



## Faits saillants

- ❖ Produits agricoles ukrainiens : tensions après la levée des mesures de sauvegarde européennes
- ❖ Inflation hongroise, la plus élevée de l'Union européenne
- ❖ L'étonnante résistance de l'économie slovaque
- ❖ Des budgets 2024 sous le signe de la rigueur en Estonie et Tchéquie

### LE CHIFFRE À RETENIR

75 POINTS DE  
BASE

Le montant de la baisse du taux directeur de la Banque centrale de Pologne

## Dossier du mois : Après le pic d'inflation, le pic des taux ?

*A l'instar de la plupart des grandes économies développées, l'Europe centrale et balte semble avoir son pic d'inflation derrière elle. Si depuis janvier 2023 l'inflation connaît une décrue significative, son niveau demeure élevé, surtout en comparaison européenne. Dans ce contexte, alors que la Banque centrale européenne (BCE) a encore augmenté ses taux directeurs en septembre, les banques centrales hors Zone euro de la région (Pologne, Hongrie, Tchéquie) semblent avoir atteint leur pic des taux directeurs et envisager déjà un assouplissement monétaire. La Banque centrale polonaise (NBP) s'est déjà distinguée en procédant à une forte baisse des taux en septembre.*

## Actualité de la région

### Tensions autour des importations de produits agricoles ukrainiens.

La Commission européenne a annoncé le 15 septembre la fin des mesures de sauvegarde imposées sur 4 produits agricoles en provenance d'Ukraine à destination de 5 Etats membres de son voisinage (Pologne, Hongrie, Slovaquie, Bulgarie, Roumanie). Pour rappel, début mai la Commission avait répondu à des mesures unilatérales d'embargo de plusieurs de ces Etats membres, dont la Pologne, en stoppant l'importation (mais pas le transit) de blé, maïs, colza et graines de tournesol ukrainiens dans ces 5 pays.

Estimant après l'été que les distorsions de marché dans ces cinq Etats avaient été éliminées, la Commission a décidé de ne pas prolonger les mesures de sauvegarde. Cela a provoqué une réaction en ordre dispersé des gouvernements d'Europe centrale.

La Pologne et la Hongrie ont d'emblée annoncé interdire de façon unilatérale, pour une durée indéterminée, l'importation de plusieurs produits agroalimentaires ukrainiens au-delà des quatre préalablement visées. La Slovaquie, qui avait annoncé rétablir un embargo unilatéral, y a depuis renoncé et étudie la proposition ukrainienne d'un système de licences pour l'exportation vers les pays de l'UE. Les autorités roumaines ont déclaré maintenir leurs restrictions pendant un mois afin d'étudier la proposition ukrainienne de licences tandis que la Bulgarie s'est conformée à la levée des restrictions européennes.

Des tensions ont émergé entre l'Ukraine et les Etats ayant pris des mesures d'embargo ; l'Ukraine a notamment annoncé avoir déposé plainte devant l'Organisation Mondiale du Commerce contre la Pologne et la Hongrie.

## Pologne

### La Commission européenne abaisse à 0,5% sa prévision de croissance 2023

Dans ses dernières prévisions économiques, la Commission estime la croissance polonaise 2023 à 0,5%, soit un niveau inférieur de 0,2 point de pourcentage (pp) à la prévision précédente (mai 2023).

Le ralentissement de la croissance résulte d'une contribution négative des stocks et de la baisse de la consommation privée réelle. A l'inverse, les exportations nettes et les investissements devraient contribuer positivement.

La prévision de croissance pour 2024 reste stable à 2,7%. Le taux d'inflation devrait passer de 11,4% en 2023 à 6,1% en 2024, nettement au-dessus de la cible d'inflation de la Banque centrale (2,5% +/- 1 point). Les prix de l'énergie devraient augmenter au premier trimestre 2024, car les mesures gouvernementales sur les prix de l'électricité, du gaz, du charbon et du chauffage arriveront à expiration. Les nouvelles mesures budgétaires et une augmentation notable du salaire minimum en 2024 devraient accroître les pressions inflationnistes sous-jacentes. Ces prévisions font suite à la publication par l'institut statistique polonais (GUS) d'une croissance négative du PIB de -0,3% au premier trimestre 2023 puis de -0,6% au 2ème (g.a., non corrigé des variations saisonnières).

## Le Conseil des ministres a adopté le projet de loi de finances pour 2024

Selon ce projet, les recettes budgétaires s'établiraient à 683 Mds PLN (153,5 Mds EUR), en augmentation de 13%, et les dépenses à 848 Md PLN (190,6 Mds EUR), soit un bond de 26%. A 165 Mds PLN (37 Mds EUR), le déficit budgétaire atteindrait en conséquence 4,5% du PIB, un peu moins que le déficit prévu pour 2023 (4,7% du PIB), mais 1,1 pp de plus que la cible de déficit 2024 notifiée en avril à la Commission (3,4% du PIB). Des modifications plus ou moins substantielles de ce projet pourraient advenir après les élections législatives du 15 octobre.

## Le Premier ministre veut de nouvelles vacances de crédits immobiliers en 2024

Le 20 septembre, le Premier ministre Mateusz Morawiecki a confirmé le souhait du gouvernement de renouveler en 2024 le dispositif de moratoire (report sans frais de 4 mensualités par an) sur le remboursement des crédits immobiliers, si le parti au pouvoir était reconduit. Contrairement à la mesure appliquée en 2022 et 2023, un critère de revenu serait mis en œuvre pour exclure du bénéfice de cette disposition les personnes disposant d'un important revenu ou patrimoine. L'association des banques polonaises (ZBP) a évalué le coût du dispositif 2022-2023 pour le secteur à 20 Mds PLN, soit 4,4 Mds EUR.

## Revalorisation conséquente du salaire minimum en 2024

Le 15 septembre, le gouvernement a publié un règlement établissant le salaire minimum mensuel brut en Pologne au 1er janvier 2024 à 4242 PLN (environ 920 EUR), soit une revalorisation de 17,8%. Puis, à compter du 1er juillet 2024, le salaire minimum sera revalorisé une nouvelle fois pour atteindre 4300 PLN (930 EUR), soit une revalorisation totale de 19,4%. D'après des estimations de banques privées, le nombre d'employés au SMIC devrait augmenter en 2024 de 0,9 million pour s'établir à 3,6 millions, soit près de 24% du total des employés.

## Rétablissement du solde commercial polonais sur les sept premiers mois 2023

Sur la période janvier - juillet 2023, la Pologne a enregistré un solde positif dans ses échanges extérieurs de biens de l'ordre de 8,2 Mds EUR, d'après le GUS. A titre de comparaison, durant la période analogue de l'année précédente, les échanges extérieurs ont été déficitaires à hauteur de 10,8 Mds EUR. Sur les sept premiers mois, les exportations (204,2 Mds EUR au total) ont augmenté de 4,0% tandis que les importations (196 Mds EUR) ont diminué de 5,4%. Les données sur les échanges extérieurs de biens confirment le rôle primordial de l'Allemagne qui demeure le principal client de la Pologne (28,0% de ses exportations), loin devant la Tchéquie et la France (6,3% chacun).

## L'inflation continue progressivement à diminuer

Selon les estimations provisoires du GUS, l'inflation diminuerait en septembre pour atteindre 8,2% sur un an contre 10,1% en août.

Si les prix semblent diminuer dans l'ensemble des secteurs, cette performance serait principalement supportée par une baisse des prix des produits énergétiques, notamment pétroliers qui diminuent de 3,1% en glissement mensuel (g.m) et de 7% en glissement annuel (g.a). Des observateurs s'étonnent de la soudaine baisse des prix de l'essence, à contre-courant de la tendance européenne et à quelques semaines des élections législatives, alors que le pétrolier public Orlen a un important pouvoir de marché.

Par ailleurs, le GUS a indiqué qu'à partir de septembre il prendra en compte les réductions de tarifs d'électricité accordées à certains ménages ainsi que la gratuité des médicaments pour les enfants et les personnes de plus de 65 ans dans son calcul de l'inflation. Ce faisant, il s'éloigne de la méthodologie européenne qui indique que les mesures de prix ciblant des catégories particulières ne devraient pas être prises en compte dans le calcul de l'inflation globale. Le changement de méthodologie du GUS devrait réduire significativement le taux d'inflation calculé en fin d'année.

	Décembre 2022	Juin 2023	Juillet 2023	Août 2023
Inflation (% , g.a.), ICPH	15,3	11,0	10,9	9,5
Inflation sous-jacente (% , g.a.)	12,0	11,1	10,6	10,0
Taux de chômage (% population active)	2,8	2,7	2,7	n.c.
Taux directeur (% , NBP)	6,75	6,75	6,75	6,75

Source : Eurostat, Banque centrale

## Hongrie

### L'inflation hongroise reste la plus élevée de l'Union européenne

Le bureau central des statistiques hongrois (KSH) a publié le taux annuel d'inflation qui ressort à 16,4 % pour le mois d'août. Eurostat indique pour sa part 14,2 %, sur la base de la méthodologie harmonisée de l'UE. Si l'ampleur de cet écart entre les données des deux institutions est pour le moins inhabituelle, il n'en reste pas moins que l'IPC de la Hongrie reste le plus élevé de l'Union européenne.

### Vers une baisse du taux de base ?

La Banque nationale de Hongrie (MNB) pourrait abaisser son taux de base de 13 % à 10-11 % d'ici la fin de l'année selon Gyula Pleschinger, membre du Conseil de politique monétaire. Cette perspective fait notamment écho à la réduction de 100 points de base du taux de référence (dépôt à un jour) lors de la réunion du CPM le 26 septembre. (Voir dossier du mois).

## Déficit record pour 8 mois d'exécution budgétaire

A fin août 2023, le budget hongrois affichait un déficit de 358 Mds HUF (plus de 900 M EUR) depuis le début de l'année, soit le montant le plus élevé jamais atteint sur une période de huit mois. Il paraît désormais clair que l'objectif annuel ne pourra pas être tenu et que des ajustements devront être opérés. On note par ailleurs que, lors de son récent briefing, le ministère des Finances n'a pas du tout évoqué l'évolution du volet recettes du budget.

## La balance du commerce extérieur de la Hongrie continue de s'améliorer

La balance du commerce extérieur de la Hongrie a enregistré un excédent de 697 M EUR en juillet 2023, essentiellement en raison d'une baisse des importations de 13 % en g.a. Cette chute des importations est liée à l'évolution du segment énergétique, mais le fait que la Hongrie subisse une récession pour le 4ème trimestre consécutif pèse aussi sur la demande. Dans le même temps, les exportations n'ont augmenté que modestement (+4,3 % en g.a.). Ceci tient à un ralentissement des marchés extérieurs de la Hongrie et à l'affaiblissement des performances des industries à forte intensité énergétique.

## Rebond notable du secteur de la construction

Le volume de la production du secteur de la construction en Hongrie a augmenté de 8,5 % en juillet par rapport à juin 2023, selon les données corrigées des variations saisonnières et des jours ouvrables du KSH. L'ampleur de ce rebond appelle l'attention, même pour un secteur habitué à des performances mensuelles très fluctuantes et qui faisait l'objet ces derniers mois d'une tendance systématiquement orientée à la baisse.

	Décembre 2022	Juin 2023	Juillet 2023	Août 2023
Inflation (% , g.a.), ICPH	25,0	19,9	17,5	14,2
Inflation sous-jacente (% , g.a.)	15,4	20,8	17,5	15,2
Taux de chômage (% population active)	3,8	3,9	4,0	n.c.
Taux directeur (% , MNB)	13,0	13,0	13,0	13,0

Source : Eurostat, Banque centrale

# République tchèque

## Une croissance 2023 en berne avant un rebond attendu en 2024

L'office national tchèque prévoit une baisse du PIB de 0,2 % en 2023. La banque nationale tchèque, un peu plus optimiste, anticipe un rebond au second semestre pour atteindre 0,1 % de croissance sur l'année. La croissance devrait repartir à la hausse en 2024 pour atteindre 2,3%, avec le retour à une

inflation dans la cible de la Banque centrale, ainsi que par le rattrapage des salaires réels.

La stagnation en 2023 s'explique principalement par l'inflation élevée qui continue d'affecter le pouvoir d'achat des ménages tchèques, les hausses de salaire étant moindres que l'inflation, le salaire réel diminue. La consommation baisserait de 3,4 % en g.a. au profit de l'épargne. Si la dépense publique permet d'amoindrir la baisse de la croissance, le déficit devrait augmenter en 2023, de même que le niveau de dette par rapport à 2022.

## L'inflation en baisse

Selon l'institut national des statistiques (CSU), le taux d'inflation s'est établi en août à 8,5 % en g.a. (10,1% selon la méthodologie Eurostat) après 8,8 % en juillet (10,2%). La hausse la plus importante concerne l'énergie (+12,7 %), suivie par les services d'hôtellerie et de restauration (+11,8 %), et l'habillement (+ 10,9 %). Sur une base mensuelle, on note une diminution des prix de 0,3%, notamment sous l'effet d'une baisse des prix des produits agroalimentaires.

La cible de 2 % pourrait ainsi être atteinte début 2024 selon les prévisions de la Banque centrale tchèque (CNB) qui maintient pour l'heure une politique monétaire restrictive, et son principal taux directeur à 7 %. Une éventuelle baisse de taux pourrait avoir lieu dès la fin d'année 2023. Cet assouplissement monétaire serait néanmoins très progressif et très prudent afin de trouver un équilibre entre une économie stagnante et les pressions inflationnistes persistantes (marché du travail tendu, coût du pétrole, faiblesse de la couronne tchèque). (Voir dossier du mois)

## Le budget 2024 de la Tchéquie dévoilé le 27 septembre

Le ministère des finances a présenté début septembre un avant-projet de budget 2024 prenant en compte l'accroissement des contraintes budgétaires (hausses du déficit et de la dette). Le choix de réduire le déficit en 2024 (à 252 Mds CZK contre 295 Mds CZK) a suscité de nombreuses réactions au regard des baisses proposées sur presque l'ensemble des postes budgétaires dont l'Education nationale, la Santé et le Développement régional. Seul le ministère de la Défense verrait ses crédits augmenter. Pour respecter cet objectif, l'effort passerait également par une réduction de la masse salariale de 2 %, le gouvernement ayant exclu une augmentation générale du traitement des agents publics. Chaque ministère pourra moduler les rémunérations en fonction des performances, du non renouvellement des contrats et du solde de crédits 2023 non utilisés.

	Décembre 2022	Juin 2023	Juillet 2023	Août 2023
Inflation (% g.a.), ICPH	16,8	11,2	10,2	10,1
Inflation sous-jacente (% g.a.)	13,3	9,1	9,8	8,3
Taux de chômage (% population active)	2,3	2,7	2,7	n.c.
Taux directeur (% CNB)	7,0	7,0	7,0	7,0

Source : Eurostat, Banque centrale

# Slovaquie

## L'étonnante résistance de l'économie slovaque

Au 2ème trimestre 2023, selon l'Office des statistiques, le PIB slovaque a augmenté de 1,5 % en g.a., soit la meilleure performance depuis le 1er trimestre 2022 (+3 %), et de + 0,4 % en glissement trimestriel. Sur le plan de l'offre, ce sont tous les secteurs qui ont augmenté leur production. Le plus important d'entre eux, l'industrie (22,1% de l'ensemble), a progressé de 3,3% avec un rebond marqué de l'industrie automobile (+35,7%) et des produits pharmaceutiques (+28,3%). Sur le plan de la demande, et ce sans surprise, la consommation finale a reculé de 3,3 % en raison de la contraction de la consommation des ménages (-3,6 %) du fait de l'impact de l'inflation sur le pouvoir d'achat. La croissance de l'économie slovaque est essentiellement tirée par la demande extérieure. En effet, même si les exportations ont baissé de 2,3 % au premier semestre 2023, la baisse des importations était bien plus prononcée : -10,8 % (du fait de la baisse des prix de l'énergie).

Au 2ème trimestre, le salaire moyen mensuel brut a augmenté de 9,9 % en g.a. pour atteindre 1 419 €, après une hausse de 9,5 % en g.a. au 1er trimestre. Malgré cette croissance, le dynamisme des salaires n'a pas permis de compenser le niveau de l'inflation. C'est pourquoi le salaire réel, après une baisse de 4,9 % au 1er trimestre en g.a., s'est encore contracté de 2 % au 2ème trimestre 2023 en g.a. On note une exception des secteurs de la santé (+13,8 %) et de l'administration publique (+13,6 %), du fait de fortes revalorisations fixées en amont des élections législatives du 30 septembre.

Au 2ème trimestre 2023, le nombre d'emplois a atteint 2 608 900, en légère hausse (+0,2 %, 5 100 personnes embauchées). Le taux d'emploi atteint désormais un sommet à 77,5 %, en croissance de 0,7pp. A la fin du 2ème trimestre, taux de chômage s'est établi à 5,8 %, en baisse de 0,4 pp en g.a. Cet indicateur est en diminution constante depuis les huit derniers trimestres. Sont concernés tant les chômeurs de longue durée (un an et plus) que ceux de courte durée.

## Les bénéfices économiques pour la Slovaquie de l'adhésion à l'UE

A l'approche du 20<sup>ème</sup> anniversaire de l'adhésion à l'Union européenne, la Banque centrale de Slovaquie (NBS) a publié une étude sur les bénéfices économiques induits de celle-ci. Selon cette analyse, les versements nets de l'UE (après déduction de la contribution nationale) s'élèvent à 24 Mds EUR, soit 1,1 % du PIB/an. Cela représente 4 500 EUR par habitant sur cette période de 19 ans. En outre, les effets indirects des transferts européens sont estimés à 2,3 % du PIB par an. Enfin, l'appartenance à l'UE et à la zone euro permet une gestion de la dette publique moins onéreuse (économie de 0,6 % du PIB par an). La combinaison de ces trois éléments représente une contribution annuelle de 4 % du PIB, soit 830 EUR par habitant. Les analystes ont également étudié l'impact de la plus grande intégration du commerce extérieur de la Slovaquie (15 % du PIB). Au final, l'intégration européenne apporterait à un ménage de quatre personnes approximativement 16 000 EUR sur 5 ans.

	Décembre 2022	Juin 2023	Juillet 2023	Août 2023
Inflation (% , g.a.), ICPH	15,0	11,3	10,3	9,6
Inflation sous-jacente (% , g.a.)	9,8	11,6	10,6	9,6
Taux de chômage (% population active)	6,1	5,8	5,8	n.c.
Taux directeur (% , BCE)	2,5	3,5	3,5	3,75 (4% à compter du 20 sept. 2023)

Source : Eurostat, Banque centrale

## Estonie

### Baisse de la croissance, ralentissement de l'inflation

Selon les prévisions économiques d'août du ministère des Finances, le PIB va baisser de 2% cette année avant d'augmenter de 2,7% en 2024. Le PIB a diminué, au 2ème trimestre 2023, de 2,9% en g.a. et 0,2% en glissement trimestriel, soit le 6ème trimestre consécutif de recul de l'économie estonienne. L'inflation a ralenti à 4,3% en août, après 6,2% en juillet. Pour rappel, l'inflation atteignait 25,2% en g.a. en août 2022. Le ministère des Finances anticipe une inflation à 9,6% sur l'année 2023 et à 4,6% sur l'année 2024 (en partie liée à de nouvelles mesures fiscales).

### Les échanges de biens sont en baisse au 2<sup>ème</sup> trimestre

La baisse de la demande provenant des marchés étrangers a entraîné une diminution du commerce extérieur de l'Estonie. La dégradation des situations macroéconomiques de ses principaux partenaires commerciaux – Finlande, pays baltes, Allemagne et Suède – s'est traduite par une baisse de la demande de biens. Les exportations ont ainsi chuté de 22,5% en g.a. et les importations, en baisse pour le 2ème trimestre consécutif, de 14,9% (Banque d'Estonie). A l'échelle européenne, les trois États-membres qui ont enregistré les plus fortes baisses de l'export en juillet sont l'Estonie, la Lituanie et la Finlande. Cela vient principalement du ralentissement de l'industrie manufacturière. Le secteur du bois continue de se heurter à la faiblesse de la demande sur les marchés scandinaves. Les exportations n'ont progressé que pour les produits agricoles et alimentaires, et elles se sont stabilisées pour les produits métalliques et les machines et équipements.

Du côté des services, on observe une légère augmentation de 7,9% pour les exportations au 2ème trimestre par rapport à l'année précédente, et de 2,2% pour les importations.

### Des économies budgétaires de 1 Md EUR en 2024-2027

Selon le projet de budget de l'État pour 2024 et la stratégie budgétaire de l'État pour 2024-2027 devant être présentés au Parlement (Riigikogu) fin septembre, le gouvernement souhaite réduire les dépenses de 50 M EUR l'année prochaine. Sont évoqués un gel des salaires des hauts fonctionnaires et la

réduction du nombre d'officiers de police et du personnel dit « de secours ».

Les trois partis formant la coalition (Réforme, Eesti 200, et les sociaux-démocrates) peinent à s'entendre sur la création de nouvelles taxes, leurs objets et leurs montants. Se discutent actuellement : une taxe extraordinaire sur les banques, une taxe sur les véhicules (déjà en débat depuis le mois d'avril) ou encore une taxe sur les boissons sucrées. Le ministre de l'Intérieur Lauri Läänemets (SDE) a suggéré la possibilité d'une hausse de 5 à 7% des taxes sur les foyers les plus aisés, afin de combler le déficit budgétaire estimé entre 400 et 600 M EUR – un déficit accentué par les 480 M EUR d'intérêts d'emprunt que l'Estonie devra payer jusqu'en 2027.

## Hausse générale des taux d'intérêt pour les prêts aux entreprises

Selon le dernier communiqué statistique de la Banque d'Estonie (Eesti Pank, août 2023), le taux d'intérêt sur les prêts d'une durée supérieure à un an accordés aux entreprises par les banques et les sociétés de crédit-bail qui leur sont associées était de 5,81% au 2ème trimestre 2023. Ce taux a augmenté de 3 pp en g.a. Le taux d'intérêt moyen des crédits-bails automobiles accordés aux entreprises s'élève à 5,69%, soit le niveau le plus élevé des 13 dernières années. Le taux d'intérêt moyen sur les prêts à long terme émis par les institutions financières de la zone euro était de 4,40% en juin. En Estonie, il était de 7,43%.

	Décembre 2022	Juin 2023	Juillet 2023	Août 2023
Inflation (% , g.a.), ICPH	17,5	9,0	6,2	4,3
Inflation sous-jacente (% , g.a.)	12,5	11,5	9,6	8,6
Taux de chômage (% population active)	5,3	7,1	7,2	n.c.
Taux directeur (% , BCE)	2,5	3,5	3,5	3,75 (4% à compter du 20 sept. 2023)

Source : Eurostat, Banque centrale

## Lettonie

### Remaniement gouvernemental

Le 15 septembre, le Parlement letton a approuvé à l'issue d'un vote de confiance le gouvernement formé par la Première ministre, Evika Silina (parti « Nouvelle Unité »). Le poste de ministre des Finances a été de nouveau confié à Arvils Aseradens (« Nouvelle Unité »). Viktors Valainis, député de la Saeima et président du bloc parlementaire des Verts et des paysans, a été nommé ministre de l'Economie.

### Le FMI prévoit une modeste croissance du PIB de la Lettonie pour 2023

Dans ses dernières prévisions, le FMI a prévu une croissance économique de seulement 0,9% pour 2023, en raison de l'impact négatif de l'inflation élevée sur la consommation, mais aussi d'un ralentissement

de la demande extérieure. La prévision de croissance du PIB pour 2024 est de 2,7%. L'inflation annuelle en Lettonie devrait tomber à 10,4% en 2023, contre 17,2% en 2022, mais restera probablement élevée pendant un certain temps (prévision à 3,4% par le FMI pour 2024). Les principaux risques pour l'inflation sont l'évolution de la situation géopolitique et des sanctions, qui pourraient à nouveau augmenter les prix de l'énergie et perturber l'approvisionnement énergétique en Europe, ainsi que réduire la demande extérieure. À moyen terme, le FMI s'attend à une reprise de la croissance économique, soutenue par les réformes et une reprise de la consommation et de l'investissement public.

### Les rémunérations non déclarées en légère diminution

Selon le Service des revenus (VID), la part des salaires non déclarés dans le secteur privé a représenté 17,5 % en 2022, en légère baisse par rapport aux années précédentes (18% en 2021 et 17,8% en 2020). Les secteurs ayant la plus grande part d'impôts non payés sont le commerce (321,21 M EUR), le transport (169,4M EUR), la construction (161,8M EUR), les services informatiques (76,4M EUR), ainsi que la vente automobile (70M EUR).

### Le ministère des Finances veut taxer les « superprofits » des banques

Le ministère des Finances envisage de mettre en place une obligation pour les établissements de crédit de verser un impôt sur les sociétés à hauteur de 20% des bénéfices réalisés lors du dernier exercice. Jusqu'ici les établissements de crédit étaient soumis au régime général de l'impôt sur les sociétés, c'est-à-dire que le montant de l'impôt était calculé uniquement sur les bénéfices distribués par l'entreprise (dividendes), et non sur les profits totaux. L'objectif du projet est d'utiliser une partie des « surprofits » des banques pour financer la relance économique et pour faire face aux menaces à la sécurité nationale. Pour information, au 1er semestre de cette année, le secteur bancaire letton a réalisé un bénéfice de 350 M d'euros, soit 2,6 fois plus qu'au cours de la même période en 2022.

	Décembre 2022	Juin 2023	Juillet 2023	Août 2023
Inflation (% , g.a.), ICPH	20,7	8,1	6,6	5,6
Inflation sous-jacente (% , g.a.)	10,7	10,4	9,6	8,3
Taux de chômage (% population active)	6,7	6,6	6,6	n.c.
Taux directeur (% , BCE)	2,5	3,5	3,5	3,75 (4% à compter du 20 sept. 2023)

Source : Eurostat, Banque centrale

## Lituanie

### Le ministère des Finances prévoit une récession moins prononcée que prévue

D'après les dernières prévisions économiques du ministère lituanien des Finances, l'économie lituanienne devrait connaître une contraction de -0,4% en 2023, contre une baisse estimée initialement

à -1%. Le ministère table par ailleurs sur une croissance plus faible que prévu pour 2024 (1,7% alors qu'il prévoyait jusqu'ici de 2,5%). Les prévisions d'inflation ont été revues légèrement à la hausse, par rapport à l'été 2023, tant pour 2023 que pour 2024 et 2025. L'inflation moyenne annuelle devrait diminuer de 9% en 2023 à 2,9% en 2024, puis à 2,4% en 2025. Les salaires devraient être à la hausse (12,1% en 2023, puis 6,5% en 2024).

### La production industrielle a connu l'une des baisses les plus sévères de la zone euro

En juillet 2023, la production industrielle a diminué de 7,8 % en g.a., contre une baisse de 2,2 % dans la zone euro. Sur un mois, la production industrielle a connu une baisse de 4,4 %.

### Le taux réduit de TVA dans le secteur de la restauration s'arrêtera fin 2023

Le Parlement a rejeté la proposition des partis d'opposition de prolonger pour une durée indéterminée l'application du taux réduit de TVA dans le secteur de la restauration. La TVA au taux réduit de 9% a été introduite en juillet 2021 en raison de la pandémie. Celle-ci était réservée au secteur de l'événementiel et de la restauration et était valable jusqu'à fin 2023. Le Parlement avait par ailleurs déjà prolongé pour une durée indéterminée l'application du taux de TVA réduit pour le secteur des loisirs.

### Les disparités territoriales de salaires persistent

Au 2ème trimestre 2023, le salaire brut moyen dans la région de Vilnius s'établit à 2 219,6 EUR (une hausse trimestrielle de 1,3%), alors qu'il est nettement moins élevé dans la région du centre-ouest du pays (1 819,3 EUR ; en hausse de 2,8% en glissement trimestriel). Ainsi, bien qu'en baisse par rapport à la période précédente, l'écart de salaire entre les deux régions demeure important (400 EUR).

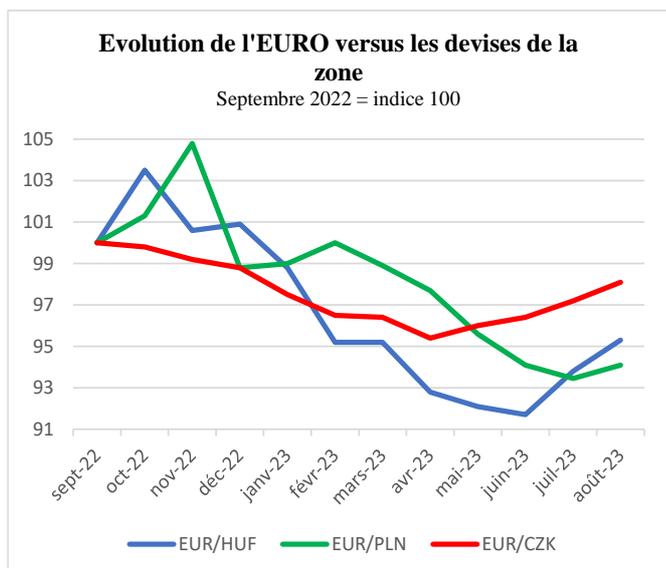
### Elargissement des zones franches industrielles

La mairie de Panevezys, 5ème ville de Lituanie, a annoncé que la zone franche industrielle de cette municipalité sera prochainement élargie en y intégrant 100 ha supplémentaires. Le ministère de l'Economie et des Innovations a indiqué qu'il envisageait la création, d'ici 2023, de deux zones franches supplémentaires. A l'heure actuelle, la Lituanie compte sept zones franches industrielles bénéficiant, entre autres atouts, d'un dispositif d'exonération d'impôt sur les bénéfices à 100 % pendant dix ans.

	Décembre 2022	Juin 2023	Juillet 2023	Août 2023
Inflation (% , g.a.), ICPH	20,0	8,2	7,2	6,4
Inflation sous-jacente (% , g.a.)	12,6	10,2	10,1	9,4
Taux de chômage (% population active)	6,1	5,8	6,4	n.c.
Taux directeur (% , BCE)	2,5	3,5	3,5	3,75 (4% à compter du 20 sept. 2023)

Source : Eurostat, Banque centrale

## Indicateurs financiers



	Clôture au 29/09/2023	Variation mensuelle (%)	Variation depuis fin 2022 (%)
EUR/PLN*	4,63	3,50	-1,12
EUR/HUF*	289,50	-24,26	-27,78
EUR/CZK*	24,34	0,73	0,92
EUR/USD*	1,06	-1,93	-0,68
WIG20	1916	-6,23	6,90
BUX	55838	-2,16	27,50
PX	1349	-0,18	12,28
Euro Stoxx 50	4147	-4,14	9,33
Spread PL-10**	306	-10	-122
Spread HU-10**	463	-17	-191
Spread CZ-10**	190	10	-56

\* Un signe négatif signifie une appréciation de la devise par rapport à l'euro.

\*\* en pb

Source : Calculs DG Trésor (SER de Varsovie)

	Pologne	Hongrie	Tchéquie	Slovaquie	Estonie	Lettonie	Lituanie
<b>PIB nominal (M EUR)</b>							
2021	576 382,6	154 120,1	238 249,5	100 323,5	31 444,9	33 616,5	56 153,5
2022	656 905,5	170 246,8 (p)	276 605,9	109 651,9	36 181,4	39 062,5	66 791,1
<b>Taux de croissance du PIB réel (% , g.a.)</b>							
2021	6,9	7,2	3,6	4,9	8,0	4,3	6,0
2022	5,1	4,6 (p)	2,5	1,7	-1,3	2,8	1,9
<b>Populations (milliers)</b>							
2021	38 162,00	9 709,89 (p)	10 697,31	5 440,66	1 330,07	1 883,01	2 808,38
2022	37 827,00 (r)	9 683,47 (p)	10 690,40	5 500,56	1 331,80	1 886,23	2 833,00
<b>Solde public (% PIB)</b>							
2021	-1,8	-7,1	-5,1	-5,4	-2,4	-7,1	-1,2
2022	-3,7	-6,2	-3,6	-2,0	-0,9	-4,4	-0,6
<b>Dettes publiques brutes (% PIB)</b>							
2021	53,6	76,6	42,0	61,0	17,6	43,7	43,7
2022	49,1	73,3	44,1	57,8	18,4	40,8	38,4
<b>Solde du compte courant (% PIB)</b>							
2021	-1,4	-3,9	-2,8	-2,5	-1,8	-4,2	1,1
2022	-3,0	-8,2	-6,1	-8,3	-2,2	-6,4	-5,1

Source : Eurostat,

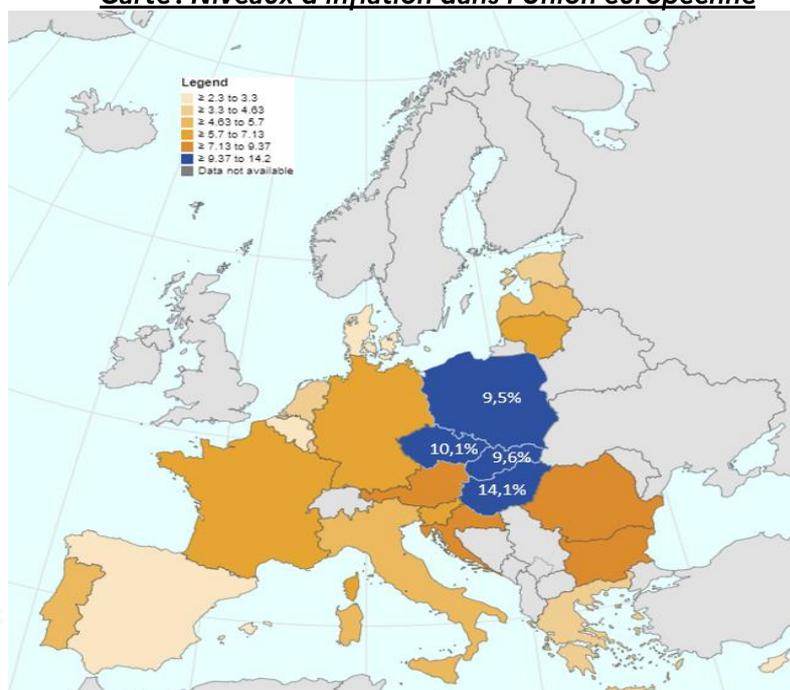
(p) : données provisoires ; (r) : rupture dans la série chronologique

## Dossier du mois : Après le pic d'inflation, le pic des taux ?

A l'instar de la plupart des grandes économies développées, l'Europe centrale et balte semble avoir son pic d'inflation derrière elle. Si depuis janvier 2023 l'inflation connaît une décline significative, son niveau demeure élevé, surtout en comparaison européenne. Dans ce contexte, alors que la Banque centrale européenne (BCE) a encore augmenté ses taux directeurs en septembre, les banques centrales hors Zone euro de la région (Pologne, Hongrie, Tchéquie) semblent avoir atteint leur pic des taux directeurs et envisager déjà un assouplissement monétaire. La Banque centrale polonaise (NBP) s'est déjà distinguée en procédant à une forte baisse des taux en septembre.

### 1. L'Europe centrale et balte en proie à une inflation particulièrement élevée depuis 2021

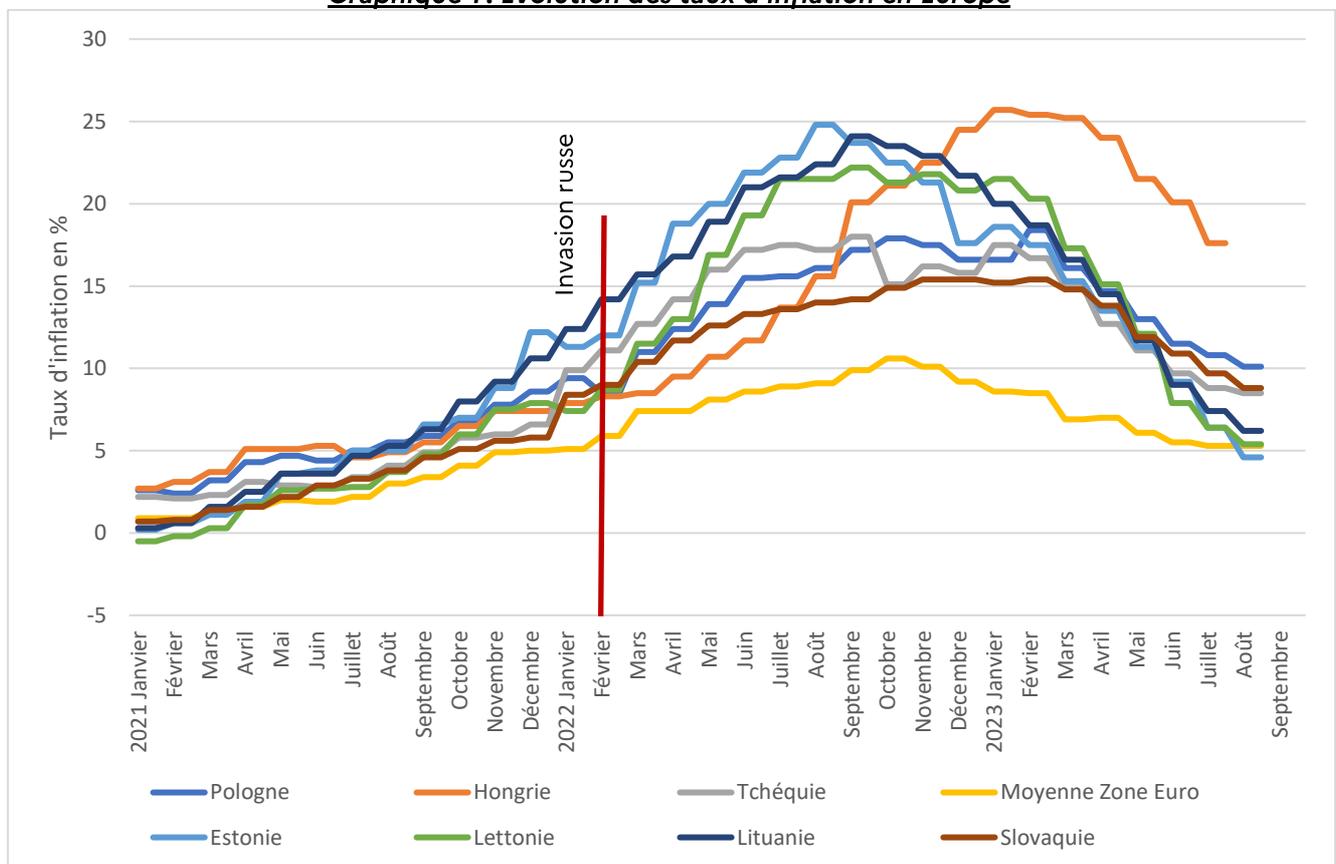
**Carte : Niveaux d'inflation dans l'Union européenne**



Source : Eurostat

D'abord affectée par les perturbations des chaînes d'approvisionnement mondiales suite à la pandémie de Covid19, puis par l'agression militaire de l'Ukraine par la Russie, l'Europe centrale et balte souffre d'une inflation encore élevée. Depuis le printemps 2021, les pays de la région présentent en effet une inflation systématiquement supérieure à la moyenne de la zone euro. Cette divergence s'est encore accentuée depuis l'invasion russe de l'Ukraine (graphique 1).

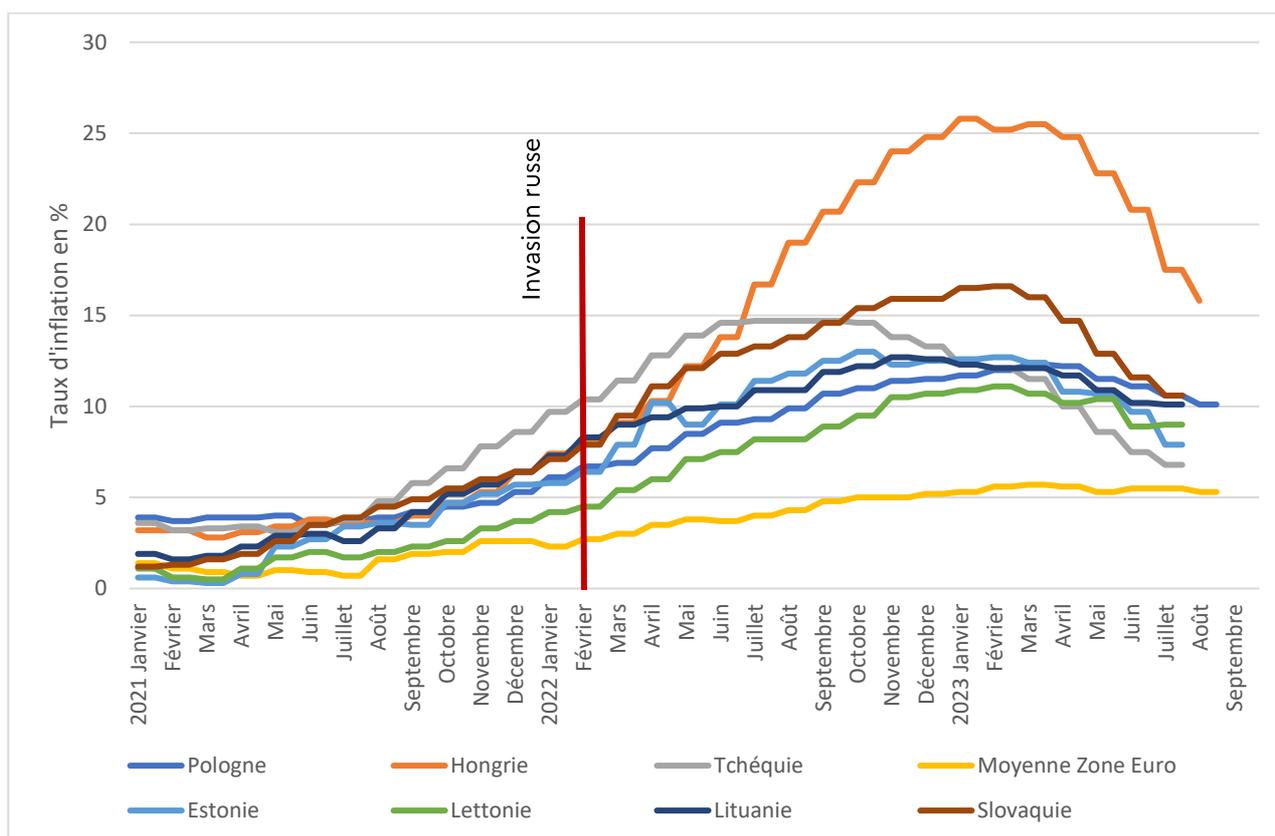
**Graphique 1: Evolution des taux d'inflation en Europe**



Sources : Eurostat, Główny Urząd Statystyczny, Český statistický úřad, Központi Statisztikai Hivatal, SER de Varsovie

Si l'on exclut les variations de prix de l'énergie et de l'alimentation pour se référer à la seule inflation « sous-jacente », indicateur de référence pour la politique monétaire, le constat de cette divergence est encore plus frappant (graphique 2). **Seules la Tchéquie (6,8%), l'Estonie (7,9%) et la Lettonie (9%) connaissent une inflation sous-jacente inférieure à 10% en août 2023. La Hongrie a connu l'inflation sous-jacente la plus importante de la zone 15,8% en g.a., du jamais vu depuis 1997.**

**Graphique 2 : Evolution des taux d'inflation sous-jacente en Europe.**



Sources : Eurostat, Główny Urząd Statystyczny, Český statistický úřad, Központi Statisztikai Hivatal, SER de Varsovie

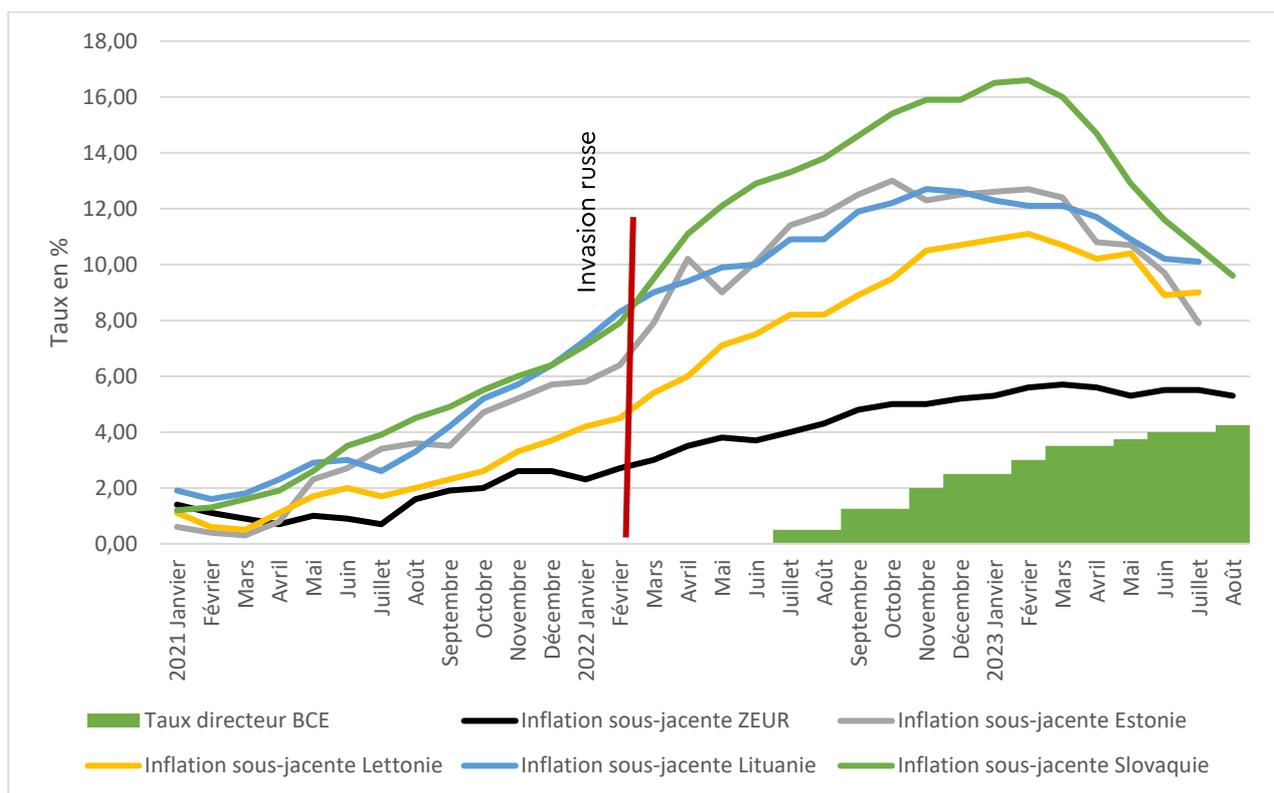
Au-delà des cas nationaux spécifiques, force est de constater que les pays d'Europe centrale présentent de manière quasi-systématique une inflation supérieure au reste de l'Union européenne et ce, indépendamment de leur appartenance ou non à la zone euro (voir carte plus bas). Face à cette communauté de situations, les banques centrales concernées ont réagi en ordre dispersé et les réponses sont contrastées.

## 2. Les politiques monétaires face à une inflation durable : le pic des taux est-il atteint ?

### Zone euro : Une politique monétaire durablement restrictive ?

Confrontée à une inflation sous-jacente en zone euro qui ne dépassait pas les 2% jusque fin 2021 (graphique 3), la BCE a attendu l'été 2022 pour revenir à des taux directeurs positifs. L'agression militaire de l'Ukraine par la Russie a, pendant un moment, instillé l'idée que l'inflation qui en découlait était temporaire.

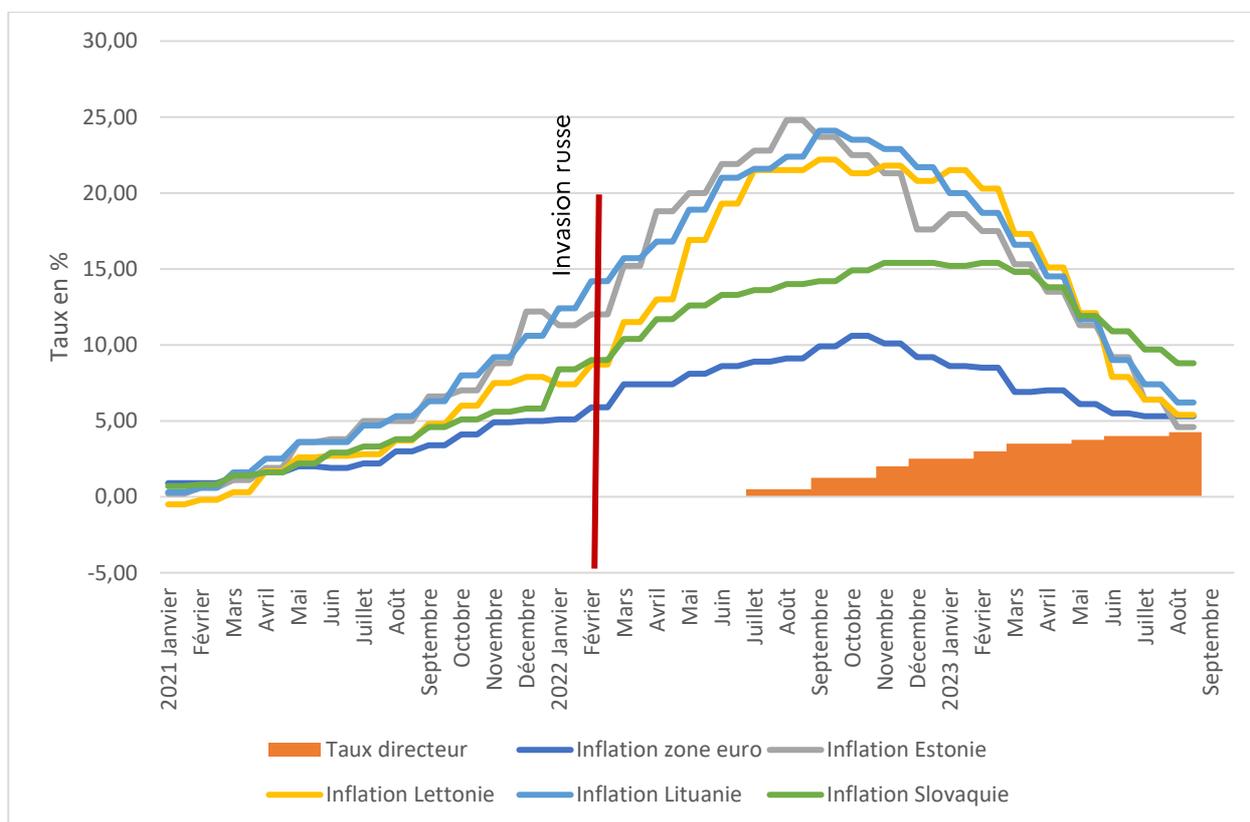
**Graphique 3 : Comparaison du taux directeur BCE avec l'inflation sous-jacente en zone euro, les Etats baltes et la Slovaquie**



Source : Eurostat, Banque Centrale Européenne, SER de Varsovie

Lorsqu'à l'été 2022 la BCE a relevé son taux directeur à 0,50%, l'inflation atteignait 8,90% en moyenne en zone euro, alors qu'elle atteignait déjà depuis mars un niveau à deux chiffres en Slovaquie et dans les pays baltes, membres de la zone euro (graphique 4).

**Graphique 4 : Comparaison du taux directeur BCE avec l'inflation en zone euro**



Source : Eurostat, Banque Centrale Européenne, SER de Varsovie

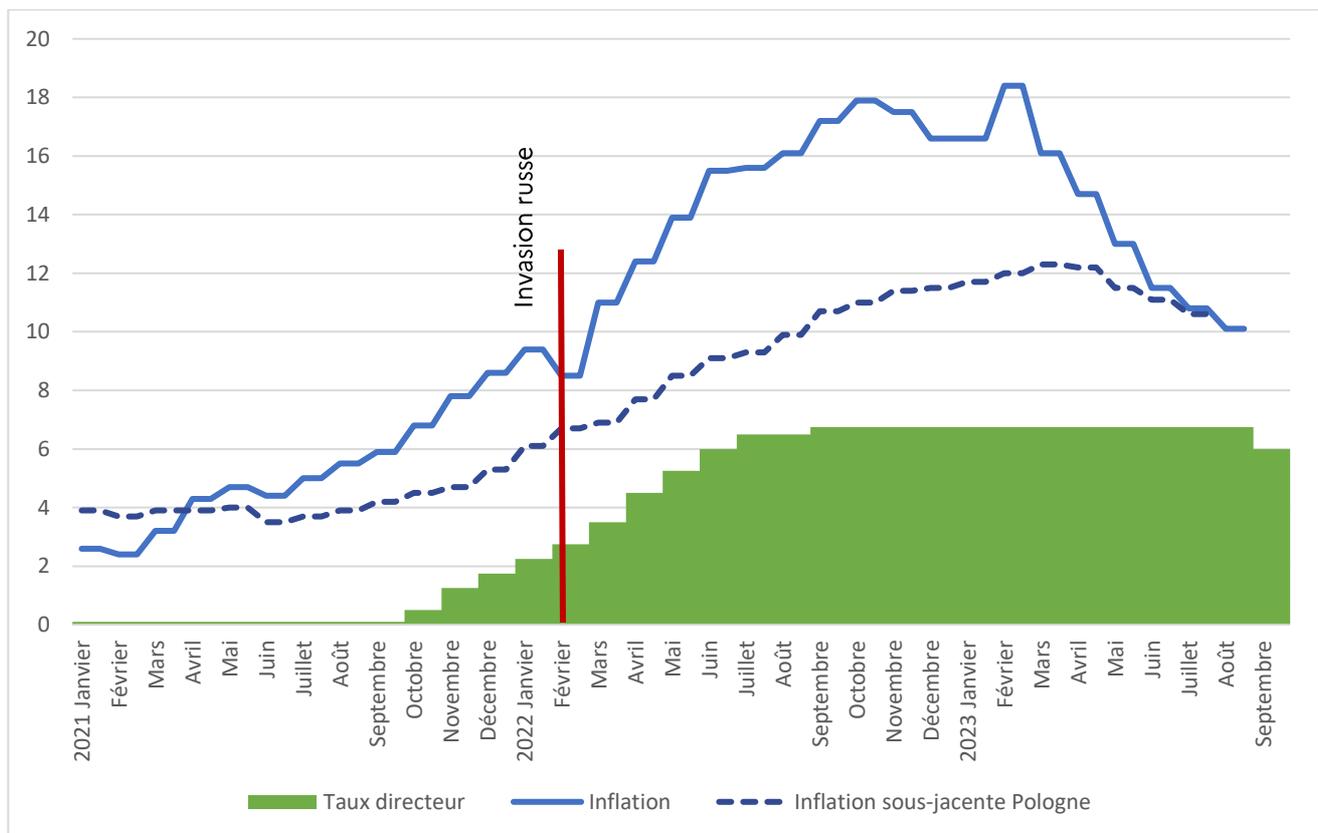
Après avoir progressivement et régulièrement relevé ses taux depuis lors, le Conseil des gouverneurs de la BCE a décidé le 14 septembre 2023 de relever pour la dixième fois consécutive ses taux directeurs. A l'issue de cette hausse de 25 points de pourcentage, le taux de référence de la BCE atteint désormais les 4,5%.

La BCE a accompagné sa décision d'un communiqué qui souligne que « les taux directeurs ont atteint un niveau, qui, maintenus durant une période suffisamment longue, contribueront de manière substantielle au retour de l'inflation à son niveau-cible ». Cette phrase, bien que diversement interprétée par les observateurs, pouvait cependant laisser entendre qu'après le pic d'inflation, le pic des taux directeurs a dorénavant été atteint en zone euro. L'inflation ne devrait toutefois pas revenir à l'objectif de 2% avant la toute fin de 2025, a estimé la présidente de la BCE, Christine Lagarde, qui a rappelé qu'il n'était « pas possible d'affirmer que nous avons atteint le pic de la hausse des taux ». La BCE a parallèlement revu à la hausse ses prévisions d'inflation, à 5,6% pour 2023 (soit une révision de +0,2 point) et à 3,2% en 2024 (+0,2 également). Pour autant, les pays d'Europe centrale et balte membres

de la zone euro présentent toujours la particularité d'avoir une inflation sous-jacente supérieure à l'inflation globale (calculée par l'indice IPCH).

## Pologne : Le pic des taux est derrière nous ?

**Graphique 5 : Evolution du taux directeur et de l'inflation en Pologne**



Sources : Główny Urząd Statystyczny, NBP, SER de Varsovie

**Malgré une inflation en hausse sur toute l'année 2021 et un dépassement dès mars 2021 de son objectif d'inflation à 2,5%, la banque centrale polonaise (NBP) n'a relevé son taux directeur de 0,1% à 0,5%, qu'à partir du mois d'octobre 2021 alors que l'inflation atteignait déjà 6,8% en g.a.** La réaction tardive de la banque centrale polonaise (NBP) et sa politique de taux zéro jusqu'en septembre 2021, peut s'expliquer par sa volonté de favoriser l'activité économique et la croyance, partagée avec la BCE, du caractère transitoire de l'inflation.

A partir de cette date, la NBP a procédé à de multiples hausses de taux directeur, mais en surprenant parfois les marchés. Alors que les marchés s'attendaient en octobre 2022 à une nouvelle hausse des taux face à la forte inflation (+17,9% en g.a.), la NBP a surpris les observateurs en maintenant inchangé

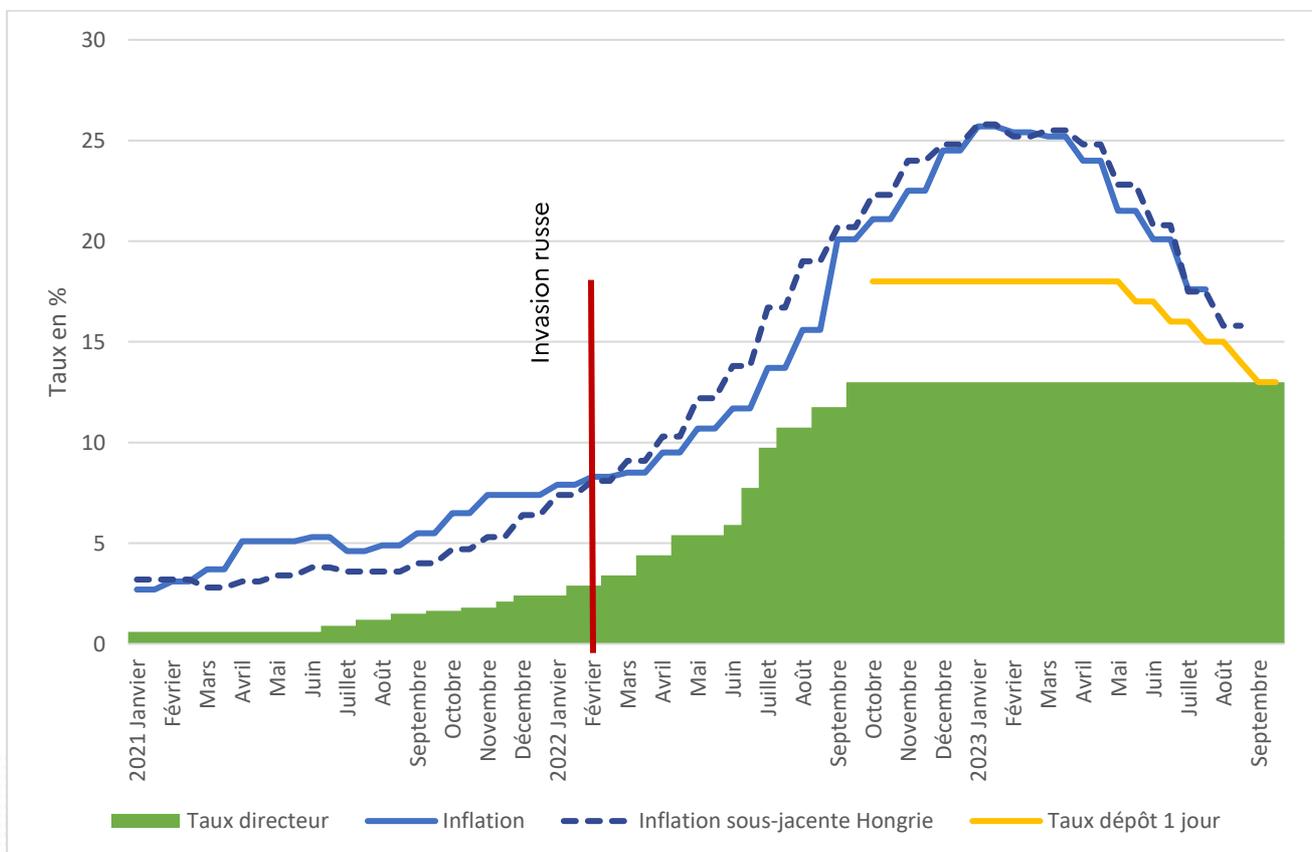
son taux directeur à 6,75%. Ce faisant, la prévisibilité de la politique de la Banque centrale (« forward guidance ») a été considérablement réduite aux yeux des observateurs.

La Banque centrale a une nouvelle fois surpris les marchés en septembre 2023, non pas tant par sa décision de baisser les taux que par l'ampleur de cette baisse. En effet, le 6 septembre, la NBP a annoncé une baisse de 75 points du taux directeur, ramenant ce dernier de 6,75% à 6,00%, alors que l'inflation était toujours à deux chiffres en août (10,1%), soit quatre fois supérieure à la cible (2,5%). Cette importante baisse a été interprétée par des observateurs comme une décision « politique » à l'approche des élections législatives.

Le 25 septembre, la NBP a publié son document de référence pour 2024. Dans ce document, la NBP réitère le maintien de sa cible d'inflation à 2,5% « à moyen terme ». Mais tout en affirmant que « les taux d'intérêt resteront le principal instrument de la politique monétaire », elle n'exclut pas des « interventions sur le marché des changes ».

## En Hongrie : le calme après la tempête ?

**Graphique 6 : Evolution des taux directeurs selon l'inflation en Hongrie**



Source : Központi Statisztikai Hivatal, SER de Varsovie

**Selon Eurostat, la Hongrie subissait l'inflation la plus élevée de l'Union européenne en août 2023 à 14,7% (méthodologie Eurostat). Avec un pic d'inflation qui a atteint 25,7% en janvier 2023 pour un objectif à 3%, la Banque centrale (NBH) a fort à faire dans un contexte d'inefficacité des instruments de politique monétaire traditionnels.** Dès le premier semestre 2021, la NBH a procédé à la première d'une série de hausses de son taux directeur jusqu'à atteindre 13% en septembre 2022. Cependant, cette série de hausses n'a pas permis de maîtriser l'inflation, dans un contexte particulier de surliquidité bancaire, qui rend l'utilisation du taux directeur (taux de refinancement) inopérante. Le taux directeur fait, en principe, office de coût de refinancement des banques auprès de la banque centrale. Les banques hongroises ont cependant un fort excès de liquidités (8 000 milliards de forints) et n'ont donc pas de réels besoins de refinancement par la banque centrale.

**Aussi à partir d'octobre 2022, la Hongrie a tenté d'assécher cette surliquidité en proposant une facilité de dépôt à un jour rémunérée à un taux supérieur (18% en octobre 2022) à celui du taux de refinancement à 13%.** En proposant un taux élevé de facilité de dépôt à un jour, la banque centrale hongroise entend inciter les banques à placer leur argent et ainsi réduire la quantité de monnaie injectée dans l'économie. Il s'agit de facto de son principal outil de lutte contre l'inflation.

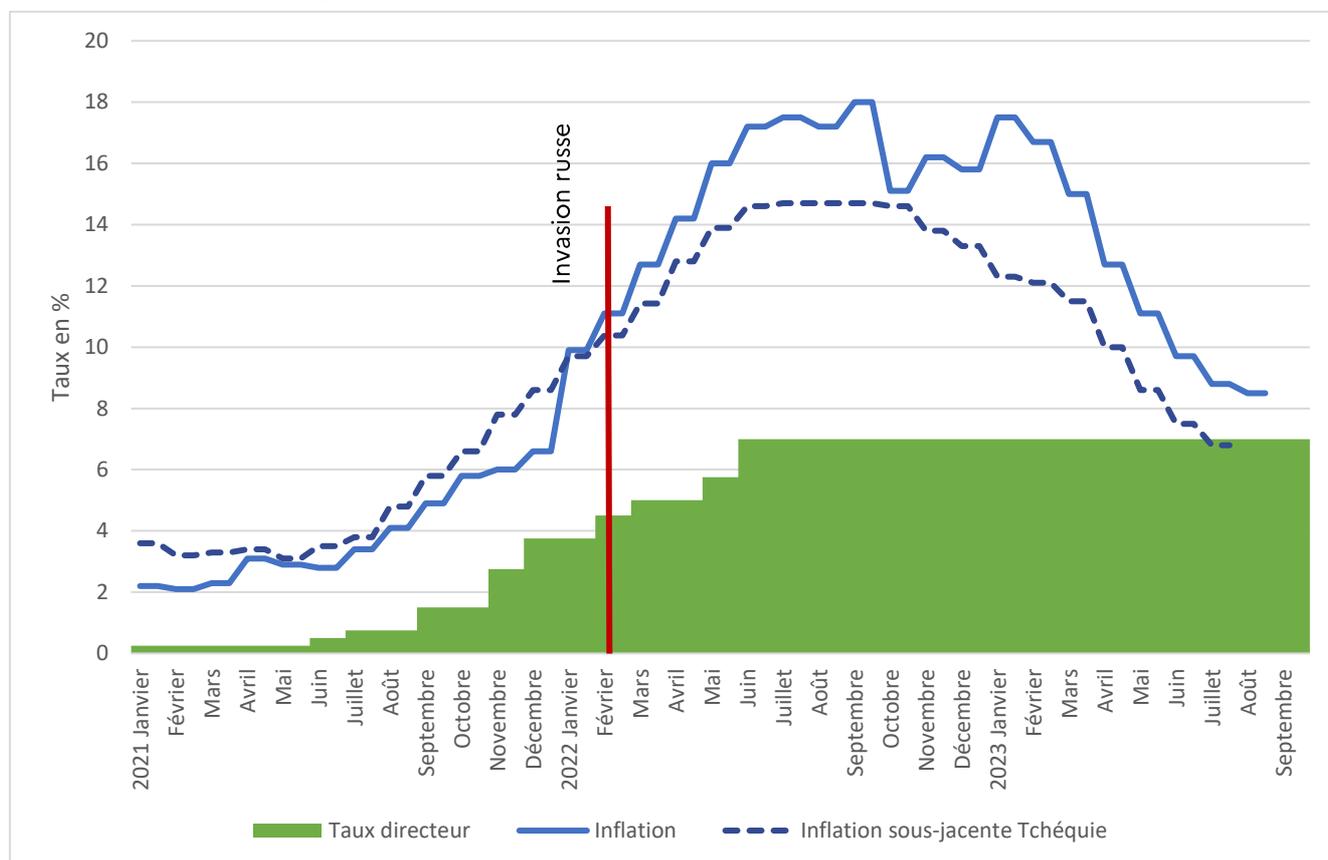
Alors que l'inflation ralentit rapidement (25,7% en janvier 2023, 15,8% en août 2023), le conseil de politique monétaire hongrois a décidé le 26 septembre 2023 de maintenir le taux directeur inchangé à 13%. Néanmoins, il a abaissé le taux de facilité de dépôt à 1 jour à 13%, assurant ainsi sa convergence avec les instruments de politique monétaire conventionnels. Toujours selon la MNB, la période de taux d'intérêt exceptionnellement élevés est terminée, mais la politique monétaire devrait rester restrictive dans un contexte d'inflation élevée.

## *Un assouplissement en perspective en Tchéquie*

**La Tchéquie est chronologiquement le 2ème pays de la zone à avoir augmenté ses taux directeurs (après la Hongrie un jour plus tôt) dès les premiers signes de tensions inflationnistes en 2021.** En juin 2021, alors que l'inflation atteignait 2,8% (pour une cible à 2%), la Banque centrale tchèque (CNB) a relevé son taux de 25 points de pourcentage, de 0,25% à 0,5%. Le taux directeur a poursuivi sa hausse jusqu'à atteindre son sommet au mois de juin 2022, à 7%. L'inflation, qui a continué sa progression jusqu'à un plus haut à l'été 2022, connaît depuis lors une phase descendante, particulièrement notable concernant l'inflation sous-jacente qui est devenue inférieure au taux directeur en juillet 2023.

Le conseil de politique monétaire du 27 septembre 2023 a confirmé les anticipations de la plupart des analystes. La CNB a décidé de maintenir ses taux directeurs inchangés, les perspectives d'inflation étant encore trop incertaines dans un contexte de prix de l'énergie élevés. **Néanmoins, les experts s'accordent sur des perspectives de baisse de taux au dernier trimestre 2023 en raison d'une réduction pérenne de l'inflation sous-jacente (6,8% en juillet 2023).**

**Graphique 7 : Evolution du taux directeur selon l'inflation en Tchéquie**



Sources : Český statistický úřad, SER de Varsovie

La direction générale du Trésor est présente dans plus de 100 pays à travers ses Services économiques.  
Pour en savoir plus sur ses missions et ses implantations : [www.tresor.economie.gouv.fr/tresor-international](http://www.tresor.economie.gouv.fr/tresor-international)



Responsable de la publication : Service économique régional de Varsovie  
Rédacteurs : SER de Varsovie, SE de Budapest, SE de Prague, SE de Bratislava, SE de Riga  
Révu par : Anselme Imbert  
Pour s'abonner : [cezary.toboja@dgtresor.gouv.fr](mailto:cezary.toboja@dgtresor.gouv.fr)

Ambassade de France en Pologne – Ul. Piękna 1, 00-477 Varsovie