



Faits saillants

- ❖ Décision de la Banque centrale polonaise de laisser les taux inchangés, pour la première fois depuis le début du cycle de resserrement.
- ❖ Introduction par la Banque centrale hongroise de nouvelles mesures pour tenter de ralentir la baisse du forint.
- ❖ Adoption en Slovaquie d'une réforme des retraites longtemps attendue, qui réintroduit la corrélation entre espérance de vie et âge de départ à la retraite.

LE CHIFFRE À RETENIR

24,1%

L'inflation en Estonie, toujours le plus haut niveau au sein de l'UE.

Dossier du mois : Europe centrale, les questions de change reviennent au premier plan

Depuis le déclenchement de la guerre en Ukraine, les pays d'Europe centrale qui ne sont pas membres de la zone euro doivent faire face à de fortes pressions baissières sur leur monnaie, accentuées par une inflation toujours pas maîtrisée et la dégradation marquée de leur balance des transactions courantes. Alors qu'elles ont soit achevé leur cycle de resserrement monétaire, soit s'en rapprochent, les Banques centrales réagissent en ordre dispersé pour tenter, avec plus ou moins de succès, de ralentir la dépréciation de leur devise nationale (voir dossier du mois page 13).

Pologne

La Banque centrale choisit de laisser les taux inchangés, pour la 1^{ère} fois depuis le début du cycle de resserrement

La Banque centrale avait entamé en octobre 2021 un cycle de resserrement de sa politique monétaire, qu'elle avait depuis poursuivi chaque mois. Après des hausses comprises entre 50 pb et 100 pb, le cycle avait marqué un ralentissement, avec une hausse limitée de 25 pb en septembre, à 6,75%.

Face à une inflation qui avait poursuivi sa hausse en août, et qui a encore fortement accéléré en septembre à 17,2% selon l'Institut national des statistiques (GUS), en raison notamment d'une percée de l'inflation sous-jacente, l'ensemble des observateurs anticipait une nouvelle hausse des taux (25 pb pour le consensus). La décision de laisser les taux inchangés les a donc pris à contrepied. La première réaction à cette décision surprenante a été une dépréciation notable du zloty de près de 2% face à l'euro en une journée. Interrogé pour savoir s'il s'agissait d'une simple pause ou de la fin du cycle de resserrement, le gouverneur Glapinski a répondu le 6 octobre que la hausse n'était pas « formellement finie », ce qui laisse libre cours à différentes interprétations.

Forte hausse des taux obligataires qui a contraint la banque publique BGK à reporter son opération d'émission

Le taux obligataire à 2 ans polonais a atteint 8,43% lors de la semaine du 24 octobre, (contre 7,87% lors de la semaine précédente). Les mauvaises conditions de marché ont amené la banque publique BGK à reporter l'émission qu'elle devait faire le 24 octobre pour financer le « fonds de soutien de l'armée ». La Pologne a mis en œuvre ce fonds extrabudgétaire pour financer la forte augmentation des dépenses de défense prévues à la suite du déclenchement de la guerre en Ukraine. Parallèlement à un accroissement de la part du PIB consacrée à la Défense de 2,2% en 2022 à 3% en 2023 (soit 21 Md EUR, contre 11 Md EUR en 2021), ce fonds extrabudgétaire doit soutenir l'achat par la Pologne de très nombreuses commandes de matériel de défense passées ces derniers mois.

Les mesures de baisses de TVA officiellement prolongées jusqu'au 31 décembre

Le 21 octobre, le Président Duda a signé la loi qui maintient les taux de TVA réduits sur l'énergie et les produits alimentaires pour les ménages jusqu'au 31 décembre. Adoptées initialement en février à travers deux boucliers anti-inflation jusqu'au 31 juillet, celles-ci avaient ensuite été prolongées jusqu'au 31 octobre. En vertu de ces deux boucliers anti-inflation, la TVA qui était jusqu'alors de 23%, a été réduite à 8% sur les carburants, 5% sur le chauffage, et supprimée sur le gaz et l'électricité. Elle a été également supprimée sur les produits alimentaires de première nécessité.

La croissance des salaires s'accroît et limite les pertes de revenus causées par une inflation grimpe

En septembre, la hausse des salaires dans le secteur privé s'élève à 14,5% en glissement annuel, selon l'Institut national des statistiques. Cette croissance la situe à un niveau légèrement inférieur à celui de

l'inflation, qui s'élève à 17,2% en septembre selon cette même source. La croissance des salaires devrait encore être soutenue par la forte hausse du SMIC de 16% au 1^{er} janvier 2023.

Données macroéconomiques de la Pologne

	déc-21	mars-22	juin-22	août-22	sept-22	oct-22
PIB réel (%y/y)	7,6	8,5	5,5			
PIB réel (%q/q)	1,7	2,5	-2,1			
Production industrielle (%y/y)	16,7	17,3	10,4	10,9	9,8	
PMI	56,1	52,7	44,4	40,9	43,0	
Compte courant (M EUR)	-3957	-2972	-1468	-3967		
Solde des biens (Md EUR cumul)	-0,6	-6,6	-11,2	-12,6		
Taux de chômage* (%y/y)	3,0	2,7	2,6	2,6		
Salaires bruts nominaux (%y/y)	11,2	12,4	13,0	12,7	14,7	
Ventes au détail (%y/y)	8,0	9,6	3,2	4,1		
Inflation* (% y/y)	8,0	10,2	14,2	14,8	15,7	
Taux directeur (NBP)	1,75	3,50	6,00	6,50	6,75	6,75

Source: Thomson Reuters; GUS; NBP

*Méthodologie Eurostat corrigé des variations saisonnières

Hongrie

Face au décrochage du forint qui s'accroît, la Banque centrale innove avec un « package de mesures »

Depuis le début de l'année, le forint hongrois (HUF) a connu une forte dépréciation tant par rapport à l'USD (-30%) que par rapport à l'euro (-11%). Le 14 octobre, la Banque centrale a annoncé une série de mesures nouvelles avec pour objectif d'enrayer la dépréciation de la monnaie nationale dont les deux plus importantes sont : 1/ l'introduction d'une nouvelle facilité de dépôt à un jour, au taux de 18% ; 2/ la fourniture directe par la Banque centrale de liquidités en devises aux importateurs d'énergie, au moins jusqu'en décembre. A côté de ces deux mesures-phare, on note également la hausse des taux O/N et sur facilités de swaps en devises et une hausse des taux de prêts adossés à des collatéraux (qui passent de 15,5 à 25%). Ces dernières mesures ont pour objet d'éviter les effets d'aubaine liés à l'introduction de la nouvelle facilité.

[Retrouvez sur notre site une analyse complète des mesures annoncées par la Banque centrale hongroise](#)

La croissance touchée par l'extrême sécheresse

La Banque centrale de Hongrie estime que la sécheresse, d'une gravité historique, pourrait freiner la croissance du PIB de 0,6 à 0,8 point de pourcentage en 2022 et faire augmenter l'indice des prix de 1,0 point de pourcentage de plus que prévu.

Un nouveau déficit record du commerce extérieur

Selon des données préliminaires, la Hongrie a enregistré un déficit du commerce extérieur de 1,3 Md EUR en août 2022. La forte détérioration de la balance commerciale est principalement due à la flambée des prix de l'énergie. En août les exportations ont augmenté de 37 % par rapport à l'année précédente, contre une hausse des importations de 41 %. Une telle poussée des exportations est exceptionnelle, mais le mois d'août dernier était un mois « creux » en raison des fermetures d'usines et des problèmes d'approvisionnement, de sorte que la référence n'est pas très significative. Au cours des huit premiers mois de l'année, la Hongrie a accumulé un déficit commercial de 4,8 Mds EUR.

Bonne performance budgétaire en septembre, mais déficit public revu à la hausse pour 2022

Les administrations publiques ont affiché un excédent de 440 M EUR en septembre 2022, ce qui représente le troisième meilleur solde pour ce mois au cours des 20 dernières années. Le sous-système central des administrations publiques a accumulé un déficit de 6,5 Mds EUR fin septembre, en baisse de 440 M EUR par rapport à la fin du mois d'août, ce qui sous-tend une nette amélioration de l'efficacité fiscale. De fait, les recettes ont augmenté de 15,9 % en g.a en septembre. En revanche, le gouvernement a relevé sa prévision de déficit public pour 2022 de 4,9% à 6,1% (méthodologie ESA) : le déficit budgétaire sur les 9 premiers mois atteint 85,4% de l'objectif annuel.

En septembre, l'inflation dépasse les 20% en Hongrie

Les prix à la consommation, publiés par l'Office des statistiques (KSH), ont augmenté de 20,1% en septembre, ce qui porte l'inflation à un niveau jamais atteint depuis 26 ans. L'énergie domestique est la principale responsable de ce mauvais chiffre car la hausse des frais généraux vient d'être intégrée dans la méthodologie de calcul de l'inflation. Depuis début août, le gouvernement a introduit des tarifs plus élevés pour la fraction de la consommation de gaz et d'électricité qui excède des seuils définis, mais les statistiques n'en tiennent compte que après l'arrivée des premières factures. Ce qui explique notamment pourquoi le coût de l'énergie domestique a augmenté de près de 60% en un mois, et de plus de 62% sur un an. Dans le domaine de l'énergie, le prix du gaz de ville a augmenté de 121 % et celui de l'électricité de 28,9 %. Le prix du gaz en bouteille affiche une hausse de 45 % et celui du bois de chauffage de 43,8 %. En outre, la hausse de prix des denrées alimentaires reste très élevée puisque l'augmentation relevée en septembre pour ce groupe de produits a dépassé 35 %.

Le FMI prévoit un ralentissement de la croissance et une inflation tenace

Après une croissance de 5,7 % en 2022, le FMI anticipe un ralentissement significatif pour l'année prochaine avec une croissance de seulement 1,8 %. Pour l'inflation, un léger recul est attendu avec 13,3 % contre 13,9 % estimés pour cette année. Le FMI prévoit par ailleurs un déficit de 6,7 % du PIB de la balance des transactions courantes en 2022, ce qui apparaît très prudent dans la mesure où la plupart des observateurs considèrent un déficit de 10 % comme déjà irréaliste au vu de la facture énergétique.

Les économistes de l'organisation internationale apparaissent toutefois plus optimistes pour le marché du travail hongrois : ils estiment que le taux de chômage devrait s'établir à 3,4% cette année puis 3,8 % l'année prochaine, contre plus de 4 % prévus initialement.

Prévisions du FMI	2022	2023
PIB réel	5,7	1,8
IPC	13,9	13,3
Balance courante en % du PIB	-6,7	-3,0
Chômage	3,4	3,8

Données macroéconomiques de la Hongrie

	déc-21	mars-22	juin-22	août-22	sept-22	oct-22
PIB réel (%y/y)	7,2	8,2	6,5			
PIB réel (%q/q)	2,1	2,1	1,0			
Production industrielle (%y/y)	5,8	3,6	1,5	14,4		
PMI manufacturing	65,5	57,6	57,0	57,8	49,6	
Balance des biens (M EUR)	-378	-708	-408	-1300		
Exportations de biens (%y/y)	4,4	2,2	3,3			
Importations de biens (%y/y)	6,0	-4,4	5,2			
Taux de chômage* (%y/y)	3,7	3,3	3,1	3,5		
Salaires bruts nominaux (%y/y)	9,7	31,7	15,4	15,6		
Ventes au détail (%y/y)	6,2	16,2	4,5	2,4		
Inflation* (% y/y)	7,4	8,6	12,6	18,6	20,7	
Taux directeur (NBP)	2,40	4,40	7,75	11,75	13,00	13,00

Source: Thomson Reuters; KSH; MNB

*Méthodologie Eurostat corrigé des variations saisonnières

République tchèque

Réunion de politique monétaire de septembre : maintien du principal taux directeur à 7,00% dans un contexte d'inflation qui serait arrivée à son pic

Pour la 2^{ème} fois consécutive, la Banque centrale tchèque (CNB) a décidé de maintenir son principal taux directeur à 7,00% lors de sa réunion de septembre, la deuxième présidée par le gouverneur Ales Michl, en fonction depuis le 1^{er} juillet. Cinq membres du conseil d'administration ont voté pour la stabilité des taux directeurs et deux pour une augmentation. Pour la prochaine réunion, prévue le 3 novembre, la CNB présentera de nouvelles prévisions macroéconomiques et les taux devraient, selon le gouverneur, soit rester inchangés soit augmenter. La CNB a également confirmé qu'elle était prête à continuer d'empêcher "les fluctuations excessives du taux de change de la couronne".

L'inflation en septembre a marqué une nouvelle hausse, atteignant 18% en g.a, sous l'effet de la poursuite de la hausse des prix de l'énergie et d'une inflation sous-jacente élevée (14,7% en septembre en g.a). La CNB estime toutefois que l'inflation serait arrivée à son pic, considérant la baisse des prix de l'énergie observée en octobre, en lien avec les mesures prises par le gouvernement.

Révision du budget de l'Etat pour 2022 (PLFR) et adoption du PLF 2023 : budgets de crise et consolidation reportée à 2024

Tenant compte de l'évolution macroéconomique et des besoins induits par le conflit en Ukraine et la crise énergétique (soutien aux réfugiés, bouclier tarifaire), la loi de finances rectificative pour 2022,

adoptée par la Chambre des députés le 18 octobre a creusé le déficit budgétaire de 95 Mds CZK (3,9 Md EUR) à 375 Mds de CZK (15,3 Mds EUR) par rapport au budget initial.

Pour 2023, le projet de loi de finances (PLF), adopté en conseil des ministres le 26 septembre réduirait le déficit public à -3,8% du PIB (295 Md CZK soit 12 Mds EUR). Ce budget demeure toutefois grevé de fortes incertitudes en ce qui concerne le coût du plafonnement des prix du gaz et de l'électricité et le montant des recettes exceptionnelles qui doivent le financer. Le retour du déficit sous les 3% serait ainsi reporté à 2024 (2,6%) et 2025 (2,3%).

Le bouclier tarifaire sur l'énergie devrait être en partie financé par une taxe sur les « superprofits » des grandes entreprises du secteur énergétique et des grandes banques

Concernant le bouclier tarifaire sur l'énergie, le coût du plafond du prix du gaz et de l'électricité pour les ménages et la plupart des PME à partir du 01/01/2023 est incertain mais estimé à environ 5,3 Mds EUR pour l'année 2023 et le dispositif dit « tarif d'austérité » (subventionnement des dépenses de gaz, d'électricité et de chauffage urbain des ménages) jusqu'à fin 2022 est estimé à 0,7 Md EUR en 2022.

Pour financer ces mesures, le ministre des finances, M. Zbynek Stanjura, a présenté le 6 octobre un projet de loi établissant, pour une période de trois ans (années fiscales 2023-2025, sans rétroactivité sur les bénéfices réalisés en 2022), une surtaxe sur les bénéfices exceptionnels de certaines entreprises :

- Les grandes entreprises du secteur énergétique (production et commerce d'électricité et de gaz, extraction de combustibles fossiles, pétrochimie/compagnies pétrolières, commerce de gros d'essence) dont les revenus annuels consolidés s'élèvent à plus de 2 Md CZK (80M EUR) ;
- Les grandes banques dont les revenus d'intérêts nets dépassent 6 Md CZK (240M EUR) (soit les six plus grandes banques tchèques).

Le taux d'imposition serait de 60% appliqué sur le bénéfice « excédentaire » de ces sociétés déterminé comme la différence entre le bénéfice imposable de l'année considérée et la moyenne des bénéfices imposables des quatre dernières années (2018-2021), majorée d'une fourchette de tolérance de 20% (le taux normal d'IS à 19% est également maintenu pour ces entreprises). Le projet de loi sera adopté par le Parlement d'ici la fin de l'année.

[Retrouvez sur notre site la description du bouclier tarifaire en République tchèque \(page 5\).](#)

Données macroéconomiques de la République tchèque

	déc-21	mars-22	juin-22	août-22	sept-22	oct-22
PIB réel (%y/y)	3,6	4,6				
PIB réel (%q/q)	0,9	0,7				
Production industrielle (%y/y)	-2,1	0,4	1,7	7,2		
PMI	59,1	54,7	49,0	46,8	44,7	
Compte courant (Md EUR)	-1,1	-0,6	-2,0	-3,2		
Balance commerciale (Md EUR)	-0,6	-0,6	-0,5	-1,2		
Exportations de biens (%y/y)	8,2	3,9	15,3	27,9		
Importations de biens (%y/y)	19,9	12,7	15,9	25,5		
Taux de chômage* (%y/y)	2,1	2,3	2,4	2,4		
Salaires bruts nominaux (%y/y)	4,0	7,2	4,4			
Ventes au détail (%y/y)	1,5	5,4	-6,0	-8,8		
Inflation* (% y/y)	5,4	11,9	16,6	17,1	17,8	
Taux directeur (NBP)	3,75	4,50	7,00	7,00	7,00	7,00

Source: Thomson Reuters; CZSO; CNB

*Méthodologie Eurostat corrigé des variations saisonnières

Slovaquie

La Banque centrale de Slovaquie anticipe une récession en 2023 avec une forte baisse de la consommation des ménages

La Banque centrale de Slovaquie devient la première institution à annoncer une récession l'année prochaine (-1 %). Après 11,7 % cette année, elle prévoit l'inflation à 18,3 % l'année prochaine. Par ailleurs, l'économie sera négativement impactée par la baisse de la consommation des ménages qui souffrent de l'inflation. Après une consommation solide en 2022 (5,2 %), celle-ci devrait reculer de 4,9 % l'année prochaine. Même si les salaires nominaux devraient augmenter de 8,2 % en 2022 voire de 11,6 % en 2023, les salaires réels connaîtront une chute de 3,8 % et de 3,9 %. Cela se traduira par la baisse de l'épargne qui passe de 8,8 % en 2021 à 5,7 % cette année et à 5,3 % l'année suivante. La Banque centrale rappelle que le pays n'a pas encore connu une telle évolution défavorable des salaires réels pendant une période aussi longue. Les exportations (+3,5 %) devraient être modérées suite à la crise énergétique, à la guerre et à la pénurie de composants et ne devraient retrouver la dynamique qu'en 2024 (6,7 %). L'incertitude demeure également pour les investissements qui devraient progresser seulement de 2,5 % l'année prochaine et rester en dessous des performances d'avant-crise.

Concernant le marché du travail, l'emploi devrait se contracter de 0,1 % et résulter par une hausse du taux de chômage de 0,5 point à 6,7 % en 2023 et 6,8 % en 2024. Dans le même temps, la pénurie de main d'œuvre qualifiée dans l'industrie devrait se creuser davantage.

Pour mémoire, les prévisions du ministère des Finances du 27 septembre restent plus optimistes (+0,6 % pour le PIB en 2023). Même si le ministère prévoit l'année prochaine une baisse de la consommation des ménages (-3,7 %) ainsi que de l'administration publique (-0,7 %), la formation fixe du capital est estimée à + 16,3 % tandis que l'inflation devrait être plus modérée (13,5 %) que celle prévue par la Banque centrale. Les salaires réels devraient baisser tant en 2022 (-3,6 %) qu'en 2023 (-2,7 %).

Adoption d'une réforme des retraites ambitieuse

La coalition gouvernementale, pourtant fragilisée par la perte de sa majorité au parlement, est parvenue à faire adopter une réforme ambitieuse des retraites qui réintroduit la corrélation entre l'espérance de vie et l'âge de départ à la retraite, et ouvre le droit à un bonus parental et à la possibilité d'une retraite anticipée. La réforme (entrée en vigueur au 1er janvier 2023), a fait l'objet d'un consensus au sein des députés. La réforme met en place le dispositif du bonus parental qui introduit le principe d'une contribution cumulable des enfants à la retraite de leurs parents. Le calcul du bonus pour un parent correspond à 1,5% (3% pour deux parents) d'un douzième du revenu fiscal de l'année n-2 de l'enfant avec un plafond fixé à 1,2 du salaire moyen national de l'année n-2. Suite à la suppression en décembre 2020 dans la Constitution du plafonnement de l'âge de départ, la réforme adoptée réintroduit la corrélation du départ à la retraite avec l'espérance de vie. Jusqu'à présent, le départ à la retraite anticipée était possible deux ans avant l'âge légal de départ. L'amendement introduit la possibilité de partir également avec une retraite anticipée après 40 ans travaillés. La loi modifie aussi le mécanisme de revalorisation des retraites, la variation annuelle du salaire moyen, prise en compte, étant limitée à 95%. Par ailleurs, à l'initiative d'un des partis de la coalition, a été voté le gel pendant deux ans de la hausse des contributions au deuxième pilier de la retraite. Enfin, le Parlement prend l'engagement de modifier prochainement la stratégie d'investissement de l'épargne du second pilier pour les rendre plus profitables à long terme.

Données macroéconomiques de la Slovaquie

	déc-21	mars-22	juin-22	août-22	sept-22	oct-22
PIB réel (%y/y)	1,4	3,1	1,8			
PIB réel (%q/q)	0,3	0,4	0,5			
Production industrielle (%y/y)	8,9	-7,3	-5,7	-2,0		
Balance commerciale (M EUR)	-255,0	-420,0	-78,4	-158,2		
Exportations de biens (%y/y)	18,5	1,5	13,0	27,1		
Importations de biens (%y/y)	25,0	14,9	17,0	26,9		
Taux de chômage* (%y/y)	6,5	6,3	6,1	6,0		
Salaires bruts nominaux (%y/y)	6,9	7,8	13,0			
Ventes au détail (%y/y)	1,1	14,5	1,5	-0,3		
Inflation* (% y/y)	5,1	9,6	12,6	13,4	13,6	

Source: Thomson Reuters; ŠÚ, NBS

*Méthodologie Eurostat corrigé des variations saisonnières

Estonie

Annely Akkermann, nouvelle Ministre des Finances

Keit Pentus-Rosimannus, Ministre des Finances depuis janvier 2021, a présenté sa démission le 18 octobre. Cette démission était attendue depuis que le gouvernement estonien l'a désigné candidate pour représenter l'Estonie à la Cour des comptes européenne à compter de 2023. Mme Pentus-Rosimannus sera auditionnée par le Parlement Européen le 8 novembre, avant la décision finale du Conseil de l'UE. Elle a d'ores et déjà indiqué qu'elle ne prendrait pas ce nouveau poste si le Parlement Européen donnait un avis négatif.

Le poste de Ministre des Finances est désormais occupé par Annely Akkermann, issue du même parti. Les deux femmes partagent la même vision des finances publiques, faisant de la rigueur budgétaire une priorité.

Présentation du budget 2023 au Parlement

Le gouvernement a présenté son projet de budget 2023 et son orientation budgétaire 2022 – 2026 au Parlement. Le Parlement a validé l'orientation générale de ces deux textes, et les partis ont désormais jusqu'au 31 octobre pour proposer des amendements.

Si la priorité est militaire (presque 1 Md EUR de budget en 2022, 2,9% du PIB), ce budget paraît particulièrement social à l'échelle estonienne : 200 M EUR d'aides énergétiques, revalorisation notable des fonctionnaires (+20% pour les enseignants par exemple), hausse du plancher fiscal, revalorisation marquée des pensions de retraite (+18,3%), hausse marquée des allocations familiales, etc.

Pour financer ces dépenses, l'Estonie a accepté un accroissement de son endettement. Celui-ci devrait atteindre 18,8% en 2022 et se rapprocher de 20% en 2026. Dans le même temps, le déficit structurel devrait stagner à -2,6%. Si l'Estonie demeure un modèle de respect des critères de convergence, l'endettement croissant et la non-réduction du déficit sont sources d'inquiétude dans ce pays qui fait de la maîtrise budgétaire une valeur cardinale.

Plusieurs sujets s'annoncent sensibles lors du vote des différents amendements, notamment dans le domaine de la commande publique auprès des entreprises du BTP. L'adoption finale est attendue pour la mi-novembre.

La Ministre des Affaires Economiques, Riina Sikkut, efface une motion de défiance

Ce 19 octobre, une motion de défiance a été portée contre Riina Sikkut par les deux principaux partis de l'opposition (EKRE et le Parti du Centre). Cette motion fait suite à la décision de la ministre de laisser le terminal GNL flottant, co-loué avec la Finlande, aller dans le port finlandais d'Inkoo plutôt que dans le port estonien de Paldiski. Le terminal GNL devait initialement passer l'hiver dans le premier terminal construit, à savoir celui de Paldiski. EKRE et le Parti du Centre reprochent à Riina Sikkut de ne pas avoir défendu les intérêts de l'Estonie, de nuire aux intérêts des consommateurs estoniens et de mettre en péril la sécurité énergétique du pays.

La motion de défiance n'a obtenu que 40 voix (sur 51 nécessaires), mais a donné l'occasion à de nombreux députés – y compris de la coalition gouvernementale - de poser des questions autour du sujet. L'ancien ministre des Affaires Economiques, M. Taavi Aas, s'est montré particulièrement offensif. Cette motion de défiance est à replacer dans le contexte de la campagne des élections législatives prévues en mars 2023.

Données macroéconomiques de l'Estonie

	déc-21	mars-22	juin-22	août-22	sept-22	oct-22
PIB réel (%y/y)	8,6	4,5	0,6			
PIB réel (%q/q)	1,8	0,0	-1,3			
Production industrielle (%y/y)	8,2	7,8	0,4	0,8		
Balance commerciale (M EUR)	-199	-191	-281	-288		
Taux de chômage* (%y/y)	5,5	5,5	5,8	5,8		
Salaires bruts nominaux (%y/y)	7,3	8,1	10,1			
Ventes au détail (%y/y)	13,3	18,0	-1,0	3,0	-6,0	
Inflation* (% y/y)	12,0	14,8	22,0	25,2	24,1	

Source: Thomson Reuters; SE

*Méthodologie Eurostat corrigé des variations saisonnières

Lettonie

Hausse des salaires ou augmentation du minimum imposable

La Saeima (parlement letton) étudie en 3^{ème} lecture des amendements à la loi sur le travail en vue **d'augmenter le salaire minimum de 500 EUR actuellement à 620 EUR à partir de 2023** et 700 EUR à partir de 2024. Si cette loi est votée, l'Etat collecterait ainsi 51,89 EUR de cotisations supplémentaires par mois et par travailleur. Cette hausse de 24% augmenterait significativement les coûts des entreprises qui devront alors relever leurs prix. Les employeurs interrogés comprennent la nécessité d'augmenter le salaire minimum, mais sont perplexes au vu de l'ampleur de cette augmentation. Certains auraient plutôt penché pour une augmentation du minimum non imposable, afin d'accroître la part utilisable des ménages.

La Latvijas Banka a revu ses prévisions macroéconomiques

Bien que la flambée des prix de l'énergie ait entraîné une détérioration des perspectives économiques, la croissance solide observée en début d'année a permis de maintenir les projections **de croissance du PIB pour 2022 à près de 3%**. La Latvijas Banka s'attend à une stagnation de l'économie en 2023 autour de **-0,2%**, puis l'économie lettone devrait commencer à se redresser à partir du 2nd semestre 2023 et le PIB devrait croître de 4,4 % en 2024. Les projections de l'inflation ont été revues à la hausse dû à l'augmentation des prix de l'énergie et des denrées alimentaires pour atteindre 16,9% en 2022, 9,2% en 2023 et 3,4% en 2024. Les mesures d'aides face aux prix de l'énergie devraient considérablement augmenter le déficit.

Le parlement a voté les mesures de soutien pour les entreprises et les ménages face à la crise énergétique

Le gouvernement a approuvé des mesures de soutien permettant de compenser la hausse des prix : du gaz pour les ménages jusqu'à 90% au-delà d'un certain prix et pour les entreprises une compensation de 50% de la hausse du prix de l'électricité qui dépasse un certain seuil. Ces mesures nécessiteront un financement de plus de 410 M EUR. Les exigences pour la construction d'installations productrices ou distributrices d'énergie (parcs éoliens, panneaux solaires...) ont été allégées afin de renforcer l'indépendance énergétique lettone. Le terminal GNL de Skulte est devenu un projet d'intérêt national, facilitant les démarches administratives pour finir la construction dans les délais.

Sept partis siègeront au parlement (Saeima)

Le 1er octobre 2022 avait lieu la 14^{ème} élection de la Saeima. 7 des 19 partis candidats ont franchi le seuil des 5 % requis pour obtenir des sièges au parlement. La nouvelle coalition gouvernementale devrait être constituée courant novembre. Les principales mesures mises en avant dans les programmes des partis pressentis pour former la nouvelle coalition sont des mesures de soutiens pour faire face à la crise énergétique, la mise en place d'un pacte vert pour accélérer la transition et renforcer l'indépendance énergétique du pays.

Un projet de plan budgétaire basé sur un scénario de continuité

Le projet de plan budgétaire approuvé le 11 octobre par le conseil des ministres a été soumis à la commission européenne. Le PPB letton publié a été élaboré par le ministère des finances en suivant un scénario de continuité de politique économique avec des prévisions macroéconomiques actualisées et

validées en août 2022. Le déficit public serait de l'ordre de 7% et la dette atteindrait 42% du PIB. Les prévisions du ministère des Finances tiennent compte d'une augmentation des dépenses pour la défense à 2,5% du PIB, contre 2% aujourd'hui (2,25% en 2023) et du plan d'aides financières aux ménages et entreprises afin de compenser la forte hausse des prix de l'énergie, qui pourrait dépasser 1 Md EUR pour la période de chauffe 2022/2023.

Données macroéconomiques de la Lettonie

	déc-21	mars-22	juin-22	août-22	sept-22	oct-22
PIB réel (%y/y)	3,5	6,7	2,9			
PIB réel (%q/q)	-0,1	2,1	-1,0			
Production industrielle (%y/y)	7,1	6,3	0,7	-0,3		
Balance commerciale (M EUR)	-126	-476	-382	-566		
Taux de chômage* (%y/y)	7,3	6,7	6,4	6,5		
Salaires bruts nominaux (%y/y)	12,5	6,9	8,3			
Ventes au détail (%y/y)	8,3	13,2	-0,7	0,7		
Inflation* (% y/y)	7,9	11,5	19,2	21,4	22,0	

Source: Thomson Reuters; CSB

*Méthodologie Eurostat corrigé des variations saisonnières

Lituanie

Données macroéconomiques de la Lituanie

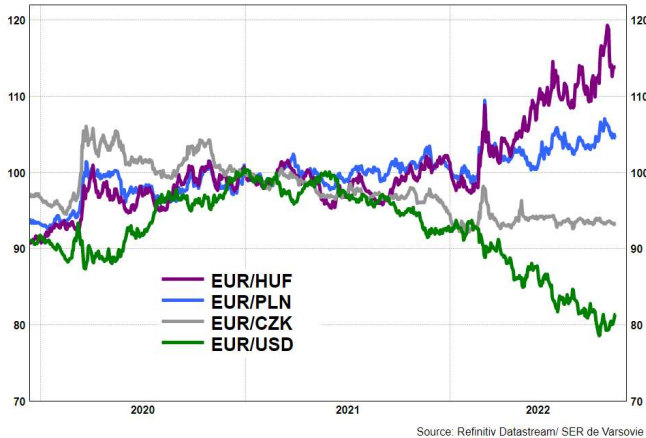
	déc-21	mars-22	juin-22	août-22	sept-22	oct-22
PIB réel (%y/y)	4,4	4,8	1,8			
PIB réel (%q/q)	0,5	1,1	-0,5			
Production industrielle (%y/y)	33,2	25,8	1,5	14,4	2,3	
Balance commerciale (M EUR)	-410	-758	-778	-667		
Taux de chômage* (%y/y)	6,6	6,1	5,4	5,2		
Salaires bruts nominaux (%y/y)	10,2	14,0	13,7			
Ventes au détail (%y/y)	16,5	7,7	-3,5	-2,2	-1,3	
Inflation* (% y/y)	10,7	15,6	20,5	21,1	22,5	

Source: Thomson Reuters; SL

*Méthodologie Eurostat corrigé des variations saisonnières

Indicateurs financiers

Evolution des devises à taux flottant de la zone contre l'euro
Base 100 = 31/12/20



Source: Refinitiv Datastream/ SER de Varsovie

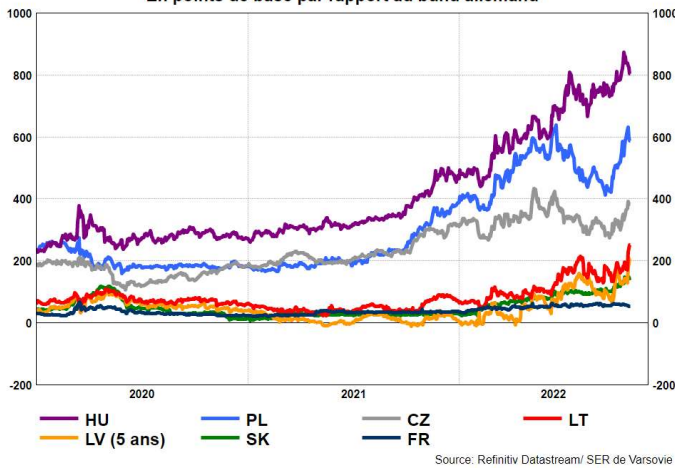
Clôtures au	30/09/2022	Variation mensuelle (%)	Depuis fin 2020 (%)
EUR/PLN*	4,85	2,54	6,32
EUR/HUF*	422,18	4,81	16,40
EUR/CZK*	24,55	0,00	-6,66
EUR/USD*	0,97	-2,52	-20,10
WIG20	1378	-9,84	-30,55
BUX	37838	-9,64	-10,14
PX	1123	-4,30	9,38
Eurostoxx 50	3318	-5,66	-6,61
Spread PL-10**	505	43	322
Spread HU-10**	780	46	507
Spread CZ-10**	326	2	140

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

** en pb

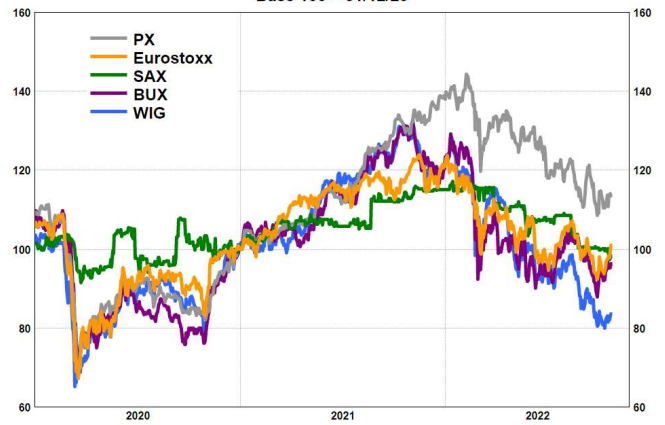
Source : Thomson Reuters, Calculs DG Trésor (SER de Varsovie)

Rendement des obligations souveraines à 10 ans
En points de base par rapport au bund allemand



Source: Refinitiv Datastream/ SER de Varsovie

Evolution des indices boursiers
Base 100 = 31/12/20



Source: Refinitiv Datastream/ SER de Varsovie

Taux d'intérêt (%) au 27/10/2022

Zone euro	Rép. tchèque	Pologne	Hongrie
Taux de refinancement au jour le jour*	Taux repo (de refinancement à 2 semaines)*	Taux de refinancement à 1 semaine*	Taux de facilité de dépôt à 3 mois*
2,00 (+75 pb)	7,00	6,75	13,00
Taux de facilité de dépôt au jour le jour	Taux de facilité de dépôt au jour le jour	Taux de facilité de dépôt au jour le jour	Taux de facilité de dépôt au jour le jour
1,5 (+75 pb)	6,00	6,25	12,50 (+125 pb)
Taux de facilité de prêt marginal au jour le jour	Taux Lombard (de facilité de prêt marginal au jour le jour)	Taux Lombard (de facilité de prêt marginal au jour le jour)	Taux de facilité de prêt marginal au jour le jour et à une semaine
2,25 (+75 pb)	8,00	7,25	25,00 (+950 pb)
Réserves obligatoires	Réserves obligatoires	Réserves obligatoires	Réserves obligatoires
1,00	2,00	3,50	1,00

* Taux directeur

Sources : Banques centrales

Dossier du mois : Europe centrale, les questions de change reviennent au premier plan

1) Pologne : l'abandon d'une politique de change ?

Ces dernières années, la Banque centrale polonaise (NBP) n'hésitait pas à mener une politique officieuse de « dévaluations compétitives » afin de stimuler la compétitivité des exportations polonaises. La Banque centrale s'efforçait ainsi de garder un zloty faible mais compris dans une certaine fourchette plus ou moins explicite par rapport à l'euro. Pour ce faire, elle n'hésitait pas à intervenir directement sur le marché, comme elle l'a fait à plusieurs reprises notamment lors de la crise du Covid. Cette politique a perduré jusqu'à la fin de l'année 2021, alors même que le poids croissant de l'inflation importée se faisait sentir dans l'indice des prix polonais.

La guerre en Ukraine a marqué un tournant pour la monnaie nationale et la politique de change de la Banque centrale. Le zloty faible, considéré jusqu'alors comme un atout, est soudain apparu comme une contrainte pour la Pologne. L'invasion de l'Ukraine a provoqué une secousse immédiate sur le zloty qui a alors atteint un plus bas historique. En réaction, la Banque de Pologne a procédé à trois reprises à des ventes de réserves de change pour tenter de ralentir la chute de la monnaie nationale. Les pressions se sont poursuivies et ont provoqué un décrochage progressif du zloty. En un an, il recule de 4% face à l'EUR et de 15% face à l'USD.

Outre le contexte politique, la faiblesse du zloty est également alimentée par la dégradation marquée du solde courant et par un resserrement de la politique monétaire que les marchés ont pu juger comme trop tardif et limité dans un contexte de forte inflation (+17,2% à fin septembre). Enfin, le différend qui oppose la Pologne à la Commission européenne exerce également des pressions baissières sur le change.

La question du taux de change, longtemps centrale, semble être passée au second plan désormais. Lors de sa conférence du 6 octobre, le gouverneur a ainsi laissé entendre que le niveau de change n'était pas une question et a insisté sur les bienfaits du taux de change flottant, tout en considérant que la faiblesse du zloty s'explique principalement par les variations du taux EUR/USD. Cette déclaration contraste avec la politique de change active suivie jusqu'ici par la NBP. On note cependant que dans le même temps, selon des informations de l'agence de presse polonaise (PAP) non démenties par les intéressés, la banque publique de développement BGK serait récemment intervenue à plusieurs reprises sur le marché des changes afin de défendre le zloty.

2) Hongrie : confrontée à un taux de change en baisse continue et des réserves de change limitées, la Banque centrale innove en créant de nouveaux outils

Alors que le forint avait fait preuve d'une certaine stabilité par rapport à l'euro, la Hongrie doit faire face à une forte dépréciation de sa monnaie nationale. Depuis le début de l'année, le forint a connu une dépréciation encore plus marquée que ce soit par rapport à l'USD (-30%) que vis-à-vis de l'EUR (-11%). Les facteurs d'une telle dépréciation sont similaires à ceux que connaît la Pologne. D'une part les

fondamentaux économiques se dégradent : l'inflation dépasse désormais les 20%, en parallèle d'une détérioration continue du solde de la balance des transactions courantes. D'autre part, le sentiment des marchés s'est fortement dégradé ces derniers mois sur fond de facteurs externes (guerre en Ukraine), comme domestiques (conflit exacerbé entre Budapest et la Commission).

L'équation pour la Banque centrale hongroise est encore compliquée par la situation de forte surliquidité du système qui rend inopérante sa politique de taux et qui l'a conduit, logiquement à annoncer en septembre la fin du cycle de resserrement monétaire. Dans ce contexte annoncé de stabilisation du taux directeur à 13%, la Banque centrale a dû se réinventer pour définir un « package de mesures » susceptible d'enrayer la dépréciation du forint.

Le 14 octobre, elle a annoncé une série de mesures dont les deux plus importantes sont : 1/ l'introduction d'une nouvelle facilité de dépôt à un jour, au taux de 18% ; 2/ la fourniture directe par la Banque centrale de liquidités en devises aux importateurs d'énergie, au moins jusqu'en décembre. On note également la hausse des taux O/N et sur facilités de swaps en devises et une hausse des taux de prêts adossés à des collatéraux (qui passent de 15,5 à 25%). Ces dernières mesures ont pour objet d'éviter les effets d'aubaine liés à l'introduction de la nouvelle facilité. L'impact immédiat des mesures annoncées n'a pas tardé : le forint a ainsi gagné près de 5% sur les trois jours suivant les annonces. L'effet risque toutefois d'être uniquement de court terme, alors que le pays dispose de marges de manœuvre limitées en raison de réserves de change couvrant à peine 3 mois d'importations (36,2 Md EUR).

3) République tchèque : un taux de change stabilisé grâce à des interventions sur le marché des changes

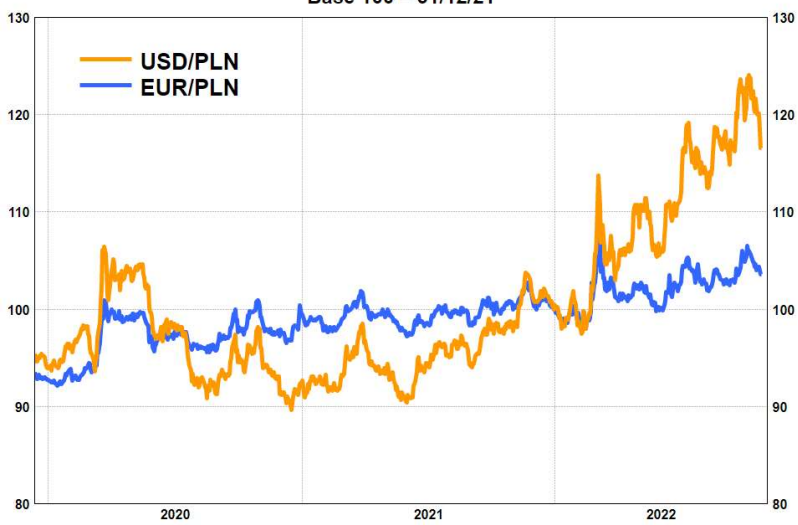
La Banque centrale tchèque avait décidé en 2013 d'utiliser le taux de change comme outil de politique monétaire. Confrontée à un risque de déflation et ayant déjà baissé les taux à 0% dès 2012, elle avait été contrainte d'affaiblir la couronne tchèque par des opérations de change afin que le risque ne se matérialise. Cette politique, qui avait permis à la République tchèque d'éviter la déflation et à l'économie de repartir de l'avant, avait alors été saluée par le FMI. Une fois la situation stabilisée, la Banque centrale a finalement fait le choix en 2017 d'abandonner l'objectif d'une parité EUR/CZK à 27, laissant le taux de change évoluer librement.

A l'opposé de cette politique, la Banque centrale tchèque intervient depuis mi-mai sur le marché des changes afin de soutenir la couronne tchèque, soumise à des pressions baissières comme les autres devises de la région, pour limiter l'inflation importée. Il en résulte, à l'inverse des autres monnaies, une légère appréciation de la couronne tchèque face à l'euro depuis le début de l'année. Le montant de réserves de change dépensé depuis mi-mai est estimé à près de 30 Md EUR, ce qui représente près de 20% des réserves de change du pays, qui se sont ainsi amoindries de 160 Md EUR en avril à 139 Md EUR fin septembre. Le pays avait profité de la bonne dynamique de son commerce extérieur ces dernières années pour constituer de solides réserves de change, qui couvraient en mai presque un an d'importations. Elle dispose toujours de 85 Md EUR de réserves de change mobilisables avant d'atteindre le seuil considéré comme critique de réserves couvrant seulement 3 mois d'importations.

Annexes "Dossier du mois"

Annexe 1

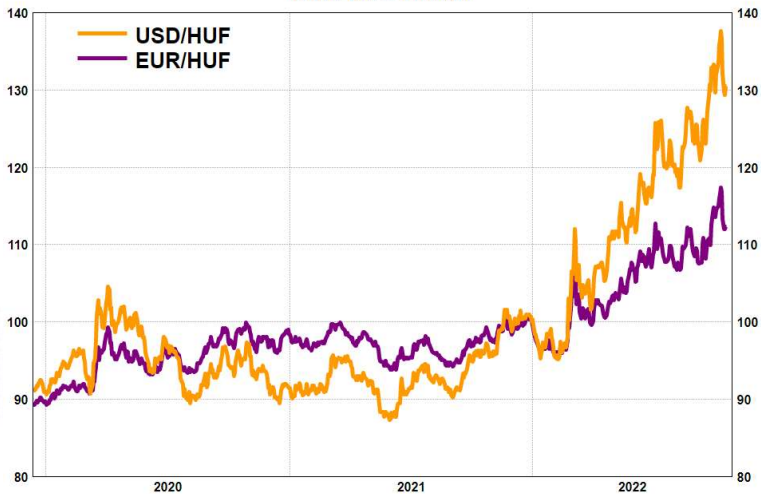
Evolution du zloty contre l'euro et le dollar
Base 100 = 31/12/21



Source: Refinitiv Datastream/ SER de Varsovie

Annexe 2

Evolution du forint contre l'euro et le dollar
Base 100 = 31/12/21



Source: Refinitiv Datastream/ SER de Varsovie

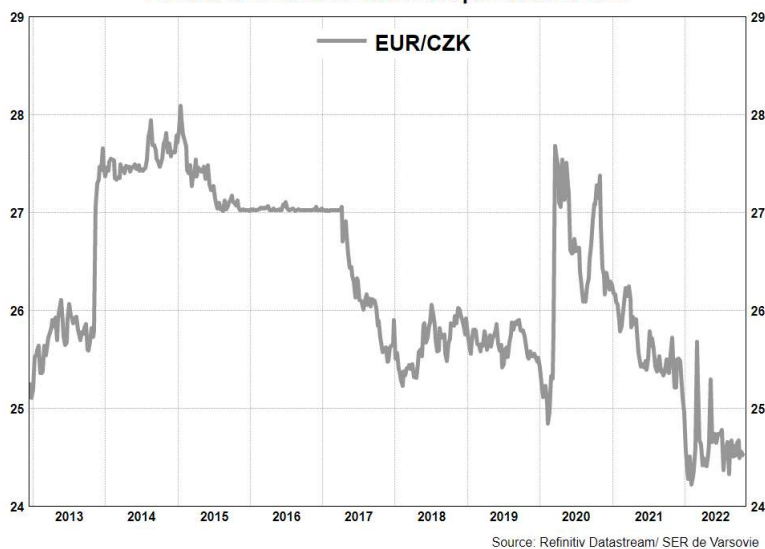
Annexe 3

Evolution de la couronne tchèque contre l'euro et le dollar
Base 100 = 31/12/21



Annexe 4

Evolution de la couronne tchèque contre l'euro



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