégrale, transparente et sans délai du cadre de gouvernance économique révisé de l'Union européenne aidera les pouvoirs publics à réduire les déficits budgétaires et les taux d'endettement de manière durable. Il appartient aux gouvernements de prendre ces sujets à bras le corps dans leurs plans à moyen terme concernant les politiques budgétaires et structurelles.

Inflation

Selon l'estimation rapide d'Eurostat, l'inflation en rythme annuel s'est ralentie à 2,2 % en août, contre 2,6 % en juillet. Les prix de l'énergie ont baissé de 3,0 % en rythme annuel, après une hausse de 1,2 % au cours du mois précédent. L'augmentation des prix des produits alimentaires s'est quant à elle quelque peu accélérée, à 2,4 % en août. Les hausses des prix des biens et des services ont évolué en sens opposé. Le renchérissement des biens est revenu à 0,4 %, contre 0,7 % en juillet, alors que les prix des services ont augmenté de 4,2 %, contre 4,0 %.

La plupart des mesures de l'inflation sous-jacente sont restées globalement inchangées en juillet. L'inflation intérieure ne s'est ralentie que faiblement, de 4,5 % en juin à 4,4 %, notamment sous l'effet de fortes pressions provenant des salaires. Étant donné le rôle important des paiements exceptionnels dans certains pays et le caractère progressif de l'ajustement des salaires, la croissance des salaires négociés restera élevée et volatile pendant le reste de l'année. Cela étant, la progression globale des coûts de la main-d'œuvre s'atténue. La croissance de la rémunération par tête a diminué pour la quatrième fois consécutive, à 4,3 % au deuxième trimestre, et les projections des services de la BCE tablent sur un nouveau ralentissement sensible l'année prochaine. En dépit de la faiblesse de la productivité, les coûts unitaires de main-d'œuvre ont augmenté moins fortement au deuxième trimestre, revenant à 4,6% contre 5,2 % au premier trimestre. Nos services anticipent une poursuite de la contraction de la croissance des coûts unitaires de main-d'œuvre sur l'horizon de projection, du fait d'une plus faible hausse des salaires et d'une reprise de la productivité. Enfin, les bénéfices continuent de compenser en partie les effets inflationnistes de la hausse des coûts de la main-d'œuvre.

Le processus de désinflation devrait être soutenu par l'atténuation des tensions sur les coûts de la main-d'œuvre et par la transmission progressive du resserrement récent de la politique monétaire aux prix à la consommation. La plupart des mesures des anticipations d'inflation à long terme s'établissent à environ 2 %, et les mesures extraites des instruments de marché se sont rapprochées de ce niveau depuis notre réunion de juillet.

Évaluation des risques

Les risques pesant sur la croissance économique restent orientés à la baisse. Le fléchissement de la demande d'exportations adressée à la zone euro, dû notamment à un ralentissement de l'économie mondiale ou à une aggravation des tensions commerciales entre les principales économies, freinerait la croissance de la zone euro. La guerre injustifiée menée par la Russie contre l'Ukraine et le conflit tragique au Moyen-Orient constituent des sources majeures de risques géopolitiques. Dans ce contexte, une baisse de la confiance des entreprises et des ménages en l'avenir et des perturbations du commerce international sont possibles. La croissance pourrait aussi être plus faible si les effets décalés du resserrement de la politique monétaire s'avèrent plus marqués qu'anticipé. Elle pourrait être plus élevée si l'inflation recule plus rapidement qu'anticipé et si le renforcement de la confiance et la hausse des revenus réels se traduisent par une augmentation des dépenses plus importante qu'attendu, ou si l'économie mondiale croît plus fortement que prévu.

L'inflation pourrait être plus élevée qu'anticipé si les salaires ou les bénéfices progressent plus qu'attendu. Les risques à la hausse pour l'inflation proviennent également des tensions géopolitiques accrues, qui pourraient entraîner à court terme un renchérissement de l'énergie et un accroissement des coûts du fret, et perturber les échanges mondiaux. En outre, des événements météorologiques extrêmes et, plus généralement, l'évolution de la crise climatique, pourraient conduire à une hausse des prix des produits alimentaires. En revanche, l'inflation pourrait surprendre à la baisse si la politique monétaire freine davantage la demande qu'anticipé ou si l'environnement économique dans le reste du monde se détériore de manière inattendue.

Conditions financières et monétaires

Les taux d'intérêt de marché ont nettement baissé depuis notre réunion de juillet, principalement sous l'effet d'une détérioration des perspectives de la croissance mondiale et d'une atténuation des inquiétudes liées aux pressions inflationnistes. Les tensions constatées sur les marchés mondiaux à l'été ont provoqué un durcissement temporaire des conditions financières sur les segments de marché les plus risqués.

Dans l'ensemble, les coûts de financement restent restrictifs dans la mesure où nos hausses passées des taux directeurs continuent de produire leurs effets sur la chaîne de transmission. Les taux d'intérêt moyens des nouveaux crédits aux entreprises et des nouveaux prêts hypothécaires sont restés élevés en juillet, à respectivement 5,1 % et 3,8 %.

La croissance du crédit reste atone dans un contexte de faible demande. Les prêts bancaires aux entreprises ont progressé à un rythme annuel de 0,6 % en juillet, légèrement inférieur par rapport à juin, alors que la croissance des prêts aux ménages s'est faiblement accélérée, à 0,5 %. L'agrégat monétaire large M3 a augmenté de 2,3 % en juillet, sans changement par rapport à juin.

Conclusion

Le Conseil des gouverneurs a décidé, ce jour, d'abaisser le taux d'intérêt de la facilité de dépôt de 25 points de base. Nous sommes déterminés à assurer le retour au plus tôt de l'inflation au niveau de notre objectif de 2 % à moyen terme. Nous conserverons les taux directeurs à un niveau suffisamment restrictif, aussi longtemps que nécessaire, pour atteindre cet objectif. Nous maintiendrons une approche s'appuyant sur les données pour déterminer de manière appropriée, réunion par réunion, le degré et la durée de cette orientation restrictive. Plus particulièrement, nos décisions relatives aux taux d'intérêt seront fondées sur notre évaluation des perspectives d'inflation compte tenu des données économiques et financières, de la dynamique de l'inflation sous-jacente et de la force de la transmission de la politique monétaire. Nous ne nous engageons pas à l'avance sur une trajectoire de taux particulière.

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

Le même jeudi 12 et la même BCE publie des prévisions macroéconomiques, dont voici la présentation :

« Les données disponibles suggèrent un affaiblissement des perspectives de croissance de la zone euro, mais une reprise tirée par la consommation reste le scénario central. La croissance s'est redressée au premier semestre 2024 grâce à un dopage des échanges commerciaux nets. Les derniers indicateurs suggèrent que la croissance se poursuivra à court terme, mais à des rythmes inférieurs à ceux attendus dans les projections de juin 2024 des services de l'Eurosystème. Le revenu disponible réel devrait

continuer d'augmenter, soutenu par une croissance robuste des salaires. Ceci, combiné à une confiance en hausse progressive, soutiendrait une reprise tirée par la consommation. Cependant, l'impulsion de la consommation est un peu plus faible que prévu dans les projections de juin, les données disponibles et les enquêtes récentes indiquant une confiance des consommateurs toujours modérée et des intentions d'épargne élevées des ménages. Les données récentes sur l'investissement des entreprises suggèrent également une dynamique de croissance plus faible. La demande intérieure sera néanmoins soutenue par l'atténuation des effets du resserrement de la politique monétaire passé et par un assouplissement continu supposé des conditions de financement, conformément aux attentes du marché concernant l'évolution future des taux d'intérêt. En outre, une hausse prévue de la demande étrangère soutient les perspectives des exportations de la zone euro. Le marché du travail est considéré comme restant résilient, le taux de chômage devant rester à des niveaux historiquement bas. Alors que certains des facteurs cycliques qui ont ralenti la croissance de la productivité ces derniers temps se résorbent, la productivité devrait reprendre de la vigueur sur la période de projection. Dans l'ensemble, la croissance annuelle moyenne du PIB réel devrait être de 0,8 % en 2024 et atteindre 1,3 % en 2025 et 1,5 % en 2026. Par rapport aux projections de juin, les perspectives de croissance du PIB ont été légèrement revues à la baisse pour chaque année de la période de projection.

Après sa récente modération, l'inflation globale devrait augmenter quelque peu au cours du dernier trimestre de cette année, avant de baisser encore jusqu'à l'objectif d'inflation d'ici la fin de 2025. L'augmentation attendue à court terme reflète en grande partie les effets de base de l'énergie. À moyen terme, l'inflation énergétique devrait se stabiliser à des taux positifs faibles compte tenu des attentes du marché concernant les prix des matières premières énergétiques et des prix de gros et des mesures budgétaires prévues liées au changement climatique. Au cours des derniers trimestres, l'inflation des prix des denrées alimentaires a fortement diminué, car les pressions sur les pipelines se sont atténuées en raison de la baisse des prix des matières premières énergétiques et alimentaires. Français L'inflation des prix des denrées alimentaires devrait évoluer globalement latéralement avant de ralentir davantage à partir de la fin de 2025. L'inflation IPCH hors énergie et produits alimentaires (IPCHX) devrait rester supérieure à l'inflation globale pendant presque toute la période de projection, mais poursuivre sa trajectoire désinflationniste. L'inflation des services est restée obstinément élevée au cours des derniers mois. Cependant, une baisse progressive est toujours attendue plus tard dans l'horizon, la croissance des salaires et d'autres pressions sur les coûts s'atténuant, tandis que l'impact décalé du resserrement passé de la politique monétaire continue de se répercuter sur les prix à la consommation. Au cours des derniers trimestres, la croissance des salaires nominaux a commencé à baisser par rapport à des niveaux élevés et dans des proportions plus importantes que prévu précédemment. Un nouveau ralentissement progressif de la croissance des salaires est attendu au cours des prochaines années, car les effets à la hausse des pressions sur les rémunérations liées à l'inflation dans un marché du travail tendu continuent de s'atténuer. Une reprise de la croissance de la productivité devrait soutenir la modération des pressions sur les coûts de la main-d'œuvre. En outre, la croissance des bénéfices a sensiblement diminué et amortira partiellement la répercussion des coûts de la main-d'œuvre sur les prix, en particulier à court terme. Globalement, l'inflation annuelle moyenne de l'IPCH devrait diminuer de 5,4 % en 2023 à 2,5 % en 2024, 2,2 % en 2025 et 1,9 % en 2026. Par rapport aux projections des services de juin 2024, les perspectives d'inflation de l'IPCH restent inchangées. L'inflation IPCHX a légèrement surpris à la hausse ces derniers mois, ce qui a conduit à de légères révisions à la hausse en 2024 et 2025 ».

Growth and inflation projections for the euro area

(annual percentage changes, revisions in percentage points)

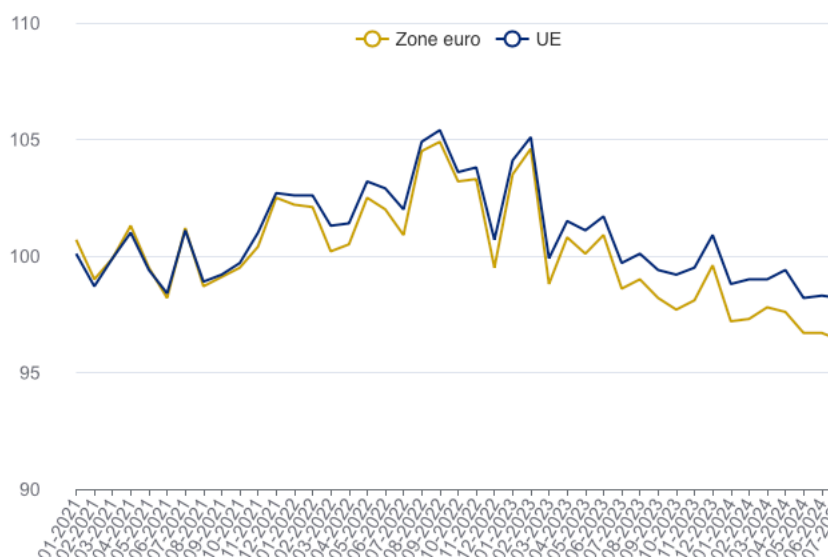
	September 2024				Revisions vs June 2024			
	2023	2024	2025	2026	2023	2024	2025	2026
Real GDP	0.5	0.8	1.3	1.5	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
HICP	5.4	2.5	2.2	1.9	0.0	0.0	0.0	0.0
HICP excluding energy and food	4.9	2.9	2.3	2.0	0.0	0.1	0.1	0.0

Notes: Real GDP figures refer to annual averages of seasonally and working day-adjusted data. Historical data may differ from the latest Eurostat publications owing to data releases after the cut-off date for the projections. Revisions are calculated from rounded figures. Data are available for downloading, also at quarterly frequency, from the [Macroeconomic Projection Database](#) on the ECB's website.

Le vendredi 13, Eurostat publie deux statistiques :

Production industrielle

2021=100, données corrigées des variations saisonnières



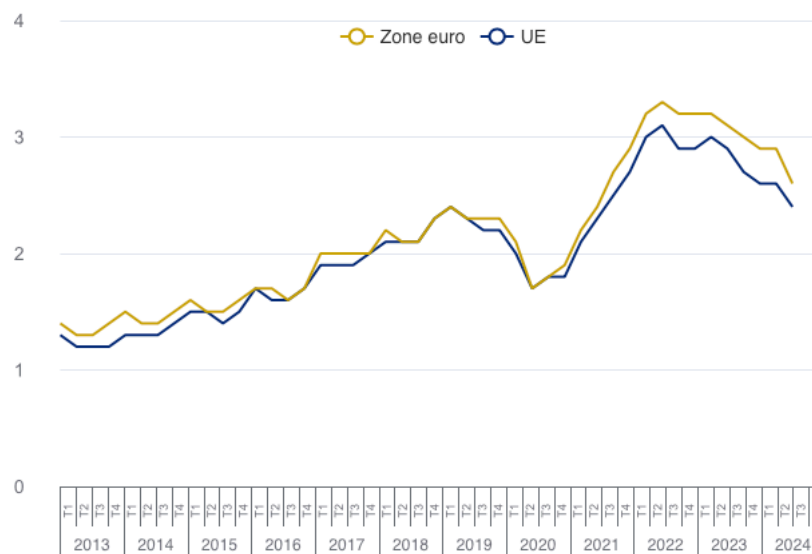
eurostat

Dans la **zone euro**, en juillet 2024, par rapport à juillet 2023, la production industrielle

- a diminué de 2,9% pour les biens intermédiaires,
- a augmenté de 1,7% pour l'énergie,
- a diminué de 5,3% pour les biens d'investissement,
- a diminué de 4,4% pour les biens de consommation durables,
- a augmenté de 2,2% pour les biens de consommation non durables.

Taux d'emplois vacants, ensemble de l'économie

%, données non corrigées des variations saisonnières



eurostat

Dans la **zone euro**, le taux d'emplois vacants s'est établi, au deuxième trimestre 2024 comme suit:

- à 2,3% dans le secteur de l'industrie et de la construction, et
- à 2,9% dans celui des services.

Note : dans un article paru dans Les Echos le 18 septembre, Vincent Collen et Guillaume de Calignon considèrent que l'économie européenne est « freinée par des pénuries de main d'œuvre exceptionnelles ». À la fin de cet article, les auteurs affirment que « les flux migratoires sont insuffisants ». Il convient de relativiser considérablement ce point de vue par le raisonnement que tient l'économiste André-Victor Robert dans un article paru début juin pour l'Observatoire de l'immigration et de la démographie ? Citons-en quelques extraits :

« Les Nations Unies, dans leur exercice mené en 2000 de projection de la population mondiale, se sont attachées à chiffrer les flux migratoires qui seraient nécessaires pour stabiliser le rapport entre la population d'âge actif et la population de plus de 65 ans dans les principaux développés. Pour la France, le flux migratoire annuel nécessaire pour stabiliser ce ratio serait de 1,3 million de personnes de 2010 à 2025 puis 2,4 millions de 2025 à 2050, ce qui est évidemment totalement irréaliste. (...) Il ne suffit pas de maintenir constant le rapport entre la population des 15-64 ans et celle des plus de 65 ans pour assurer l'équilibre des régimes de retraite : le taux d'emploi au sein des 15-64 ans est tout aussi important. Or au sein de la population immigrée d'âge actif (Robert, 2024), le taux d'emploi des femmes est très faible, et le taux d'emploi des hommes est significativement en deçà du taux d'emploi des hommes autochtones. (...) D'autres travaux cherchent, en ayant recours à une approche comptable, à mesurer plus largement ce que les migrants coûtent ou rapportent chaque année aux finances publiques et aux comptes sociaux. L'exercice repose sur un nombre élevé d'hypothèses, et certaines d'entre elles influent de manière très sensible sur les résultats, de sorte que l'on peut arriver à peu près à n'importe quel résultat, fortement positif ou fortement négatif (entre -100 et +100 Md€ par an pour la France), en sélectionnant ses hypothèses de manière astucieuse. (...) Depuis cinquante ans l'immigration en France est bien davantage une immigration de regroupement familial qu'une immigration de main d'œuvre, et la France n'est pas très regardante sur le niveau de qualification de ses immigrés. Ce faisant, notre pays n'a à l'évidence pas retenu les options migratoires les plus à même de contribuer positivement au solde des finances publiques. En outre, comme le système de protection sociale français est relativement généreux en comparaison de celui d'autres pays européens, le risque existe que les migrants peu employables et / ou peu désireux de contribuer à l'effort productif se dirigent préférentiellement vers la France plutôt que vers d'autres pays moins généreux. L'existence d'un tel phénomène d'"anti-sélection" en matière migratoire est attestée par les travaux de Borjas (1999b) dans le cas des États-Unis. Michèle Tribalat (2010) a établi un bilan détaillé des recherches économétriques en la matière, en s'appuyant notamment sur les travaux de l'économiste américain George Borjas (1999, 2003). On peut résumer ces travaux de la manière suivante : il est à peu près acquis que l'immigration a un effet négligeable sur le niveau de richesse et son taux de croissance, aussi bien à court et moyen terme qu'à long terme. En revanche, l'immigration semble avoir pour effet à court terme de déprimer les salaires des travailleurs

non qualifiées (ou d'accroître leur taux de chômage dans les pays comme la France où les salaires sont davantage rigides qu'aux États-Unis). (...) Les mécanismes économiques par le biais desquels l'immigration pourrait agir sur les salaires des autochtones ainsi que les études économétriques réalisées à ce sujet font l'objet d'une récente revue de la littérature publiée par le CEPII (Edo et alii, 2018). (...) Au total, les conditions d'existence des non qualifiées autochtones sont affectées de deux manières par l'immigration de main d'œuvre non qualifiée : celle-ci tendrait à déprimer leurs salaires et à accroître leur chômage. A contrario, les classes supérieures bénéficient d'un abondant réservoir potentiel de main d'œuvre domestique faiblement payée. On comprend aisément, dans ces conditions, que l'immigration se heurte à une hostilité bien plus marquée au sein des classes populaires qu'au sein des classes moyennes ou supérieures, ces dernières disposant en outre de moyens financiers bien supérieurs à ceux des autochtones modestes qui leur permettent d'échapper au voisinage des populations immigrées. On nous objectera que des immigrés non qualifiés viendraient occuper des emplois jugés « peu gratifiants » dont les autochtones ne voudraient pas ou plus, aux niveaux de salaires qui prévalent dans ces activités. Notons d'abord à cet égard que les immigrés ne se précipitent pas tous en masse pour occuper de tels emplois, puisque le taux d'emploi des immigrés de 15 à 64 ans (hommes comme femmes) est très sensiblement inférieur à celui des natifs (cf. Robert, 2024). D'autre part, il convient de s'interroger sur l'intérêt financier que peut présenter pour la collectivité nationale le fait de faire venir des immigrés pour occuper ces emplois à la place de natifs à qui il faut en contrepartie verser des aides sociales : ne vaudrait-il pas mieux inciter les natifs à occuper ces emplois (ce qui nécessite sans doute d'en revaloriser les salaires) ? Il est probable que la communauté nationale considérée dans son ensemble y gagnerait.

Il y a bien eu sous Nicolas Sarkozy une volonté de favoriser plutôt l'immigration qualifiée, plus particulièrement pour certaines professions identifiées comme étant « en tension » (Stefanini, 2020 aborde le dispositif en détail). Cette inflexion était de nature à combler des besoins très particuliers, pour lesquels l'offre de formations en France a peine à répondre avec diligence (médecins du fait du numerus clausus, métiers informatiques...). Toute politique qui s'efforce de faciliter l'immigration de main d'œuvre dans les professions « en tension » présente toutefois une limite et un gros inconvénient :

- *La limite tout d'abord : en règle générale, en pratique, le lien entre la formation dont on a bénéficié et les métiers qu'on peut ensuite exercer est assez lâche : une formation donne souvent accès à plusieurs métiers, et un même métier peut souvent être exercé après avoir suivi diverses formations. (...)*
- *L'inconvénient : c'est une solution de facilité, mobilisable dans l'urgence, qui a pour effet de rendre moins impérieuses (et donc de freiner) les adaptations du système éducatif nécessaires pour répondre aux besoins de main d'œuvre des entreprises. »*

Remarque : dans cet article, André-Victor Robert reprend des analyses qu'il a développées dans son ouvrage, « La France au bord de l'abîme ; les chiffres officiels et les comparaisons internationales », paru fin février 2024 aux éditions L'Artilleur.

Le même vendredi 13, après la publication du « rapport Draghi » (voir plus haut), l'économiste Mathilde Lemoine publie dans Les Echos un article dont voici un extrait :

« (...) Le grand mélange entre les objectifs et les instruments joue un rôle de premier plan dans le déclassement de l'Union européenne. Il prend ses racines au siècle dernier quand la traditionnelle approche de la qualité de la performance économique a évolué en fonction des croyances.

Selon Kaldor, quatre objectifs contribuent à la qualité de la performance économique : la croissance, la stabilité des prix, l'emploi et l'équilibre courant. Plus la réalisation de ces objectifs sera symétrique, plus la performance macroéconomique sera équilibrée. En mettant en avant la croissance, Mario Draghi choisit de rééquilibrer l'un des côtés du « carré magique ».

Les gouvernements ont abandonné les objectifs de croissance réelle du PIB pour en faire des prévisions sans contenu opérationnel pour les atteindre. En rendant responsables les chocs extérieurs d'un manque de croissance, il n'est plus justifié de prendre des mesures pour corriger la situation. « Les beaux jours seront pour demain. »

La politique économique porte désormais l'ensemble des aspirations des citoyens. L'enjeu du secteur public est confondu avec celui de la politique économique, à savoir l'allocation, la stabilisation et la redistribution. Or l'allocation et la stabilisation diffèrent par leur horizon temporel.

Contrairement à Joe Biden qui veut obtenir une avance aussi grande que possible sur la Chine dans le domaine technologique et à Xi Jinping qui veut que la Chine devienne un leader technologique de l'innovation dans un environnement soutenable d'ici à 2035, les chefs d'État et de gouvernement européens ont seulement défini des « orientations générales ». Elles consistent en une Europe libre et démocratique, une Europe forte et sûre, une Europe prospère et compétitive pour 2024-2029.

Il en résulte une concentration disproportionnée sur les instruments des politiques économiques comme les politiques budgétaires, monétaires et les mesures structurelles qui conduit à une focalisation sur le court terme et les coûts d'ajustement temporaires.

D'autre part, les États membres prennent des mesures en réaction à celles des pays étrangers sans tenir compte de leurs effets de long terme ni de leurs effets globaux. Enfin, établir des objectifs de politique économique permettrait de corriger les instruments au cas où ces politiques ne produiraient pas les effets attendus. La transition énergétique bénéficierait particulièrement d'une telle clarification ».

Le lundi 16, Les Echos publient deux articles intéressants :

- D'une part, un article de Christophe Jakuyszyn après la « démission » du Commissaire français Thierry Breton :

« Une présidente qui se sépare d'un membre de son comex qui voulait lui piquer sa place... Dans la vie des entreprises, rien de véritablement choquant. Ursula von der Leyen, la présidente de la Commission européenne, n'avait pas envie de s'embarrasser cinq années de plus de l'envahissant Thierry Breton qui l'accusait de « gouvernance douteuse » et avait été à l'origine du « Piepergate » et du vote de défiance du Parlement européen. Sauf que la Commission européenne n'est pas une entreprise, qu'elle est une instance collégiale - la présidente n'est que la primus inter pares - et que le collège des commissaires se doit de refléter le rapport de force et les équilibres entre les pays membres.

Ursula von der Leyen aurait donc menacé la France d'un portefeuille rétréci si elle maintenait son choix de Thierry Breton. Et Emmanuel Macron aurait troqué un autre commissaire - Stéphane Séjourné - en échange d'un portefeuille économique élargi et un titre de vice-président de la Commission... On peut sérieusement s'interroger sur ce marché de dupes.

D'abord, de quel droit la présidente de la Commission choisit-elle le périmètre des portefeuilles et le titulaire de ces portefeuilles ? La récusation d'un candidat est du ressort du Parlement européen lors du vote de confiance. Ensuite, le troc macroniste semble bien déséquilibré. Exit un commissaire qui comptait quatre directions générales sous sa supervision directe, et avait été l'un des acteurs de la réindustrialisation du continent (défense, espace, intelligence artificielle et semi-conducteurs) et de l'encadrement des Gafam avec le Digital Services Act (DSA) et le Digital Markets Act (DMA).

Sans vouloir faire de procès d'intention à Stéphane Séjourné, force est de constater que Paris n'envoie pas à Bruxelles un poids lourd et qu'il ne pourra se prévaloir d'aucune expérience de l'entreprise pour un portefeuille qui devra se consacrer à leur défense.

Plus grave encore : le timing accepté par Paris (24 heures avant la présentation de la nouvelle Commission) ne manquera pas de ressembler à un camouflet. Et augure bien mal des nouveaux équilibres des forces dans l'Europe des Vingt-Sept. Une Europe pourtant en crise avec notamment la décision allemande de rétablir le contrôle aux frontières . Au moment où la France et l'Allemagne devraient au contraire se montrer plus unies que jamais, la combinaison du diktat d'Ursula von der Leyen et de la faiblesse d'Emmanuel Macron risquent de nous éloigner encore plus de l'idéal européen ».

Note : le journaliste Jean Quatremer, spécialiste des questions européennes, écrit sur le réseau X : « Ce matin, Von der Leyen présente à Strasbourg la répartition des portefeuilles entre les 26 commissaires. Après avoir obtenu le départ du dernier poids lourd du précédent collège, Thierry Breton, elle va présider la Commission la plus faible depuis longtemps. Tout se décidera entre elle et son chef de cabinet, Bjoern Seibert ».



L'équipe des Commissaires européens autour de la Présidente U. von der Leyen, que celle-ci présentera le 17 septembre.

De son côté, Jean-Luc Demarty, fin connaisseur aussi du fonctionnement de l'Europe et plus spécialement de la Commission, dit dans l'entretien qu'il a accordé à Atantico.fr :

« Sur le papier, la Commission von der Leyen II affiche des objectifs pertinents autour de la prospérité, de la sécurité et de la démocratie. Elle insiste sur la compétitivité dans les transitions climatique et énergétique, en faisant référence au rapport Draghi. Les mots clefs sont mentionnés : souveraineté technologique, économie compétitive, décarbonée et circulaire, stratégie industrielle fondée sur l'innovation et l'investissement, soutien à la cohésion économique et sociale.

Ces objectifs sont déclinés en 6 clusters avec à leur tête un Vice-Président Exécutif (...)

Revenons un instant sur le statut des Vice-Présidents. Ils existent depuis le Traité de Rome de 1957. Initialement ils étaient au nombre de trois, puis de cinq et six à partir de respectivement l'adhésion du Royaume Uni et de l'Espagne. Ils étaient nommés à l'unanimité par les gouvernements en même temps que le Président. Leur rôle purement honorifique était de suppléer le Président en cas d'absence. Leur nombre était fixé de façon à assurer une place de Vice-Président à chaque grand État Membre, tout en laissant deux places pour les petits États Membres. À cette époque le Président n'était qu'un primus inter pares, n'ayant même pas la maîtrise exclusive de l'ordre du jour de la réunion hebdomadaire du Collège des Commissaires. Cette situation a perduré jusqu'à la Commission Santer qui s'est achevée en 1999. Le bilan de Jacques Delors avec aussi peu de pouvoir est impressionnant. Le nombre de Vice-Présidents a été réduit à deux par le Traité de Maastricht de 1992, élus par le Collège des Commissaires, ce qui était beaucoup plus sain tant que le rôle des Vice-Présidents était seulement de suppléer le Président. Cette situation a perduré sous les Commissions Santer et Prodi.

Le Traité de Nice de 2001 a considérablement renforcé les pouvoirs du Président de la Commission : nomination des Commissaires d'un commun accord avec les gouvernements, fixation des priorités de la Commission, répartition des portefeuilles, désignation des Vice-Présidents sans que le nombre en soit limité, démission d'un Commissaire. Il en est résulté une nouvelle inflation du nombre de Vice-Présidents sous les deux Commissions Barroso, cinq puis sept, sans que cela réponde à une nécessité opérationnelle. En 2014 Jean-Claude Juncker, confronté à ce problème et à la présence dans son collège de deux anciens Premiers Ministres et de deux anciens Ministres des Relations Extérieures de poids, a choisi de conserver cinq Vice-Présidents, mais de modifier leur rôle opérationnel en plaçant les Vice-Présidents à la tête de clusters de Commissaires, afin de mieux préparer les décisions du Collège et d'alléger le poids sur les épaules du Président. Ce concept intéressant n'est pas si simple à faire fonctionner dans la mesure où les Commissaires sont égaux en droit. La principale difficulté réside dans l'accès aux services des Commissaires par le Vice-Président. Comme il est normal cela passe par le cabinet des Commissaires. Cela nécessite un minimum de bonne volonté de part et d'autre. Mon expérience personnelle de Directeur Général du Commerce Extérieur de l'époque est que cela a bien fonctionné et amélioré la qualité des décisions politiques.

Ursula von der Leyen a poursuivi avec la même approche de clusters entre 2019 et 2024, avec quatre Vice-Présidents exécutifs et trois Vice-Présidents. Le résultat est beaucoup moins convaincant. Frans Timmermans a imposé autoritairement avec son directeur de cabinet vert fanatique, ancien dirigeant de Greenpeace, le Green Deal très mal dosé, en particulier sur l'agriculture et l'automobile. À l'inverse la personnalité conflictuelle et narcissique de Thierry Breton a empêché de son fait toute

coopération avec Margrethe Vestager alors que ses compétences techniques incontestables auraient pu améliorer les projets de celle-ci. Par ailleurs deux des trois Vice-Présidents n'étaient pas des personnalités suffisamment fortes. En réalité la bonne idée théorique des clusters nécessite des personnalités coopératives et ouvertes au dialogue et une supervision sur le fond de la Présidente que ses compétences économiques limitées rendent difficiles. Par ailleurs la distinction entre Vice-Présidents Exécutifs et Vice-Présidents n'a aucun sens. Elle était seulement destinée à flatter l'ego de Frans Timmermans et dans une moindre mesure celui de Margrethe Vestager.

À première vue la Commission von der Leyen II n'est guère impressionnante. En dehors de la Présidente, seuls 5 commissaires sur 27 sont reconduits, chiffre historiquement bas, dont seulement deux poids lourds politiques, PPE, le néerlandais Wopke Hoekstra et le letton Valdis Dombrowskis. Les Baltes ont tous envoyé des personnalités fortes, anciens Premiers Ministres et Donald Tusk, le Premier Ministre polonais a envoyé son homme de confiance de longue date, Piotr Serafin. Par contre on peut considérer que dans les autres États Membres, seule Teresa Ribera, ancienne Vice-Premier Ministre socialiste espagnole, qui devient Vice-Présidente Exécutive en charge de la concurrence et des transitions climatique et énergétique, est une personnalité politique forte, à laquelle il faut ajouter Kaja Kallas, ancienne Premier Ministre estonienne, déjà implicitement mentionnée, qui devient à la fois Haut Représentant et Vice-Présidente Exécutive.

Le choix des Vice-Présidents Exécutifs a un côté étrange qui privilégie les femmes pour corriger le déséquilibre de genre 40/60 au sein du Collège, pourtant relativement limité et l'équilibre entre les anciens États Membres d'avant 1995 et les autres, s'ajoutant à l'équilibre inévitable entre les différents groupes politiques. Il en résulte une dégradation humiliante pour Maros Sefcovic et Valdis Dombrowskis qui passent de Vice-Président Exécutif à simple Commissaire, ce que personne n'avait anticipé en tout cas pour Dombrowskis. Parmi les quatre autres Vice-Présidents Exécutifs, le Français Stéphane Séjourné et l'Italien Raffaele Fitto peuvent à la rigueur être considérés de niveau acceptable. Par contre la faible expérience de la PPE Finlandaise Henna Virkkunen et de la socialiste Roumaine Roxana Minzatu qui n'a jamais dépassé le niveau de Secrétaire d'État laisse pantois. D'autres choix de portefeuille surprennent. Le Tchèque Jozef Sikela, spécialiste de l'énergie, se voit destiné aux partenariats internationaux tandis que l'Irlandais, Michael McGrath, ancien Ministre des Finances, est chargé de la justice et de l'état de droit.

Au sein de la Commission depuis sa création en 1957, les PPE, de centre droit n'ont jamais été aussi dominants, et les sociaux-démocrates de centre gauche aussi peu représentés. En outre c'est la première fois qu'un souverainiste de droite, l'Italien Raffaele Fitto, aura un portefeuille important. C'est à la fois le reflet de la composition des gouvernements nationaux et dans une moindre mesure du résultat des élections européennes. Il est probable que la nomination de Raffaele Fitto comme Vice-Président Exécutif va exciter les verts, les socialistes et même Renew au Parlement Européen. Ce genre de réaction sectaire est ridicule. Raffaele Fitto représente un courant politique important avec le groupe ECR du Parlement Européen, souverainiste de droite constructif. La seule question est de savoir s'il est compétent et à la hauteur de son important portefeuille. C'est précisément ce que les hearings des Commissaires au Parlement Européen ont comme objectif de vérifier.

C'est la première fois depuis la réduction de deux à un par le Traité de Nice il y a 20 ans du nombre de Commissaires des grands États Membres, qu'ils ont simultanément un poste de Vice-Président ou de Président. C'est d'autant plus marquant que les Vice-Présidents Exécutifs ont, du moins en affichage, davantage de pouvoir que les anciens Vice-Présidents. C'est incontestablement le signe du renforcement du poids politique des grands États Membres, plutôt logique dans la nouvelle situation géopolitique. C'est encore plus marquant lorsque l'on regarde les portefeuilles. Teresa Ribera a la compétence directe de la concurrence et la compétence indirecte sur le changement climatique, l'environnement, l'énergie et la santé. Stéphane Séjourné a la compétence directe sur le marché intérieur et l'industrie et la compétence indirecte sur la recherche, le commerce, les douanes, l'économie et les services financiers. Raffaele Fitto a la compétence directe sur la politique régionale et la compétence indirecte sur l'agriculture, les transports, la pêche, la mer et l'élargissement. Incontestablement les grands États Membres ont très bien négocié. S'agissant de la France, le lâchage inévitable de Thierry Breton a été très bien rétribué. Toutefois il faut nuancer quelque peu le pouvoir des Vice-Présidents Exécutifs. En effet ils n'auront qu'un accès réduit aux DG sous l'autorité directe des commissaires qu'ils coordonnent. Le fonctionnement des clusters dépendra de la bonne volonté des acteurs à coopérer et de la qualité de la supervision de la Présidente. Thierry Breton avait même bloqué tout accès à Margrethe Vestager. Il y a également l'exemple contraire de Frans Timmermans imposant le mauvais Green Deal au désastreux Commissaire polonais à l'agriculture. S'agissant de Stéphane Séjourné, il pourra compter sur le service minimum de Maros Sefcovic au commerce et de Valdis Dombrowskis à l'économie qui auraient pu légitimement espérer être dans une situation inverse, compte tenu de leur expérience politique et de leurs dix années de mandat de Vice-Présidents. Aucune mansuétude ne sera à attendre de leur part face au protectionnisme non argumenté et au laxisme budgétaire non justifié, traditions françaises bien établies. C'est également dans ce contexte qu'il aurait été plus efficace de nommer un vrai poids lourd politique comme Bruno Le Maire plutôt que Stéphane Séjourné.

Les sujets de friction ne manqueront pas. Il faudra établir le juste équilibre entre la compétitivité et la lutte contre le changement climatique que la Commission von der Leyen I n'a jamais trouvé. L'hostilité à l'énergie nucléaire de Teresa Ribera et du futur Commissaire danois à l'énergie, Dan Jorgensen promet des batailles homériques. Le débat sur l'assouplissement des règles de la concurrence soutenu par Mario Draghi n'est pas gagné d'avance. Le lancement d'un nouveau plan d'endettement au niveau européen soulèvera d'énormes réticences. Le débat sur les accords commerciaux, en particulier le Mercosur sera chaud même si la France sera profondément isolée tant au sein de la Commission qu'au Conseil. La position sur l'attitude à adopter à l'égard de la Chine et des États-Unis si Trump revient au pouvoir sera plus équilibrée, entre le mercantilisme allemand et une vision plus stratégique. Enfin la situation dramatique des finances de la France et son incapacité à se réformer deviendront des sujets européens que l'important portefeuille de Stéphane Séjourné ne pourra occulter. Si le portefeuille de Stéphane Séjourné est inespéré, sa capacité à en tirer le meilleur parti demeure incertaine.

La France n'a plus que trois postes de Directeurs Généraux à la Commission, dont deux importants, la concurrence et le budget. Le titulaire du poste de la concurrence devrait partir à la retraite au cours de la prochaine Commission. Le poste de DG de l'agriculture devrait se libérer d'ici quelques mois. Il existe une paire de candidats français potentiels de valeur. D'une manière générale il y a désormais un problème structurel de renouvellement des fonctionnaires français à la Commission, comme pour la plupart des États Membres historiques. La démographie des candidats va inévitablement se déplacer en faveur des pays d'Europe Centrale et Orientale. S'agissant des cabinets, il n'est plus attractif pour les Commissaires non français de choisir un directeur adjoint de cabinet ou un conseiller de poids français comme c'était le cas du temps de Delors. Le déclin de l'influence politique de la France évolue en parallèle avec l'état de son économie et de ses finances ».

- D'autre part, un article de l'économiste Pierre Jalliet sur les problèmes que pose la France à la zone euro :

« Le débat national sur la politique économique tend à occulter le cadre budgétaire européen, suspendu depuis 2020 et remanié en décembre 2023.

L'idée qu'il ait imposé une politique restrictive ne résiste guère à l'analyse. La politique budgétaire agrégée de la zone euro a été continûment expansive (sauf dans la phase de 2011 à 2014 ayant suivi la crise de la zone euro).

La France se distingue par des déficits récurrents qui, selon la direction générale du Trésor, resteraient au-dessus à 6 % du PIB à l'horizon de 2027, très loin des engagements du programme de stabilité d'avril dernier à revenir sous le seuil de 3 %.

La dette publique française reste aujourd'hui supérieure à 110 % du PIB, alors qu'elle baisse chez nos principaux partenaires (-17 points en Italie depuis 2022). Notre politique du "quoi qu'il en coûte" a en effet été particulièrement généreuse et peu ciblée. Le poids de nos dépenses publiques est le plus élevé en Europe et dans l'OCDE.

Invoquer dans ces conditions un "corset" budgétaire européen relève au mieux d'un déni de réalité. Le Pacte de stabilité et de croissance, souvent qualifié de rigide, s'est révélé plutôt laxiste et n'a guère été respecté (moins d'une fois sur cinq dans le cas de la France). S'il a échoué à garantir la discipline budgétaire des États membres, il n'a pas davantage permis de faire émerger une politique économique commune de la zone euro face à la politique monétaire unique de la BCE, conduisant à un "Policy mix" peu cohérent et instable.

Encore plus préoccupant est l'illusion que l'on puisse durablement s'affranchir des règles attachées à la gestion des biens communs que sont la monnaie unique et le marché unique, alors que les politiques nationales interfèrent étroitement.

Le nouveau cadre budgétaire, sans doute perfectible, reflète un consensus fragile entre États "frugaux" et "dépendants". Il a toutefois le mérite de fixer un cap aux politiques nationales en définissant des trajectoires spécifiques de dettes soutenables à long terme. Il intègre aussi des normes de soldes structurels pour préserver ou (le plus souvent) restaurer les capacités contracycliques des États membres, en l'absence d'instrument communautaire de stabilisation conjoncturelle.

S'en affranchir dénoterait un mépris des obligations mutuelles que se doivent les partenaires européens. Or, la zone euro ne peut s'accommoder durablement d'un "passager clandestin".

La crise de 2010-2012 a illustré le risque que le défaut potentiel d'un État membre alimente la spéculation et fragilise en fine l'ensemble de l'Union économique et monétaire (UEM). Cette dernière pourrait-elle survivre à une crise de même nature frappant la France ? Nos partenaires accepteraient-ils un renflouement sans conditions (avec ou sans le concours du FMI) ? Imagine-t-on que la BCE, dans un rôle d'assureur en dernier ressort de l'euro, enfreigne les dispositions du traité et vole au secours d'un gouvernement ignorant les règles du jeu communautaires ?

Ce n'est pas tout : le rejet de ces règles ne pourrait que renforcer les réticences de nos partenaires à engager de nouveaux programmes du type Next Generation EU pour faire face aux besoins massifs d'investissement, estimés à 700 milliards d'euros, liés à la transition climatique et à l'autonomie stratégique d'une Europe confrontée à la pression des grands blocs.

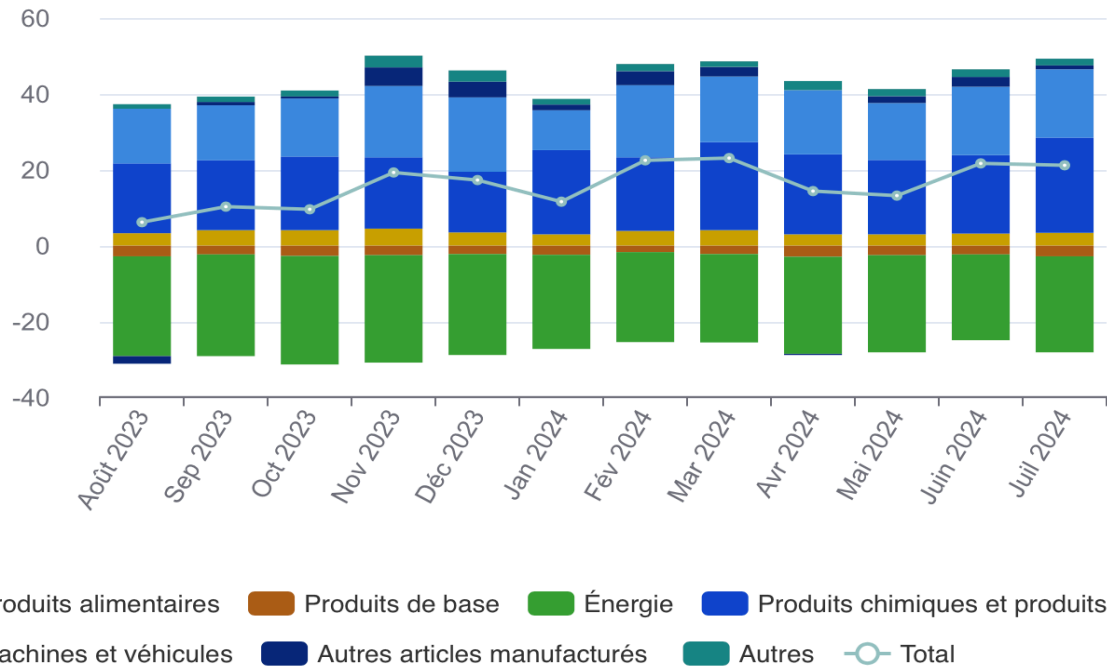
Ces investissements à fortes externalités justifient des financements communautaires en appui des ressources limitées des États membres. Ces programmes ont aussi vocation à réduire l'hétérogénéité économique de l'UEM pour retrouver la dynamique de convergence perdue depuis 2010.

L'ignorance des règles communautaires n'apporterait à la France, déjà soumise à la procédure de déficit excessif, qu'un répit budgétaire illusoire. Elle signifierait un comportement non coopératif nous aliénant le

soutien de nos partenaires, fragilisant la monnaie unique, le marché unique et mettant l'UEM en péril au moment où elle est confrontée aux défis les plus difficiles de son histoire ».

Ce même lundi 16, Eurostat publie deux statistiques, l'une sur le commerce international de biens, l'autre sur les coûts de la main d'œuvre :

Balance de la zone euro par groupe de produits <
(en %)



Au deuxième trimestre 2024, les coûts horaires de la main-d'œuvre ont augmenté de 4,7% dans la **zone euro** et de 5,2% dans l'**UE**, par rapport au même trimestre de l'année précédente. Ces données sont publiées par **Eurostat, l'office statistique de l'Union européenne**.

Les deux principales composantes des coûts de la main-d'œuvre sont les salaires & traitements ainsi que les coûts non salariaux.

Dans la **zone euro**, au deuxième trimestre 2024, par rapport au même trimestre de l'année précédente

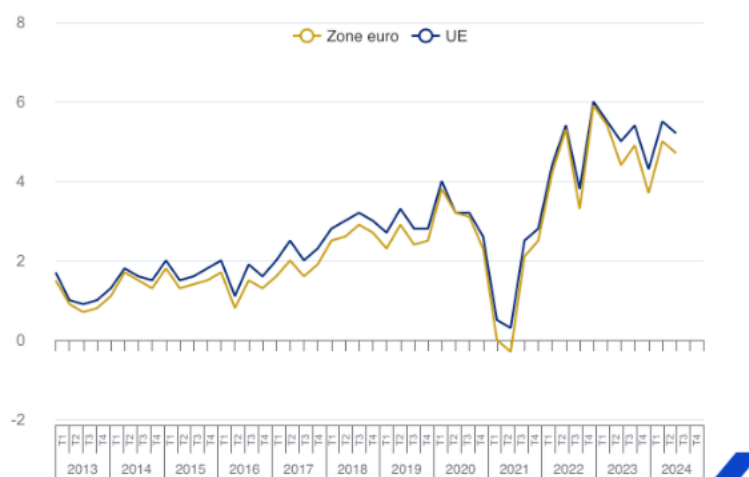
- les salaires & traitements horaires ont augmenté de 4,5%, tandis que
- les coûts non salariaux ont augmenté de 5,2%.

Dans l'**UE**, au deuxième trimestre 2024, par rapport au même trimestre de l'année précédente

- les salaires & traitements horaires ont augmenté de 5,1% et
- les coûts non salariaux ont augmenté de 5,4%.

Coût horaire de la main d'œuvre, en termes nominaux

Variations en % par rapport au même trimestre de l'année précédente, corrigées des effets de calendrier



Le mardi 17, dans le même organe de presse, François Vidal commente la décision de baisse des taux de la BCE :

« (...) les taux actuels sont bien plus restrictifs pour l'activité économique en termes réels, c'est-à-dire inflation déduite, qu'ils ne l'étaient fin 2023, quand les prix progressaient encore de 5 % et que les taux s'établissaient à 4 %... A ce rythme, la croissance de la zone euro, déjà languissante (+0,2 % au deuxième trimestre), n'est pas près de repartir.

Pis, étant donné le temps qu'il faut pour que la politique monétaire se transmette à l'économie réelle, le risque que la persistance de taux élevés étouffe la croissance n'a rien d'hypothétique. Les experts de la banque centrale ont d'ailleurs revu à la baisse récemment leurs prévisions économiques pour 2024 et 2025.

(...) La BCE n'est évidemment pas la seule responsable des difficultés de l'économie européenne, mais par son orthodoxie sans faille elle y contribue. Or si le pilotage de la politique monétaire nécessite beaucoup de doigté et de cohérence, il requiert aussi de l'audace, quand les circonstances l'exigent.

Ben Bernanke en avait fait preuve à la tête de la Fed en enchaînant à partir de 2008 trois vagues de son innovant programme de "quantitative easing" (assouplissement quantitatif) pour soutenir l'économie américaine. Mario Draghi aussi, en 2012, avec son célèbre "whatever it takes" lancé au cœur de la crise de la zone euro. On n'en trouve malheureusement pas trace aujourd'hui dans les choix de la BCE de Christine Lagarde. On saura ce mercredi 18 septembre si la Fed, qui amorce à son tour son cycle de baisse des taux, affiche la même prudence ».

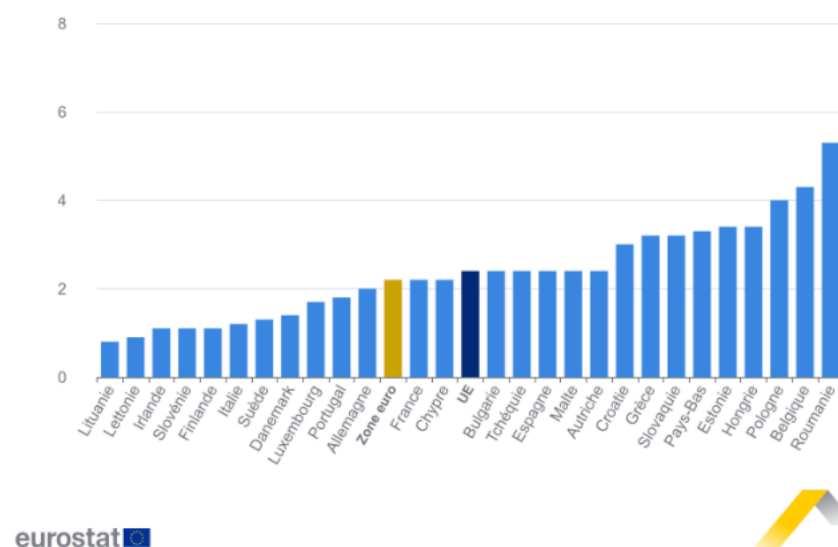
Le mercredi 18, Eurostat publie une statistique sur l'inflation :

Le taux d'inflation annuel de la **zone euro** s'est établi à 2,2% en août 2024, contre 2,6% en juillet. Un an auparavant, il était de 5,2%. Le taux d'inflation annuel de l'**Union européenne** s'est établi à 2,4% en août 2024, contre 2,8% en juillet. Un an auparavant, il était de 5,9%. Ces chiffres sont publiés par **Eurostat**, l'**office statistique de l'Union européenne**.

Les taux annuels les plus faibles ont été observés en **Lituanie** (0,8%), en **Lettonie** (0,9%), en **Irlande**, en **Slovénie** et en **Finlande** (1,1% tous). Les taux annuels les plus élevés ont quant à eux été enregistrés en **Roumanie** (5,3%), en **Belgique** (4,3%) et en **Pologne** (4,0%). Par rapport à juillet 2024, l'inflation annuelle a baissé dans vingt États membres, est restée stable dans un et a augmenté dans six autres.

En août 2024 les plus fortes contributions au taux d'inflation annuel de la **zone euro** provenaient des services (+1,88 points de pourcentage, pp), suivis de l'alimentation, alcool & tabac (+0,46 pp), des biens industriels hors énergie (+0,11 pp) et de l'énergie (-0,29 pp).

Taux d'inflation annuel (%) en août 2024



Le mercredi 18 également, la Fed annonce une baisse significative (de 50 points) de ses taux directeurs (traitée par des commentateurs de « coup de poing », de « grand coup », au point de se demander si ce n'est pas aller trop fort et/ou trop vite).

Voici le communiqué du FOMC :

« Les indicateurs récents suggèrent que l'activité économique a continué de croître à un rythme soutenu. Les créations d'emplois ont ralenti et le taux de chômage a augmenté mais reste faible. L'inflation a progressé vers l'objectif de 2 % du Comité mais reste quelque peu élevée.

Le Comité cherche à atteindre un taux d'emploi et d'inflation maximum de 2 % à long terme. Le Comité est plus confiant dans le fait que l'inflation évolue durablement vers 2 % et estime que les risques pour atteindre ses objectifs en matière d'emploi et d'inflation sont à peu près équilibrés. Les perspectives économiques sont incertaines et le Comité est attentif aux risques pour les deux parties de son double mandat.

À la lumière des progrès réalisés en matière d'inflation et de l'équilibre des risques, le Comité a décidé d'abaisser la fourchette cible du taux des fonds fédéraux d'un demi-point de pourcentage à 4-3/4 à 5 %. Lorsqu'il envisagera d'autres ajustements de la fourchette cible du taux des fonds fédéraux, le Comité évaluera soigneusement les données entrantes, l'évolution des perspectives et l'équilibre des risques. Le Comité continuera de réduire ses avoirs en titres du Trésor et en titres de créance et titres adossés à des créances hypothécaires d'agences. Le Comité est fermement déterminé à soutenir le plein emploi et à ramener l'inflation à son objectif de 2 %.

Pour évaluer l'orientation appropriée de la politique monétaire, le Comité continuera de surveiller les implications des informations reçues sur les perspectives économiques. Le Comité serait prêt à ajuster l'orientation de la politique monétaire en conséquence si des risques apparaissaient susceptibles d'entraver la réalisation des objectifs du Comité. Les évaluations du Comité tiendront compte d'un large éventail

d'informations, notamment des relevés sur les conditions du marché du travail, les pressions inflationnistes et les anticipations d'inflation, ainsi que les évolutions financières et internationales ».

Le jeudi 19, Patrick Artus fait paraître un Flash Economie pour expliquer que la situation politique française compliquée et particulièrement incertaine risque d'entraîner une dislocation du marché obligataire européen :

« Si la situation de blocage politique en France perdure (gouvernement menacé par une motion de censure, absence de majorité parlementaire, absence de consensus sur le budget pour l'État et la Sécurité sociale), et si la perspective de réduction des dépenses publiques n'est plus présente, il est certain que la réaction des marchés financiers sera très négative.

On peut craindre alors une dislocation du marché obligataire européen, avec une forte hausse du spread de taux d'intérêt de la France, et par contagion, de l'Italie vis-à-vis de l'Allemagne.

L'utilisation, dans ce contexte, du Transmission Protection Instrument par la BCE est très peu probable ».

Le vendredi 20, *Éric Le Boucher* consacre sa chronique dans Les Echos au destin du « rapport Draghi » en espérant qu'il va donner un coup de fouet pour que l'Europe ne se laisse pas aller à la dolence :

« (...) Le débat est bien celui-là : est-ce que l'endormissement européen est dû à trop d'Etat fédéral ou pas assez ? La politique industrielle, l'âme du rapport, est-elle la survie de l'Union européenne ou la génitrice « d'éléphants blancs », ces projets pharaoniques non aboutis ? (...) ».

Notons que la veille, le jeudi 19, les deux professeurs d'économie P. Aghion et M. Dewatripont avaient (également dans Les Echos) montré l'impérieuse nécessité de suivre les recommandations du « rapport Draghi », spécialement celles qui concernent les investissements massifs à faire dans la recherche fondamentale et dans les technologies de rupture.

Dans la même livraison des Echos de ce vendredi 20, *Jacques Attali* consacre lui aussi sa propre chronique au devenir de l'Europe, mais d'un autre point de vue :

« L'économie européenne est apparemment encore en bonne forme : sa balance des paiements est excédentaire ; elle reçoit plus de 500 milliards d'euros d'investissements étrangers chaque année ; les pays de l'Union européenne concentrent près d'un quart de la puissance mondiale de calcul, loin devant celle de la Chine (5,8 %). Elle est le lieu du monde le plus agréable à vivre et celui qui assure la meilleure protection sociale à ceux qui ont le privilège d'y vivre.

Et pourtant, tout démontre aujourd'hui que l'Europe décline à grande vitesse. Elle est même au bord de la catastrophe : elle ne représente plus que 25 % du PIB mondial, contre 35 % au début des années 2000. La part des entreprises européennes dans la capitalisation boursière mondiale a décliné rapidement en vingt ans, d'environ 30 % à près de 15 %.

Aucune entreprise européenne créée dans les 50 dernières années n'a une valorisation supérieure à 1.000 milliards de dollars, alors que c'est le cas de six entreprises américaines (Apple, Microsoft, Nvidia, Amazon, Alphabet, Meta).

En matière de recherche, le Royaume-Uni n'est le troisième pays le plus innovant du monde que dans 12 technologies sur les 64 "technologies critiques" ; l'Allemagne dans 10 technologies ; l'Italie dans 3 ; tandis que la France, l'Espagne et les Pays-Bas ne dépassent jamais la 4^e ou la 5^e place.

C'est pire encore si on compare les États-Unis et l'Europe aux puissances asiatiques. (...)

Plusieurs raisons à tout cela sont claires. D'abord, les Européens travaillent moins que les Américains, et évidemment moins que les Asiatiques : selon l'OCDE, les Américains travaillent en moyenne 1.811 heures par an, soit plus de 15 % de plus que les travailleurs européens (1.571 heures), alors que la durée annuelle du travail, dans tous les pays d'Asie, dépasse les 2.000 heures et la productivité du travail, qui détermine la qualité de production par heure de travail, baisse en Europe, alors qu'elle continue à croître partout ailleurs. Ensuite, les entreprises privées européennes dépensent beaucoup moins que leurs homologues chinoises et américaines en matière de recherche. Enfin, le système européen de formation professionnelle et de formation permanente est très en retard.

Il est temps de se réveiller. Sinon, ce qui n'est pour l'instant qu'un lent et doux déclin pourrait se traduire très vite par une baisse du pouvoir d'achat des Européens, et une plongée du Vieux Continent dans les eaux noires du populisme et de tous les extrémismes. Pour rebondir, une seule méthode : un projet, un programme, une volonté, et beaucoup de travail. (...)

Ce qui manque le plus, c'est la volonté et le travail. Pour la volonté, elle existerait en Europe, si elle était clairement mobilisée par des dirigeants politiques. Quant au travail, c'est simple : il faudrait que chaque Européen travaille beaucoup plus que maintenant. Et beaucoup plus longtemps. Et, pour cela, il faut rémunérer beaucoup plus le travail. (...) ».

Le lundi 23, Publication d'indices PMI flash :

• *Pour la zone euro :*

« L'indice PMI Flash composite HCOB de l'activité globale dans la zone euro se replie à 48,9 (51,0 en août). Plus bas de 8 mois.

L'indice PMI Flash HCOB de l'activité de services dans la zone euro se replie à 50,5 (52,9 en août). Plus bas de 7 mois.

L'indice PMI Flash HCOB de la production manufacturière dans la zone euro se replie à 44,5 (45,8 en août). Plus bas de 9 mois.

L'indice PMI Flash HCOB de l'industrie manufacturière dans la zone euro se replie à 44,8 (45,8 en août). Plus bas de 9 mois.

Données recueillies du 12 au 19 septembre

Commentaire de Cyrus de la Rubia : « L'économie de la zone euro s'oriente vers une stagnation, d'après les données PMI Flash HCOB de septembre. L'indice composite PMI a enregistré son plus fort repli depuis quinze mois, tendance reflétant la fin de l'embellie observée en France au cours de l'été 2024 grâce aux Jeux olympiques de Paris. L'affaiblissement de la conjoncture dans la deuxième puissance économique de la région a fait chuter l'indice sous le seuil d'expansion, et les fortes baisses du volume global des nouvelles affaires et du volume des affaires en cours observées au cours du mois préfigurent de nouveaux ralentissements économiques dans les prochains mois.

La situation ne cesse par ailleurs de se dégrader dans le secteur manufacturier. La période de récession s'étend désormais à vingt-sept mois, et le rythme de la contraction s'est même intensifié en septembre. Le fort recul du volume des nouvelles commandes reçues par les fabricants de la zone euro et l'affaiblissement des perspectives d'activité à douze mois ne permettent en outre guère d'espérer une reprise prochaine de la croissance dans le secteur.

La fragilité de la conjoncture industrielle se reflète sur le niveau des effectifs, l'emploi manufacturier ayant enregistré son plus fort repli depuis août 2020. Parallèlement, la croissance de l'emploi a ralenti pour un quatrième mois consécutif dans le secteur des services, et a affiché un niveau proche de la stagnation. Les chiffres officiels de l'emploi, qui sont restés stables jusqu'à présent, risquent, selon nous, de se dégrader au cours des prochains mois, mais de façon probablement moins prononcée qu'au cours des périodes de récession précédentes, grâce aux tendances démographiques actuelles.

La Banque centrale européenne, qui surveille de près une inflation toujours élevée dans le secteur des services, devrait accueillir favorablement les dernières données sur les prix. Celles-ci mettent en effet en évidence un ralentissement de l'inflation des prix payés et des prix facturés dans le secteur privé de la zone euro. Conjuguée à une accélération de la contraction dans le secteur manufacturier et à une quasi-stagnation du secteur des services, cette atténuation des tensions inflationnistes ouvre la voie à un nouvel abaissement des taux directeurs de la BCE lors de la prochaine réunion de politique monétaire, même si les marchés financiers n'anticipent pas, pour l'heure, une telle mesure au mois d'octobre. »

• *Pour la France :*

« Indice PMI composite de la production de HCOB Flash France à 47,4 (août : 53,1). Plus bas sur 8 mois.

Indice PMI des services de HCOB Flash France à 48,3 (août : 55,0). Plus bas sur 6 mois.

Indice PMI de la production manufacturière de HCOB Flash France à 42,8 (août : 43,8). Plus bas sur 8 mois.

Indice PMI manufacturier de HCOB Flash France à 44,0 (août : 43,9). Plus haut sur 2 mois.

Les données ont été collectées du 12 au 19 septembre ».

Commentaire de Tariq Kamal Chaudhry :

« La forte croissance économique française observée au mois d'août a malheureusement été de courte durée. L'estimation avancée des données PMI HCOB composites pour la France s'est en effet repliée nettement en dessous de la barre du 50,0 du sans changement pour s'établir à 47,4, confirmant ainsi ce que l'on soupçonnait : le sursaut enregistré en août n'était qu'un phénomène éphémère lié aux Jeux

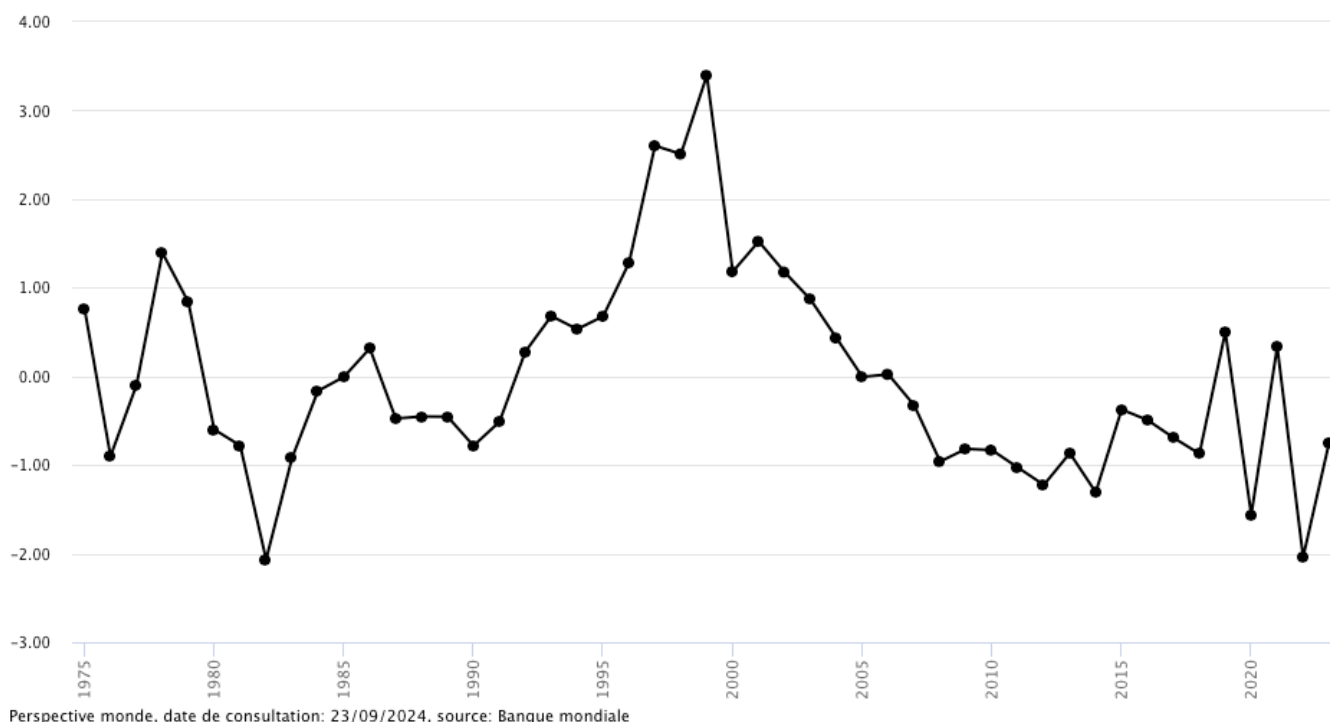
olympiques et a déjà pris fin. Comme au mois précédent, la conjoncture est restée très difficile dans le secteur manufacturier. Notre modèle de prévision immédiate table donc sur une quasi-stagnation de l'économie française au troisième trimestre 2024, la France rejoignant ainsi le groupe des pays de la zone euro confrontés à d'importants problèmes de croissance.

Les performances du secteur des services sont extrêmement décevantes en cette fin de troisième trimestre. À 48,3 en septembre, l'indice PMI flash pour le secteur des services a en effet perdu près de sept points par rapport au sommet atteint en août à la faveur d'un fort rebond de la demande lié à la tenue des Jeux olympiques sur le territoire. Les dernières données de l'enquête mettent en évidence des replis particulièrement marqués des nouvelles affaires (tant sur les marchés intérieurs qu'en provenance de l'étranger) et des affaires en cours. Les données relatives à l'emploi sont toutefois plus positives, les effectifs des prestataires de services étant demeurés stables, tandis que les tensions inflationnistes se sont atténuées. En effet, si les coûts des entreprises ont continué d'augmenter, l'inflation a ralenti par rapport à août. Il est en outre rassurant de constater que, malgré la faiblesse actuelle du secteur, les perspectives d'activité à douze mois demeurent bien orientées, en dépit d'un degré d'optimisme nettement inférieur à sa moyenne de long terme.

L'année 2024 semble en revanche perdue pour les fabricants français. Si l'indice PMI flash pour le secteur manufacturier s'est quelque peu redressé en septembre, il reste, à 44,0, profondément ancré en territoire négatif. De fait, la production a enregistré sa plus forte baisse depuis janvier tandis que les nouvelles commandes ont continué de diminuer, ces deux tendances ayant incité les entreprises à réduire de nouveau leurs effectifs. Les perspectives du secteur demeurent donc bien sombres et les fabricants français ne se montrent guère optimistes quant à une croissance de leur activité dans les prochains mois. Ils mentionnent notamment la faiblesse de la demande en provenance d'Amérique du Nord et de certains marchés européens clés tels que l'Allemagne. Sur le plan politique, la situation demeure incertaine à l'issue des élections législatives anticipées et de la nomination de Michel Barnier à la tête d'un gouvernement dénué de réelle majorité parlementaire, qui lui permettrait de faire voter les profondes réformes économiques nécessaires à une relance de l'industrie. »

Également le lundi 23, l'École de politique appliquée de l'Université de Sherbrooke au Québec publie les informations suivantes sur la balance courante de la France trouvées dans les documents de la Banque mondiale :

« La balance courante est un indicateur économique complexe. Au départ, comme toute balance, y compris celle des particuliers, elle tient compte des entrées et des sorties, des recettes et des versements. Elle est donc composée de différents soldes. D'une manière plus spécifique, elle indique le solde des mouvements de biens et de services ainsi que les flux de revenus de placement entre un pays et le reste du monde. Plus concrètement, la balance courante compte trois composantes essentielles : 1) la balance commerciale (exportations moins les importations) des biens et des services (transport, tourisme, gestion) ;2) le solde des revenus de placement (ex. : intérêts, dividendes) et 3) et le solde des transferts courants (ex. : successions et capitaux des immigrants -ce qu'ils envoient hors du pays et ce qu'ils apportent au sein d'un pays). C'est un autre indicateur sur la santé commerciale d'un pays vis-à-vis ses partenaires commerciaux. Quand la balance courante est **négative**, le pays vit au-dessus de ses moyens puisqu'il consomme et investit plus qu'il ne produit de richesses. Inversement, quand la balance est **positive**, le pays produit plus de richesses qu'il n'en consomme. Généralement, une balance courante positive permet à un pays de rembourser sa dette ou même de prêter à d'autres pays. Par contre, une balance négative doit être compensée par des emprunts auprès d'agents extérieurs ou en encore en vendant des actifs possédés à l'extérieur du pays. Ce calcul a été effectué par la Banque mondiale. Les données sont en % du PIB pour tenir compte de l'importance de l'économie du pays ». Source : Banque mondiale



Ce même Lundi 23, l'OFCE publie le compte-rendu d'une journée d'études sur l'investissement public du 15 décembre dernier : <https://www.ofce.sciences-po.fr/blog/linvestissement-public/>

Le jeudi 26, Hélène Baudchon des Études économique de BNP-Paribas fait une vidéo sur la politique monétaire actuelle, dont voici le contenu :

« En septembre, la Réserve Fédérale américaine a enfin emboîté le pas à la BCE et la Banque d'Angleterre et baissé ses taux directeurs pour la première fois depuis mars 2020. Mais elle a marqué sa différence en optant pour une baisse significative de 50 points de base au lieu de seulement 25. Sur ce point-là, au moins, le suspense est levé. Mais la suite de l'histoire reste à écrire. On en connaît globalement les grandes lignes (les taux d'intérêt devraient continuer de baisser) mais on ne connaît pas tous les détails avec certitude et en particulier le nombre total, la date et l'ampleur des prochaines baisses de taux.

Comme l'explique Jerome Powell pour la Fed, mais en fait cela vaut aussi pour la BCE et la BoE, ces détails dépendront des données disponibles, de l'évolution des perspectives et de la balance des risques. D'après ce que dit Jerome Powell, on a l'impression que ces trois déterminants des décisions de politique monétaire sont mis sur le même niveau. Mais en pratique, les priorités peuvent être différentes. En effet, la Fed et la BCE ont beaucoup communiqué récemment sur le fait qu'elles étaient "data-dependent", peut-être trop, la question se pose, tandis que la BoE semble se baser plus sur ses prévisions et peut-être pas assez sur les données existantes.

Pourtant, les longs délais de transmission de la politique monétaire justifient que les banques centrales soient "forward-looking" et donc qu'elles s'appuient sur leurs prévisions, qu'elles soient proactives, dans la prévention plutôt que dans la réaction aux données qui, elles, sont plutôt "backward-looking". Dans le jargon des observateurs, les banques centrales devraient être "ahead of the curve" plutôt que "behind the curve". Et évidemment, il va sans dire que c'est plus facile à dire qu'à faire.

Aussi, lorsque les banques centrales se disent « data-dependent », elles ne le sont pas d'une seule donnée à un moment donné, alors que c'est vrai que les marchés financiers tentent à réagir ainsi et à se focaliser sur un seul chiffre. Les banques centrales regardent bien un ensemble de données et le tableau global que ces données dessinent de la situation actuelle, des perspectives économiques et de la balance des risques associés.

Aujourd'hui, ce tableau global décrit une situation vraiment moins préoccupante du côté de l'inflation aux États-Unis et en Europe. Du côté de la croissance, les signaux sont plus mitigés. En effet, la croissance de la zone euro manque toujours d'élan. Et le marché du travail américain montre des signes francs de refroidissement. Ce à quoi la banque centrale américaine s'est clairement montrée sensible, en optant pour une baisse significative de ses taux d'intérêt en septembre à caractère préventif et avec pour objectif de ne pas être "behind the curve". Mais en même temps, comme la partie contre l'inflation n'est pas non plus encore totalement gagnée, et que la situation et les perspectives économiques restent, pour l'heure, globalement positives, tout cela nécessite de notre point de vue un pilotage, un réglage très fin de la politique monétaire et plaide pour des baisses de taux plutôt graduelles ».

Le vendredi 27, publication par la Banque de France répond à la question « Résolution des crises bancaires : où en est l'Europe ? » : <https://www.banque-france.fr/fr/publications-et-statistiques/publications/resolution-des-crisis-bancaires-ou-en-est-leurope>

Le lundi 30, Isabelle Mateos Y Lago, du service des Études économiques de BNP-Paribas, publie un article utile pour faire le point sur la situation économique générale :

«

Moins de 2 ans après avoir atteint des sommets inédits depuis plusieurs décennies, l'inflation se rapproche des objectifs des banques centrales dans la plupart des pays du monde. Il est toutefois trop tôt pour crier victoire, car les décideurs de politique monétaire devront encore faire face à des courants contraires. Ils ont toutefois déjà fait la preuve de leur savoir-faire, et disposent par ailleurs de marges d'action, si nécessaire. Par conséquent, le scénario de référence pour l'année à venir est plutôt favorable tant pour les économies avancées que pour les marchés émergents, avec un assouplissement progressif des conditions financières (en raison de la baisse des taux d'intérêt et de l'affaiblissement probable du dollar américain) permettant à l'activité de se stabiliser autour de la croissance tendancielle.

Près de cinq ans après le début de la pandémie de Covid et après les turbulences économiques historiques qu'elle a générées, un atterrissage en douceur semble enfin être en vue pour l'économie mondiale.

Plus précisément, l'inflation, moins de 2 ans après avoir atteint des sommets inédits depuis plusieurs décennies, se rapproche des objectifs des banques centrales dans la plupart des pays du monde. Fait remarquable, les coûts économiques de cette désinflation rapide ont été bien plus faibles qu'attendu : dans la plupart des régions, l'emploi est maintenant plus élevé qu'avant la pandémie, le chômage est proche des planchers historiques et la croissance est restée positive, voire, dans certains cas, supérieure à la tendance. Après avoir procédé au resserrement de leur politique monétaire le plus brutal depuis des décennies et s'être maintenues en territoire très restrictif pendant environ un an, les principales banques centrales ont maintenant toutes amorcé un cycle d'assouplissement. En effet, la Réserve fédérale américaine (Fed), a fini par se joindre à la fête le 18 septembre dernier avec une baisse de 50 points de base de son taux directeur.

Il est toutefois trop tôt pour crier victoire, car les décideurs de politique monétaire devront encore faire face à des courants contraires. Et cela même en faisant abstraction de l'environnement géopolitique actuel particulièrement instable. Quels sont-ils ?

Du côté de l'inflation, celle des services reste obstinément élevée : dans la zone euro, elle est quasiment deux fois plus élevée que son niveau pré-pandémique. Cela signifie qu'elle n'est proche de l'objectif que grâce à deux facteurs qui pourraient n'être que temporaires : une évolution favorable du prix des denrées alimentaires et de l'énergie, et une inflation bien inférieure à l'objectif pour les biens. Cela pourrait limiter le rythme et l'ampleur futurs de l'assouplissement monétaire. Nous constatons d'ailleurs déjà que certains « assouplisseurs » précoces, comme la Banco Central do Brazil, ont dû récemment relever leur taux d'intérêt.

Du côté de la croissance, trois éléments appellent à la vigilance :

- L'industrie est en récession dans la plupart des pays du monde, la chute des importations chinoises exerçant un frein important à l'activité industrielle mondiale. Les mesures de soutien à l'activité et aux marchés tout récemment annoncées devraient aider l'activité chinoise à se stabiliser, mais à un niveau inférieur à celui d'avant la pandémie. Les données les plus récentes en provenance d'Europe suggèrent une faiblesse généralisée du sentiment des entreprises et de l'activité. Pendant ce temps, les tensions sur

les marchés du travail s'affaiblissent dans le monde entier, une normalisation bienvenue qui pourrait toutefois facilement basculer dans une nette détérioration, comme l'ont récemment admis certains décideurs de la Fed.

- Sauf aux États-Unis, la consommation n'a pas encore été stimulée par la hausse du pouvoir d'achat venant de la baisse de l'inflation et des taux d'intérêt. Au lieu de cela, les taux d'épargne ont augmenté et sont maintenant bien supérieurs à la moyenne pré-covid en zone euro et au Royaume-Uni. La confiance des ménages est faible et toute détérioration du marché du travail risque de l'aggraver.

- Les ratios dette/PIB étant partout beaucoup plus élevés qu'avant la pandémie, la politique budgétaire doit maintenant réaliser un ajustement pérenne, en particulier là où il a fait défaut en 2024. Dans la plupart des cas, cet ajustement pourra l'être progressif, et le frein à la croissance qui en résultera pourra être compensé par l'assouplissement monétaire. Toutefois, si les politiques budgétaires mises en place échouent à opérer un tel ajustement, voire sont expansionnistes (une éventualité aux États-Unis), les banques centrales pourraient se retrouver dans l'incapacité d'assouplir autant que prévu. Et les craintes du marché quant à la viabilité de la dette pourraient ajouter une prime supplémentaire à son coût, contribuant ainsi au resserrement des conditions financières.

Ainsi, les banquiers centraux seront sur une corde raide pendant un certain temps encore. Mais ils ont fait la preuve de leur savoir-faire, et par ailleurs ont des marges d'action, si nécessaire. Par conséquent, le scénario de référence pour l'année à venir est plutôt favorable tant pour les économies avancées que pour les marchés émergents, avec un assouplissement progressif des conditions financières (en raison de la baisse des taux d'intérêt et de l'affaiblissement probable du dollar américain) permettant à l'activité de se stabiliser autour de la croissance tendancielle.

C'est exactement le genre d'environnement dont les autres décideurs économiques ont besoin pour se recentrer sur la résolution des défis à long terme bien connus mais de plus en plus pressants : faible croissance de la productivité, vieillissement de la population, changement climatique, et plus récemment sécurité économique ».

- Octobre 2024 ->

Le mardi 1^{er}, Patrick Artus répond à la question de savoir si la zone euro risque d'entrer en stagflation. Voici le résumé de sa réponse :

« Les marchés financiers anticipent la poursuite d'une baisse forte de l'inflation et des taux d'intérêt dans la zone euro.

Or, nous privilégions un autre scénario : l'apparition d'une situation de stagflation avec une croissance faible et une inflation persistante.

La croissance de la zone euro sera faible avec le vieillissement démographique, l'absence de gains de productivité, le bas niveau des dépenses de Recherche-Développement et des investissements en nouvelles technologies.

L'inflation sous-jacente restera nettement supérieure à 2% avec l'absence de gains de productivité, le recul de la population en âge de travailler qui perpétuera les tensions sur le marché du travail, le conflit pour le partage des revenus entre salariés et entreprises.

En conséquence de l'apparition de cette situation de stagflation, le potentiel de baisse des taux d'intérêt est limité si la BCE conserve un objectif d'inflation à 2% ».

Le mardi 1^{er}, et mercredi 2, publication par Eurostat du taux d'inflation et du taux de chômage en août - septembre en zone euro :

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

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

e estimation

eurostat 

WZ

Taux d'inflation (%) mesurés par les IPCH



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

e estimation

Données sources: [prc_hicp_manr](#)

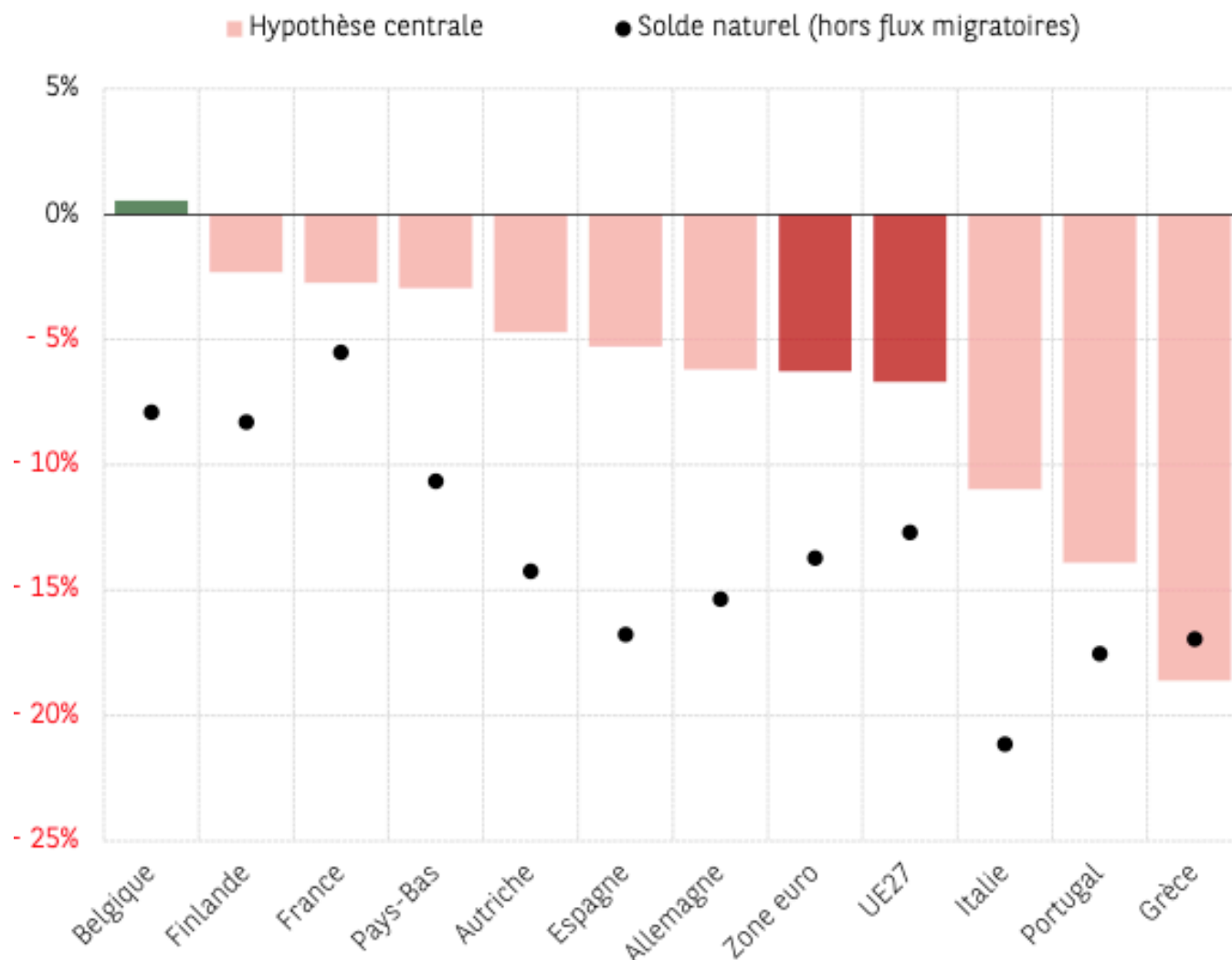
Chômage total corrigé des variations saisonnières



	Taux (%)					Nombre de personnes (en milliers)				
	2023	2024				2023	2024			
	Août	Mai	Juin	Juill	Août	Août	Mai	Juin	Juill	Août
Zone euro	6,6	6,5	6,5	6,4	6,4	11 158	11 117	11 108	11 019	10 925
UE	6,0	6,0	6,0	6,0	5,9	13 169	13 199	13 194	13 135	13 027
Belgique	5,3	5,6	5,5	5,4	5,4	281	298	292	288	287
Bulgarie	4,5	4,0	4,0	4,0	4,0	136	122	122	122	122
Tchéquie	2,6	2,7	2,7	2,7	2,6	134	140	140	138	136
Danemark	4,2	6,1	6,2	5,8	5,8	130	198	201	191	191
Allemagne	3,0	3,5	3,5	3,5	3,5	1 343	1 541	1 558	1 568	1 571
Estonie	7,5	7,4	7,4	7,8	7,9	56	57	56	59	61
Irlande	4,3	4,4	4,4	4,7	4,3	121	125	127	134	125
Grèce	11,4	10,4	9,4	9,9	9,5	535	493	444	462	444
Espagne	12,0	11,6	11,5	11,4	11,3	2 900	2 838	2 827	2 814	2 784
France	7,4	7,5	7,5	7,5	7,5	2 275	2 332	2 347	2 342	2 346
Croatie	6,1	5,1	5,0	5,0	4,9	105	89	88	87	85
Italie	7,6	6,8	6,8	6,4	6,2	1 943	1 734	1 745	1 634	1 588
Chypre	5,6	4,8	5,1	5,4	5,4	29	24	26	28	28
Lettonie	6,6	7,0	6,9	6,9	7,0	62	66	65	65	66
Lituanie	7,0	7,4	7,2	8,0	7,9	108	115	115	124	127
Luxembourg	5,3	5,8	5,8	5,8	5,9	18	20	20	20	20
Hongrie	4,1	4,3	4,3	4,3	4,3	199	211	211	213	214
Malte	3,7	3,2	3,1	2,9	3,0	12	11	10	10	10
Pays-Bas	3,6	3,6	3,6	3,6	3,7	364	367	370	371	374
Autriche	5,4	5,1	5,2	5,0	5,3	255	241	248	238	249
Pologne	2,8	2,9	2,9	2,9	2,9	498	507	511	510	514
Portugal	6,4	6,4	6,5	6,5	6,4	342	347	349	349	348
Roumanie	5,5	5,3	5,1	5,4	5,5	450	440	431	451	452
Slovénie	3,8	3,5	3,5	3,3	3,3	38	36	35	34	34
Slovaquie	5,9	5,4	5,3	5,3	5,3	162	149	147	147	146
Finlande	7,4	8,3	8,3	8,4	8,3	210	236	238	238	237
Suède	7,8	8,3	8,4	8,4	8,4	444	478	479	479	480

Le mercredi 2, Jean-Luc Proutat, du service des Études économiques de BNP-Paribas, publie la suite d'un article paru en mars sur le sujet : « Union européenne, un futur entre verdissement et vieillissement »/ Voici le contenu de ces deux articles :

Projections de population d'âge actif (15-64 ans) de 2023 à 2040



Sources : Eurostat (EUROPOP 2023), BNP Paribas

« Pour tenir ses engagements climatiques, l'Union européenne (UE) doit viser une baisse de 90% de ses émissions de gaz à effet de serre à l'horizon 2040 (par rapport à 1990) selon une recommandation récente de la Commission¹. Cela signifie multiplier en peu de temps les investissements dans les énergies renouvelables, les réseaux électriques, les infrastructures de transports, la rénovation thermique des bâtiments. Il en résulte une surcharge financière importante (évaluée entre 58 et 66 milliards d'euros par an en France²) mais aussi une quête exacerbée de moyens technologiques et humains. Pour sa transition écologique, le Vieux Continent est à la recherche d'informaticiens, d'ingénieurs du génie civil, d'électromécaniciens, de conducteurs de travaux, de plaquistes, d'électriciens, de couvreurs, etc.

De la même manière, parce qu'il réclame une limitation des intrants, une extension des surfaces cultivées en bio, ou encore un rétablissement des haies, le verdissement des pratiques agricoles tel qu'inscrit dans la stratégie « De la ferme à la fourchette » implique plus de travail mécanique et manuel, donc plus de bras.

Ce qui finalement ramène à une question débattue depuis l'origine de la pensée économique, qui est celle de l'offre de travail disponible et de son adéquation aux besoins. Or sur ce terrain, les projections démographiques de l'institut Eurostat, récemment mises à jour³, annoncent de la rareté. Effet combiné de

l'allongement de l'espérance de vie et du déclin de la natalité, la population européenne en âge de travailler (les 15 - 64 ans) connaîtrait une baisse marquée d'ici à 2040 (de près de 7% ou 19 millions d'individus dans le scénario central d'Eurostat, cf. graphique) alors que celle des seniors (les 65 ans et plus) serait appelée à croître (de 26 millions d'individus).

Pour compenser ce phénomène, la plupart des pays de l'UE mènent, depuis longtemps déjà, des politiques visant à maximiser les taux d'emploi (recul de l'âge légal de la retraite, durcissement des règles d'indemnisation du chômage, incitations à l'embauche des jeunes, renforcement de la formation professionnelle, etc.). Ils ont aussi recours à l'immigration, sans laquelle la chute de la population européenne d'âge actif serait deux fois plus rapide, et l'immense chantier consistant à verdir l'économie plus long à aboutir.

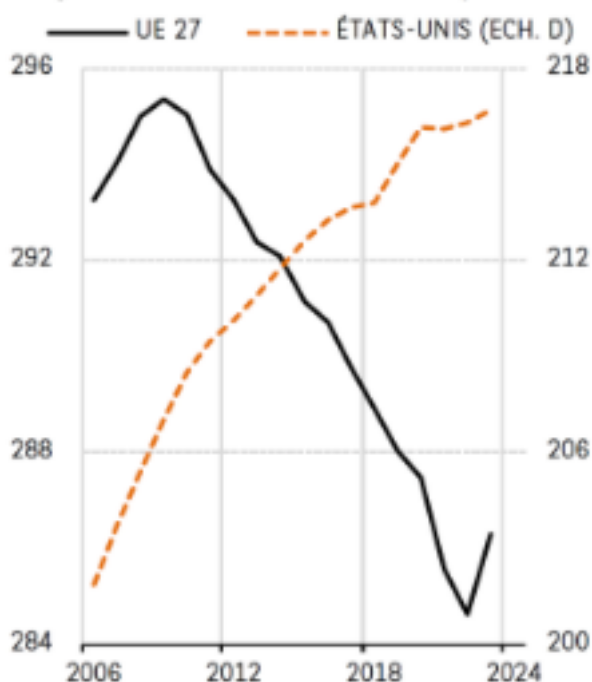
¹ European Commission (2024), *Securing our future, Europe's 2040 climate target and path to climate neutrality by 2050 building a sustainable, just and prosperous society*, 6 février

² Les investissements supplémentaires nécessaires à la décarbonation de l'économie française (nets des désinvestissements dans le fossile) sont estimés à EUR 66 / 67 milliards par an à horizon 2030 (à prix constants de 2023) par le rapport « Pisani-Mahfouz » ; une évaluation plus récente de l'Institute for Climate Economics évalue cette même surcharge à EUR 58 milliards par an sur la période 2024-2030. Ins- titute for Climate Economics (I4CE, 2023), *Panorama des financements climat*, Novembre. Pisani-Ferry J., Mahfouz S. (2023), *Les incidences économiques de l'action pour le climat*, Rapport de France Stratégie, Mai.

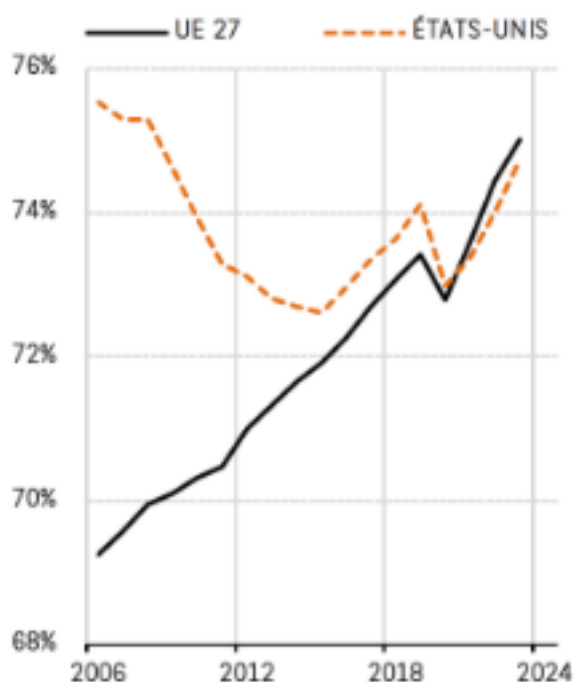
³ Eurostat, Base « Europop 2023 », <https://ec.europa.eu/eurostat/web/population-demography/population-projections/database> ».

« Dans le précédent article, nous évoquions le défi de taille consistant, pour l'Union européenne (UE), à accélérer sa transition écologique tout en faisant face aux conséquences de son vieillissement. Il se trouve que les termes de l'équation viennent d'être précisés dans le rapport « Draghi » sur la compétitivité et l'avenir de l'Europe[2]. Pour préserver leur modèle social ou encore ne pas décrocher face à la concurrence chinoise et américaine, les Vingt-Sept devraient augmenter d'au moins 800 milliards d'euros par an leurs investissements productifs, ce qui implique un effort sans précédent (équivalent à 4,7 points de PIB soit, au minimum, deux plans Marshall). Les États se trouvant financièrement contraints, le rapport en appelle à l'endettement commun ainsi qu'à l'union des marchés de capitaux, seule manière de libérer une épargne privée abondante, mais encore trop cloisonnée.

Population des 15-64 ans (Millions)



Taux d'activité des 15-64 ans



Sources : EUROSTAT, OCDE, BNP PARIBAS

Qualifiée « d'existentielle », la principale cause défendue est celle de la productivité. Sur ce terrain, où prime l'innovation, l'UE se fait distancer par les États-Unis[3], alors même que le rapport démographique ne lui est pas favorable. Effet combiné de l'allongement de l'espérance de vie et du déclin de la natalité, la population européenne en âge de travailler (celle des 15-64 ans) a chuté de près de 9 millions depuis le début de la décennie 2010, alors que celle des seniors (les 65 ans et plus) a augmenté de près de 20 millions. Bien que vieillissant aussi, les États-Unis sont loin de connaître le même sort, notamment parce

que les taux de fécondité (1,7 enfant par femme) et d’immigration (3,6 entrées nettes pour 1.000 habitants) y sont plus hauts que sur le Vieux continent (cf. graphique, partie gauche)[4]. Il n’est de richesse que d’hommes[5]. Pour compenser le manque de bras, la plupart des pays de l’UE mènent, depuis longtemps déjà, des politiques visant à maximiser les taux d’emploi (recul de l’âge légal de la retraite, durcissement des règles d’indemnisation du chômage, incitations à l’embauche des jeunes, renforcement de la formation professionnelle, etc.). La part des Européens de 15 à 64 ans participant au marché du travail ne cesse par conséquent d’augmenter ; à 75% (en 2023) elle dépasse désormais la moyenne américaine (cf. graphique, partie droite). Quant au taux de chômage (6%), il est à un point bas historique.

S’arrêter en chemin n’est pas une option, eu égard aux projections démographiques d’Eurostat, qui ne font qu’accentuer l’attrition. *Ceteris paribus* (i.e. à gains de productivité constants et sans effort supplémentaire d’inclusion dans la population active), 3 à 4 millions d’emplois seraient perdus dans l’UE d’ici à 2030, tandis que la croissance potentielle, actuellement proche de 1,5% par an, se verrait amputée d’un point.

[2] Draghi, M. (2024), *Rapport sur la compétitivité et l’avenir de l’Europe*, 9 septembre.
[3] La productivité horaire du travail (PIB rapporté au volume horaire travaillé) affiche une hausse tendancielle de 0,7% à 0,8% par an dans l’UE, contre 1,2% à 1,3% par an aux États-Unis. Estimation par un filtre de Hodrick-Prescott, à partir de données fournies par l’OCDE.
[4] Sources : Banque mondiale (pour le taux d’immigration nette, moyenne 2010-2022) ; OCDE (pour le taux de fertilité, moyenne 2017-2021).
[5] Jean Bodin (1529-1596) ».

Le vendredi 4, publication par Eurostat de graphiques sur l’évolution de plusieurs indicateurs financiers :



Taux d'investissement des ménages dans la zone euro

Données corrigées des variations saisonnières (en %)



Part des profits des sociétés non financières dans la zone euro

Données corrigées des variations saisonnières (en %)



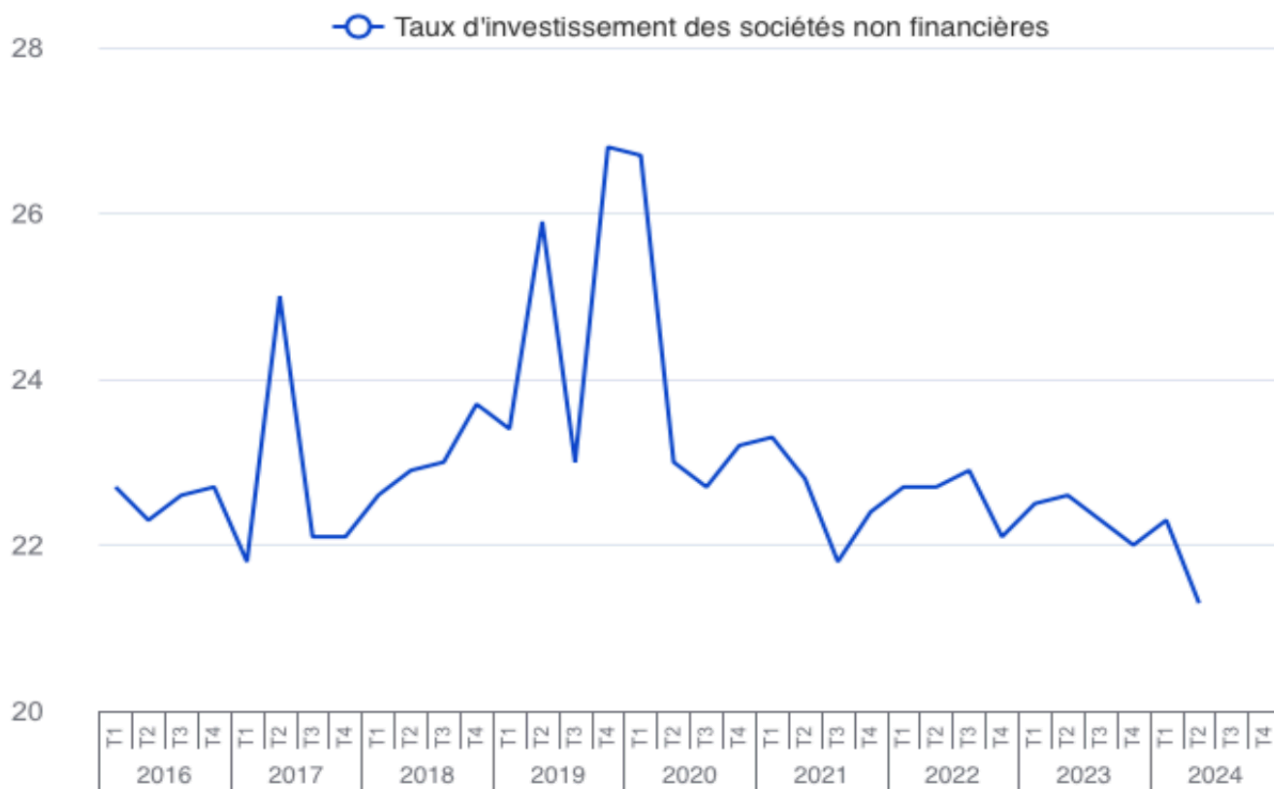
eurostat 



www.china

Taux d'investissement des sociétés non financières dans la zone euro

Données corrigées des variations saisonnières (en %)



eurostat 

Note :

Le **taux d'épargne brut des ménages** est défini comme l'épargne brute divisée par le revenu disponible brut. Celui-ci est ajusté de la variation des droits des ménages sur les fonds de pension. L'épargne brute est la partie du revenu disponible brut qui n'est pas dépensée sous forme de consommation finale. Ainsi, le taux d'épargne augmente quand le revenu disponible brut croît plus vite que la dépense de consommation finale.

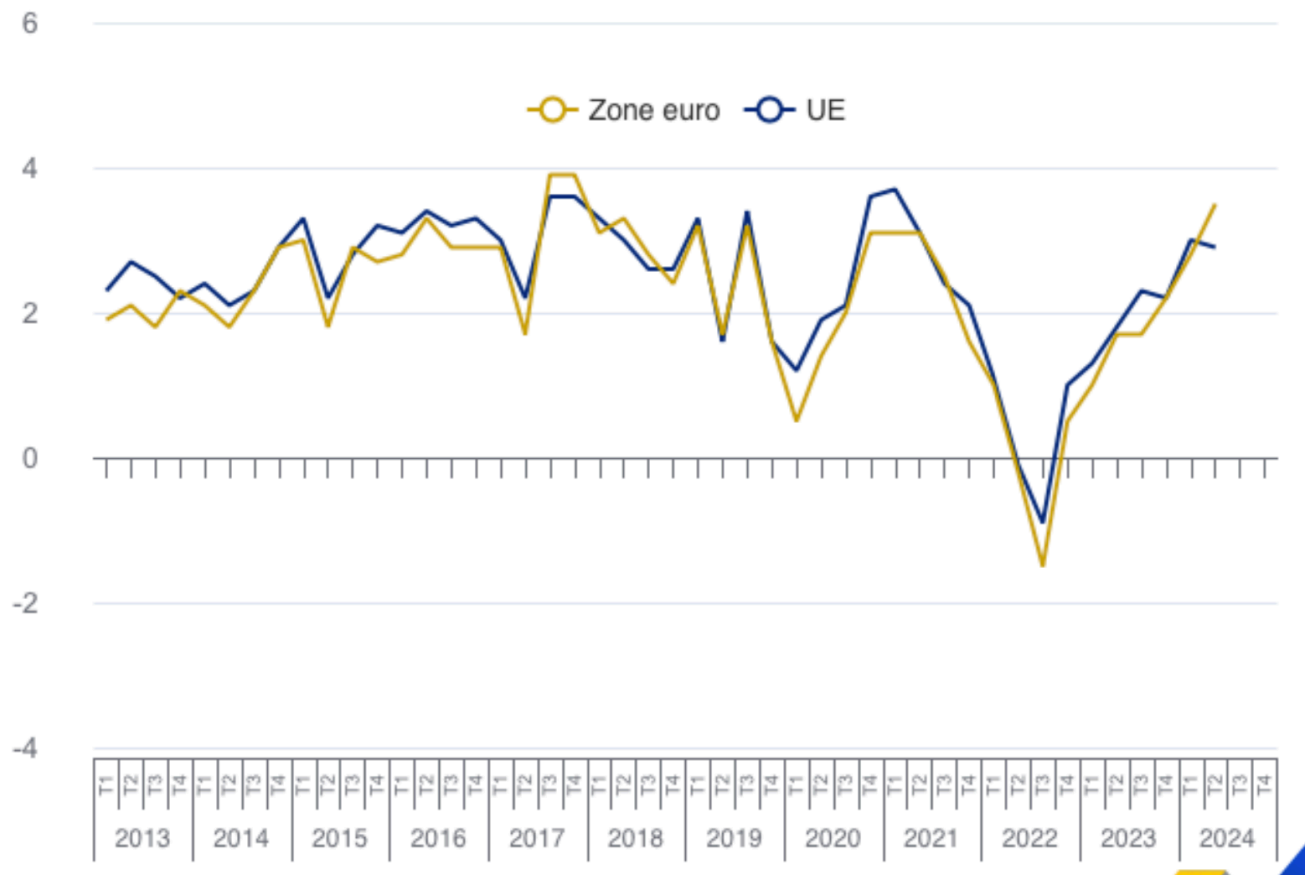
Le **taux d'investissement brut des ménages** est défini comme la formation brute de capital fixe divisée par le revenu brut disponible, ajusté de la variation des droits des ménages sur les réserves des fonds de pension. L'investissement des ménages consiste principalement en l'achat et la rénovation de logements.

Le **taux d'investissement brut des entreprises non financières** est défini comme la formation brute de capital fixe divisée par la valeur ajoutée brute. Ce ratio met en rapport les investissements des entreprises non financières en actifs fixes (bâtiments, machines, etc.) et la valeur ajoutée créée au cours du processus de production.

La **part des profits des entreprises non financières** est définie comme l'excédent brut d'exploitation divisé par la valeur ajoutée brute. Cet indicateur de rentabilité indique la part de la valeur ajoutée créée au cours du processus de production qui sert à la rémunération du capital. C'est le complément de la part des coûts salariaux (plus impôts moins subventions sur la production) dans la valeur ajoutée.

Balance du compte des opérations courantes

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



Solde du compte courant – données nationales (intra-UE + extra-UE)

– données non corrigées des variations saisonnières et des effets de calendrier (en mlds d'euros) –

	2023			2024	
Pays	T2	T3	T4	T1	T2
Belgique	-5,7	-1,5	3,9	1,2	-2,7
Bulgarie	0,7	0,4	0,1	0,0	-0,3
Tchéquie	-0,9	0,0	0,4	4,0	-0,1
Danemark	11,2	8,4	10,7	7,5	13,7
Allemagne	47,0	59,5	76,8	78,2	62,3
Estonie	-0,2	-0,5	0,2	-0,2	-0,2
Irlande	11,3	18,6	-0,5	14,9	35,5
Grèce	-4,1	1,2	-7,3	-3,8	-4,5
Espagne	8,0	11,5	8,8	12,0	13,0
France	-3,2	-8,5	4,3	-6,5	-6,1
Croatie	-0,8	5,1	-1,0	-2,5	-1,1
Italie	-1,7	6,0	4,1	1,6	8,5
Chypre	-0,3	-0,5	-0,5	-0,8	0,0
Lettonie	-0,4	-0,6	-0,1	-0,1	-0,4
Lituanie	0,1	0,4	0,3	0,7	0,6
Luxembourg	1,5	2,5	0,0	1,6	2,5
Hongrie	1,0	0,4	-1,1	2,9	1,9
Malte	0,2	0,6	0,3	0,2	0,4
Pays-Bas	24,2	22,3	33,2	28,1	24,3
Autriche	-3,1	1,0	3,8	8,1	0,7

Pologne	2,6	1,9	3,2	4,6	0,7
Portugal	0,6	3,4	-0,3	1,5	1,3
Roumanie	-5,4	-6,7	-6,5	-4,1	-7,7
Slovénie	1,0	0,5	0,6	0,7	0,8
Slovaquie	0,2	-0,5	-1,0	-0,2	-0,4
Finlande	-3,6	1,1	0,9	-0,6	-2,0
Suède	8,3	8,7	9,0	9,4	13,4

Également le vendredi 4, Patrick Artus répond dans on Flash Economie n° 28 à la question : « Pourquoi la croissance est-elle si faible dans la zone euro, ? ».

Voici le résumé de sa réponse :

« La croissance du PIB de la zone euro n'a été que de 0,5 % en 2023 et, selon les prévisions, elle sera de 0,8% en 2024, alors qu'aux Etats-Unis la croissance a été de 2,5% en 2023 et qu'on y prévoit une croissance de l'ordre de 2,5% en 2024.

La faiblesse de la croissance de la zone euro est due d'abord à des causes structurelles : vieillissement démographique, absence de gains de productivité, perte de compétitivité industrielle entraînant un recul des parts de marché à l'exportation et de la production manufacturière.

Mais elle est aussi due à des causes cycliques : hausse du taux d'épargne des ménages, faiblesse de l'investissement des entreprises, recul de l'investissement en logement, politiques budgétaires restrictives ».

Le jeudi 17, se délocalisant à la Banque de Slovénie, à Ljubljana, le Conseil des gouverneurs de la BCE accélère sa stratégie de baisse des taux en annonçant, après celles de juin et de septembre, une nouvelle baisse de ses taux directeurs.

Voici le communiqué du Conseil des gouverneurs :

« Le Conseil des gouverneurs a décidé, ce jour, d'abaisser les trois taux d'intérêt directeurs de la BCE de 25 points de base. En particulier, la décision de réduire le taux de la facilité de dépôt, à travers lequel le Conseil des gouverneurs pilote l'orientation de la politique monétaire, est fondée sur son évaluation actualisée des perspectives d'inflation, de la dynamique de l'inflation sous-jacente et de la force de la transmission de la politique monétaire. Les informations disponibles sur l'inflation confirment que le processus de désinflation est en bonne voie. Les récentes surprises à la baisse concernant les indicateurs relatifs à l'activité économique ont également une incidence sur les perspectives d'inflation. Les conditions de financement sont quant à elles restées restrictives.

L'inflation devrait s'accélérer dans les prochains mois, avant de revenir au niveau de l'objectif courant 2025. Sous l'effet de la hausse continue des salaires à un rythme soutenu, l'inflation intérieure demeure élevée. Cela étant, l'atténuation progressive des tensions sur les coûts de la main-d'œuvre devrait se poursuivre, les bénéfices amortissant en partie leurs effets sur l'inflation.

Le Conseil des gouverneurs est déterminé à assurer le retour au plus tôt de l'inflation au niveau de son objectif de 2 % à moyen terme. Il conservera les taux directeurs à un niveau suffisamment restrictif, aussi longtemps que nécessaire, pour atteindre cet objectif. Le Conseil des gouverneurs maintiendra une approche s'appuyant sur les données pour déterminer de manière appropriée, réunion par réunion, le degré et la durée de cette orientation restrictive. Plus particulièrement, ses décisions relatives aux taux directeurs resteront basées sur son évaluation des perspectives d'inflation compte tenu des données économiques et financières, de la dynamique de l'inflation sous-jacente et de la force de la transmission de la politique monétaire. Le Conseil des gouverneurs ne s'engage pas à l'avance sur une trajectoire de taux particulière.

Taux d'intérêt directeurs de la BCE

Le Conseil des gouverneurs a décidé, ce jour, d'abaisser les trois taux d'intérêt directeurs de la BCE de 25 points de base. En conséquence, les taux d'intérêt de la facilité de dépôt, des opérations principales de refinancement et de la facilité de prêt marginal seront ramenés à respectivement 3,25 %, 3,40 % et 3,65 % à compter du 23 octobre 2024.

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

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

L'Eurosystème ne réinvestit plus la totalité des remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance acquis en vertu du programme d'achats d'urgence face à la pandémie (*pandemic emergency purchase programme*, PEPP), réduisant le portefeuille du PEPP de 7,5 milliards d'euros par mois en moyenne. Le Conseil des gouverneurs entend mettre un terme aux réinvestissements dans le cadre du PEPP fin 2024.

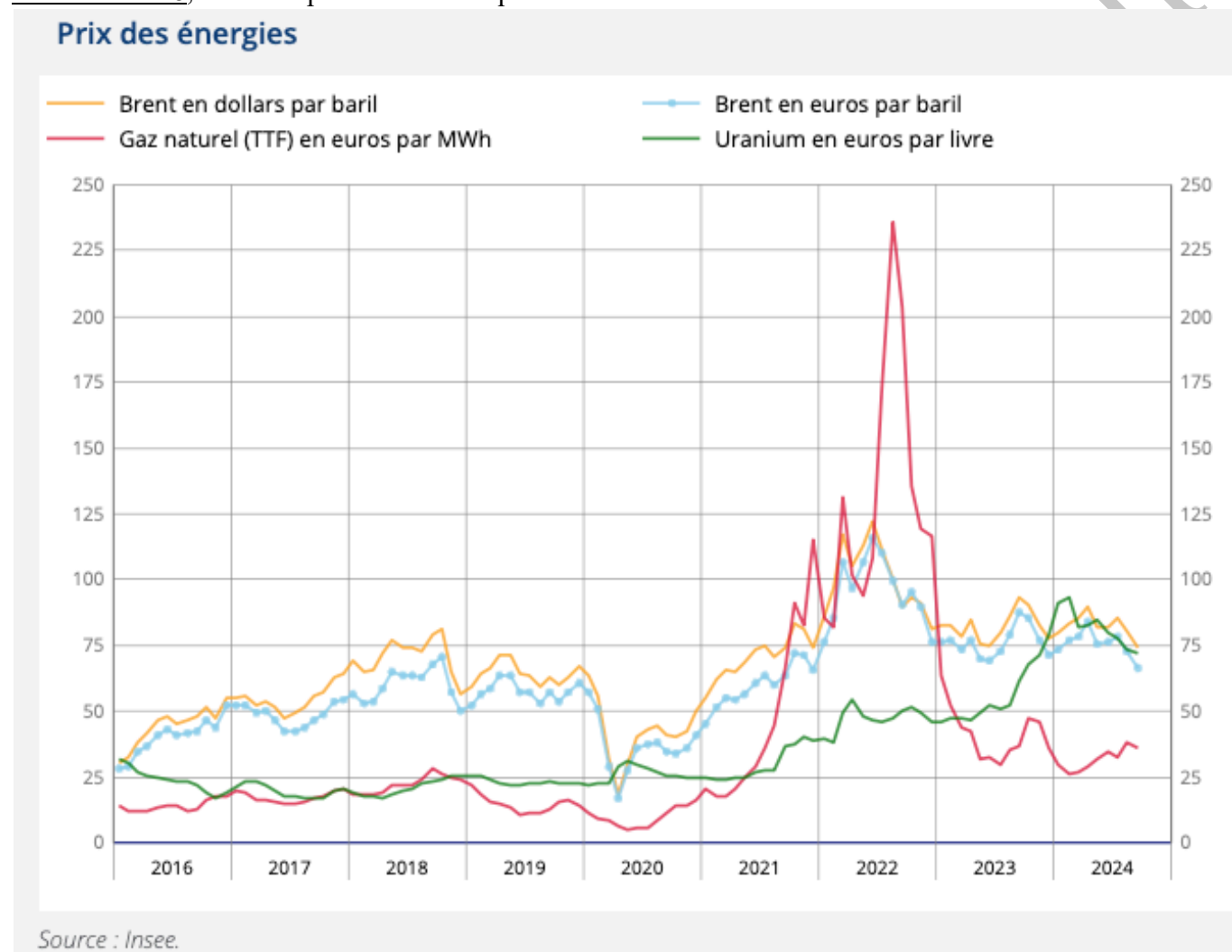
Le Conseil des gouverneurs continuera de faire preuve de flexibilité dans le réinvestissement des remboursements des titres arrivant à échéance détenus dans le portefeuille du PEPP, afin de contrer les risques liés à la pandémie qui pèsent sur le mécanisme de transmission de la politique monétaire.

Opérations de refinancement

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

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

Le vendredi 18, l'INSEE publie la statistique suivante :



Le mardi 22, Eurostat publie plusieurs statistiques importantes :

Données du déficit et de la dette pour la zone euro et l'UE



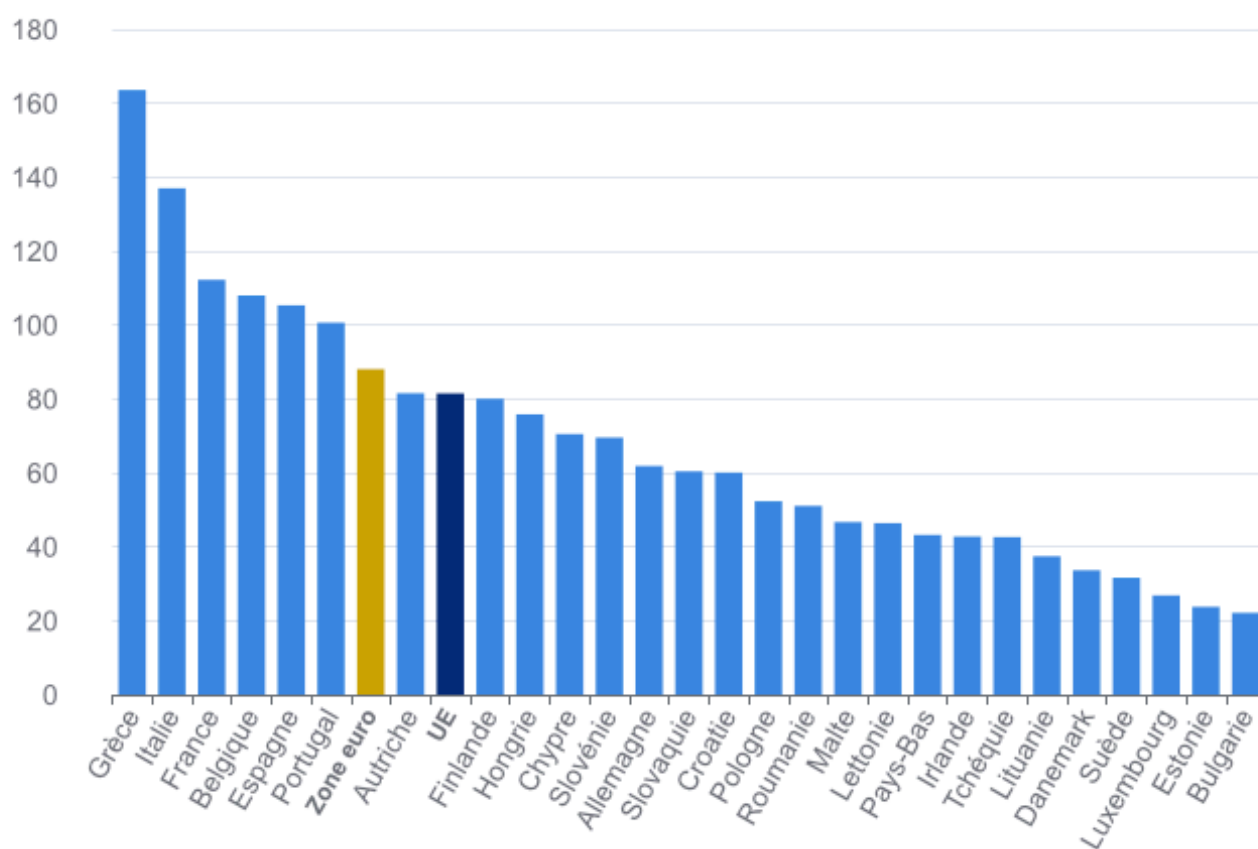
		2020	2021	2022	2023
Zone euro					
PIB prix du marché (pm)	(millions euro)	11 615 193	12 612 909	13 724 008	14 594 602
Déficit public (-) / excédent (+)	(millions euro)	-811 249	-642 415	-474 222	-521 399
	% du PIB	-7,0	-5,1	-3,5	-3,6
Dépenses publiques	% du PIB	53,6	52,0	50,0	49,5
Recettes publiques	% du PIB	46,6	46,9	46,5	45,9
Dette publique	(millions euro)	11 206 265	11 834 840	12 282 836	12 749 160
	% du PIB	96,5	93,8	89,5	87,4
UE					
PIB prix du marché (pm)	(millions euro)	13 580 273	14 794 357	16 143 727	17 193 753
Déficit public (-) / excédent (+)	(millions euro)	-907 318	-682 522	-518 040	-600 223
	% du PIB	-6,7	-4,6	-3,2	-3,5
Dépenses publiques	% du PIB	52,9	51,1	49,2	49,0
Recettes publiques	% du PIB	46,2	46,5	46,0	45,5
Dette publique	(millions euro)	12 150 032	12 828 561	13 313 682	13 895 588
	% du PIB	89,5	86,7	82,5	80,8

En fonction de la dette publique des administrations publiques :

France					
PIB pm	(millions euro)	2 318 276	2 508 102	2 655 435	2 822 455
Déficit public (-) / excédent (+)	(millions euro)	-207 084	-165 149	-125 774	-154 845
	(% du PIB)	-8,9	-6,6	-4,7	-5,5
Dépenses publiques	(% du PIB)	61,7	59,5	58,4	57,0
Recettes publiques	(% du PIB)	52,8	52,9	53,7	51,6
Dettes publiques	(millions euro)	2 662 105	2 826 726	2 953 624	3 101 376
	(% du PIB)	114,8	112,7	111,2	109,9
pour mémoire: prêts intergouvernementaux	(millions euro)	51 380	51 150	50 228	48 993
	(% du PIB)	2,2	2,0	1,9	1,7

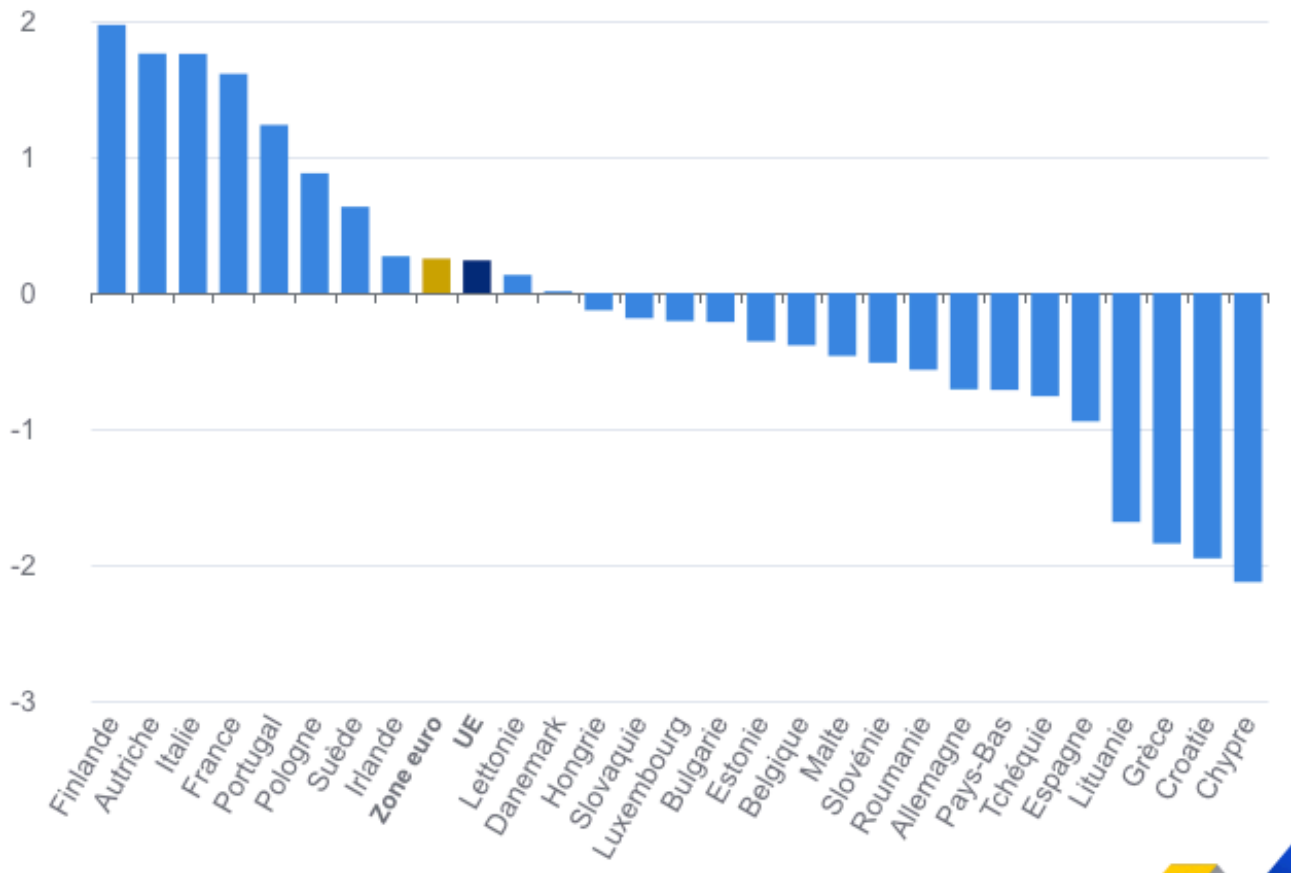
Ratio dette publique/PIB, 2024T2

En pourcentage



Variations du ratio dette publique/PIB, 2024T2 par rapport à 2024T1

En points de pourcentage



Dette des administrations publiques par Etat membre



Dette brute des administrations publiques									
Millions de monnaie nationale					% du PIB			Variation en pp du PIB, 2024T2 ^P par rapport à:	
		2023T2	2024T1 ^P	2024T2 ^P	2023T2	2024T1 ^P	2024T2 ^P	2023T2	2024T1 ^P
Zone euro	EUR	12 623 935	12 936 978	13 095 638	88,8	87,8	88,1	-0,7	0,3
UE	EUR	13 712 980	14 113 267	14 300 832	81,9	81,3	81,5	-0,4	0,2
Belgique	EUR	604 353	638 812	643 098	105,7	108,4	108,0	2,3	-0,4
Bulgarie	BGN	38 380	42 160	42 808	21,5	22,4	22,1	0,7	-0,2
Tchéquie	CZK	3 150 740	3 337 526	3 321 079	42,6	43,4	42,6	0,0	-0,8
Danemark	DKK	984 187	939 741	949 202	34,4	33,6	33,7	-0,7	0,0
Allemagne	EUR	2 595 555	2 639 393	2 635 103	63,6	62,6	61,9	-1,7	-0,7
Estonie	EUR	7 167	9 233	9 162	19,0	24,1	23,8	4,7	-0,4
Irlande	EUR	223 081	215 843	216 935	42,4	42,5	42,8	0,4	0,3
Grèce	EUR	369 346	368 365	369 442	172,5	165,4	163,6	-8,9	-1,8
Espagne	EUR	1 570 119	1 614 710	1 626 065	108,8	106,3	105,3	-3,5	-0,9
France	EUR	3 053 172	3 159 531	3 228 411	111,3	110,6	112,2	0,9	1,6
Croatie	EUR	47 941	49 594	49 158	65,8	62,0	60,1	-5,7	-2,0
Italie	EUR	2 854 203	2 899 178	2 952 894	137,7	135,2	137,0	-0,7	1,8
Chypre	EUR	24 510	23 087	22 852	80,5	72,6	70,5	-10,0	-2,1
Lettonie	EUR	15 985	18 046	18 193	42,3	46,3	46,4	4,1	0,1
Lituanie	EUR	26 792	29 226	28 343	37,7	39,1	37,4	-0,2	-1,7
Luxembourg	EUR	22 210	21 640	21 718	28,2	27,1	26,8	-1,3	-0,2
Hongrie	HUF	52 773 257	58 288 378	59 557 092	74,9	76,0	75,8	0,9	-0,1
Malte	EUR	9 172	10 000	10 084	47,3	47,2	46,7	-0,6	-0,5
Pays-Bas	EUR	470 162	475 823	475 205	45,4	43,9	43,2	-2,2	-0,7
Autriche	EUR	366 445	383 713	394 780	78,5	79,8	81,6	3,1	1,8
Pologne	PLN	1 581 811	1 772 039	1 824 504	48,3	51,5	52,3	4,1	0,9
Portugal	EUR	278 905	269 638	276 719	108,8	99,4	100,6	-8,1	1,2
Roumanie	RON	724 567	845 528	860 398	48,8	51,6	51,1	2,2	-0,6
Slovénie	EUR	42 629	45 472	45 468	70,0	70,1	69,6	-0,5	-0,5
Slovaquie	EUR	69 008	75 939	76 906	59,4	60,6	60,4	1,0	-0,2
Finlande	EUR	203 719	213 613	219 326	74,9	78,1	80,0	5,2	2,0
Suède	SEK	1 892 965	1 941 355	2 002 734	31,2	31,0	31,6	0,4	0,6
Norvège	NOK	1 791 897	2 132 397	2 229 137	32,1	42,1	43,4	11,3	1,3

^P Données provisoires

Possibles écarts dus aux arrondis.

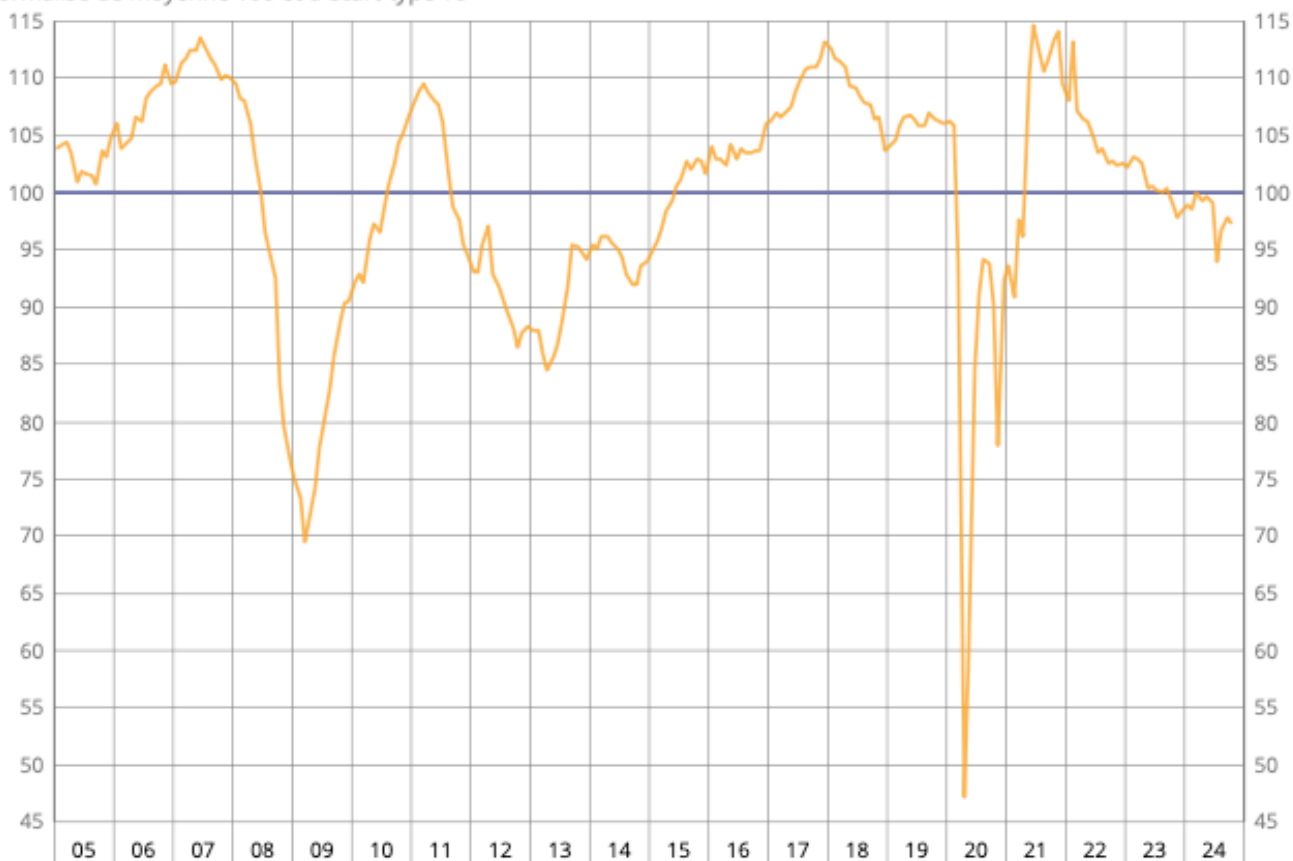
Données sources: gov_10g_ggdebt

eurostat 

Le jeudi 24, l'INSEE publie la statistique suivante :

Indicateur du climat des affaires France

normalisé de moyenne 100 et d'écart-type 10



Source : Insee

Le jeudi 24, publication des indices PMI Flash Composite HCOB pour la France et pour la zone euro :

- *Pour la France :*

Points clés :

L'indice PMI Flash composite HCOB de l'activité globale en France s'est replié à 47,3 en octobre (48,6 en septembre), un plus bas de 9 mois.

L'indice PMI Flash HCOB de l'activité de services en France s'est replié à 48,3 en octobre (49,6 en septembre), un plus bas de 7 mois.

L'indice PMI Flash HCOB de la production manufacturière en France s'est replié à 42,5 en octobre (44,0 en septembre), un plus bas de 9 mois.

L'indice PMI Flash HCOB de l'industrie manufacturière en France s'est replié à 44,5 en octobre (44,6 en septembre), un plus bas de 2 mois.

Données recueillies du 10 au 22 octobre

Commentaire. Le Dr Tariq Kamal Chaudhry, économiste à la Hamburg Commercial Bank, commente ainsi les derniers résultats de l'enquête PMI Flash pour la France :

« Confrontée aux mêmes difficultés que celles qui ont entravé sa reprise aux cours des derniers mois, l'économie française reste engluée dans la contraction en début de quatrième trimestre. L'indice PMI Flash HCOB s'inscrit en effet à 47,3, signalant ainsi une nouvelle baisse de l'activité du secteur privé en octobre. Malgré les élections anticipées organisées au début de l'été, l'incertitude continue de peser sur les perspectives économiques. Le premier ministre, Michel Barnier, ne dispose que d'une faible majorité politique, et les difficultés à faire adopter la loi de finances pour 2025 ainsi que l'absence de stratégie précise pour infléchir la dette et rétablir les finances publiques, nécessaire à un rebond de la confiance des entreprises, contribuent à affaiblir les perspectives d'activité. Notre modèle HCOB de prévision

immédiate ne suggère, pour l'heure, qu'une croissance modeste du PIB français au quatrième trimestre. Les pressions se font ainsi de plus en plus fortes sur le gouvernement français afin d'adopter urgemment les mesures indispensables pour stabiliser l'économie et remédier aux déséquilibres budgétaires.

Le secteur manufacturier français demeure profondément ancré en récession, comme le confirme, à 44,5, l'estimation flash de l'indice PMI du mois d'octobre pour ce secteur. Le seul point positif lié à la faiblesse prolongée de l'industrie est l'amorce d'une baisse des coûts des fabricants. La demande continue toutefois de se dégrader et les perspectives d'activité restent défavorables en ce début de quatrième trimestre, les nouvelles commandes, y compris celles en provenance de l'étranger, ne montrant aucun signe de reprise. Les participants à l'enquête anticipent ainsi de nouveau un recul de leur production dans les douze prochains mois. Le secteur manufacturier français aurait grand besoin, pour porter son éventuelle reprise, d'investissements ciblés ainsi que d'une plus grande stabilité politique dans le pays.

Parallèlement, le secteur des services reste confronté à une conjoncture difficile en octobre, l'estimation avancée de l'indice PMI se maintenant en effet, à 48,3, en territoire négatif. Malgré la faiblesse continue de l'activité dans le secteur, les tensions sur les coûts des entreprises se maintiennent. Les perspectives sont en outre mitigées : à court terme, la conjoncture devrait se dégrader sous l'effet de la faiblesse continue des nouvelles affaires (sur les marchés intérieurs comme à l'étranger) et de la poursuite du recul de l'emploi ; une lueur d'espoir persiste cependant, les entreprises interrogées demeurant optimistes quant à une croissance de leur activité dans les douze prochains mois, tendance suggérant la possibilité d'une reprise à plus long terme dans le secteur. »

• *Pour la zone euro :*

« Informations clés :

L'indice PMI Flash composite HCOB de l'activité globale dans la zone euro se redresse à 49,7 (49,6 en septembre). Plus haut de 2 mois.

L'indice PMI Flash HCOB de l'activité de services dans la zone euro se replie à 51,2 (51,4 en septembre). Plus bas de 8 mois.

L'indice PMI Flash HCOB de la production manufacturière dans la zone euro se redresse à 45,5 (44,9 en septembre). Plus haut de 2 mois.

L'indice PMI Flash HCOB de l'industrie manufacturière dans la zone euro se redresse à 45,9 (45,0 en septembre). Plus haut de 5 mois.

Données recueillies du 10 au 22 octobre

Commentaire. Le Dr. Cyrus de la Rubia, Chef économiste à Hamburg Commercial Bank, commente ainsi les derniers chiffres de l'enquête PMI Flash :

« La zone euro est toujours dans l'impasse. L'économie de la région s'est en effet très légèrement contractée pour un deuxième mois consécutif en octobre, la faible croissance du secteur des services n'ayant pas totalement suffi à compenser la nouvelle contraction du secteur manufacturier. A l'échelon national, une modération de la baisse de l'activité globale en Allemagne a permis d'atténuer l'impact d'une accélération de la contraction en France. Pour l'heure, il est difficile de savoir si l'on doit s'attendre à une amélioration ou à une nouvelle détérioration de la conjoncture de la région dans les prochains mois.

La croissance du secteur des services s'est poursuivie en octobre, permettant de maintenir l'économie de la zone de la monnaie unique à un niveau proche de la stagnation. La hausse de l'activité des prestataires de services n'a toutefois été que modeste et une accélération de la croissance dans les mois à venir paraît peu probable compte-tenu d'un recul des nouvelles affaires au cours du mois et d'une sixième baisse mensuelle consécutive du volume des affaires en attente. Pour la première fois depuis le début de l'année 2021, l'emploi a en outre quasiment stagné. Reste à savoir si la hausse des salaires, conjuguée à un recul de l'inflation, permettra de relancer les dépenses de consommation, ce qui donnerait au secteur l'élan dont il a grandement besoin.

Pour la Banque centrale européenne, ces toutes dernières données PMI ne sont guère rassurantes. La hausse des prix devrait conserver un rythme soutenu dans le secteur des services, comme le suggère l'accélération de l'inflation des prix payés et des prix facturés en octobre, très probablement liée à la persistance de fortes tensions sur les salaires, particulièrement prévalentes dans le secteur des services.

Au vu de cette situation, la BCE devrait réduire ses taux directeurs de seulement 25 points de base en décembre, au lieu des 50 points de base auparavant anticipés. »

Les mercredi 30 et jeudi 31, publication par Eurostat de statistiques sur le taux de croissance en zone euro et dans l'UE ainsi que les taux de chômage et d'inflation :

Taux de croissance du PIB en volume publiés

jusqu'au troisième trimestre 2024

(basés sur des données corrigées des variations saisonnières*)



	Pourcentage de variation par rapport au trimestre précédent				Pourcentage de variation par rapport au même trimestre de l'année précédente			
	2023T4	2024T1	2024T2	2024T3	2023T4	2024T1	2024T2	2024T3
Zone euro	0,1	0,3	0,2	0,4	0,1	0,5	0,6	0,9
UE	0,1	0,3	0,3	0,3	0,4	0,6	0,8	0,9
Belgique	0,3	0,3	0,3	0,2	0,6	0,8	0,9	1,0
Tchéquie	0,3	0,4	0,4	0,3	0,0	0,4	0,6	1,3
Allemagne	-0,4	0,2	-0,3	0,2	-0,2	-0,1	-0,2	-0,2
Irlande	-1,7	0,6	-1,0	2,0	-9,9	-4,1	-4,1	-0,2
Espagne	0,7	0,9	0,8	0,8	2,3	2,6	3,2	3,4
France	0,5	0,2	0,2	0,4	1,3	1,5	1,0	1,3
Italie	0,0	0,3	0,2	0,0	0,3	0,3	0,6	0,4
Lettonie	-0,6	-0,1	-0,3	-0,4	1,1	0,1	-0,2	-1,4
Lituanie	-0,3	1,1	0,3	1,1	0,7	2,7	1,5	2,3
Hongrie	-0,3	0,4	-0,2	-0,7	0,6	1,6	1,3	-0,7
Autriche	-0,5	0,2	0,0	0,3	-2,4	-1,5	-1,2	-0,1
Portugal	0,8	0,6	0,2	0,2	2,1	1,4	1,6	1,9
Suède**	-0,3	0,7	-0,3	-0,1	-0,4	0,9	0,5	-0,1

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

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

Données sources: [namq_10_gdp](#)

eurostat

Chômage total corrigé des variations saisonnières



	Taux (%)					Nombre de personnes (en milliers)				
	2023	2024				2023	2024			
	Sep	Juin	Juil	Août	Sep	Sep	Juin	Juil	Août	Sep
Zone euro	6,6	6,4	6,4	6,3	6,3	11 214	11 081	10 972	10 871	10 884
UE	6,1	6,0	6,0	5,9	5,9	13 268	13 169	13 094	12 981	13 042
Belgique	5,4	5,5	5,4	5,4	5,5	287	293	289	288	294
Bulgarie	4,4	4,0	4,0	4,0	4,0	135	122	123	123	122
Tchéquie	2,6	2,7	2,7	2,7	2,8	136	139	139	140	145
Danemark	4,7	6,2	5,9	5,9	6,4	149	202	193	193	211
Allemagne	3,1	3,5	3,5	3,5	3,5	1 361	1 555	1 560	1 556	1 547
Estonie	6,7	7,4	7,8	7,6	7,6	49	56	59	58	58
Irlande	4,5	4,5	4,7	4,4	4,3	127	128	136	125	124
Grèce	10,7	9,4	9,8	9,5	9,3	504	443	457	445	438
Espagne	12,0	11,5	11,4	11,3	11,2	2 910	2 816	2 797	2 762	2 744
France	7,4	7,5	7,5	7,5	7,6	2 276	2 349	2 346	2 350	2 379
Croatie	6,0	5,0	5,0	4,9	4,8	104	88	87	86	84
Italie	7,7	6,8	6,3	6,1	6,1	1 975	1 731	1 612	1 567	1 552
Chypre	5,6	5,1	5,3	5,3	5,0	28	26	27	27	26
Lettonie	6,6	6,9	6,9	7,0	6,9	63	65	65	66	65
Lituanie	7,2	7,2	8,0	7,9	7,9	111	115	124	127	123
Luxembourg	5,5	5,8	5,8	5,9	5,9	19	20	20	20	20
Hongrie	4,1	4,3	4,4	4,4	4,5	203	212	215	217	220
Malte	3,6	3,0	2,9	3,0	3,0	11	10	9	10	10
Pays-Bas	3,7	3,6	3,6	3,7	3,7	371	370	370	374	377
Autriche	5,3	5,2	5,1	5,3	5,6	251	248	239	252	267
Pologne	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	510	509	507	511	513
Portugal	6,6	6,5	6,5	6,4	6,4	356	349	349	346	352
Roumanie	5,6	5,1	5,4	5,5	5,5	455	431	451	452	451
Slovénie	3,7	3,5	3,4	3,3	3,4	38	36	34	34	35
Slovaquie	5,8	5,3	5,3	5,3	5,2	159	147	147	146	145
Finlande	7,4	8,4	8,4	8,4	8,4	211	239	239	239	238
Suède	7,9	8,4	8,4	8,5	8,5	450	481	483	485	487
Islande	3,6	3,1	3,1	:	:	8	8	7	:	:
Norvège	3,6	4,0	4,0	4,0	4,0	108	120	120	120	120
Suisse	4,2	4,2	:	:	:	212	215	:	:	:
États-Unis	3,8	4,1	4,3	4,2	4,1	6 279	6 807	7 104	7 070	6 785

Taux d'inflation (%) mesurés par les IPCH



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

e estimation

Données sources: [prc_hicp_manr](#)

eurostat

Également le jeudi 31, Anis Bensaidani (BNP-Paribas) propose un article intéressant sur les enjeux à la veille de l'élection présidentielle américaine qui va se dérouler dans les prochains jours :

« L'élection présidentielle du 5 novembre est associée à des enjeux économiques sous-jacents mais potentiellement déterminants.

Aspects politiques : Le scrutin oppose la vice-présidente Kamala Harris (démocrate) à l'ancien président Donald Trump (républicain). Le mandat du vainqueur débutera le 20 janvier 2025. Le scrutin s'annonce particulièrement disputé, malgré un momentum de fin de campagne en faveur de Donald Trump. Dans le même temps, les électeurs se prononceront sur la composition du futur Congrès, dont l'impact sera majeur sur la marge de manœuvre de la nouvelle administration.

Contexte économique : Le vote intervient sur fond d'apparente puissance renforcée de l'économie. Celle-ci s'illustre par de solides performances macro-économiques, malgré les chocs récents, qui semblent augurer d'un atterrissage en douceur. Néanmoins, les hausses passées de prix et de taux continuent de peser sur le moral des agents.

Enjeux économiques :

- Relations économiques internationales : le scrutin n'enrayera pas la tendance à la déglobalisation. Les deux camps s'inscrivent dans des réflexes protectionnistes et interventionnistes.
- Régulation et environnement : la volonté de déréglementation de Trump s'oppose à la promesse de Harris de s'attaquer aux pratiques monopolistiques. La question environnementale marque un clivage plus net entre les candidats. Trump souhaite notamment remettre en cause le soutien aux énergies renouvelables et faciliter l'exploitation des énergies fossiles.

- Politique budgétaire : les projets de Trump et de Harris sont opposés en matière de taxation et de public ciblé. Cependant, les deux sont jugés générateurs de dette additionnelle, malgré l'évidente détérioration des finances publiques. L'hypothèse Trump est associée au risque le plus important, du simple au double.
- Réserve fédérale : Une atteinte à l'indépendance de la Fed, suggérée par Trump, nuirait à sa crédibilité, avec des conséquences néfastes pour le mandat dual et l'attractivité des titres américains.

Impact pour le reste du monde : Le risque principal est lié à un renchérissement du dollar américain et des taux d'intérêt. La politique promue par Trump est susceptible d'accroître les rendements obligataires américains (surcroît de dette) et l'inflation (restriction de l'offre, tarifs douaniers), cette dernière amenant la Fed à relever ses taux. Il en résulterait des conditions financières resserrées pour le reste du monde, pesant sur la croissance et les comptes publics ».

- Novembre 2024 ->

Le vendredi 1^{er}, l'économiste David Cayla publie un article critique sur le rapport Draghi, à trouver à l'adresse : <https://www.atterres.org/mario-draghi-larchitecte-des-illusions/>

Le lundi 4, dans la même publication de BNP-Paribas, l'édito dresse un « état du commerce mondial à l'orée de l'élection présidentielle américaine » :

« L'issue des élections présidentielles américaines du 5 novembre décidera de l'ampleur du virage protectionniste emprunté outre-Atlantique. Pour autant, les exportations mondiales ont jusqu'à présent bien résisté à la hausse des barrières tarifaires. D'ici la fin de la décennie, le FMI prévoit une croissance des exportations de biens similaire voire légèrement supérieure à celle du PIB mondial. Le durcissement des mesures protectionnistes affectera la croissance globale, mais les effets sur le commerce mondial seront plus nuancés.

En cas de hausse généralisée des droits de douane - une promesse de campagne du candidat Donald Trump - et hormis la Chine qui subirait des hausses de taxe encore plus importantes, les pays les plus directement affectés seront d'abord, et avant tout, les pays limitrophes ou géographiquement proches des États-Unis (cf. *tableau 1*). Parmi les grandes économies mondiales, le Canada et le Mexique, qui exportent plus de la moitié de leurs biens vers les États-Unis seraient les plus touchés. Viendraient ensuite les pays d'Amérique centrale (Honduras, Costa Rica), puis ceux d'Amérique du Sud. Les grands partenaires commerciaux des États-Unis dans la zone Asie-Pacifique (en particulier Taiwan et Corée du Sud, mais aussi l'Australie et le Japon) – qui exportent, pour leur part, plus de 10% de leurs biens vers le pays – seraient le deuxième bloc défavorisé. En Europe, l'Irlande, les Pays-Bas et le Royaume-Uni exportent tous les trois également plus que la moyenne mondiale (entre 8 et 9%) vers les États-Unis. La France, l'Espagne et l'Allemagne sont proches de la moyenne européenne (5,3%), tandis que les pays d'Europe de l'Est sont les moins exposés au sein du Vieux Continent.

PART DES EXPORTATIONS VERS LES ÉTATS-UNIS POUR UNE SÉLECTION DE PAYS* (JUIN 2024)

Part des exportations vers les US > 50%

	% PIB		% PIB
Mexique	25,06	Canada	17,54

Part des exportations vers les US 30-49%

	% PIB		% PIB
Honduras	27,81	Costa Rica	14,30
Jamaïque	18,64	Guatemala	11,19
El Salvador	15,46	Colombie	5,60

Part des exportations vers les US 20-29%

	% PIB		% PIB
Equateur	6,93	Chili	5,58
Paraguay	7,43	Pérou	5,10

Part des exportations vers les US 10-19%

	% PIB		% PIB
Panama	17,08	Irlande	3,19
Singapour	10,69	Qatar	2,65
Pays-Bas	8,34	Uruguay	2,69
Taiwan	5,41	Brésil	2,73
Corée du Sud	3,67	Royaume-Uni	2,37
Israël	3,05	Australie	2,20

Part des exportations vers les US 5-9%

	% PIB		% PIB
Belgique	5,78	Suisse	3,41
UAE	6,30	Maroc	3,12
Malaysie	6,13	Philippines	2,41
Lituanie	3,62	Luxembourg	2,03
Thaïlande	3,37	<i>Allemagne/France/Italie/Espagne</i>	< 2

Part des exportations vers les US < 5%

	% PIB		% PIB
Hong Kong	7,77	Malte	2,33
Viet Nam	2,82	Lettonie	2,16

* PAYS POUR LESQUELS LA PART DES EXPORTATIONS VERS LES US REPRÉSENTE AU MOINS 2% DE LEUR PIB NATIONAL.
NOTE: PIB POUR 2023 EN DOLLAR COURANT. EXPORTATIONS DE BIENS EN JUIN 2024 (CUMUL SUR DOUZE MOIS).

SOURCES: IMF DIRECTION OF TRADE STATISTICS, BANQUE MONDIALE,
CALCULS BNP PARIBAS

La « régionalisation » des échanges et le « derisking » soutiendront le commerce mondial

Il convient toutefois de prendre du recul et d'observer que, malgré la montée des mesures protectionnistes et des tensions géopolitiques à travers le monde, les exportations mondiales de biens se sont maintenues sur une trajectoire ascendante, portée jusqu'ici par les pays émergents et par la résilience de la demande aux États-Unis (cf. *graphique 1*). Les coûts du fret maritime ont significativement reculé par rapport à leurs niveaux atteints au milieu de l'été et ils ont constitué un soutien supplémentaire au volume des échanges.^[1] Certes, les dynamiques sont beaucoup plus contrastées en Europe, du fait du ralentissement économique au sein du bloc des 27 et de la baisse de leurs exportations vers la Chine.

EXPORTATIONS MONDIALES EN VOLUME



GRAPHIQUE 1

SOURCES : CPB

PRÉVISIONS DE CROISSANCE DU FMI (OCTOBRE 2024)



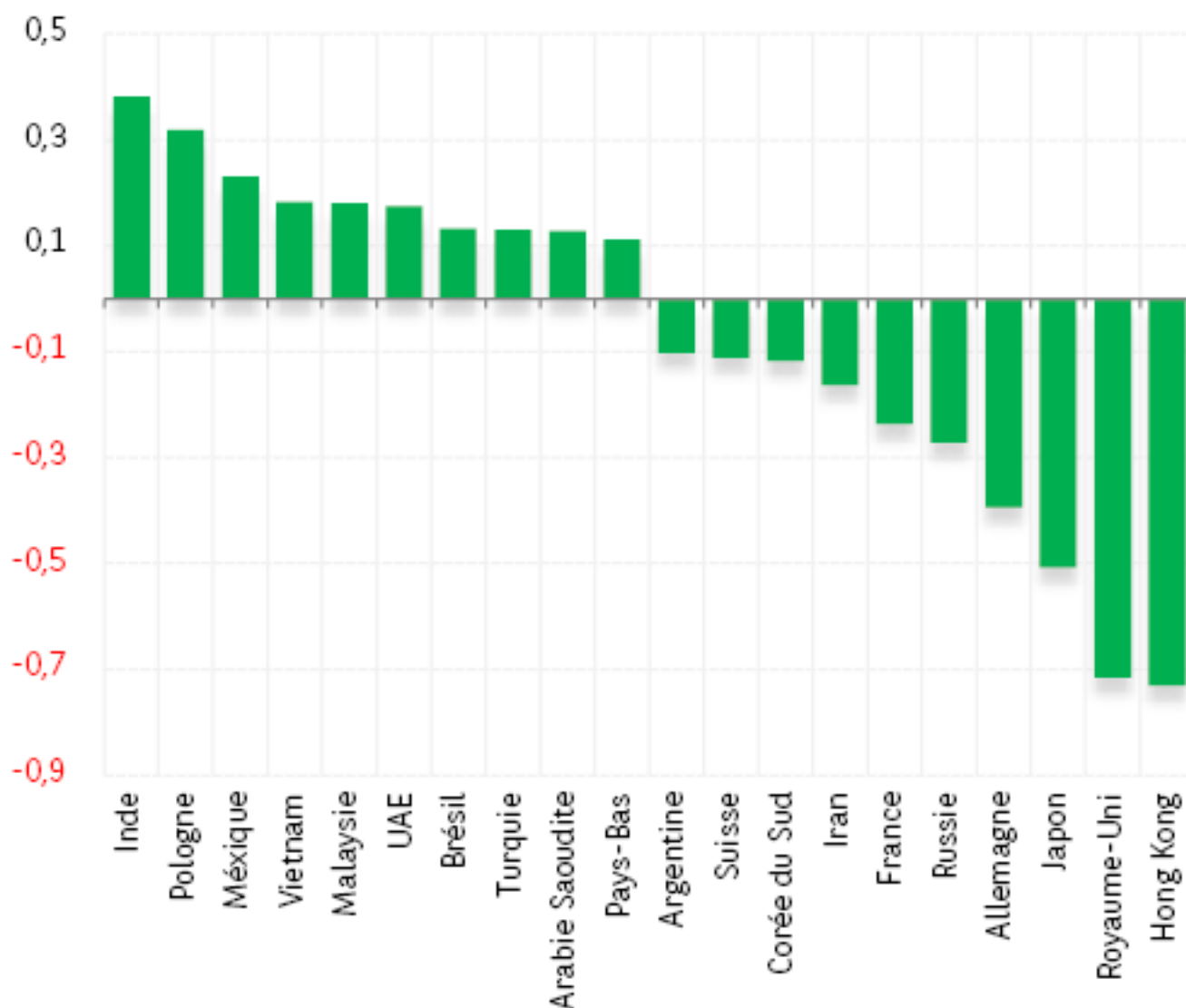
GRAPHIQUE 2

SOURCES : FMI (WEO), BNP PARIBAS

Dans leurs prévisions d'octobre 2024, le FMI et l'OMC s'accordent néanmoins pour dire que la croissance du commerce mondial conserverait un élan solide en 2025, égale ou supérieure à 3%.[2] De manière plus significative encore, le FMI prévoit sur la période 2026-2029 une augmentation cumulée des exportations de biens en volume à hauteur de 13,9%, un chiffre légèrement supérieur à la croissance du PIB mondial, qui s'élèverait à 13,2% (cf. *graphique 2*). Dans un contexte de hausse globale des mesures protectionnistes, ces chiffres sont remarquables. Par ailleurs, si la part des exportations de services dans les échanges mondiaux est vouée à croître, ses effets d'entraînement et de complémentarité avec les biens, alimenteront la demande pour ces derniers.[3]

Ainsi plutôt qu'une démondialisation au sens d'une rétractation des échanges internationaux, c'est vers une plus grande régionalisation des échanges que l'économie mondiale semble se diriger.[4] D'ailleurs, la politique de *derisking* (« atténuation des risques ») préconisée par les États-Unis et l'Union européenne, qui vise à diversifier les partenaires commerciaux tout en renforçant la production d'activités stratégiques sur le territoire national (semiconducteurs, batteries électriques, terres rares), alimentera ce phénomène de régionalisation. Concrètement, cela pourrait se traduire par le renforcement des dynamiques actuelles. Celles-ci sont caractérisées par l'affirmation, au sein des chaînes de production mondiales, de pays industriels de taille intermédiaire, proches ou intégrés aux grands pôles économiques régionaux et bénéficiant de coûts de main d'œuvre relativement moins élevés : l'Inde pour l'Asie du Sud-Est, le Vietnam et la Malaisie pour l'Asie orientale, la Pologne et la Turquie pour l'Europe, le Mexique pour l'Amérique du Nord. Autrement dit, la captation de parts de marché par ces pays depuis 2018 – année marquant le durcissement des sanctions américaines envers la Chine – au détriment des pays industriels « traditionnels » européens (Allemagne, Royaume-Uni) et asiatiques (Japon, Corée du sud, Hong Kong) s'accentuerait (cf. *graphique 3*).

en pp Variation de la part des exportations mondiales depuis janvier 2018



GRAPHIQUE 3

SOURCES : IMF DOTS, CALCULS BNP PARIBAS

C'est d'autant plus probable que les entreprises chinoises entendent renforcer leurs investissements directs sur ces territoires dans le but d'accentuer leurs ancrages locaux et de contourner les barrières aux exportations auxquelles elles font face. Ce durcissement envers les exportations chinoises n'est pas exclusif aux économies avancées. Un nombre croissant de pays au sein des émergents introduisent des mesures similaires dans le but, eux aussi, de protéger leur tissu industriel face à la concurrence accrue des industriels chinois. À cet effet, la Turquie a notamment instauré en juin 2024 une taxe de 40% sur les importations de véhicules en provenance de Chine. Le Brésil a également mis en place en octobre dernier de nouveaux droits de douane sur diverses importations (fer, acier, les câbles à fibres optiques), qui, bien que ne visant pas explicitement la Chine, affectent particulièrement cette dernière.

Pour ces pays, l'augmentation des barrières douanières entre les grandes puissances économiques constitue donc une opportunité. Elle leur permet d'attirer des capitaux étrangers et de se développer – la hausse drastique des investissements directs étrangers chinois vers la Hongrie en témoigne. Mais cela risque aussi d'alimenter les tensions politiques à l'intérieur de chaque bloc économique, surtout au sein de l'Union européenne. Entre croissance - économique et industrielle - et souveraineté économique, un équilibre est à trouver.

Jusqu'à présent, la hausse des tensions commerciales ne se traduit pas par un raccourcissement des chaînes de production mondiale mais plutôt par un allongement. Il s'explique par l'émergence de

nouveaux pays, ceux évoqués précédemment, qui viennent s'intercaler dans la chaîne de production reliant les grandes puissances économiques en « conflit direct ».[5] Cela conduit à plus d'exportations de biens intermédiaires, et *in fine* plus d'échanges au sens large, les exportations de biens intermédiaires représentant environ la moitié des échanges de biens mondiaux[6]. Si l'accroissement des mesures protectionnistes est négatif pour la croissance mondiale, leurs effets sur le dynamisme du commerce international sont plus nuancés qu'il n'y paraît.

[1] Entre la mi-août, date de son dernier point haut, et la fin octobre 2024, l'indice Freightos a reculé de 42%. Pour plus de détails, voir BNP Paribas Ecoweek, *Commerce international : portée par les pays émergents, la dynamique des exportations reste encourageante*, 15 octobre 2024.

[2] L'OMC et le FMI tablent sur une croissance des échanges de biens de respectivement 3,0% et 3,3% en 2025.

[3] Voir *Will trade in services continue to act as a buffer for euro area export growth?*, Bulletin économique de la BCE, septembre 2024.

[4] Pour une discussion précédente sur ce sujet, voir BNP Paribas EcoConjoncture, *Des chaînes d'approvisionnement plus résilientes après la pandémie de Covid-19*, 20 décembre 2021.

[5] Deux articles récents du FMI et de la Banque des règlements Internationaux (BRI) parviennent à ce même constat. Voir *Changing Global Linkages: A New Cold War?*, IMF Working paper, avril 2024. Voir aussi *Mapping the realignment of global value chains*, bulletin du BRI, octobre 2023.

[6] [info_note_2023q2_e.pdf \(wto.org\)](#).

Également le lundi 4 et le mercredi 6, publication du HCOB Indice PMI composite pour la zone euro :

• « L'indice PMI HCOB pour l'industrie manufacturière de la zone euro s'établit à 46,0 (septembre : 45,0). Plus haut de 5 mois. L'indice PMI HCOB de la production manufacturière dans la zone euro s'établit à 45,8 (septembre : 44,9). Plus haut de 2 mois. Plus faibles perspectives d'activité depuis un an. Les données ont été recueillies entre le 10 au 24 octobre 2024 ».

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

« L'aspect le plus positif des dernières données PMI HCOB consiste à ne signaler aucune aggravation de la récession qui grève le secteur manufacturier de la zone euro depuis de nombreux mois. La production et le volume des nouvelles commandes ont en effet affiché des baisses nettement moins marquées qu'en septembre. En conséquence, notre modèle de prévision immédiate du PIB, qui incorpore de nombreux indicateurs en sus des données PMI, table sur un repli de 0,1 % de la production industrielle française au quatrième trimestre.

Les stocks d'achats des fabricants ont toutefois continué de reculer à un rythme particulièrement élevé en octobre, cette tendance reflétant les répercussions persistantes de la crise du Covid-19. En effet, la croissance de l'activité achats et des stocks d'intrants avait enregistré des pics sans précédent au cours des années 2021 et 2022, et de nombreuses entreprises disposaient de stocks excédentaires de matières premières et de biens intermédiaires à l'issue de la crise. Il est donc peu surprenant que celles-ci s'abstiennent de réapprovisionner leurs stocks dans le contexte actuel d'atonie de la demande mondiale, bien que cette situation entrave la croissance économique de la région.

Parallèlement, si le maintien des tendances déflationnistes dans l'industrie manufacturière de la zone euro a contribué à alléger les tensions sur les coûts des entreprises, les fortes pressions concurrentielles, particulièrement en provenance de Chine, ont forcé ces dernières à répercuter entièrement la baisse des prix des achats sur leurs prix de vente, réduisant ainsi les marges bénéficiaires.

Malgré la faiblesse de la demande, les délais de livraison d'intrants ont augmenté pour un deuxième mois consécutif, tendance reflétant probablement l'impact des tensions géopolitiques sur les chaînes d'approvisionnement en octobre. »

•« Points clés :

Indice PMI HCOB composite de l'activité globale dans la zone euro : 50,0 (49,6 en septembre). Plus haut de 2 mois. Indice PMI HCOB de l'activité de services dans la zone euro : 51,6 (51,4 en septembre). Plus

haut de 2 mois. Stagnation de l'économie sur fond de nouveaux replis des nouvelles affaires et de l'emploi.

Données recueillies du 10 au 28 octobre 2024 ».

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

« Croissance et stabilité ne sont pas les premiers mots qui viennent à l'esprit pour décrire la conjoncture économique actuelle dans la zone euro. C'est pourtant exactement ce que le secteur des services, dont l'activité a progressé de manière continue depuis le début de l'année, a apporté au reste de l'économie, cette modeste expansion ayant permis d'éviter une récession dans la zone de la monnaie unique. Au vu de la baisse de l'inflation, conjuguée à la hausse actuelle des salaires, le niveau de la consommation des ménages devrait augmenter, et soutenir ainsi la demande de services dans les prochains mois. Nous anticipons donc un maintien de la croissance de l'activité des prestataires de services ainsi qu'une reprise des nouvelles affaires, qui ont quelque peu reculé ces deux derniers mois.

Reste à savoir toutefois si une stagnation de l'économie de la zone euro peut être évitée, compte-tenu du niveau de l'indice PMI composite en octobre (50,0). Notre modèle de prévision immédiate, s'appuyant sur les données PMI en plus de divers indicateurs, suggère une légère contraction du PIB de la région au quatrième trimestre. Une croissance demeure toutefois possible si la conjoncture du secteur manufacturier s'améliore dans les deux mois à venir, ce que les données PMI d'octobre permettent quelque peu d'espérer.

La présidente de la Banque centrale européenne, Christine Lagarde, a souligné, lors de la dernière conférence de presse de l'institution, la persistance d'une inflation relativement élevée dans le secteur des services, tendance corroborée par les données PMI sur les prix, qui ont mis en évidence en octobre une accélération de l'inflation des coûts comme des tarifs. Ce maintien d'une inflation soutenue est selon nous un problème structurel lié aux pénuries de main d'œuvre induites par la démographie de la région, celles-ci exerçant de fortes tensions sur les salaires. Dans un tel environnement, il sera difficile, voire impossible, pour la BCE d'atteindre et de maintenir de manière durable, sa cible d'inflation de 2 %.

Le mercredi 6, élection de Donald Trump à la présidence des États-Unis.

Cette élection, franche et nette, ne manque pas de susciter de nombreuses réactions, et également de craintes pour le positionnement de l'UE, pour son avenir.

Ce même mercredi 6, insensible à cette élection (mais il faut dire que Donald Trump ne prendra ses fonctions que le 20 janvier prochain), la Fed décide de poursuivre la baisse de ses taux directeurs : la baisse de 25 points amène ainsi ces taux dans une fourchette de 4,50% à 4,75%.

Le vendredi 8, publication du tableau comparatif intéressant suivant par le service de recherche économique de BNP-Paribas :

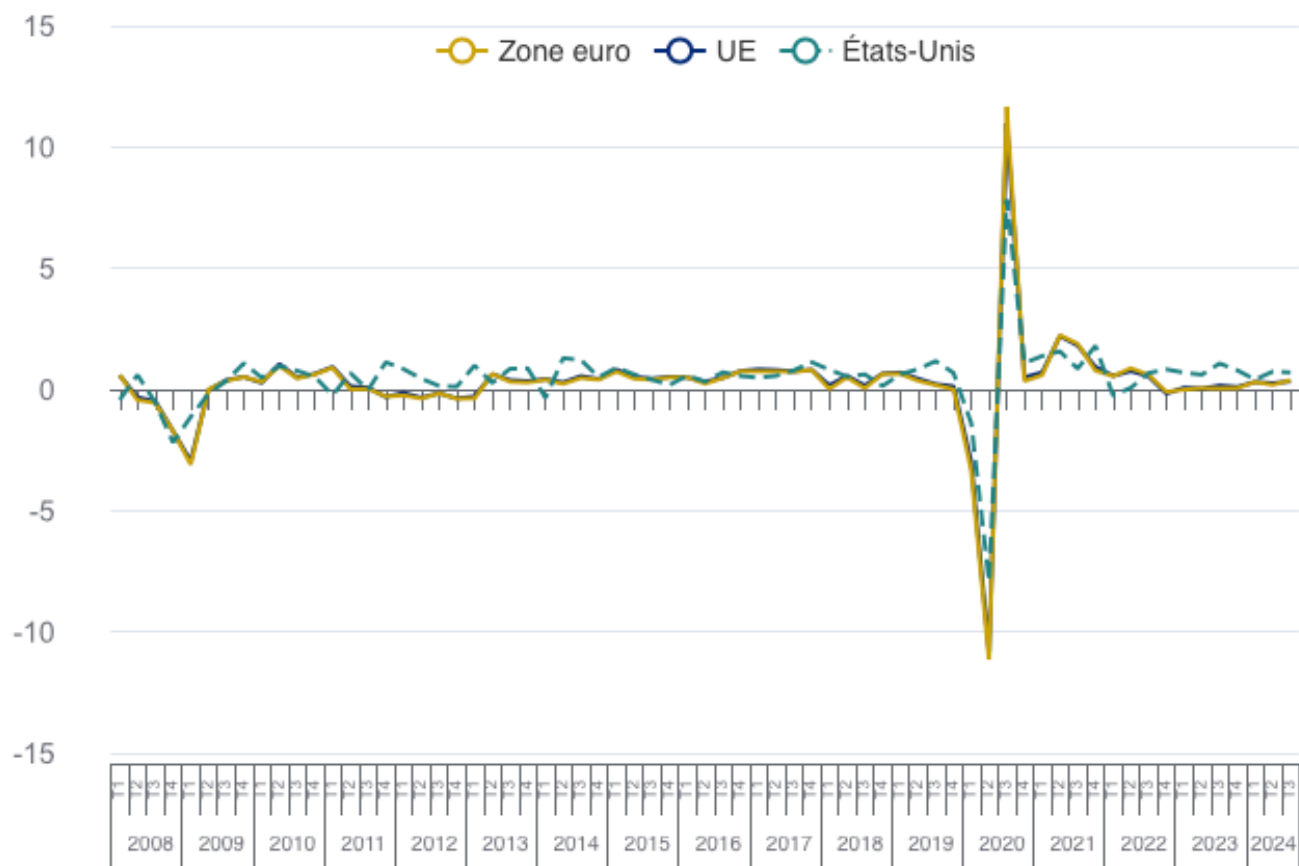
Chiffres clés		France	Allemagne	Italie	Espagne	Pays-Bas	Belgique	Zone euro
PIB annuel en valeur [EUR milliards]	2023	2.803	4.121	2.085	1.462	1.034	585	14.300
Croissance du PIB [volume, sur un an, %]	sept-24	+1.3	-0.2	+0.4	+3.4	+0.6	+1.0	+0.9
Taux d'inflation annuel [%]	oct-24	+1.5	+2.4	+1.0	+1.8	+3.3	+4.7	+2.0
Taux de chômage [harmonisé, %]	sept-24	7.6	3.5	6.1	11.2	3.7	5.5	6.3
Balance courante [12m, % PIB]	août-24	-0.5	6.4	1.0	3.1	-	-	2.8
Parts de marché à l'exportation [est. %]	2023	2.7	7.1	2.8	1.8	3.9	2.4	24.7
Excédent ou déficit [-] public [est. % PIB]	2023	-5.5	-2.5	-7.4	-3.8	-0.3	-4.4	-3.6
Dette publique [est. % PIB]	2023	110.6	63.6	137.3	107.7	46.5	105.2	90.2
Taux d'intérêt à 10a [Emprunts d'États, %]	04/11/24	3.06	2.39	3.55	3.06	2.65	2.98	-

Données de juin 2024

Le jeudi 14, Eurostat publie les statistiques suivantes :

Taux de croissance du PIB par rapport au trimestre précédent

Pourcentage de variation, basé sur des données corrigées des variations saisonnières



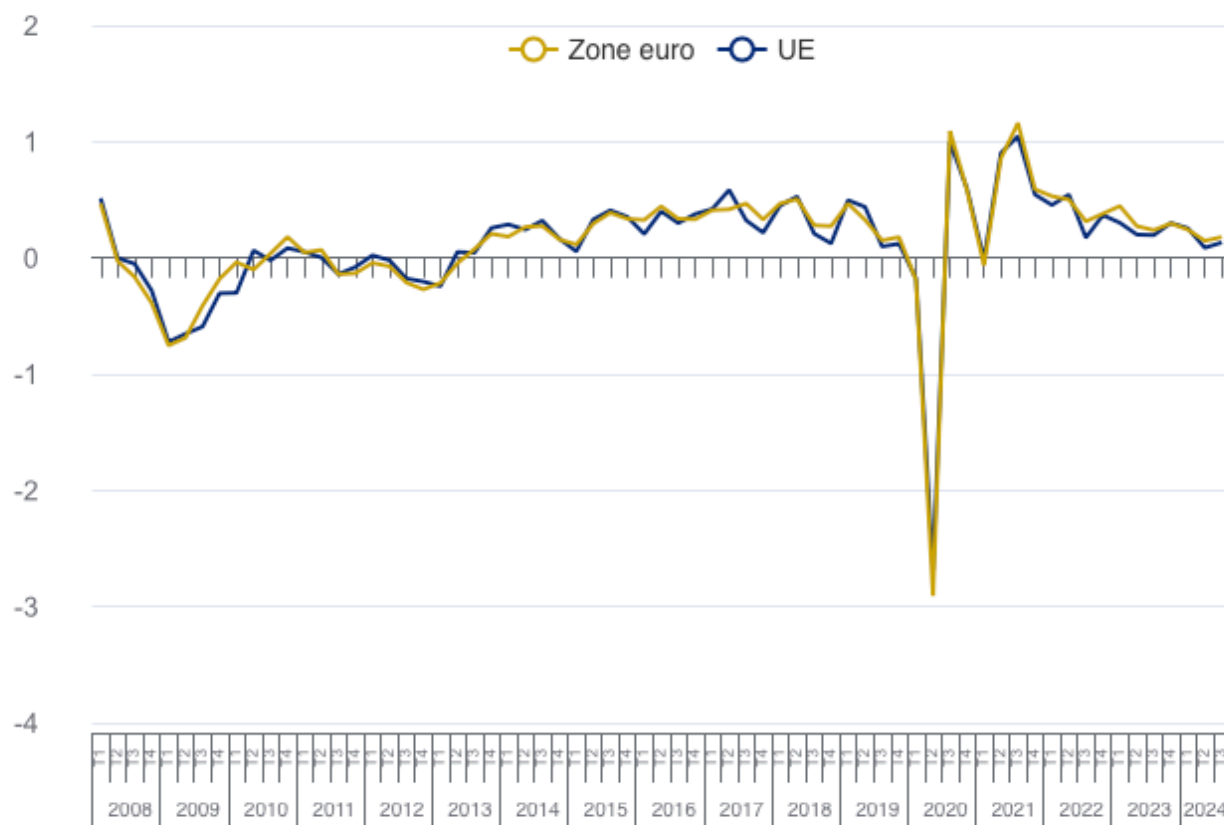
eurostat 



www.chr

Croissance de l'emploi en personnes par rapport au trimestre précédent

Pourcentage de variation, basé sur des données corrigées des variations saisonnières



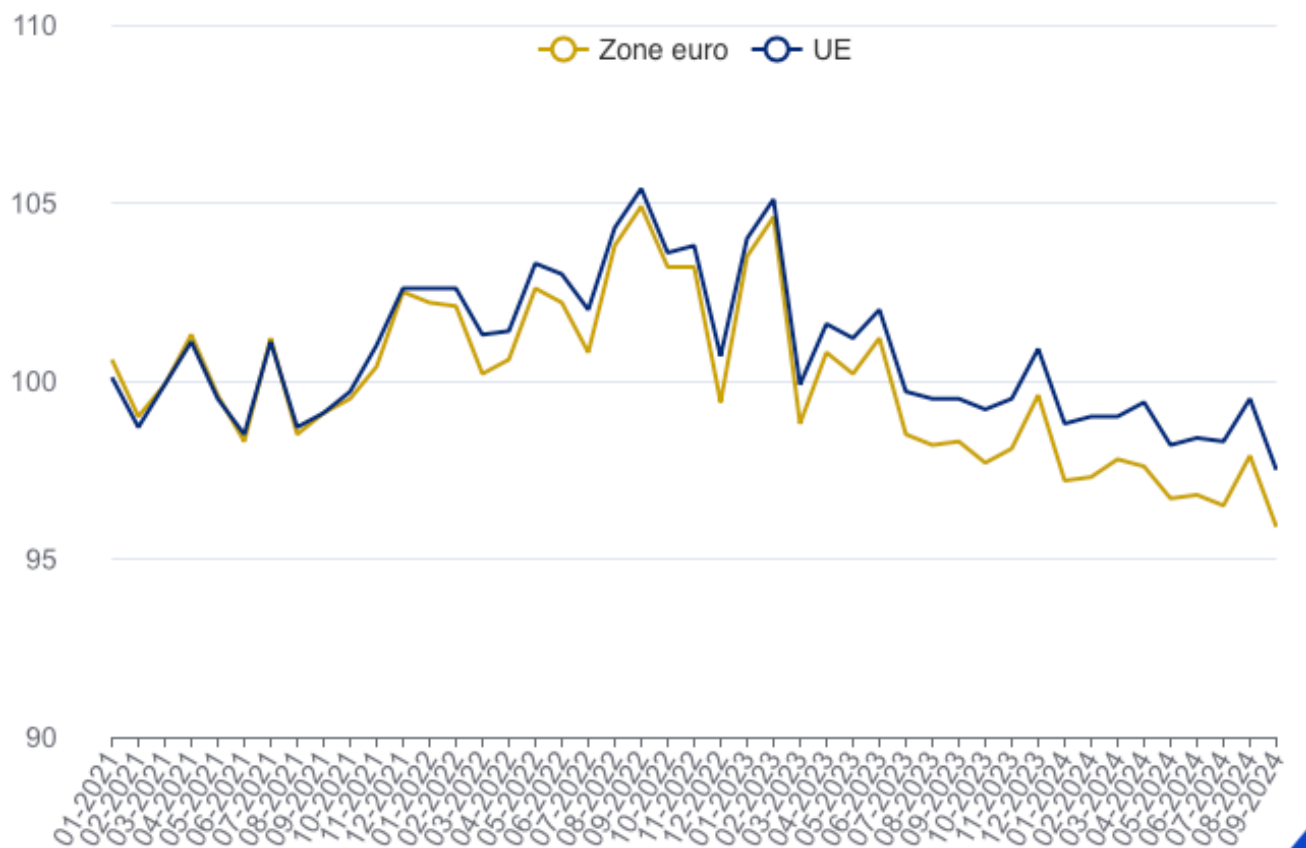
eurostat 



www.chr12

Production industrielle

2021=100, données corrigées des variations saisonnières



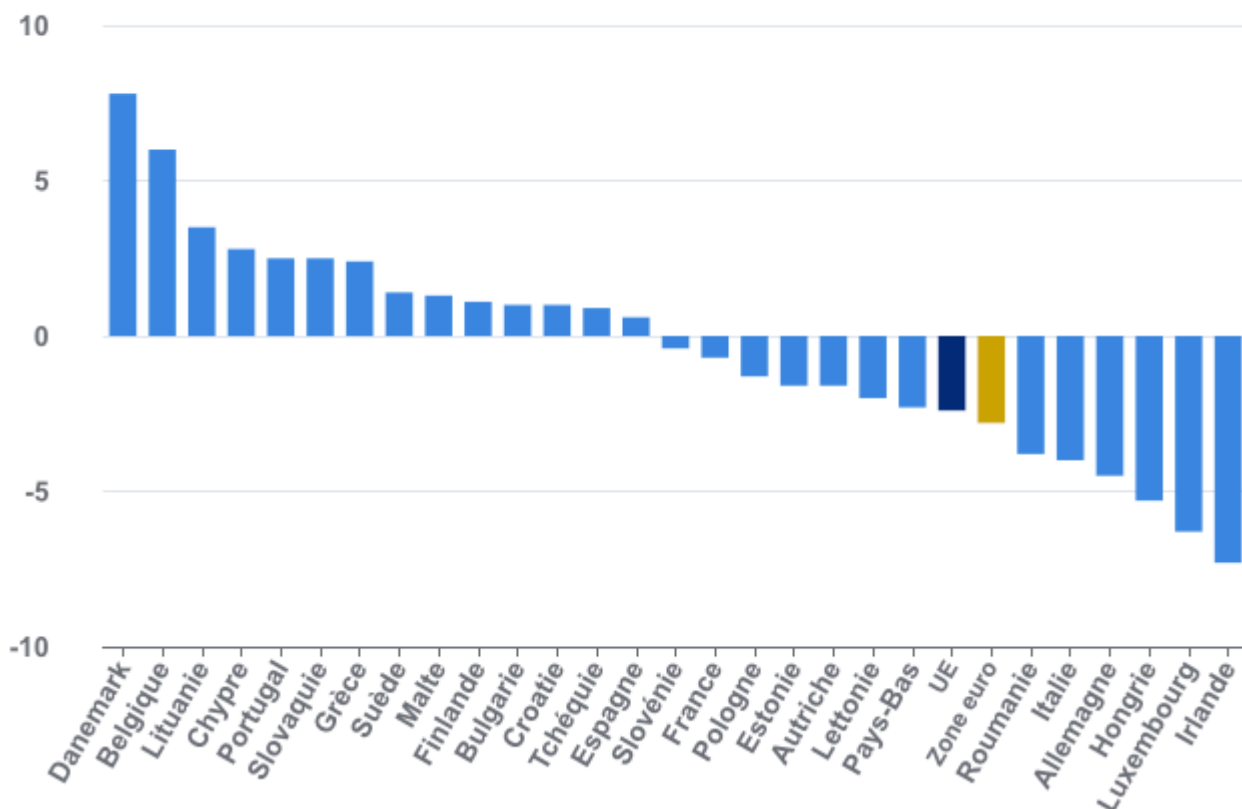
eurostat 



www.chr

Production industrielle en septembre 2024

Variation en pourcentage par rapport à septembre 2023



Le vendredi 15, publication par la Commission européenne des « Prévisions économiques de l'automne 2024 : un rebond progressif dans un environnement défavorable » :

En voici quelques extraits :

« Après une période prolongée de stagnation, l'économie de l'UE renoue avec une croissance modeste, tandis que le processus de désinflation se poursuit. Les prévisions de l'automne de la Commission européenne tablent sur une croissance du PIB de 0,9 % dans l'UE et de 0,8 % dans la zone euro en 2024. L'activité économique devrait s'accélérer pour atteindre 1,5 % dans l'UE et 1,3 % dans la zone euro en 2025, et s'établir à 1,8 % dans l'UE et à 1,6 % dans la zone euro en 2026.

L'inflation globale dans la zone euro devrait diminuer de plus de moitié en 2024, passant de 5,4 % en 2023 à 2,4 %, avant de diminuer plus progressivement pour atteindre 2,1 % en 2025 et 1,9 % en 2026. Dans l'UE, le processus de désinflation devrait être encore plus marqué en 2024, l'inflation globale revenant à 2,6 %, contre 6,4 % en 2023, et continuant à fléchir pour atteindre 2,4 % en 2025 et 2,0 % en 2026. (...) »

L'incertitude et les risques à la baisse pesant sur les perspectives se sont accrus. La guerre d'agression prolongée menée par la Russie contre l'Ukraine et l'intensification du conflit au Moyen- Orient alimentent les risques géopolitiques et les risques pour la sécurité énergétique. Une recrudescence de mesures protectionnistes émanant des partenaires commerciaux pourrait faire fléchir les échanges mondiaux, ce qui pèserait sur l'économie très ouverte de l'UE.

Sur le plan intérieur, l'incertitude politique et les défis structurels dans le secteur manufacturier pourraient entraîner de nouvelles pertes de compétitivité et peser sur la croissance et le marché du travail. En outre, des retards dans la mise en œuvre de la FRR ou une incidence plus forte que prévu de l'assainissement budgétaire pourraient freiner encore davantage la reprise de la croissance. Enfin, les récentes inondations en Espagne illustrent les conséquences dramatiques que les risques naturels plus fréquents et de plus grande ampleur peuvent avoir non seulement sur l'environnement et les populations touchées, mais aussi sur l'économie ».

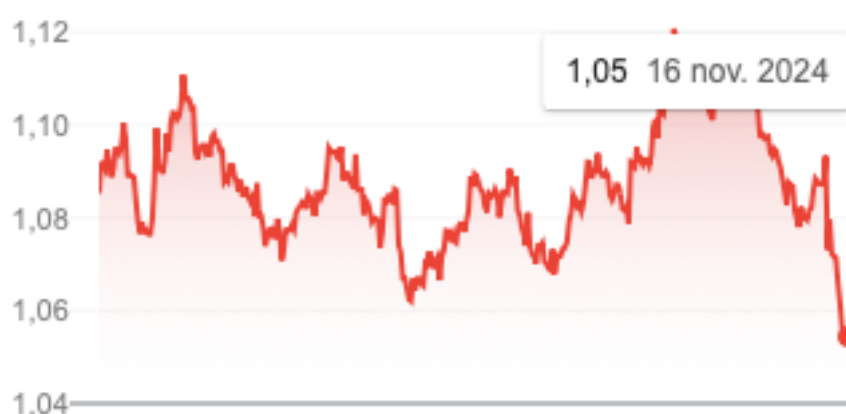
Le vendredi 15, les taux des obligations d'État à 10 ans :

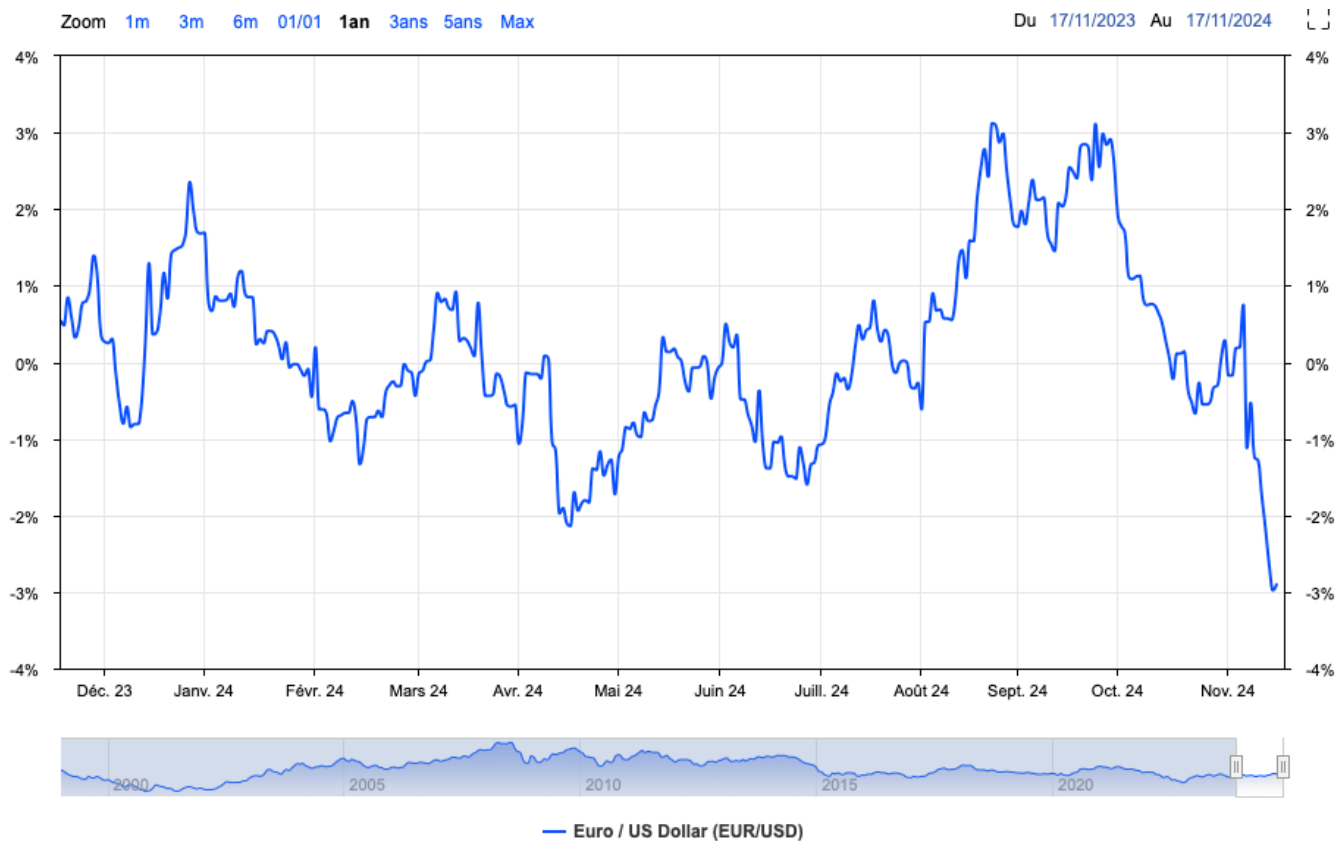
Europe, Middle East & Africa

10-Year Government Bond Yields

COUNTRY	YIELD	1 DAY	1 MONTH	1 YEAR	TIME (EST)
Germany »	2.35%	+1	+17	-23	11/15/2024
United Kingdom »	4.47%	-1	+41	+32	11/15/2024
France	3.08%	+0	+16	-7	11/15/2024
Italy	3.55%	+1	+14	-79	11/15/2024
Spain	3.05%	+1	+15	-53	11/15/2024
Netherlands	2.56%	-1	+11	-35	11/15/2024
Portugal	2.78%	+1	+14	-44	11/15/2024
Greece	3.18%	+2	+12	-63	11/15/2024

Le samedi 16 : sur le change euro/dollar, effet Trump ou non ?





Lundi 18 et Mardi 19, Eurostat publie les statistiques suivantes :

Selon les premières estimations, la **zone euro** a enregistré un excédent de 12,5 milliards d'euros dans ses échanges de biens avec le reste du monde en septembre 2024, contre un excédent de 9,8 milliards d'euros en septembre 2023.

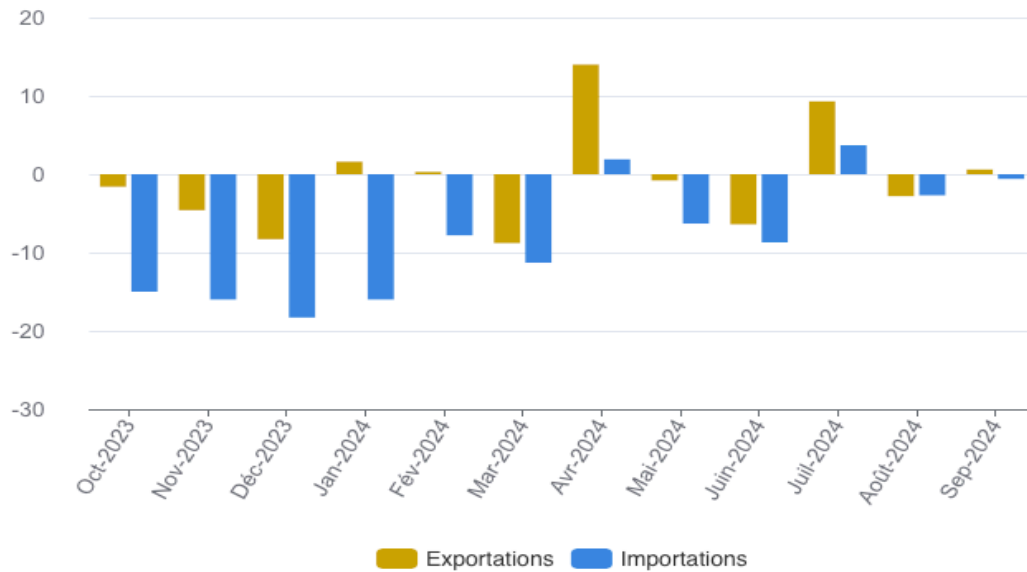
Les exportations de biens de la **zone euro** vers le reste du monde se sont élevées à 237,8 milliards d'euros en septembre 2024, soit une hausse de 0,6% par rapport à septembre 2023 (236,4 milliards d'euros).

Les importations en provenance du reste du monde se sont élevées à 225,3 milliards d'euros, soit une baisse de 0,6% par rapport à septembre 2023 (226,6 milliards d'euros).

Commerce international de biens de la zone euro



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



eurostat



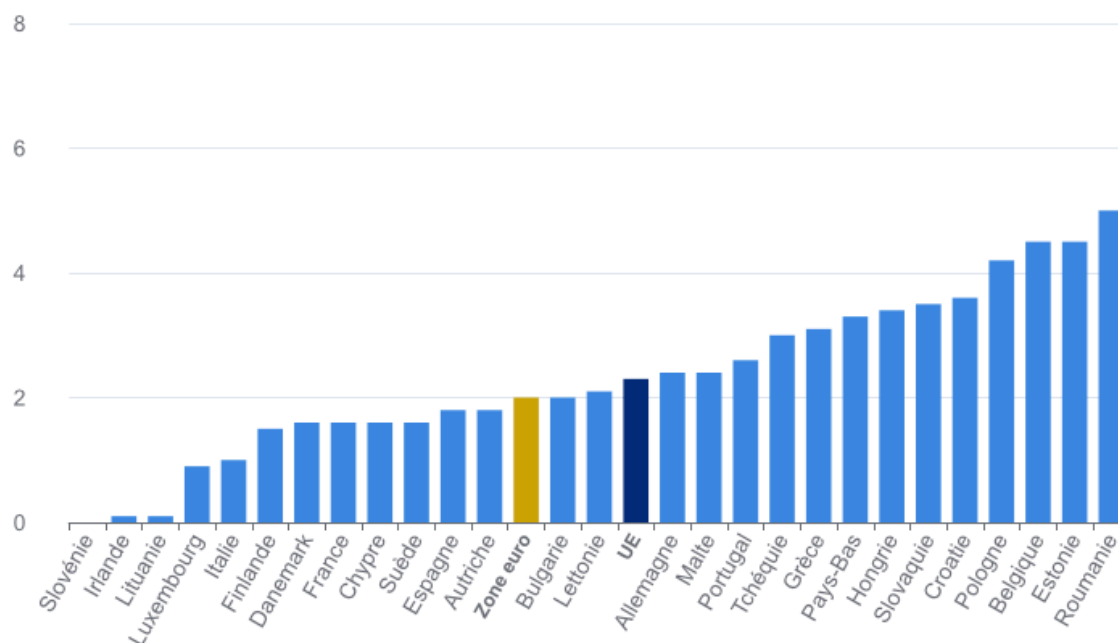
www.china

Le taux d'inflation annuel de la **zone euro** s'est établi à 2,0% en octobre 2024, contre 1,7% en septembre. Un an auparavant, il était de 2,9%. Le taux d'inflation annuel de l'**Union européenne** s'est établi à 2,3% en octobre 2024, contre 2,1% en septembre. Un an auparavant, il était de 3,6%. Ces chiffres sont publiés par **Eurostat**, l'office statistique de l'Union européenne.

Les taux annuels les plus faibles ont été observés en **Slovénie** (0,0%), en **Lituanie** et en **Irlande** (0,1% chacune). Les taux annuels les plus élevés ont quant à eux été enregistrés en **Roumanie** (5,0%), en **Belgique** et en **Estonie** (4,5% chacune). Par rapport à septembre 2024, l'inflation annuelle a baissé dans deux États membres, est restée stable dans six et a augmenté dans dix-neuf autres.

En octobre 2024 les plus fortes contributions au taux d'inflation annuel de la **zone euro** provenaient des services (+1,77 points de pourcentage, pp), suivis de l'alimentation, alcool & tabac (+0,56 pp), des biens industriels hors énergie (+0,13 pp) et de l'énergie (-0,45 pp).

Taux d'inflation annuel (%) en octobre 2024



eurostat

Le vendredi 22, publication des indices HCOB PMI Flash pour la zone euro et pour la France :

• Pour la zone euro :

Informations clés :

L'indice PMI Flash composite HCOB de l'activité globale dans la zone euro se replie à 48,1 (50,0 en octobre). Plus bas de 10 mois.

L'indice PMI Flash HCOB de l'activité de services dans la zone euro se replie à 49,2 (51,6 en octobre). Plus bas de 10 mois.

L'indice PMI Flash HCOB de la production manufacturière dans la zone euro se replie à 45,1 (45,8 en octobre). Plus bas de 2 mois.

L'indice PMI Flash HCOB de l'industrie manufacturière dans la zone euro se replie à 45,2 (46,0 en octobre). Plus bas de 2 mois.

Données recueillies du 12 au 20 novembre

Commentaire du Dr Cyrus de la Robia :

« L'évolution de la conjoncture de la zone euro pourrait difficilement être plus défavorable. Tandis que l'industrie manufacturière s'enfonce dans la récession en novembre, le secteur des services a enregistré

une contraction de son activité après deux mois de croissance marginale. Cela n'a toutefois rien de surprenant au vu de la situation politique actuelle des deux principales économies de la région : le gouvernement français manque de stabilité tandis que des élections anticipées ont été annoncées en Allemagne. La récente élection de Donald Trump à la présidence des États-Unis exacerbant en outre le climat d'incertitude, la faiblesse de la conjoncture économique n'a rien de surprenant : les entreprises sont contraintes de naviguer à vue.

On ne s'attendait pas, en revanche, à une contraction du secteur des services, dont l'activité a reculé pour la première fois depuis janvier dernier. De fait, le rebond de la consommation et de la demande de services que nous espérions sous l'effet de la baisse de l'inflation et de la hausse des salaires ne s'est pas produit. Une reprise prochaine de la croissance semble en outre peu probable, les baisses des nouvelles affaires et des affaires en cours s'étant accélérées par rapport à octobre.

Les dernières données de l'enquête mettent en évidence une stagflation dans la zone euro en novembre : l'activité a reculé dans l'ensemble du secteur privé alors que les hausses des prix payés et facturés se sont accélérées, sous l'effet notamment de l'augmentation des coûts dans le secteur des services, elle-même liée aux fortes tensions sur les salaires observées dans la région tout au long du troisième trimestre. L'inflation des tarifs dans le secteur des services est un véritable casse-tête pour la BCE et dans un tel contexte, certaines voix au sein de l'institution pourraient plaider en faveur d'un maintien des taux à leur niveau actuel en décembre. La plupart s'en tiendront toutefois probablement à une réduction de 25 points de base.

Parallèlement, la baisse des prix payés par les fabricants a ralenti par rapport à octobre et si l'euro continue de se déprécier, les prix d'achat pourraient même augmenter dans les mois à venir, notamment si la Commission européenne rehausse les droits de douane en réponse à une augmentation potentielle des droits de douane américains. »

• Pour la France :

Points clés :

L'indice PMI Flash composite HCOB de l'activité globale en France⁽¹⁾ s'est replié à 44,8 en novembre (48,1 en octobre), un plus bas de 10 mois.

L'indice PMI Flash HCOB de l'activité de services en France⁽²⁾ s'est replié à 45,7 en novembre (49,2 en octobre), un plus bas de 10 mois.

L'indice PMI Flash HCOB de la production manufacturière en France⁽⁴⁾ s'est replié à 40,7 en novembre (43,1 en octobre), un plus bas de 11 mois.

L'indice PMI Flash HCOB de l'industrie manufacturière en France⁽³⁾ s'est replié à 43,2 en novembre (44,5 en octobre), un plus bas de 10 mois.

Données recueillies du 12 au 20 novembre

Commentaires du Dr Tariq Kamal Chaudry :

« Le climat d'incertitude pèse très fortement sur les performances de l'économie française. Les données PMI Flash composite HCOB de novembre mettent en évidence l'impact considérable des crises actuelles, tant en France qu'à l'étranger, sur les niveaux d'activité des entreprises. Les perspectives pour les mois à venir sont particulièrement préoccupantes. Sur le plan politique, les dissensions internes mènent à l'impasse toutes discussions sur l'adoption du budget 2025, fragilisant ainsi le gouvernement de Michel Barnier, dont la censure rendrait encore plus incertain l'aboutissement des négociations budgétaires. Or cette situation de blocage ne peut que faire reculer la consommation privée et les décisions d'investissement.

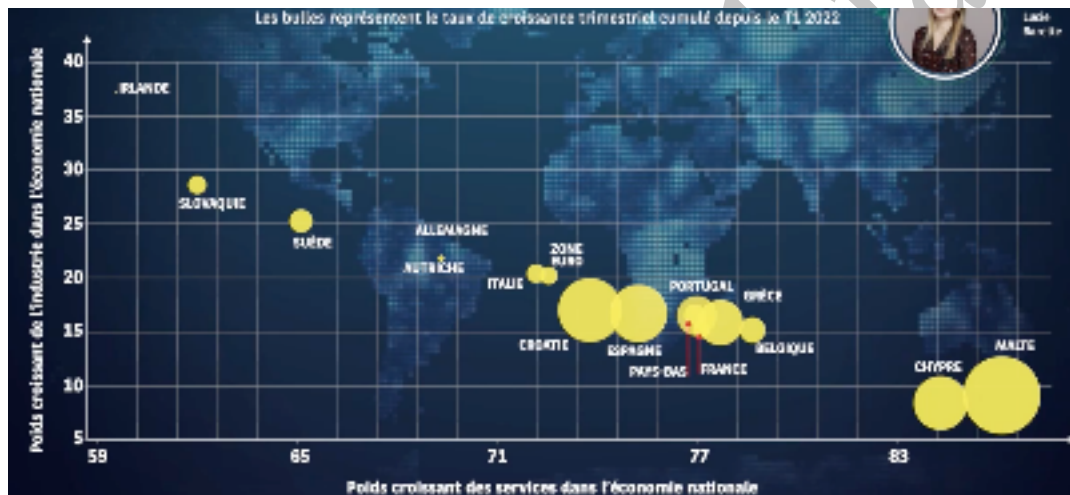
La conjoncture reste très défavorable dans le secteur manufacturier. L'indice de la production a en effet chuté en novembre et affiché son plus faible niveau de l'année en cours, tendance que les entreprises interrogées expliquent notamment par les difficultés auxquelles sont actuellement confrontées le secteur de l'automobile, celui de la construction et l'industrie cosmétique. Parallèlement, le volume des nouvelles commandes a continué de reculer, la demande de biens s'étant repliée tant sur les marchés français qu'en provenance de l'étranger. Malgré cet affaiblissement marqué de la demande, les prix d'achat des fabricants ont fortement augmenté au cours du mois, tandis que leurs prix de vente ont diminué. Cette tendance s'est naturellement répercutée sur le niveau des effectifs, qui s'est à nouveau replié en

novembre. Il devient ainsi de plus en plus difficile de trouver des sources d'optimisme pour le secteur manufacturier.

La conjoncture s'est également dégradée dans le secteur des services, et les perspectives d'activité des prestataires de service ne sont guère plus favorables que celles des entreprises manufacturières. Selon les répondants, la baisse des nouvelles affaires enregistrée au cours du mois s'explique principalement par les incertitudes économiques et politiques actuelles. Compte tenu de l'aggravation de la crise politique en France et de la guerre entre la Russie et l'Ukraine, la forte détérioration des perspectives d'activité mise en évidence par les dernières données de l'enquête n'a rien d'étonnant. L'indice correspondant s'est en effet nettement replié par rapport à octobre pour s'inscrire sur la barre de 50,0 du sans changement, signalant ainsi des perspectives de stagnation de l'activité pour les douze prochains mois. Seules les données sur l'emploi viennent apporter quelques lueurs d'espoir pour le secteur des services ; malgré une conjoncture largement défavorable, les créations de postes ont en effet continué en novembre. »

Également le vendredi 22, publication par le service de recherche économique de BNP-Paribas d'une visio de Lucie Barette sur la « renaissance de l'Europe du Sud » :

« Alors que l'économie allemande continue de sous-performer et que la France se situe dans un entre-deux, les pays d'Europe du Sud sont devenus les sauveurs de la dynamique conjoncturelle en Zone euro. Comme on peut le voir sur le graphique, l'Espagne, la Grèce, le Portugal, et dans une moindre mesure, l'Italie, enregistrent en moyenne des taux de croissance supérieurs à ceux des autres pays européens depuis le rebond post-Covid. Quels sont les facteurs de cette surperformance ?



Les économies du Sud ont tout d'abord bénéficié d'un effet de rattrapage depuis les crises de 2008 et 2012. Durement touchés par ces dernières, tous ces pays ont, à l'exception de l'Italie, bénéficié d'aides de l'UE. Depuis, le Portugal et la Grèce ont récolté les fruits des mesures d'austérité, et le secteur immobilier espagnol s'est nettement redressé. Malgré l'exception grecque, ces pays ont tous retrouvé leur niveau de PIB pré-crise des dettes souveraines. De plus, le marché du travail s'est rétabli, même si le taux de chômage demeure à deux chiffres en Espagne.

Ensuite, le choc du Covid leur a permis de mieux se relever, la reprise de l'activité ayant été principalement portée par les services, notamment en raison du rebond du tourisme. Il n'est donc pas surprenant de voir ces pays surperformer, compte tenu du poids plus important de ce secteur dans leur PIB, comme on peut le voir sur le graphique.

A contrario, dans ces pays, l'industrie y est moins importante. En outre, ces économies ont globalement été moins impactées par la hausse des prix de l'énergie, et leur activité industrielle a aussi mieux résisté grâce à l'augmentation de leur production d'énergie renouvelable. Par ailleurs, les pays du sud ont bénéficié d'une attractivité renouvelée de flux intrants d'investissements directs étrangers. (...)

Certaines tendances structurelles laissent néanmoins penser que cette surperformance pourrait n'être que temporaire. En effet, la dépendance des pays du sud aux services, et notamment ceux à faible productivité, à faible niveau d'éducation, et à bas salaires, comme le tourisme et la construction, pèse sur les gains de productivité.

D'un autre côté, les pays du Sud sont les principaux bénéficiaires des fonds du plan de relance de l'UE. (...)

Le mercredi 27, approbation par les Eurodéputés du Collège de la Commission européenne, emmené par Ursula von der Leyen, qui entrera en fonction le 1^{er} décembre.

« On assiste à une nouvelle mutation de l'ADN du Parlement. Longtemps gouverné par une grande coalition entre les conservateurs et les socialistes, il a été dominé de 2019 à 2024 par une coalition à trois qui incluait les centristes. Maintenant, il y a une majorité alternative sur la droite, analyse un haut fonctionnaire bruxellois. Les groupes de droite dure, qui rejetaient auparavant le système, sont désormais prêts à participer au travail législatif pour changer l'Europe de l'intérieur, comme le dit Viktor Orban. »

• **Décembre 2024 ->**

Le mercredi 4, publication de l'Indice HCOB-PMI composite pour la zone euro :

« Indice PMI HCOB composite de l'activité globale dans la zone euro : 48,3 (50,0 en octobre). Plus bas de 10 mois.

Indice PMI HCOB de l'activité de services dans la zone euro : 49,5 (51,6 en octobre). Plus bas de 10 mois.

Après une stagnation en octobre, l'activité du secteur privé de la zone euro enregistre sa plus forte baisse depuis janvier.

Données recueillies du 12 au 26 novembre 2024

Commentaire

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

« Aucune Banque centrale ne souhaite affronter une situation de stagflation. C'est pourtant la réalité à laquelle la BCE est actuellement confrontée, l'économie de la zone euro s'étant en effet contractée en novembre, alors même que les indices PMI sur les prix se sont redressées pour un deuxième mois consécutif. Si le moteur de l'inflation reste pour l'heure le secteur des services, la dépréciation de l'euro pourrait toutefois engendrer, dans les prochains mois, une hausse du coût des biens importés.

La Banque centrale européenne se trouve ainsi dans une situation délicate : tandis que l'économie de la région est en difficulté et a grand besoin d'un soutien monétaire, le niveau de l'inflation reste élevé, comme en témoigne les fortes hausses des salaires relevées au troisième trimestre. La BCE devrait donc éviter toute baisse marquée des taux directeurs et privilégier une approche plus prudente en annonçant le 12 décembre prochain une simple réduction de 25 points de base.

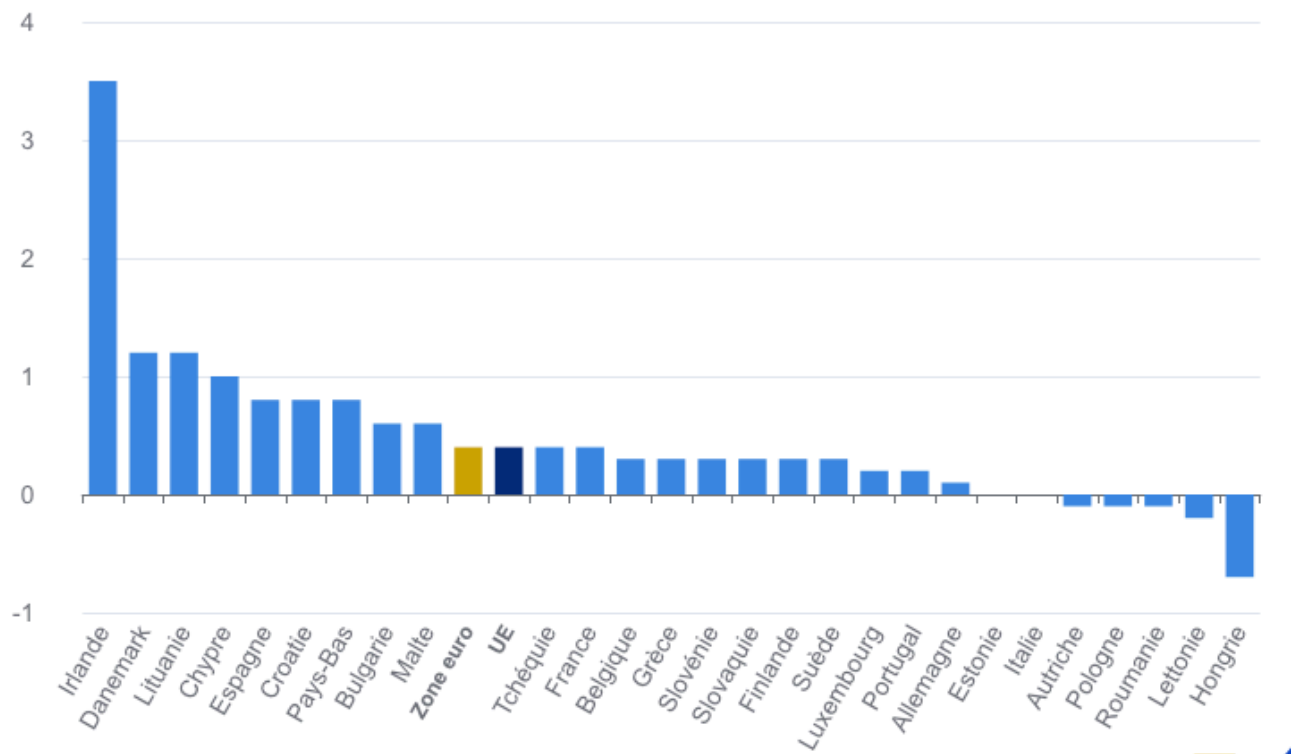
Le secteur des services, dont les performances avaient jusqu'ici permis de soutenir l'ensemble de l'économie, a enregistré en novembre la première contraction de son activité depuis janvier dernier. Cela n'augure rien de bon pour les perspectives de croissance de la région, d'autant que la tendance baissière – attribuable à la prudence des consommateurs face au fort climat d'incertitude (notamment créé par les enjeux politiques en France et en Allemagne ainsi que par la menace de guerres commerciales à la suite de l'élection de Donald Trump à la présidence des États-Unis) – touche chacune des trois principales économies de la zone euro. Notre modèle de prévision immédiate, s'appuyant sur les données PMI en plus de divers indicateurs, suggère une stagnation du PIB de la région au dernier trimestre 2024.

Un rapide rebond du secteur des services paraît en outre peu probable, les nouvelles affaires ayant reculé en novembre pour un troisième mois consécutif. Le léger redressement de l'emploi observé au cours du mois, après une quasi-stagnation des effectifs en octobre, ne peut guère constituer à lui seul un véritable signe de reprise ; la plupart des autres indicateurs de l'enquête laissent en effet présager une période difficile pour les prestataires de services de la zone euro. »

Le vendredi 6, Eurostat publie les statistiques suivantes sur le PIB et l'emploi en zone euro :

Taux de croissance du PIB au troisième trimestre 2024

Pourcentage de variation, basé sur des données corrigées des variations saisonnières



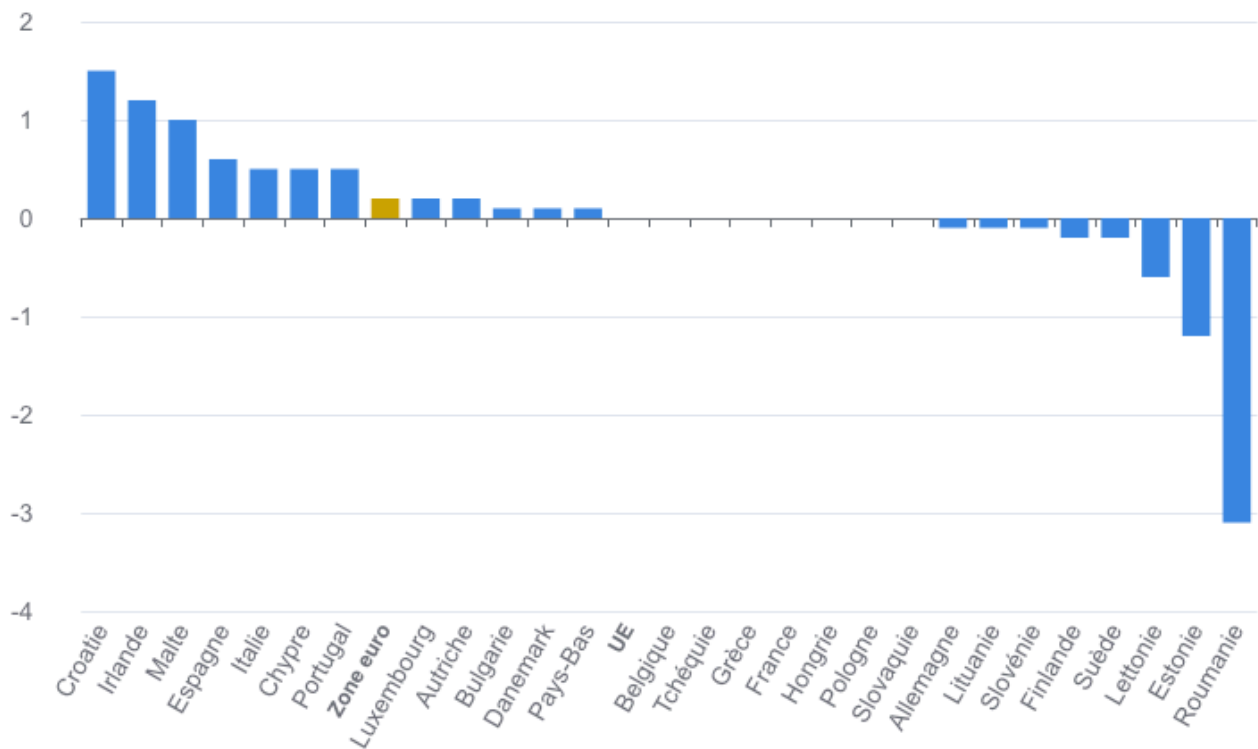
eurostat 



www.christie

Taux de croissance de l'emploi en personnes au troisième trimestre 2024

Pourcentage de variation par rapport au trimestre précédent, corrigé des variations saisonnières



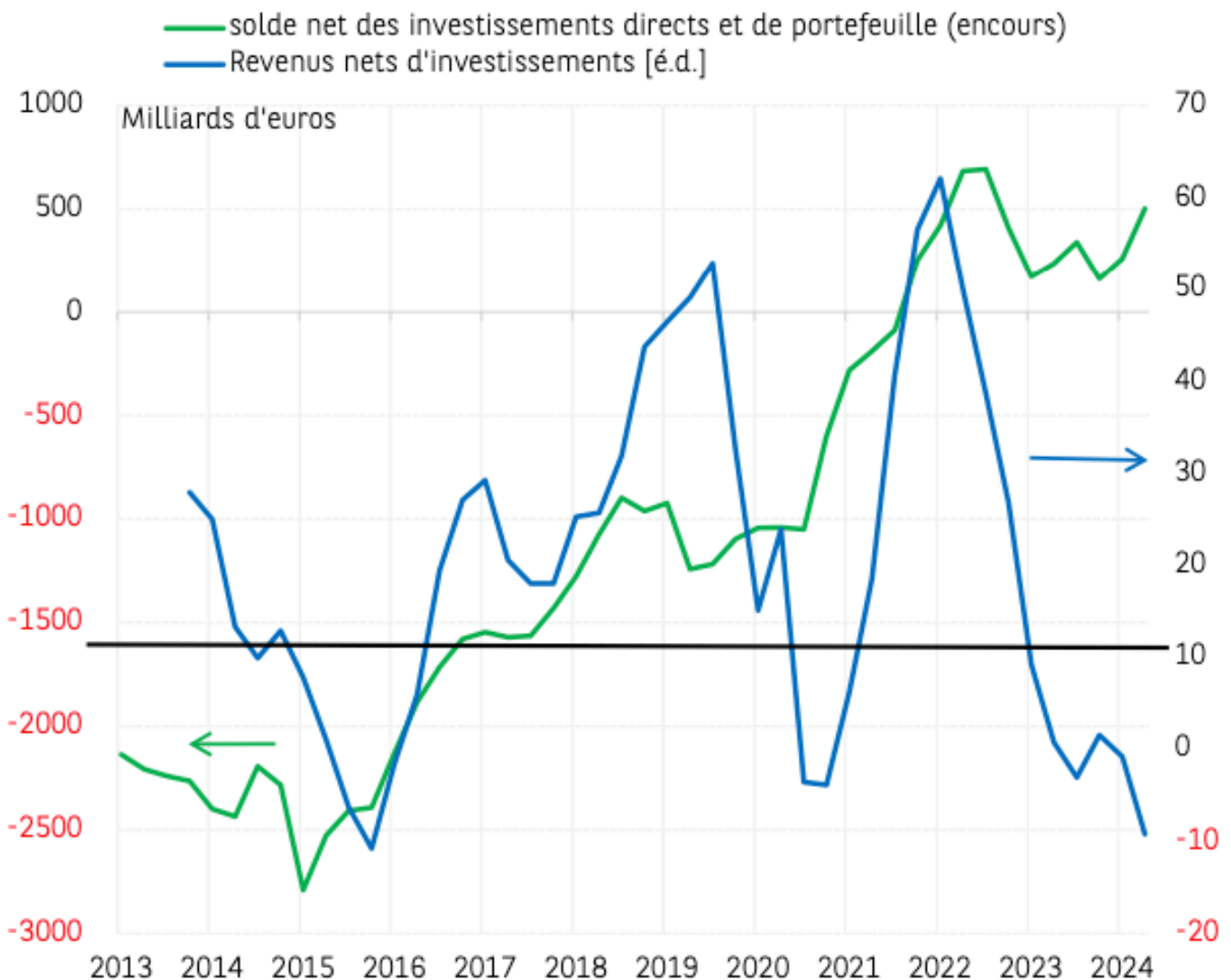
eurostat



Lundi 9, article de L. Quignon et G. Derrien, du service de recherche économique de BNP-Paribas :

www.christian

Investissements financiers entre la zone euro et le reste du monde : les revenus sortants dépassent les revenus entrants en 2023 et 2024



Sources : BCE, balance des paiements, BNP Paribas

« La position extérieure nette de la zone euro en matière d'investissements directs et de portefeuille s'est considérablement redressée entre 2015 et 2022, devenant positive depuis 2021, c'est-à-dire que la zone euro est devenue créancière nette sur le reste du monde. Pourtant, les revenus qu'elle perçoit sur ces actifs sont moins élevés que ceux qu'elle paye aux investisseurs non-résidents. (...) L'évolution de la position extérieure nette de la zone euro trouve son origine dans le redressement du solde des avoirs en dette. Depuis 2019, les investisseurs de la zone euro détiennent davantage de dette émise par des non-résidents que les non-résidents n'en détiennent sur des émetteurs de la zone euro, et l'écart s'est renforcé depuis lors. En revanche, la position nette en actions et parts de fonds demeure négative, et évolue dans un tunnel horizontal : les investisseurs non-résidents détiennent immuablement davantage d'actions et de parts de fonds émises dans la zone euro (y compris les *private equity*) que les investisseurs de la zone euro n'en détiennent à l'extérieur. C'est-à-dire que, structurellement, les épargnants européens investissant à l'étranger ont un appétit au risque inférieur à celui des épargnants non-résidents investissant en Europe. (...) »

Le mardi 10, Patrick Artus publie son « Flash Economie » n°52 : « la difficulté pour la BCE qui résulte des fortes différences entre l'inflation dans les services et l'inflation dans l'industrie ».

En voici l'introduction et la synthèse finale :

« La BCE est confrontée à une situation où :

- l'inflation totale est légèrement supérieure à 2% (2,3% en novembre 2024) ; hors énergie et alimentation elle est de 2,7% (sur un an en novembre) et, la baisse sur un an des prix de l'énergie allant disparaître, l'inflation va rejoindre le niveau de l'inflation sous-jacente ;
- la hausse des prix des services (3,9% sur un an en novembre 2024) reflète la hausse des coûts salariaux unitaires (4,5% sur un an) ;
- la hausse des prix des produits industriels (0,7% sur un an en novembre 2024) est faible malgré la hausse des coûts salariaux unitaires dans l'industrie (plus de 5% sur un an au 3^{ème} trimestre 2024) en raison de la baisse forte des marges bénéficiaires de l'industrie ;
- les salaires nominaux continuent à augmenter rapidement (4,5% sur un an au 3^{ème} trimestre 2024), ce qui résulte de la tension persistante sur le marché du travail qui provient de l'absence de gains de productivité.

Si la BCE se concentre sur l'inflation totale ou bien l'inflation sous-jacente ou encore sur l'inflation salariale, elle dispose de marges de manœuvre faibles pour baisser les taux d'intérêt ; mais si elle se concentre sur la faiblesse de l'inflation manufacturière et sur le recul des marges bénéficiaires et de la production de l'industrie, elle peut être tentée de baisser fortement les taux d'intérêt pour soutenir l'industrie ». (...)

Si la BCE réagit essentiellement aux perspectives pour l'inflation, pour l'inflation sous-jacente et pour les coûts salariaux unitaires, puisque l'inflation va rester nettement supérieure à 2% (elle converge vers l'inflation sous-jacente), elle dispose d'une marge limitée de baisse des taux d'intérêt (le taux des dépôts est aujourd'hui de 3,25%).

Mais les marchés pensent que la BCE va beaucoup baisser ses taux d'intérêt (le taux d'intérêt à court terme à la fin de 2025 est anticipé être de 1,80%, Graphique 11).

Graphique 11
Zone euro : contrat Euribor
(échéance décembre 2025, 3 mois)



Cela montre que les opérateurs des marchés financiers font l'hypothèse que la BCE va réagir à la faiblesse de l'activité dans l'industrie, au recul des marges bénéficiaires de l'industrie, et non à l'inflation globale ou à la hausse des coûts salariaux unitaires.

Il y a un risque que les marchés surestiment l'ampleur de la baisse des taux directeurs de la BCE, puisqu'il est difficile de croire que la BCE baisse agressivement ses taux d'intérêt si l'inflation, dans quelques mois, est supérieure à 2,5% ».

Mardi 10, taux de change euro/dollar :



Mardi 10 : Niveaux des spreads :

Pays ÷	Taux ÷	+ Haut	+ Bas	Var. ÷	Var. % ÷	Vs. Bund ÷	Vs. T-Note ÷	Heures ÷
 Afrique du Sud	9,155	9,155	9,072	+0,185	+2,06%	703,0	491,3	15:53:49
 Allemagne	2,1270	2,1425	2,0985	+0,0080	+0,38%	0,0	-211,7	16:53:44
 Australie	4,219	4,228	4,204	+0,065	+1,56%	209,2	-2,5	16:53:35
 Autriche	2,495	2,524	2,468	+0,003	+0,12%	36,7	-175,0	16:53:42
 Bangladesh	12,950	12,950	12,895	+0,370	+2,94%	1.082,5	870,8	08:50:26
 Belgique	2,668	2,674	2,631	+0,018	+0,68%	54,0	-157,7	16:53:40
 Brésil	13,954	13,954	13,954	-0,226	-1,59%	1.182,9	971,2	14:00:12
 Bulgarie	3,629	3,629	3,629	0,000	0,00%	150,4	-61,3	09/12
 Canada	3,076	3,088	3,054	+0,037	+1,22%	95,1	-116,6	16:52:45
 Chili	5,520	5,520	5,520	0,000	0,00%	339,5	127,8	13:04:07
 Chine	1,884	1,910	1,877	-0,052	-2,69%	-24,1	-235,8	07:59:45
 Chypre	2,727	2,811	2,716	-0,097	-3,43%	60,2	-151,5	16:19:58
 Colombie	10,635	10,635	10,635	+0,000	+0,00%	851,0	639,3	12:59:27
 Corée du Sud	2,647	2,664	2,625	-0,053	-1,96%	52,2	-159,5	07:29:41
 Côte D'Ivoire	7,380	7,380	7,380	+0,000	+0,00%	525,5	313,8	09/12
 Croatie	2,903	2,925	2,899	-0,116	-3,84%	77,8	-133,9	15:55:08
 Danemark	1,813	1,856	1,798	-0,003	-0,14%	-31,2	-242,9	09/12
 Égypte	26,163	26,163	26,129	+1,163	+4,65%	2.403,8	2.192,1	16:28:59
 Espagne	2,766	2,783	2,742	+0,009	+0,33%	64,1	-147,6	16:53:43
 États-Unis	4,244	4,249	4,184	+0,044	+1,05%	211,7	0,0	16:53:00
 Finlande	2,481	2,500	2,450	+0,002	+0,08%	35,3	-176,4	16:53:43
 France	2,876	2,894	2,842	+0,005	+0,17%	74,8	-136,9	16:53:43
 Grèce	2,906	2,923	2,883	-0,006	-0,21%	77,8	-133,9	16:53:42
 Hong-Kong	3,315	3,315	3,228	-0,059	-1,75%	119,0	-92,7	09:55:47
 Hongrie	6,385	6,385	6,385	-0,145	-2,22%	426,0	214,3	13:59:18
 Île Maurice	4,834	4,834	4,834	-0,066	-1,35%	270,9	59,2	08:03:10
 Inde	6,814	6,822	6,804	+0,097	+1,44%	468,9	257,2	14:05:36
 Indonésie	6,886	6,921	6,916	-0,035	-0,58%	476,1	264,4	10:39:59
 Irlande	2,411	2,432	2,375	-0,008	-0,33%	28,2	-183,5	16:53:42
 Islande	6,877	6,879	6,877	-0,047	-0,68%	475,2	263,5	11:48:10
 Israël	4,392	4,418	4,355	+0,008	+0,18%	226,7	15,0	16:29:54
 Italie	3,210	3,233	3,184	+0,017	+0,53%	108,4	-103,3	16:53:41
 Japon	1,064	1,064	1,041	+0,002	+0,19%	-106,1	-317,8	13:44:29

Jeudi 12, réunion du Conseil des gouverneurs de la BCE sur la politique monétaire :

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

actualisée des perspectives d'inflation, de la dynamique de l'inflation sous-jacente et de la force de la transmission de la politique monétaire.

Le processus de désinflation est en bonne voie. Selon les services de l'Eurosystème, l'inflation globale s'établirait en moyenne à 2,4 % en 2024, 2,1 % en 2025, 1,9 % en 2026 et 2,1 % en 2027, année de l'entrée en vigueur du système élargi d'échange de quotas d'émission de l'Union européenne (UE). S'agissant de l'évolution des prix hors énergie et produits alimentaires, les services de l'Eurosystème tablent sur une hausse moyenne de 2,9 % en 2024, 2,3 % en 2025 et 1,9 % en 2026 et 2027.

La plupart des mesures de l'inflation sous-jacente laissent entrevoir une inflation se stabilisant durablement autour de l'objectif du Conseil des gouverneurs de 2 % à moyen terme. L'inflation intérieure s'est légèrement ralentie mais reste élevée, principalement du fait de la poursuite de l'ajustement, avec un important décalage, des salaires et des prix dans certains secteurs à la poussée inflationniste passée.

Les conditions de financement s'assouplissent sous l'effet de la diminution progressive du coût des nouveaux emprunts pour les entreprises et les ménages à la suite des récentes baisses des taux d'intérêt par le Conseil des gouverneurs. Mais elles demeurent strictes, car la politique monétaire est toujours restrictive alors que la transmission des hausses passées des taux d'intérêt à l'encours de crédits se poursuit.

Les services de l'Eurosystème anticipent désormais une reprise économique plus lente que dans les projections de septembre. Malgré un rebond de la croissance au troisième trimestre de l'année, les indicateurs tirés d'enquêtes signalent un ralentissement pour le trimestre en cours. Selon les services de l'Eurosystème, l'économie devrait croître de 0,7 % en 2024, 1,1 % en 2025, 1,4 % en 2026 et 1,3 % en 2027. La reprise anticipée s'appuierait essentiellement sur la hausse des salaires réels, qui devrait permettre aux ménages d'accroître leur consommation, et sur l'augmentation des investissements des entreprises. Avec le temps, l'atténuation progressive des effets de la politique monétaire restrictive devrait soutenir un redressement de la demande intérieure.

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

Taux d'intérêt directeurs de la BCE

Le Conseil des gouverneurs a décidé, ce jour, d'abaisser les trois taux d'intérêt directeurs de la BCE de 25 points de base. En conséquence, les taux d'intérêt de la facilité de dépôt, des opérations principales de refinancement et de la facilité de prêt marginal seront ramenés à respectivement 3,00 %, 3,15 % et 3,40 % à compter du 18 décembre 2024.

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

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

L'Eurosystème ne réinvestit plus la totalité des remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance acquis en vertu du programme d'achats d'urgence face à la pandémie (*pandemic emergency purchase programme*, PEPP), réduisant le portefeuille du PEPP de 7,5 milliards d'euros par mois en moyenne. Le Conseil des gouverneurs mettra un terme aux réinvestissements dans le cadre du PEPP fin 2024.

Opérations de refinancement

Les banques vont rembourser, en décembre, les encours résiduels des fonds empruntés dans le cadre des opérations ciblées de refinancement à plus long terme, ce qui mettra fin à cette partie du processus de normalisation du bilan.

Le Conseil des gouverneurs se tient prêt à ajuster l'ensemble de ses instruments, dans le cadre de son mandat, pour assurer la stabilisation durable de l'inflation à son objectif de 2 % à moyen terme et pour préserver la bonne transmission de la politique monétaire. En outre, l'instrument de protection de la transmission est disponible pour lutter contre une dynamique de marché injustifiée, désordonnée qui

représente une menace grave pour la transmission de la politique monétaire à l'ensemble des pays de la zone euro, ce qui permettra au Conseil des gouverneurs de remplir plus efficacement son mandat de maintien de la stabilité des prix ».

Voici la conférence de presse qu'a tenue la Présidente de la BCE, Madame Christine Lagarde après l'annonce des décisions du Conseil des Gouverneurs :

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

Le processus de désinflation est en bonne voie. Selon les services de l'Eurosystème, l'inflation globale s'établirait en moyenne à 2,4 % en 2024, 2,1 % en 2025, 1,9 % en 2026 et 2,1 % en 2027, année de l'entrée en vigueur du système élargi d'échange de quotas d'émission de l'Union européenne (UE). S'agissant de l'évolution des prix hors énergie et produits alimentaires, les services de l'Eurosystème tablent sur une hausse moyenne de 2,9 % en 2024, 2,3 % en 2025 et 1,9 % en 2026 et 2027.

La plupart des mesures de l'inflation sous-jacente laissent entrevoir une inflation se stabilisant durablement autour de notre objectif à moyen terme de 2 %. L'inflation intérieure s'est légèrement ralentie mais reste élevée, principalement du fait de la poursuite de l'ajustement, avec un important décalage, des salaires et des prix dans certains secteurs à la poussée inflationniste passée.

Les conditions de financement s'assouplissent sous l'effet de la diminution progressive du coût des nouveaux emprunts pour les entreprises et les ménages à la suite de nos récentes baisses des taux d'intérêt. Mais elles demeurent strictes, car notre politique monétaire est toujours restrictive alors que la transmission des hausses passées des taux d'intérêt à l'encours de crédits se poursuit.

Les services de l'Eurosystème anticipent désormais une reprise économique plus lente que dans les projections de septembre. Malgré un rebond de la croissance au troisième trimestre de l'année, les indicateurs tirés d'enquêtes signalent un ralentissement pour le trimestre en cours. Les services de l'Eurosystème tablent sur une croissance économique de 0,7 % en 2024, 1,1 % en 2025, 1,4 % en 2026 et 1,3 % en 2027. La reprise anticipée s'appuierait essentiellement sur la hausse des salaires réels, qui devrait permettre aux ménages d'accroître leur consommation, et sur l'augmentation des investissements des entreprises. Avec le temps, l'atténuation progressive des effets de la politique monétaire restrictive devrait soutenir un redressement de la demande intérieure.

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

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

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

Activité économique

L'économie a crû de 0,4 % au troisième trimestre, soit un rythme supérieur aux anticipations. La croissance a principalement résulté de la hausse de la consommation, reflétant en partie des facteurs ponctuels ayant stimulé le tourisme pendant l'été, et de la constitution de stocks par les entreprises. Mais les dernières informations disponibles indiquent un ralentissement. Il ressort des enquêtes que l'activité manufacturière a continué de se contracter et que la croissance des services s'affaiblit. Confrontées à une demande atone et à des perspectives très incertaines, les entreprises restreignent leurs dépenses d'investissement. Les exportations européennes sont également en berne et la compétitivité de certains secteurs d'activité vacille.

Le marché du travail reste solide. L'emploi a augmenté de 0,2 % au troisième trimestre, un rythme là encore plus élevé qu'attendu. Le taux de chômage est resté à son niveau extrêmement bas de 6,3 % en octobre. Cela étant, la demande de main-d'œuvre continue de s'affaiblir. Le taux de vacance d'emploi est revenu à 2,5 % au troisième trimestre, un niveau inférieur de 0,8 point de pourcentage à son point haut, et les enquêtes font également état d'un recul des créations d'emplois pendant le trimestre en cours.

L'économie devrait se renforcer dans le temps, mais plus lentement qu'anticipé précédemment. La progression des salaires réels devrait consolider les dépenses des ménages. Le crédit plus abordable favoriserait quant à lui la consommation et l'investissement. En l'absence d'une aggravation des tensions commerciales, les exportations soutiendraient la reprise à mesure de l'augmentation de la demande mondiale.

Les politiques budgétaires et structurelles devraient améliorer la productivité, la compétitivité et la capacité de résistance de l'économie. Il est essentiel de donner suite rapidement, à travers des politiques structurelles concrètes et ambitieuses, aux propositions de Mario Draghi, en vue de renforcer la compétitivité européenne, et d'Enrico Letta, sur l'avenir du marché intérieur. Nous accueillons favorablement l'évaluation, par la Commission européenne, des plans budgétaires et structurels à moyen terme présentés par les gouvernements dans le cadre de gouvernance économique révisé de l'UE. Il leur appartient à présent de mettre en œuvre intégralement et sans délai leurs engagements au titre de ce cadre. Cela aidera à réduire les déficits budgétaires et les taux d'endettement de manière durable, tout en favorisant les réformes favorables à la croissance et à l'investissement.

Inflation

Selon l'estimation rapide d'Eurostat, l'inflation en rythme annuel est passée de 2,0 % en octobre à 2,3 % en novembre. Cette accélération avait été anticipée et résulte essentiellement d'un effet de base haussier lié à l'énergie. La hausse des prix des produits alimentaires et des services s'est quelque peu ralentie, à respectivement 2,8 % et 3,9 %. L'augmentation des prix des biens s'est quant à elle renforcée, à 0,7 %.

L'inflation intérieure, qui suit de près la hausse des prix des services, s'est de nouveau atténuée légèrement en octobre. Elle demeure toutefois élevée, à 4,2 %, sous l'effet d'importantes tensions sur les salaires et de la poursuite de l'ajustement, avec un décalage, du prix de certains services à la poussée inflationniste passée. Cela étant, l'évolution de l'inflation sous-jacente est globalement conforme à un retour durable de l'inflation vers l'objectif.

La croissance de la rémunération par tête s'est modérée à 4,4 % au troisième trimestre, contre 4,7 % au deuxième trimestre, et a contribué ainsi, compte tenu de la stabilité de la productivité, à un ralentissement de la croissance des coûts unitaires de main-d'œuvre. Les services de l'Eurosystème anticipent une augmentation plus lente des coûts de main-d'œuvre sur l'horizon de projection en raison d'une moins forte croissance des salaires et d'une progression accrue de la productivité. En outre, les bénéfices devraient continuer de compenser en partie l'incidence des coûts de main-d'œuvre plus élevés sur les prix, en particulier à court terme.

Selon les projections, l'inflation devrait fluctuer autour de son niveau actuel à court terme, dans la mesure où les fortes diminutions récentes des prix de l'énergie continuent de sortir du calcul des taux annuels. Elle devrait ensuite se stabiliser durablement autour de l'objectif à moyen terme de 2 %. L'atténuation des tensions sur les coûts de main-d'œuvre et la poursuite des effets de notre resserrement passé de la politique monétaire sur les prix à la consommation devraient contribuer à ce processus. La plupart des mesures des anticipations d'inflation à long terme s'établissent à environ 2 %, et les indicateurs de la compensation de l'inflation à moyen et long terme extraits des instruments de marché ont sensiblement diminué depuis la réunion du Conseil des gouverneurs d'octobre.

Évaluation des risques

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

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

Conditions financières et monétaires

Les taux d'intérêt de marché dans la zone euro ont encore diminué depuis notre réunion d'octobre, reflétant la détérioration perçue des perspectives économiques. Si les conditions de financement demeurent restrictives, le coût des emprunts pour les entreprises et les ménages diminue progressivement à la suite de nos baisses des taux d'intérêt.

Le taux d'intérêt moyen sur les nouveaux prêts consentis aux entreprises était de 4,7 % en octobre, un niveau plus d'un demi-point de pourcentage inférieur à son point haut enregistré un an auparavant. Le coût du financement par endettement de marché a reculé de plus d'un point de pourcentage depuis son niveau maximal. Le taux d'intérêt moyen sur les nouveaux prêts hypothécaires, qui s'est établi à 3,6 % en octobre, est environ un demi-point de pourcentage inférieur à son plus haut niveau observé en 2023, même si le taux moyen de l'encours de prêts hypothécaires devrait toujours augmenter.

Les prêts bancaires aux entreprises se sont progressivement redressés à partir de niveaux bas, et ont crû de 1,2 % sur un an en octobre. Les titres de créance émis par les entreprises ont augmenté de 3,1 % en rythme annuel, soit une hausse comparable à celle des derniers mois. La progression graduelle des prêts hypothécaires s'est poursuivie en octobre, à un rythme annuel de 0,8 %.

Conformément à notre stratégie de politique monétaire, le Conseil des gouverneurs a procédé à une évaluation approfondie des liens entre politique monétaire et stabilité financière. Les banques de la zone euro ont continué de faire preuve de résilience et peu de signes indiquent des tensions sur les marchés financiers. Les risques pesant sur la stabilité financière demeurent toutefois élevés. La politique macroprudentielle reste la première ligne de défense contre l'accumulation de vulnérabilités financières, en renforçant la capacité de résistance et en préservant la marge de manœuvre macroprudentielle.

Conclusion

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

réunion par réunion, l'orientation appropriée de la politique monétaire. Plus particulièrement, nos décisions relatives aux taux d'intérêt seront fondées sur notre évaluation des perspectives d'inflation compte tenu des données économiques et financières, de la dynamique de l'inflation sous-jacente et de la force de la transmission de la politique monétaire. Nous ne nous engageons pas à l'avance sur une trajectoire de taux particulière.

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

• Les Echos commentent ainsi la décision de la BCE de baisser d'un quart de point ses taux directeurs : « la BCE adoucit son discours et baisse une nouvelle fois ses taux : elle semble prête à faire le nécessaire pour soutenir l'économie face à la conjoncture incertaine (...) Ce quatrième desserrement de l'étau monétaire depuis juin a porté à un point la baisse du taux de dépôt, ce qui est significatif. Et surtout, la BCE ne compte pas s'arrêter là. Même les faucons - les partisans de la ligne dure - du Conseil des gouverneurs reconnaissent que ce cycle d'assouplissement monétaire doit se poursuivre.

La BCE a d'ailleurs envoyé un signal fort - dans un univers de la communication des banques centrales où chaque mot est attentivement pesé - en modifiant le message de son communiqué de presse. Celui-ci ne précise plus que l'institut d'émission conservera « les taux d'intérêt directeurs à un niveau suffisamment restrictif, aussi longtemps que nécessaire » (...).

• ABN Amro en fait aussi un commentaire que rapporte Marjorie Encelot, également dans Les Echos : « La Banque centrale européenne, en maintenant l'“*ambiguïté constructive*” et en n'adoptant pas un ton résolument “colombe” de politique monétaire de peur de créer un aléa moral, pourrait être en train de tuer tout un pan de l'économie européenne, estime Christophe Boucher, directeur des investissements chez ABN Amro Investment Solutions. Plus globalement, “*on estime* [au sein de la branche de gestion d'actifs de la banque néerlandaise] *que les banques centrales ne gèrent pas les vrais problèmes*” en se focalisant uniquement sur les tensions salariales ou le comblement de l'“output gap” (écart entre le PIB actuel et son potentiel). Étant donné le déficit de compétitivité et de productivité en zone euro, la remarque vaut davantage pour l'Europe que pour les États-Unis, même si, contrairement à la Réserve fédérale américaine, le mandat de la BCE n'intègre pas explicitement le plein emploi. Cela étant, l'institution prend évidemment en compte l'activité économique pour fixer le niveau des taux d'intérêt directeurs car la santé de l'activité a une influence sur la stabilité des prix. “*Les banques centrales tâtonnent pour trouver le taux neutre*”, celui qui n'est ni expansionniste, ni restrictif pour l'économie. Or, explique Christophe Boucher, ce taux est différent selon les secteurs.

Les métiers capitalistiques, qui ont besoin de s'endetter pour se développer, comme l'industrie et l'immobilier, souffrent des taux plus hauts pendant plus longtemps alors que les services sont “quasi insensibles aux taux”, constate-t-il. “*Est-ce qu'un abonnement Netflix dépend des taux ?*” La question a son importance puisque les services comptent aujourd'hui pour l'essentiel de la consommation et de l'emploi dans les pays développés (respectivement 70% et 80% aux États-Unis où, malgré la plus forte augmentation des taux en plus de 20 ans, la croissance du PIB n'a pas ralenti). Ce sont eux qui maintiennent l'inflation au-delà de l'objectif. Elle s'établissait à 2,3% sur un an en novembre pour la zone euro, tirée par l'augmentation des prix dans les services (+3,9%).

Le taux de dépôt en zone euro s'élève aujourd'hui à 3,25% après trois baisses de 25 points de base depuis juin. La détente va se poursuivre. “*La désinflation en Europe est bien engagée*”, pointe-t-on chez ABN Amro IS. La BCE devrait annoncer aujourd'hui, à l'issue de sa réunion de décembre, un nouvel assouplissement de 25 points de base, d'après le consensus des économistes, avant cinq nouvelles baisses de cette ampleur en 2025 à en croire le marché des swaps, pour atteindre 1,75% à la fin octobre. ABN Amro IS table sur un taux directeur de 2% à la mi-2025, au rythme d'une coupe de 25 points de base à chacune de ses réunions jusque-là (janvier, mars, avril, juin).

Christophe Boucher rappelle que la dernière estimation du taux neutre agrégé pour la zone euro était de l'ordre de 0% en réel, donc proche de 2% en nominal, avec beaucoup d'incertitude sur ce niveau, précise-t-il toutefois. À supposer qu'il ne soit pas surévalué, la politique monétaire restera donc restrictive jusqu'en milieu d'année prochaine en zone euro ; à coup sûr pour l'industrie. La dernière fois que l'indice PMI de l'activité manufacturière est ressorti au-delà du seuil de 50 points qui marque l'expansion, c'était en juin 2022, avant que la banque centrale européenne n'enclenche ce qui s'avèrera le plus important resserrement monétaire depuis la création de la monnaie unique.

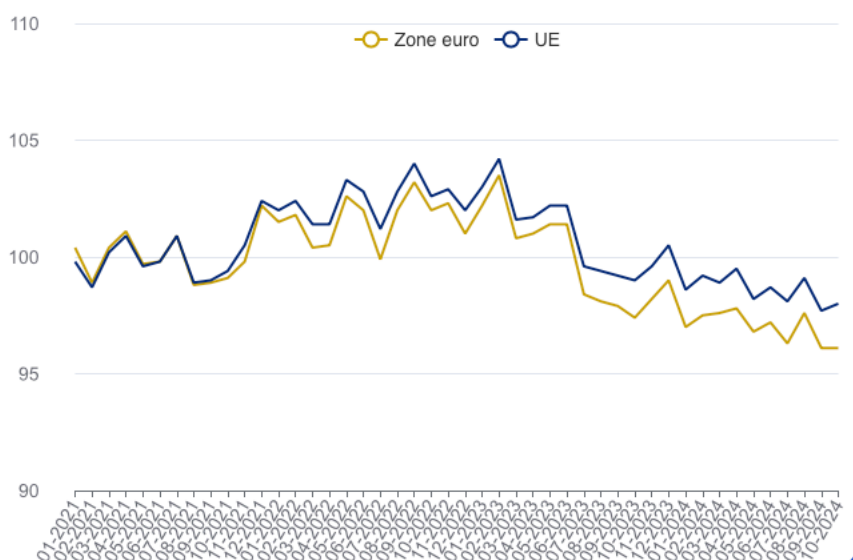
Isabelle Schnabel, membre éminemment “faucou” du conseil des gouverneurs de la BCE, contribuerait quelque part à la destruction de l'industrie allemande (chimique, énergétique et automobile notamment) en militant pour une approche graduelle dans la baisse des taux d'intérêt, là où des gouverneurs, comme François Villeroy de Galhau de la Banque de France, seraient favorables à une coupe de 50 points de base ce mois-ci. (...).

Dans cet « Historique de l'euro », nous évoquons à plusieurs reprises les effets paradoxalement « déshomogénéisant » de la politique monétaire unique de la BCE.

Le vendredi 13, Eurostat publie les statistiques suivantes sur la production industrielle :

Production industrielle

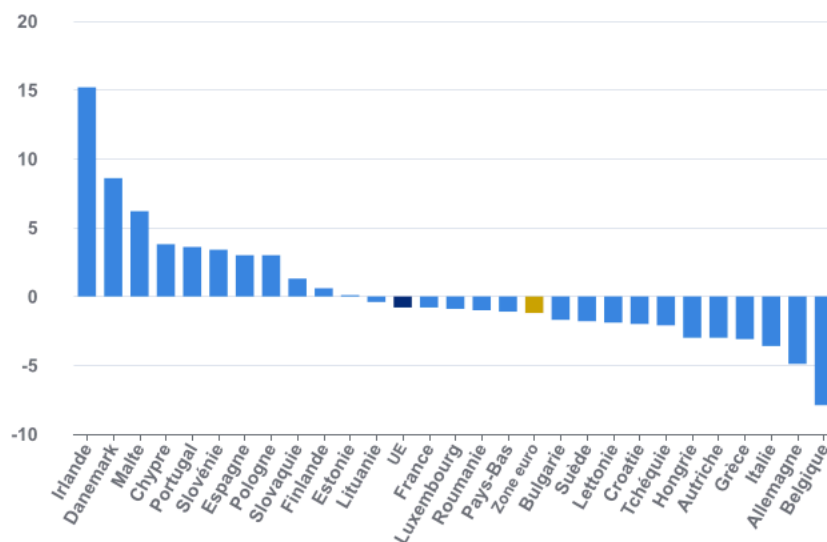
2021=100, données corrigées des variations saisonnières



eurostat

Production industrielle en octobre 2024

Variation en pourcentage par rapport à octobre 2023



23 Etats membres de l'UE sont membres de l'Otan

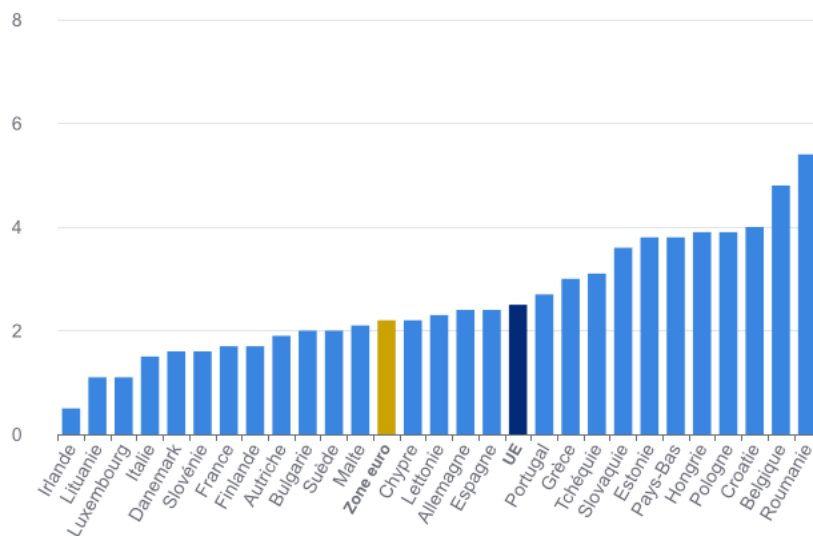
- Etats membres de l'UE
- Non-membre de l'Otan (UE)
- Membre de l'Otan (hors UE)
- Candidat à l'Otan

1. Bosnie-Herzégovine
2. Monténégro
3. Albanie
4. Macédoine du Nord



Les mardi 17 et mercredi 18, Eurostrat publie des statistiques :

Taux d'inflation annuel (%) en novembre 2024

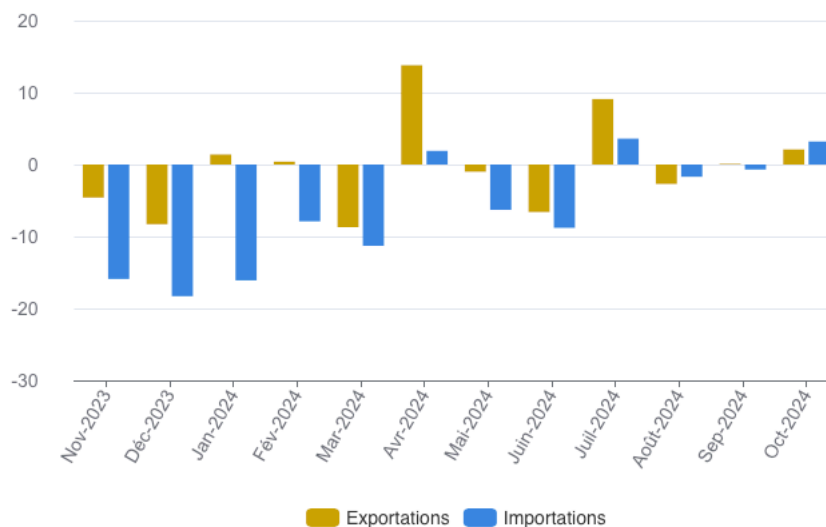


Taux d'inflation (%) mesurés par les IPCH

	Taux annuel							Taux mensuel
	Nov 23	Juin 24	Juil 24	Août 24	Sep 24	Oct 24	Nov 24	Nov 24
Zone euro	2,4	2,5	2,6	2,2	1,7	2,0	2,2	-0,3
UE	3,1	2,6	2,8	2,4	2,1	2,3	2,5	-0,2
Belgique	-0,8	5,4	5,4	4,3	4,3	4,5	4,8	0,2
Bulgarie	5,5	2,8	2,8	2,4	1,5	2,0	2,0	0,3
Tchéquie	8,0	2,2	2,5	2,4	2,8	3,0	3,1	0,1
Danemark	0,3	1,8	1,0	1,4	1,2	1,6	1,6	-0,4
Allemagne	2,3	2,5	2,6	2,0	1,8	2,4	2,4	-0,7
Estonie	4,1	2,8	3,5	3,4	3,2	4,5	3,8	-0,7
Irlande	2,5	1,5	1,5	1,1	0,0	0,1	0,5	-0,5
Grèce	2,9	2,5	3,0	3,2	3,1	3,1	3,0	-1,2
Espagne	3,3	3,6	2,9	2,4	1,7	1,8	2,4	0,0
France	3,9	2,5	2,7	2,2	1,4	1,6	1,7	-0,1
Croatie	5,5	3,5	3,3	3,0	3,1	3,6	4,0	0,0
Italie	0,6	0,9	1,6	1,2	0,7	1,0	1,5	-0,1
Chypre	2,4	3,0	2,4	2,2	1,6	1,6	2,2	-1,0
Lettonie	1,1	1,5	0,8	0,9	1,6	2,1	2,3	0,1
Lituanie	2,3	1,0	1,1	0,8	0,4	0,1	1,1	0,6
Luxembourg	2,1	2,8	2,7	1,7	0,8	0,9	1,1	-0,4
Hongrie	7,7	3,6	4,1	3,4	3,0	3,4	3,9	0,5
Malte	3,9	2,2	2,3	2,4	2,1	2,4	2,1	-3,2
Pays-Bas	1,4	3,4	3,5	3,3	3,3	3,3	3,8	-1,0
Autriche	4,9	3,1	2,9	2,4	1,8	1,8	1,9	0,3
Pologne	6,3	2,9	4,0	4,0	4,2	4,2	3,9	0,3
Portugal	2,2	3,1	2,7	1,8	2,6	2,6	2,7	-1,0
Roumanie	6,9	5,3	5,8	5,3	4,8	5,0	5,4	0,3
Slovénie	4,5	1,6	1,4	1,1	0,7	0,0	1,6	0,7
Slovaquie	6,9	2,4	3,0	3,2	2,9	3,5	3,6	0,2
Finlande	0,7	0,5	0,5	1,1	1,0	1,5	1,7	-0,3
Suède	3,3	1,4	1,7	1,3	1,2	1,6	2,0	0,6

Commerce international de biens de la zone euro

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



Le mercredi 18, la Fed décide de baisser ses taux directeurs.

En voici le communiqué :

« Les indicateurs récents suggèrent que l'activité économique a continué de croître à un rythme soutenu. Depuis le début de l'année, les conditions du marché du travail se sont généralement améliorées et le taux de chômage a augmenté mais reste faible. L'inflation a progressé vers l'objectif de 2 % du Comité, mais reste quelque peu élevée.

Le Comité cherche à atteindre un taux d'emploi et d'inflation maximum de 2 % à long terme. Le Comité estime que les risques pour atteindre ses objectifs en matière d'emploi et d'inflation sont à peu près équilibrés. Les perspectives économiques sont incertaines et le Comité est attentif aux risques pour les deux parties de son double mandat.

Pour soutenir ses objectifs, le Comité a décidé d'abaisser la fourchette cible du taux des fonds fédéraux d'un quart de point de pourcentage à 4,5 à 4,5 %. En examinant l'ampleur et le calendrier des ajustements supplémentaires de la fourchette cible du taux des fonds fédéraux, le Comité évaluera soigneusement les données à venir, l'évolution des perspectives et l'équilibre des risques. Le Comité continuera de réduire ses avoirs en titres du Trésor et en titres de créance et titres adossés à des créances hypothécaires d'agences. Le Comité est fermement déterminé à soutenir le plein emploi et à ramener l'inflation à son objectif de 2 %.

Pour évaluer l'orientation appropriée de la politique monétaire, le Comité continuera de surveiller les implications des informations reçues sur les perspectives économiques. Le Comité serait prêt à ajuster l'orientation de la politique monétaire en conséquence si des risques apparaissaient susceptibles d'entraver la réalisation des objectifs du Comité. Les évaluations du Comité tiendront compte d'un large éventail d'informations, notamment des relevés sur les conditions du marché du travail, les pressions inflationnistes et les anticipations d'inflation, ainsi que les évolutions financières et internationales ».

Le mercredi 25 :



CAC 40

+0,14% 7 282,69

Cotation du 24/12/2024 à 18h05

INTRADAY 15 JOURS **1 MOIS** 1 AN



DOW JONES INDUSTRIAL

+0,91% 43 297,03

Cotation du 24/12/2024 à 19h58

INTRADAY 15 JOURS **1 MOIS** 1 AN

