

Perspectives

Hebdomadaire – N°24/193 – 12 juillet 2024

MONDE – L'actualité de la semaine

Nous vous souhaitons de bonnes vacances et vous donnons rendez-vous le 6 septembre 2024.

☞ <i>Bonnes nouvelles pour la Fed et accalmie en Europe</i>	2
☞ <i>Union européenne – Droits compensatoires sur les véhicules électriques chinois : un revers pour la Chine, un test d'unité pour l'Europe.....</i>	4
☞ <i>Espagne : le gouvernement déterminé à réduire le temps de travail.....</i>	5
☞ <i>Roumanie : la croissance permet-elle de piloter les déséquilibres ?</i>	7

Bonnes nouvelles pour la Fed et accalmie en Europe

L'inflation américaine a surpris à la baisse en juin, pour le deuxième mois consécutif. L'indice des prix à la consommation a reculé de 0,1% en variation mensuelle (consensus : +0,1%) après une stabilisation au mois de mai. Sur un an, l'inflation décélère à 3%, après 3,3% en mai. Ce ralentissement est dû à une baisse des prix de l'énergie (-2% sur le mois) pour le deuxième mois de suite, notamment des prix de l'essence (-3,8%). La hausse des prix de l'énergie sur un an ralentit à 1%, contre 3,7% en mai. *A contrario*, l'inflation alimentaire se redresse légèrement (à 2,2%, contre 2,1% en mai).

L'inflation sous-jacente est également moins élevée que prévu. L'inflation, hors produits alimentaires et énergie, fléchit à 3,3% sur un an, après 3,4% en mai. Le processus de désinflation est généralisé, visible sur toutes les composantes : les prix des biens sous-jacents baissent un peu plus encore (à -1,8% contre -1,7% en mai), tandis que le taux d'inflation des services sous-jacents (services hors énergie) tombe à son plus bas niveau depuis avril 2022 (5,1% sur un an, contre 5,3% en mai) ; hors frais liés au logement, ce taux recule pour le deuxième mois consécutif (4,7% sur un an après 4,8% en mai).

Même si la hausse du prix des services reste élevée, ces nouvelles sur l'inflation américaine sont plutôt rassurantes ; elles interviennent après une accumulation de signes de détente du marché du travail. Certes, les créations nettes d'emplois, selon les statistiques du *Bureau of Labour Statistics* (BLS), restent solides (dépassant 200 000 par mois en juin en et en mai). Mais des révisions significatives des chiffres passés conduisent à un ralentissement, à 177 000 en moyenne sur les trois derniers mois : c'est le niveau le plus bas depuis le début du Covid. Par ailleurs, l'enquête auprès des ménages décrit un marché du travail plus faible que le BLS et le taux de chômage (personnes âgées de plus de seize ans) a augmenté pour le troisième mois de suite atteignant 4,1% (après 4% en mai et 3,8% en mars). En outre, le taux de croissance des salaires a baissé à 3,9% sur un an, contre 4,1% en mai.

La poursuite du processus de désinflation, accompagnée de signes d'assouplissement du marché du travail, suggère que la première baisse de taux de la Fed approche. Si une réduction des taux des *Fed funds* en juillet est sans doute trop précoce, septembre est tout à fait probable, en ligne avec notre scénario central. D'ici là, s'écouleront deux mois supplémentaires de données d'inflation et sur le marché du travail, qui devraient permettre à la Fed de décider pleinement du moment opportun de baisse des taux directeurs.

Le président de la Fed, Jerome Powell, a été auditionné par le Congrès (le 9 juillet au Sénat et le 10 juillet à la Chambre des représentants) dans le cadre du rapport semestriel de politique monétaire. La tonalité de son discours semble évoluer et se rapproche de celle des déclarations récentes des autres membres de la Fed : une tonalité plus équilibrée, mettant l'accent sur le fait que les risques autour du mandat de la Fed (la stabilité des prix et l'emploi maximum) sont devenus eux-mêmes plus équilibrés.

J. Powell considère que le marché du travail résiste toujours mais souligne que les données récentes ont apporté des « signes clairs » qu'il a ralenti « considérablement », tout en précisant que « l'inflation élevée n'est pas le seul risque auquel nous faisons face ». Concernant la conduite de la politique monétaire, le président de la Fed a réitéré qu'il était nécessaire d'avoir plus de données confirmant la tendance désinflationniste, tout en notant que les taux baisseraient avant que l'inflation ne soit revenue à 2%. J. Powell a par ailleurs rappelé que la réduction du bilan de la Fed avait progressé et que le rythme de réduction de son stock d'actifs avait ralenti, conformément à son objectif de régime de réserves amples et sans mise en danger la stabilité financière.

Les nouvelles rassurantes sur le front de l'inflation américaine ont permis une détente des taux obligataires américains sur la semaine : le taux de rendement des *Treasuries* à deux ans a perdu 8 points de base à 4,52% (-5 pdb pour le taux dix ans à 4,22%). Les marchés anticipent une baisse de taux en septembre avec une probabilité de plus de 85% et un assouplissement total de 60 points de base cette année, soit une hausse de la probabilité de trois baisses de taux, au lieu des deux anticipées jusqu'à récemment. L'appétit pour le risque en profite et les indices actions américains s'inscrivent en légère hausse : +0,3% pour le S&P500.

En Europe, l'heure est à l'accalmie après les tensions provoquées par les élections en France et au Royaume-Uni. L'Euro Stoxx 50 se redresse timidement (+0,2% sur la semaine). En France, après avoir perdu 2,2% sur les deux premiers jours de la semaine dans le sillage des résultats du second tour des élections législatives, le CAC40 s'est redressé sur le reste de la semaine, terminant quasi-stable (-0,1% par rapport à vendredi dernier). La variation de la prime de risque de l'État français est également nulle sur la semaine (soit 66 pdb vis-à-vis du Bund allemand avec un taux français à dix ans à 3,17%, contre 3,21% le 5 juillet), les investisseurs paraissant rassurés par le résultat des élections françaises conduisant à une Assemblée sans majorité.

Par ailleurs, les primes de risque se replient en Italie (-7 pdb) et en Espagne (-2 pdb) et l'euro s'apprécie contre le dollar (+0,5% sur la semaine). En revanche, l'euro perd du terrain vis-à-vis de la livre sterling (-0,6%). En effet, les résultats des élections britanniques ont été en ligne avec les anticipations et les investisseurs tablent sur une amélioration des perspectives de croissance outre-Manche qu'une

période de stabilité politique pourrait promouvoir. Un optimisme relatif que les données de PIB britannique du mois de mai, publiées cette semaine, n'ont pas démenti : le PIB a surpris avec une hausse de 0,4% sur le mois (le double de ce qui était anticipé par le consensus) et suggère que la croissance au deuxième trimestre pourrait avoisiner 0,6% après 0,7% au premier trimestre.

Zone euro

Union européenne – Droits compensatoires sur les véhicules électriques chinois : un revers pour la Chine, un test d'unité pour l'Europe

Depuis le 4 juillet la Commission européenne, à la suite de l'enquête dans le cadre d'une procédure anti-subsidation¹, applique des droits de douane provisoires individuels à trois producteurs chinois sélectionnés :

- ✓ BYD à la hauteur de 17,4%
- ✓ Geely : à la hauteur de 19,9%
- ✓ SAIC à la hauteur de 37,6%

Ces tarifs s'ajoutent aux droits de douanes existants de 10%.

Tous les autres producteurs chinois (ou en Chine) ayant coopéré à l'enquête sans faire l'objet d'une investigation personnalisée sont soumis au tarif compensatoire de 20,8%. BMW Brilliance Automotive, Audi FAW NEV Co, FAW-Volkswagen, Dongfeng Peugeot Citroën font partie de ce groupe. C'est pour l'instant aussi le cas de Tesla, qui pourrait néanmoins, sur requête, faire l'objet d'un calcul individuel au stade final de la procédure. Ceux qui n'ont pas coopéré sont imposés à hauteur de 37,6%.

Ces droits provisoires s'appliquent pendant quatre mois, le temps pour les États membres d'acter la proposition de la Commission de tarifs définitifs (ou de s'y opposer par un vote à la majorité qualifiée soit 15 pays et 65% de la population de l'UE). Les tarifs définitifs seront en vigueur pendant une période de cinq ans.

Quel peut être l'impact de ces tarifs à la fois sur les exportations chinoises et sur les prix européens ?

Le *Kiel Institute for the World Economy* (Ifw) attend un impact limité sur les prix à l'intérieur du marché unique, mais un impact important sur les ventes de véhicules électriques chinois sur le marché unique. À l'aide de simulations conduites avec le modèle KITE² sur cinq grandes économies européennes (France, Allemagne, Italie, Espagne et Autriche) un tarif additionnel de 21% sur les véhicules électriques importés de Chine produirait sur les prix de vente une hausse entre 0,3% et 0,9% dans le long terme, de presque le double dans le plus court terme. L'hypothèse est faite que les constructeurs chinois absorbent une partie importante des tarifs par une compression de leurs marges. En effet la prime offerte par le marché européen aux producteurs chinois est élevée, laissant encore la possibilité aux producteurs chinois de baisser leurs prix avant tarif. Néanmoins, l'impact sur les quantités de véhicules électriques importés de Chine serait important, se

chiffant par une baisse de 42%. Même si les producteurs européens, qui produisent en Chine, *via* des *joint-ventures*, 55% des véhicules électriques importés par l'UE seraient négativement affectés ; l'impact sur la valeur ajoutée européenne serait limité, puisque 85% des leurs sous-traitants sont chinois.

Cette baisse serait compensée par l'augmentation d'importations en provenance d'autres pays (+0,8%), mais surtout par la hausse de la production domestique européenne. Parmi les pays tiers profitant du détournement des flux d'importation, le Japon, mais aussi les États-Unis et la Turquie sortiraient gagnants.

Quelle réponse chinoise ?

Les prochains mois devraient être mis à profit par la Chine pour négocier des tarifs plus bas en échange d'investissements directs dans l'UE. La Hongrie va bénéficier de l'implantation d'une usine BYD, mais le détournement des tarifs passe aussi par la Turquie qui devrait accueillir une usine du même producteur.

La négociation passe par la menace de mesures de rétorsion. La logique non escalatoire voudrait que soient ciblés des produits significatifs pour les exportations européennes, mais pas critiques. Des produits au cœur des intérêts chinois s'en verraient aussi exclus. L'objectif serait celui de cibler des pays qui ont un effet de levier important dans les décisions européennes (grands pays influents) et/ou d'activer des groupes politiques centraux. C'est ainsi qu'on peut appréhender le choix du gouvernement chinois d'ouvrir des enquêtes anti-dumping sur les exportations européennes de porc en ciblant le cœur de l'électorat du Parti populaire européen et plusieurs grands pays exportateurs, tels que l'Allemagne, l'Espagne et la France. Bien que les exportations européennes de porc en Chine aient déjà beaucoup baissé au cours des dernières années, elles se chiffrent encore à hauteur de 3 milliards d'euros en 2023 et pourraient être fortement impactées par une augmentation des tarifs. L'Ifw estime qu'une hausse du tarif chinois à 50% pourrait induire une baisse de 80% des exportations allemandes et espagnoles de porc en Chine et de 55% pour les exportations française.

La menace d'une enquête sur le cognac vise aussi particulièrement la France, qui a fortement soutenu la mesure sur les véhicules électriques.

D'autres mesures de rétorsion, pour certaines déjà appliquées par le passé, sont toujours possibles,

¹ Pour plus d'information, consulter notre publication : [UE – La Commission affiche ses tarifs compensatoires sur les véhicules électriques chinois](#) – 19 juin 2024

² G. Felbmayr, K. Friesenbichler, J. Hinz, H. Mahlkow "Time to be open, sustainable and assertive: Tariffs on Chinese BEVs and retaliatory measures" Kiel Policy Brief, n°177, juillet 2024

que ce soit la révocation de licences d'opérer en Chine ou des boycotts par les consommateurs chinois de produits européens ou encore de contrôle des exportations. Après les récents contrôles sur les exportations de gallium, de germanium et de graphite, les cibles potentielles sont le lithium, le cobalt, le cuivre avec un risque important pour la production européenne de technologies vertes.

Mais l'action la plus probable est le jeu d'influence sur les différents pays membres pour diviser et s'opposer à l'action de la Commission européenne.

Quelle réponse européenne ?

L'UE dispose d'autres atouts dans ses manches. D'autres produits pour lesquels les subventions étatiques provoquent des distorsions de la concurrence pourraient être ciblés. Les candidats idéaux seraient les éoliennes, les pompes à chaleur, l'équipement médical et l'acier. L'UE peut aussi

bloquer la participation des entreprises chinoises à des appels d'offre publics sur le marché unique sur la base de concurrence déloyale. D'autres dispositifs peuvent être davantage déployés, tels que le contrôle des investissements intrants.

La tâche la plus difficile sera celle de maintenir l'unité de ses membres autour de ces politiques. Déjà l'Allemagne et la Suède ont manifesté leur opposition aux droits compensatoires sur les véhicules électriques, les pays d'Europe centrale sont plus divisés, étant intégrés à la chaîne de valeur allemande, mais pouvant aussi bénéficier d'investissements chinois. Les pays nordiques affichent leur crainte quant aux risques de blocage des importations de matières premières nécessaires à leurs industries vertes naissantes. La France, en revanche, est plus combattive sur le déploiement d'instruments de défense du marché unique et de l'industrie européenne.

☑ Notre opinion – *Pour la Chine, dont l'objectif est de maintenir ouvert le marché européen à ses exportations et de limiter sa confrontation commerciale aux États-Unis, cette procédure se présente comme un revers. Elle va devoir éviter toute action « escalatoire » qui pourrait conduire à un alignement plus serré des politiques commerciales et de sécurité européennes avec celles des États-Unis et qui pourrait alimenter la volonté européenne d'une plus forte réduction du risque par rapport aux dépendances vis-à-vis de la Chine. Cette procédure pourrait néanmoins se transformer en atout pour les autorités chinoises si elles arrivaient à en faire l'exemple d'un nouveau processus de négociation bilatérale. Les autorités européennes ont de leur côté envoyé un signal à la fois de fermeté et de modération en choisissant une procédure anti-subsidiation, plutôt qu'une procédure anti-dumping qui aurait impliqué des tarifs plus élevés. Cette procédure s'inscrit dans le cadre des règles de l'OMC et vise à corriger des déséquilibres et des distorsions à la concurrence. Mais elle a néanmoins été adoptée avec une approche préemptive avec une volonté de protéger avant que les dégâts sur le marché unique et sur la production européenne soient matérialisés.*

Pour l'Union européenne l'enjeu primordial est celui de maintenir une ouverture économique basée sur des règles internationales, mais il devra être poursuivi en gérant un arbitrage compliqué entre un marché des technologies vertes abordables et le développement d'une nouvelle industrie verte européenne. En effet, si l'UE est en train de devenir le deuxième marché mondial de véhicules électriques, cette transformation coïncide avec l'augmentation de la part de la Chine dans la demande mondiale. Selon leur positionnement face à ces technologies (producteurs ou consommateurs, investis dans les anciennes technologies) ou leurs liens avec la Chine, les États membres ont des sensibilités diverses par rapport à ces arbitrages. Sauront-ils exprimer une unité ?

Espagne : le gouvernement déterminé à réduire le temps de travail

La ministre espagnole du Travail s'est réunie avec les partenaires sociaux et a présenté de nouvelles propositions pour parvenir à un accord et faire avancer la réduction du temps de travail avec l'accord de toutes les parties.

La mesure-phare de la ministre du Travail pour cette législature entre dans les heures décisives pour être approuvée avec l'accord des employeurs et des syndicats, après avoir reçu le refus de la Confédération espagnole des entreprises (CEOE)³ la semaine dernière.

Une nouvelle réunion est prévue pour le mercredi 17 juillet. Le ministère du Travail a pris les rênes des négociations pour trouver un accord « *in extremis* »

avec la CEOE, Cephyce, UGT et CCOO auxquels il présentera ses propositions pour avoir leur feu vert sur le texte, avant de l'envoyer à l'Assemblée.

La nouvelle proposition du ministère du Travail donne une plus grande marge aux employeurs pour répartir de manière irrégulière le temps de travail en 2025, afin de permettre aux entreprises de secteurs tels que l'hôtellerie ou l'agriculture, à certaines périodes, de concentrer plus d'heures de travail à ces moments précis. L'élément-clé du texte est que la durée hebdomadaire de travail passera immédiatement à 38,5 heures (actuellement 40 heures) et qu'à partir de janvier de l'année prochaine, il passera à 37,5 heures. En outre, les

³ Équivalent du MEDEF français

travailleurs à temps partiel ou à temps réduit pourront continuer de travailler le même nombre d'heures après l'entrée en vigueur de la réduction du

temps de travail, en recevant en contrepartie une augmentation salariale proportionnelle.

✓ Notre opinion – *Bien que les avantages en termes de santé et de conciliation soient largement reconnus, les effets macro-économiques de la réduction du temps de travail (RTT) sont controversés. D'un côté, on soutient que si elle n'est pas accompagnée d'une réduction proportionnelle des salaires, l'augmentation des coûts salariaux sera supérieure à l'augmentation de la productivité, ce qui augmentera le coût unitaire du travail, réduira les bénéfices et entraînera une augmentation des prix des biens et services par les entreprises pour se protéger de la hausse des salaires. En conséquence, cette inflation accrue détériorera les exportations nettes (en raison de la perte de compétitivité) et nuira à la demande interne. Les prémisses fondamentales de cette théorie sont que l'augmentation salariale ne peut avoir qu'un effet négatif, car les salaires sont uniquement considérés comme un coût pour les entreprises. Cependant, si l'on prend en compte le fait que les salaires sont la principale source de revenus de la majorité des consommateurs, on constate que l'augmentation des salaires réels bénéficie non seulement aux travailleurs individuellement, mais a également des effets macro-économiques positifs. Il convient d'analyser chaque élément de cette relation de causalité séparément.*

Premièrement, une augmentation des salaires réels implique une augmentation du pouvoir d'achat des salariés. Étant donné que ceux-ci ont tendance à avoir une propension marginale à consommer plus élevée que les revenus provenant du capital, cela se traduit par une augmentation significative de la demande globale de biens et services, stimulant ainsi l'activité économique.

Deuxièmement, l'augmentation de la demande intérieure profite non seulement aux secteurs orientés vers le marché intérieur, comme le commerce de détail et les services, mais stimule également la production industrielle et l'investissement des entreprises. Cela est en partie dû à l'effet accélérateur, qui suggère qu'une augmentation de la demande finale de biens et services incite les entreprises à augmenter leur production. Face à une demande accrue, les entreprises sont incitées à investir dans l'extension de leur capacité de production pour répondre à la demande croissante du marché. Pour ce faire, elles réalisent des investissements en capital (installations et équipements productifs) qui stimulent à leur tour la demande des secteurs produisant des biens de capital.

Troisièmement, l'effet combiné de ces deux impulsions est appelé l'effet multiplicateur : chaque unité de dépense initiale supplémentaire génère une augmentation de la production. Celle-ci entraîne une augmentation équivalente des revenus et des revenus disponibles. Comme la propension marginale à consommer est positive, l'augmentation des revenus disponibles renforce encore la demande ; ce qui accroît à nouveau les dépenses et ainsi de suite jusqu'à ce que ce cycle d'effets en chaîne s'épuise. Ainsi, les augmentations de la demande intérieure résultant de salaires plus élevés déclenchent un cycle de croissance où la production, l'investissement et l'emploi se renforcent mutuellement, favorisant ainsi une expansion économique soutenue.

En résumé, les économies où l'augmentation des salaires a un effet positif sur la croissance et l'emploi se distinguent par plusieurs caractéristiques-clés : elles présentent une propension à consommer des revenus du travail significativement plus élevée que la propension à consommer des revenus du capital. Deuxièmement, l'investissement dans ces économies est moins lié à la rentabilité immédiate du capital due aux marges et plus influencé par la demande intérieure et les attentes de croissance à long terme. C'est pourquoi, pour que cette augmentation salariale ne provoque pas de tensions inflationnistes, il est nécessaire d'augmenter la capacité de production. Troisièmement, il s'agit d'économies dont les produits d'exportation sont peu sensibles au prix (faible élasticité-prix des biens exportés) et les produits importés sont peu sensibles à l'augmentation des revenus disponibles (faible élasticité-revenu des produits importés). Selon une étude réalisée par l'Université Complutense de Madrid⁴, ces conditions sont empiriquement vérifiées pour le cas de l'Espagne, de sorte que la RTT sans réduction des salaires pourrait avoir des effets positifs sur l'économie espagnole.

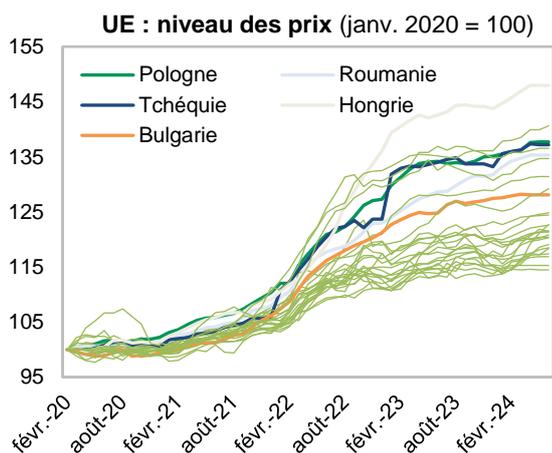
⁴ <https://academic.oup.com/cje/article-abstract/45/2/333/6062013?redirectedFrom=fulltext>

Pays émergents

Europe centrale et orientale, Asie centrale

👉 Roumanie : la croissance permet-elle de piloter les déséquilibres ?

À l'image de ses voisins, la Roumanie a été frappée par la crise énergétique et l'inflation alimentaire. En réalité, le pays s'en est plutôt bien tiré par rapport aux autres pays non-membres de la zone euro au pic de la crise inflationniste. À son plus haut, en novembre 2022, la hausse des prix était de 14,6% contre 26,2%, 19,1% et 17,2% en Hongrie, Tchéquie et Pologne à leurs pics respectifs. Depuis, l'inflation reflue mais moins qu'ailleurs en Europe : en mai 2024, elle s'établissait à 5,8%, le plus haut niveau dans l'Union européenne. À 9,9%, l'inflation sous-jacente affiche un écart encore plus important avec le reste de la zone. Cette lente désinflation est, au moins en partie, causée par une hausse des salaires très rapide en Roumanie, qui s'explique par une hausse du salaire minimum et un marché du travail contraint.

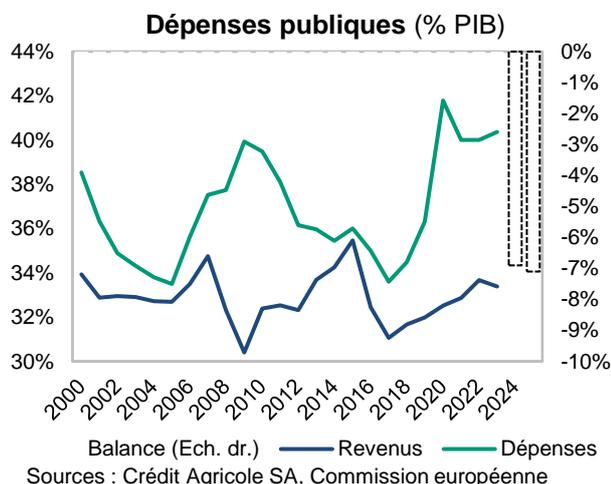


Sources : Crédit Agricole SA, Eurostat

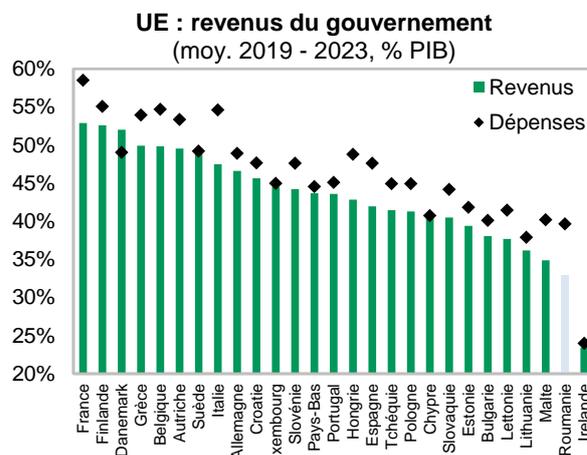
Néanmoins, le gouvernement roumain n'a pas la même capacité que ses voisins à augmenter ses

dépenses de manière pérenne. Face au double choc de la pandémie, puis de la crise inflationniste, le gouvernement avait fortement augmenté le niveau de ses dépenses : elles étaient de 36,3% du PIB en 2019 et sont supérieures à 40% du PIB depuis 2020, sans que les recettes n'aient suivi. Cette évolution a acquis un caractère structurel non seulement parce que la majorité de ces hausses sont pérennes (salaires et retraites notamment), mais aussi parce que la difficulté du gouvernement roumain à augmenter ses recettes n'est pas nouvelle. Par conséquent, selon la Commission européenne, le déficit budgétaire devrait se maintenir autour de 7% du PIB au moins jusqu'en 2025 dans un scénario où la politique fiscale de Bucarest ne changerait pas. Or, l'approche des élections législatives (15 septembre 2024) et présidentielles (8 décembre 2024) rend une consolidation fiscale rapide difficile politiquement.

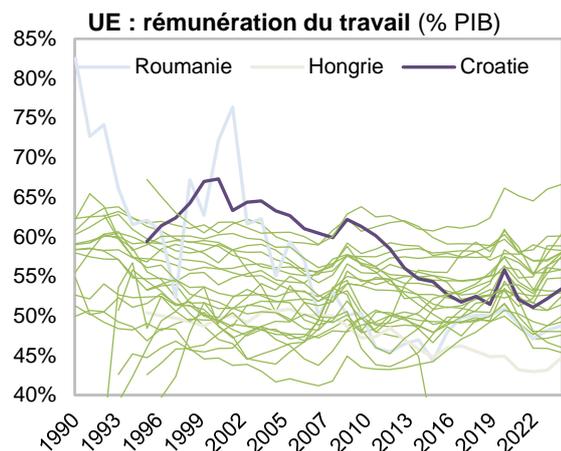
Cet important soutien budgétaire nourrit le lien entre déséquilibre interne et externe, qui est à l'œuvre depuis 2015. Au lendemain de la crise de 2008, le marché du travail roumain a particulièrement souffert. La part du PIB reçue par les travailleurs roumains, en forte baisse depuis le début des années 2000, a accéléré sa convergence avec les niveaux pratiqués par ses grands voisins d'Europe de l'Est (Visegrad notamment) : en 2000 la rémunération des travailleurs roumains représentait 72% du PIB. En 2015, ce n'était plus que 44%. À partir de 2015, le marché du travail a commencé à se redresser, alors que le gouvernement augmentait en parallèle ses dépenses salariales et les transferts sociaux.



Sources : Crédit Agricole SA, Commission européenne

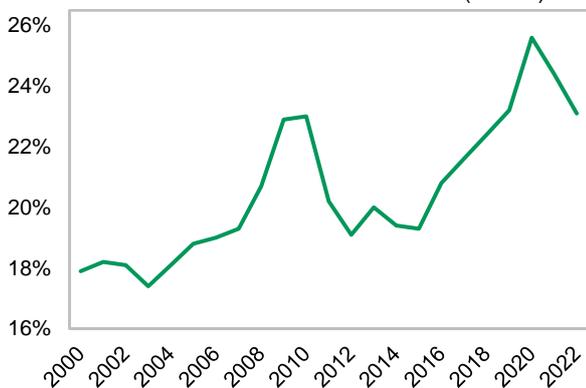


Sources : Crédit Agricole SA, Commission européenne



Sources : Crédit Agricole SA, Commission européenne

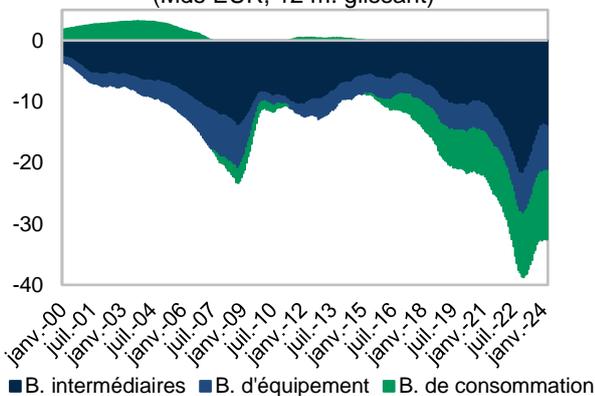
Roumanie : dépenses publiques - salaires & transferts sociaux (% PIB)



Sources : Crédit Agricole SA, Eurostat

La consommation intérieure est devenue un facteur important du déficit de la balance courante. En raison de l'intégration de la Roumanie aux chaînes de valeurs européennes (principalement allemandes, françaises et italiennes), l'importation de biens intermédiaires pour l'industrie roumaine était la première cause des déficits commerciaux et courants. Encore aujourd'hui, l'importance de ces déficits souligne les faibles progrès de l'intégration verticale dans certaines filières. À partir de 2015, les moteurs du déficit

Balance commerciale - biens
(Mds EUR, 12 m. glissant)



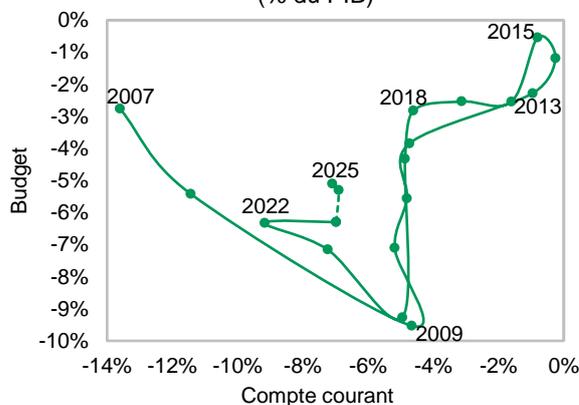
Sources : CASA, Eurostat

externe ont évolué : la politique fiscale plus expansive est transmise aux équilibres externes par le biais de la forte propension à consommer des ménages roumains. S'est alors ouvert un déficit commercial sur les biens de consommation qui n'a cessé de croître depuis.

La récente crise énergétique n'a donc fait qu'aggraver des déséquilibres déjà importants : en 2022, le déficit du compte courant a atteint son niveau le plus élevé depuis 2008, à 9,2% du PIB. L'importante arrivée d'IDE et de fonds européens vient néanmoins atténuer les risques représentés par un tel déficit : ces flux sont une source de financement stable et permettent à la Banque centrale de maintenir des réserves à un niveau correct (au-delà de cinq mois d'importations). Ainsi, malgré ses doubles déficits élevés (fiscaux et externes), l'endettement externe de la Roumanie reflue depuis 2009. La dette externe est passée de 251% du PIB en 2009 à 125% en 2023.

La croissance roumaine est donc un facteur central pour le scénario de ce pays, face aux distorsions que pourraient générer de tels déséquilibres. En effet, depuis 2021, la Roumanie continue de bénéficier d'une croissance de son PIB relativement dynamique⁵ : respectivement 5,1% ; 4,1% et 2,1% ces trois dernières années. Selon le FMI, la croissance potentielle atteint 3,75%. La moindre performance en 2023 est due à l'effet qu'a eu l'inflation sur le revenu disponible réel des ménages. La forte dynamique des salaires réels entamée fin 2023, et qui se poursuit en 2024, devrait permettre de ranimer la demande intérieure et faire repartir la croissance. Ainsi, la Commission européenne l'anticipe à 3,1% en 2024, puis 3,4% en 2025. Cependant, la demande intérieure devrait repartir plus vite que les exportations, du fait de la très forte dépendance de l'industrie roumaine au marché européen, notamment allemand et français. Ce décalage est de nature à entretenir le déficit du compte courant et il faudra donc que le gouvernement soit attentif aux effets déséquilibrants de la croissance.

Compte courant et budget - balances
(% du PIB)



Sources : CASA, Commission européenne

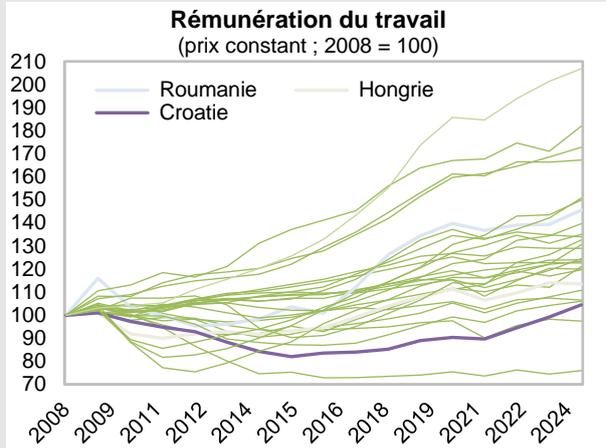
⁵ Bien que la croissance roumaine depuis le Covid soit plus faible que sur la période 2015-2019, le PIB par habitant

roumain converge plus vite sur cette période vers le niveau des pays avancés de l'UE.

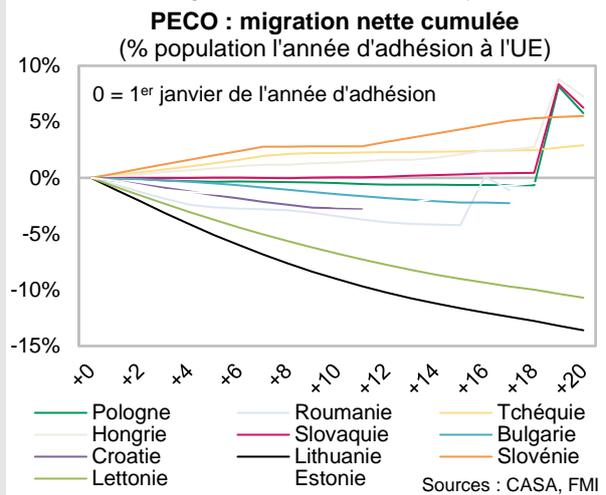
☑ Notre opinion – Aujourd’hui, les déséquilibres fiscaux et externes de la Roumanie atteignent un niveau qui risque de modifier son profil de risque à moyen terme. À court terme, le dynamisme de la croissance permet de limiter l’effet de ces déséquilibres sur la perception du risque souverain et pays. Néanmoins, en partant d’un niveau bas, la dette publique a rapidement augmenté ces dernières années (de 35,1% à 48,8% du PIB) et dépasserait les 60% du PIB à horizon 2028, si les prévisions du FMI se réalisaient. Pour la Commission européenne, la dette publique pourrait même atteindre 104% du PIB d’ici 2034. De même, à ce niveau de déficit du compte courant, la croissance ne suffit plus pour poursuivre l’amélioration de la position extérieure nette.

Alors que l’effet stabilisateur sur les équilibres fiscaux et externes de la croissance s’émoussent, ses effets sur le niveau de vie des Roumains demeurent tangibles : depuis 2008, si la part de la rémunération du travail a fortement baissé en Roumanie, Hongrie et Croatie, les travailleurs roumains ont été les seuls à tirer des bénéfices substantiels de la croissance grâce à la hausse rapide du PIB en termes réels. Il s’agit d’un facteur non négligeable pour une économie où le PIB par habitant demeure le 25^e sur 27 dans l’UE, et où l’émigration, notamment des populations diplômées, reste un phénomène marqué.

La Roumanie doit donc accélérer ses gains de productivité afin que les hausses de salaires ne pèsent pas sur la compétitivité. Pour cela, Bucarest doit améliorer sa capacité à utiliser les fonds européens qui lui sont alloués (28,5 milliards d’euros au titre de la Facilité pour la Reprise et la Résilience et 31 milliards d’euros venant du fonds pour la cohésion sur la période 2021-2026, soit 18,3% du PIB 2023). Alors que le déficit d’infrastructures reste important et que le taux d’absorption de ces fonds est un problème récurrent, il est nécessaire que le gouvernement roumain investisse plus dans son attractivité et sa croissance potentielle. Sans cela, la croissance peinera à supporter en même temps la convergence de niveau de vie avec le reste de l’UE, et le maintien de la confiance dans une économie structurellement en déséquilibre.



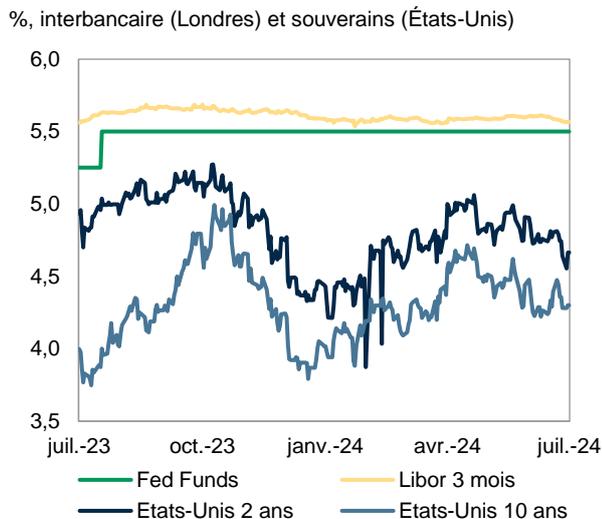
Source : Crédit Agricole SA, Commission européenne



Sources : CASA, FMI

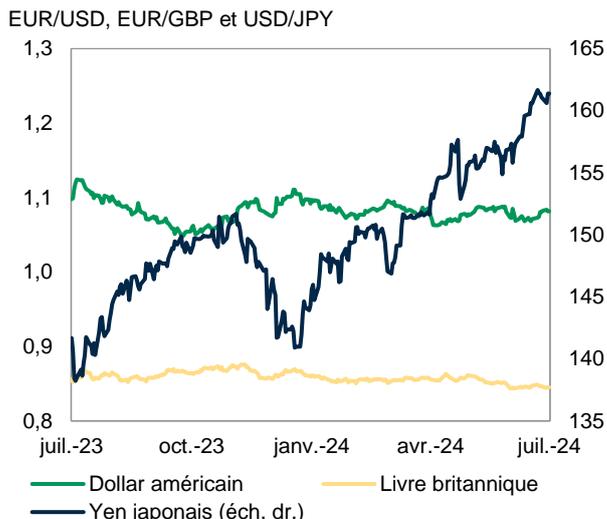
Tendances à suivre

Taux d'intérêt en dollar américain



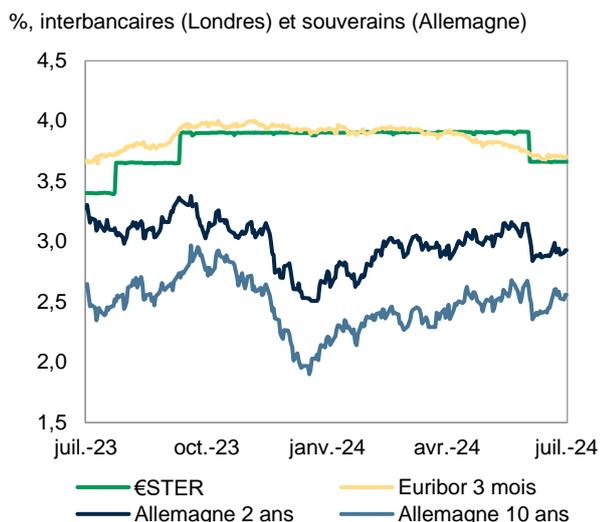
Source : Thomson Reuters

Taux de change des principales devises



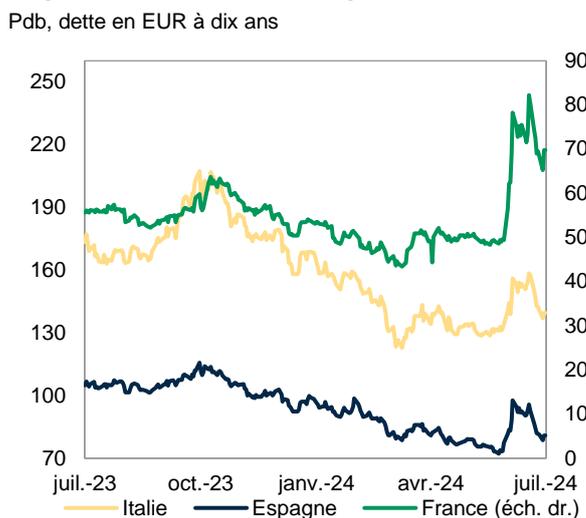
Source : Thomson Reuters

Taux d'intérêt en euro



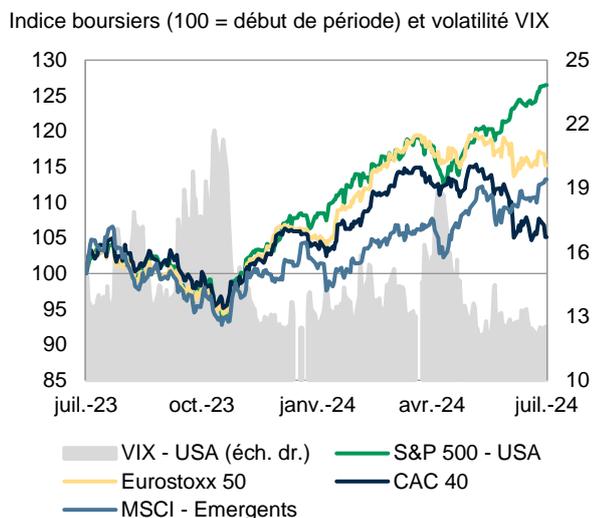
Source : Thomson Reuters

Spreads souverains européens avec le Bund



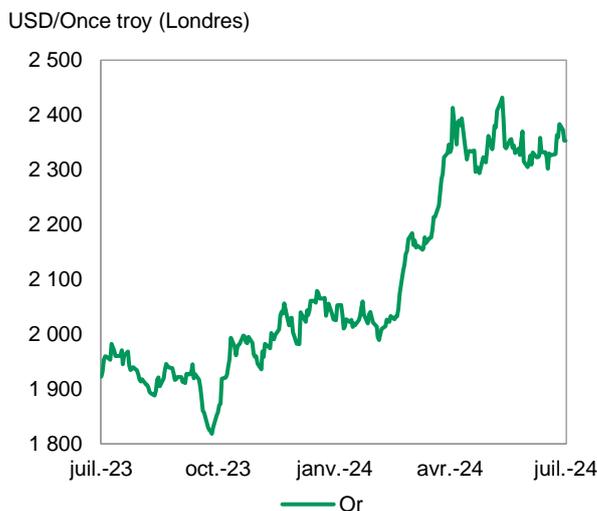
Source : Thomson Reuters

Marché actions



Source : Thomson Reuters

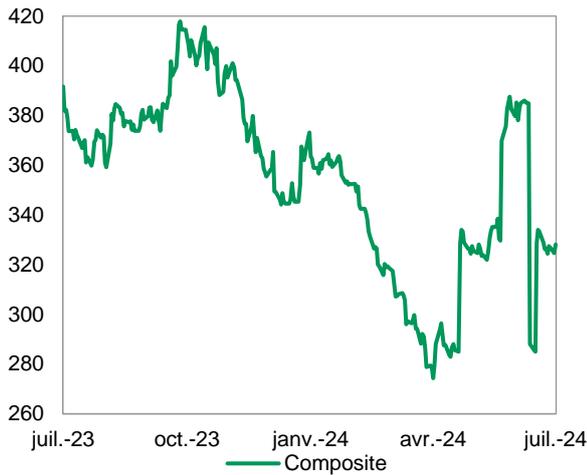
Cours de l'once d'or



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains émergents avec le T-Bond

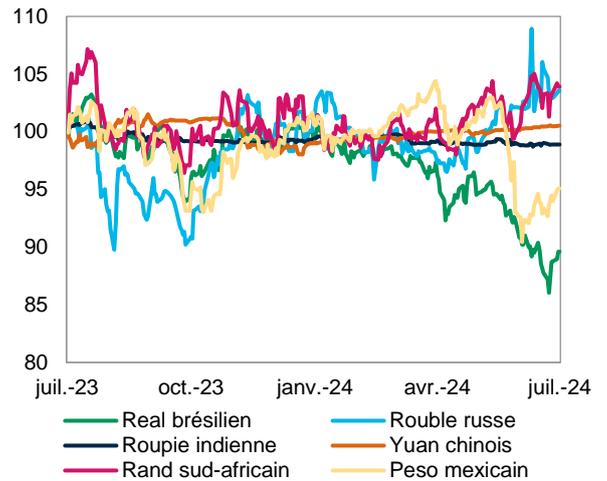
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

Devises émergentes

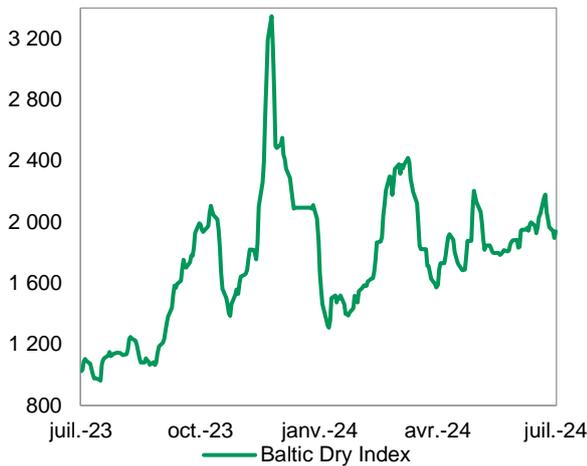
/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

Coût du transport maritime de vrac sec

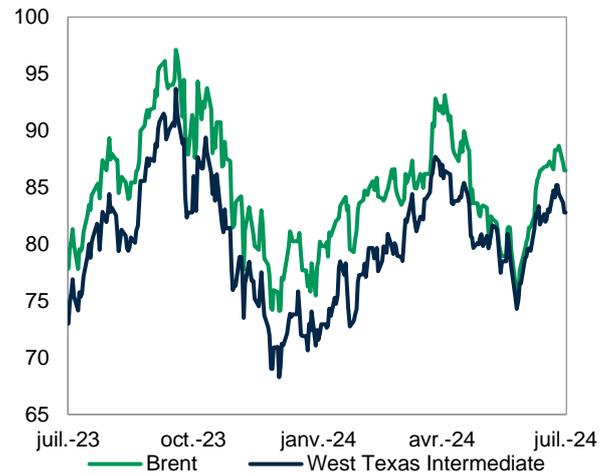
Baltic Dry Index (USD/point)



Source : Baltic Exchange

Cours du baril de pétrole brut en USD

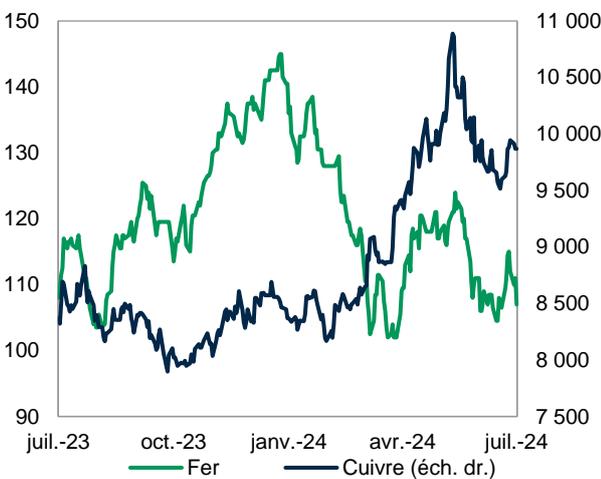
Brent (mer du Nord) et WTI (golfe du Mexique)



Source : Thomson Reuters

Cours des métaux

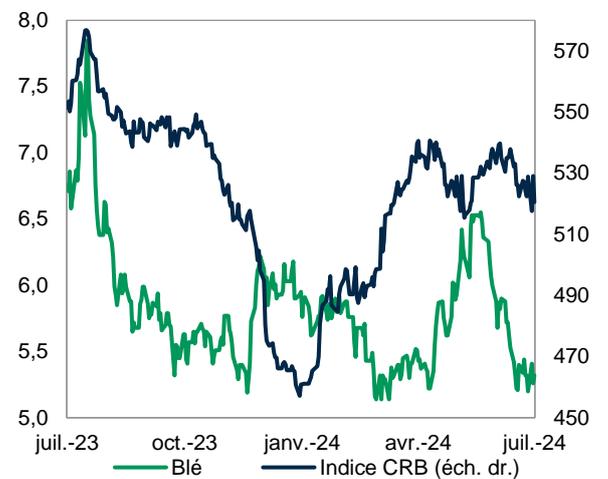
USD/tonne métrique



Sources : Steel Home, London Metal Exchange

Agriculture

SRW Wheat (USD/boisseau) et CRB foodstuffs (USD/point)



Sources : USDA, CRB

Consultez nos dernières parutions en accès libre sur Internet :



Monde – Scénario macro-économique 2024-2025 – Juin 2024

[Prolongement sans bouleversements](#)

Date	Titre	Thème
10/07/2024	Portugal – Vers une croissance soutenue en 2024	Zone euro
09/07/2024	France : la baisse de la production industrielle en mai est-elle alarmante ?	France
09/07/2024	Royaume-Uni – Élections : plus qu'une victoire du Labour, un effondrement des conservateurs	Royaume-Uni
08/07/2024	Visegrad – 2024, année de sortie de crise(s) pour les budgets ?	PECO
05/07/2024	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
05/07/2024	Singapour – Vers un retour pérenne de la croissance économique ?	Asie
03/07/2024	Avenir de l'Europe / Autonomie stratégique II : sécurité économique et souveraineté financière	Europe
03/07/2024	Chine – La détention de bons du Trésor américain, une arme stratégique ?	Asie
02/07/2024	Fintech Outlook Premier semestre 2024 – Le retour des stéroïdes	Fintech
28/06/2024	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
28/06/2024	Monde – Scénario macro-économique 2024-2025 : prolongement sans bouleversements	Monde
27/06/2024	Turquie : où en est la crédibilité de la Banque centrale ?	PECO

Études Économiques Groupe – Crédit Agricole S.A.

12, place des États-Unis – 92127 Montrouge Cedex

Directeur de la publication : Isabelle JOB-BAZILLE

Rédacteurs en chef : Paola MONPERRUS-VERONI, Tania SOLLOGOUB, Armelle SARDA

Zone euro : Alberto ALEDO, Ticiano BRUNELLO, Marianne PICARD
Paola MONPERRUS-VERONI (coordination zone euro), Sofia TOZY, Philippe VILAS-BOAS

États-Unis, Royaume-Uni, Irlande, pays scandinaves : Slavena NAZAROVA

Europe centrale et orientale, Asie centrale, géo-économie :
Tania SOLLOGOUB (coordination pays émergents), Nathan QUENTRIC

Asie : Sophie WIEVIORKA

Amérique latine : Catherine LÉBOUGRE (coordination scénario)

Afrique du Nord, Moyen-Orient : Laure DE NERVO

Afrique sub-saharienne : Thomas MORAND

Documentation : Elisabeth SERREAU

Statistiques : Datalab ECO

Réalisation et Secrétariat de rédaction : Fabienne PESTY

Contact : publication.eco@credit-agricole-sa.fr

Consultez les Études Économiques et abonnez-vous gratuitement à nos publications sur :

Internet : <https://etudes-economiques.credit-agricole.com/>

Application Etudes ECO disponible sur l'[App store](#) & sur [Google Play](#)

Cette publication reflète l'opinion de Crédit Agricole S.A. à la date de sa publication, sauf mention contraire (contributeurs extérieurs). Cette opinion est susceptible d'être modifiée à tout moment sans notification. Elle est réalisée à titre purement informatif. Ni l'information contenue, ni les analyses qui y sont exprimées ne constituent en aucune façon une offre de vente ou une sollicitation commerciale et ne sauraient engager la responsabilité du Crédit Agricole S.A. ou de l'une de ses filiales ou d'une Caisse Régionale. Crédit Agricole S.A. ne garantit ni l'exactitude, ni l'exhaustivité de ces opinions comme des sources d'informations à partir desquelles elles ont été obtenues, bien que ces sources d'informations soient réputées fiables. Ni Crédit Agricole S.A., ni une de ses filiales ou une Caisse Régionale, ne sauraient donc engager sa responsabilité au titre de la divulgation ou de l'utilisation des informations contenues dans cette publication.