

Perspectives

Hebdomadaire – N°24/275 – 18 octobre 2024

MONDE – L'actualité de la semaine

☞ <i>La baisse des taux salue la désinflation</i>	2
☞ <i>Espagne : la résilience du marché touristique</i>	3
☞ <i>L'inflation britannique chute à 1,7% en septembre, mais devrait rebondir au T4</i>	4
☞ <i>Asie du Sud : où en est l'assouplissement monétaire ?</i>	5
☞ <i>Colombie : au-delà du déficit budgétaire, les inquiétudes structurelles</i>	8
☞ <i>La Tunisie devient un cas d'école, sur le fil du rasoir du risque souverain</i>	10
☞ <i>Bulgarie : le pays avance-t-il sans gouvernement ?</i>	13

👉 La baisse des taux salue la désinflation

Pour la troisième fois depuis juin, la BCE a décidé de baisser ses taux directeurs de 25 points de base pour porter le taux de dépôt à 3,25%. Cette décision, prise à l'unanimité, est officiellement doublement justifiée : elle reflète une activité économique plus faible que prévu mais également une désinflation en bonne voie.

C'est également la reconnaissance, en creux, que le processus désinflationniste excède certainement les attentes de la BCE elle-même. Alors qu'à 1,7% en septembre, l'inflation s'est située sous l'objectif de 2% pour la première fois en plus de trois ans, les prévisions d'inflation de la BCE (réalisées en septembre) semblent un peu trop élevées. En dépit de la résistance des prix des services, l'inflation sous-jacente (hors énergie et produits alimentaires) poursuit son repli progressif et nos prévisions sont légèrement inférieures à celles de la BCE ; après 4,9% en 2023, elle se situerait en moyenne à 2,8% en 2024 et vers 2,2% en 2025 contre, respectivement, 2,9% puis 2,3% pour la BCE. Toujours selon notre scénario, l'inflation totale moyenne passerait de 5,4% en 2023 à 2,3% en 2024 puis à 1,8% en 2025 à rapprocher de rythmes de, respectivement, 2,5% puis 2,2% selon la BCE.

Outre un scénario d'inflation un peu trop « agressif », la baisse des taux de la BCE semble également signaler une confiance accrue dans la convergence de l'inflation vers 2% à moyen terme. Même s'il est précisé que la BCE continuera à agir en fonction des données économiques, donc sans plan prédéfini, cela augure d'un assouplissement un peu plus marqué que notre scénario, plaçant le taux neutre à 2,50%, ne l'anticipait (il tablait sur des baisses régulières de 25 pb par trimestre portant le taux de dépôt à 2,50% en septembre 2025). La BCE pourrait ainsi poursuivre son assouplissement au rythme de 25 pb par réunion au cours des prochains mois ; tout en excluant une accélération des baisses à 50 pb par réunion, ce mouvement porterait le taux de dépôt plus bas (à 2,25%) et un peu plus précocement.

Au cours de la semaine, les anticipations d'assouplissement monétaire plus rapide se sont traduites par un tassement des taux longs sans risque (le taux de swap à 10 ans et le Bund se repliant de, respectivement, 11 et 8 pb). En sympathie avec ces mouvements, les primes souveraines se sont resserrées. Le *spread* français a « digéré » l'action (timide) de l'agence de notation Fitch Ratings qui, vendredi dernier, a abaissé sa perspective (de stable à négative) tout en maintenant le rating à « AA- ». Depuis le début de l'année, l'élargissement du *spread* contre le rendement allemand frôle cependant les 20 pb.

Depuis le mois de juin, l'érosion de la confiance a progressivement conduit le rendement français à excéder celui de l'Espagne et à n'être inférieur au taux italien que de 45 pb (à rapprocher de 112 pb en début d'année). Cette hiérarchie ne s'explique pas seulement par les déboires politiques français mais aussi par les succès italiens (projet de budget tablant sur un déficit de 3,3% en 2025, conforme au plan à moyen terme) et espagnols (résistance de la croissance, cf. « *Espagne : la résilience du marché touristique* ») qui ont su convaincre les marchés.

En baisse depuis la fin du mois de septembre, l'euro a poursuivi sa dépréciation contre dollar : plus qu'une dépréciation de l'euro, il s'agit d'une appréciation du dollar qui gagne également en vigueur contre, notamment, le yen et le yuan. Depuis son dernier point bas (fin septembre), le cours de change effectif nominal du dollar s'est redressé de près de 2,7% alors que celui de l'euro s'est déprécié de 0,8%. Le dollar a donc bien résisté à la baisse, pourtant importante, des taux de la *Fed*, suivie, certes, par de nouveaux chiffres signalant la résistance de l'inflation mais aussi le tassement sans catastrophe du marché du travail. En dépit des résultats toujours très serrés des sondages, la performance récente du dollar semble également largement imputable aux configurations politiques jugées probables à l'issue des élections américaines. Le premier scénario, celui dans lequel Kamala Harris serait élue mais devrait composer avec un Congrès américain divisé, pourrait aboutir à des dysfonctionnements sans modifier sensiblement l'orientation budgétaire et les perspectives économiques. Le second scénario, supposant l'élection de Donald Trump couplée à un Congrès largement républicain, serait susceptible de se traduire par un creusement budgétaire et des droits de douane supplémentaires, suscitant tous deux un surcroît d'inflation, une politique monétaire moins accommodante mais aussi des risques géopolitiques encore plus sensibles.

Zone euro

Espagne : la résilience du marché touristique

Selon les données de l'INE, le nombre de nuitées a augmenté de 1,9% sur un an en juillet et de 2,5% en août, dépassant respectivement de 3,2% et de 1,3% les niveaux de 2019. Ces chiffres représentent non seulement un record historique mais sont également en accélération par rapport à 2023 (+0,4% en juillet et +0,3% en août).

Cette croissance a été principalement alimentée par le tourisme international, qui a fait preuve d'un

dynamisme notable. Le nombre de nuitées des visiteurs étrangers a augmenté de 4,8% en juillet-août par rapport à la même période l'année dernière, dépassant de 2,6% les niveaux de 2019. En revanche, les nuitées domestiques ont légèrement diminué, de 1,2%. Cependant, malgré cette baisse, les niveaux restent élevés, ils sont de 1,7% supérieurs à ceux de juillet-août 2019.

✓ Notre opinion – L'été 2024 a confirmé le rôle moteur dans l'économie du secteur touristique espagnol, battant presque tous les records historiques. Ces résultats sont liés à la reprise des revenus dans les pays d'origine des touristes, à la stabilité géopolitique en Espagne et à la forte compétitivité internationale du secteur touristique du pays.

Il faut toutefois souligner que la croissance des nuitées pendant les mois d'été a été inférieure à celle du premier semestre de l'année, quand une augmentation de 6,8% sur un an du nombre de nuitées a été enregistrée (1,4% pour le tourisme domestique et 9,8% pour le tourisme international). Ce ralentissement relatif reflète le changement de saisonnalité du tourisme, qui redistribue l'afflux touristique tout au long de l'année. Il est à noter que cette tendance est un signe positif pour le secteur, car elle contribue à lisser la saisonnalité de l'emploi et permet une utilisation plus efficace du capital investi dans les infrastructures touristiques.

Les arrivées internationales sont également en forte expansion. Selon les données de Frontur de l'INE, en juillet et en août, les arrivées de touristes étrangers ont dépassé de 8,9% les niveaux de 2019. Cette croissance est générale et repose sur l'afflux important de touristes en provenance de l'UE, dont le nombre a augmenté de 14,3% en juillet et en août, et en provenance des Amériques, avec une hausse de 30,3% sur la même période. L'augmentation du nombre de touristes provenant de marchés lointains tels que l'Amérique du Nord et l'Amérique latine traduit un intérêt croissant pour l'Espagne en tant que destination touristique longue distance.

La relative sous-performance du tourisme asiatique est principalement due à la reprise plus lente du tourisme en provenance de la Chine et du Japon. Les dépenses touristiques en provenance de ces pays sont encore largement inférieures à celles enregistrées en 2019. Dans le cas de la Chine, les dépenses touristiques étaient inférieures de près de 20% en juillet et de 15% en août par rapport aux mêmes mois en 2019. Quant au Japon, les replis s'établissent, respectivement, à près de 33% et 28%. Au-delà de 2024, le secteur touristique devrait continuer de bien se comporter. La reprise du revenu disponible brut réel des pays « émetteurs », à mesure que le choc inflationniste s'estompe, et la perception de la stabilité géopolitique en Espagne continueront de le soutenir. La tendance à une moindre saisonnalité devrait se poursuivre et offrir des croissances plus fortes en dehors de la seule haute saison.

Royaume-Uni

L'inflation britannique chute à 1,7% en septembre, mais devrait rebondir au T4

L'inflation CPI a baissé plus que prévu en septembre, à 1,7% contre 1,9% anticipé par nous et par le consensus, et après 2,2% en août. Ce passage sous la cible de 2% est le premier depuis avril 2021. L'indice CPI est stable sur le mois en variation mensuelle après une hausse de 0,3% en août.

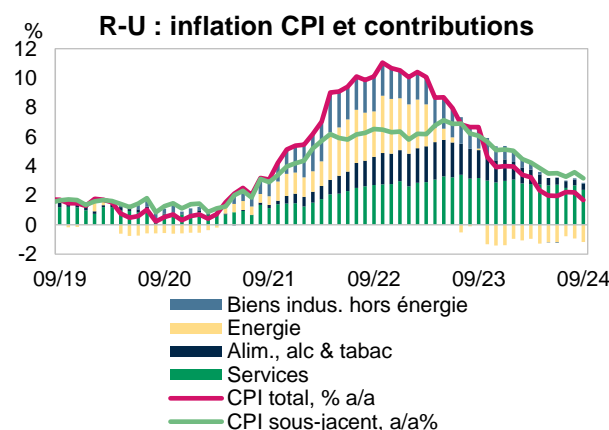
L'inflation sous-jacente (mesurée par le CPI hors énergie, produits alimentaires, alcool et tabac) chute à 3,2% contre 3,6% en août avec une progression de 0,1% de l'indice sur le mois après +0,4% en août. L'inflation des biens s'enfonce en territoire négatif à -1,4% contre -0,9% en août, tandis que l'inflation des services chute à 4,9% contre 5,6% le mois précédent.

La composante transport a été le principal contributeur à la baisse du taux d'inflation totale, avec une contribution de -0,49 à la variation du taux d'inflation sur le mois, principalement dû aux tarifs aériens et les carburants. D'autres contributions négatives de faible ampleur proviennent des prix des vêtements, de l'alcool et du tabac, des prix dans la restauration et l'hôtellerie et la santé. Parmi les composantes qui ont soutenu le taux d'inflation, ce sont les produits alimentaires qui contribuent le plus à sa variation sur le mois, quoique très faiblement (0,06 point).

En termes de contribution au taux d'inflation, les prix de l'énergie continuent de peser le plus à la baisse (-1,9% en variation mensuelle, -16% en variation sur un an). L'inflation des biens industriels hors énergie demeure proche de zéro (+0,2% en variation sur un an) même si l'indice correspondant augmente pour le deuxième mois consécutif (+0,7% après +0,5% en août). Du côté des services, la nette désinflation dans le secteur des voyages et du transport (2,1% contre 6,5% en août) et la poursuite de la désinflation des services de loisirs (5% contre 5,3% en août) compense l'accélération des prix dans la

communication (5,2% sur un an contre 4,1% en août) et la stabilité du taux d'inflation dans les services au logement (7% sur un an).

L'évolution du marché du travail est l'indicateur clé à suivre pour apprécier les pressions inflationnistes domestiques et notamment les perspectives d'inflation dans les services, fortement corrélée à la croissance des salaires. Or, les statistiques du marché du travail issues de l'enquête *Labour Force Survey*, demeurent affectées par des problèmes d'échantillonnage qui rendent difficiles leur interprétation (des échantillons plus petits dans l'enquête, selon l'ONS). Cette semaine, les données pour la période juin-août ont continué d'envoyer des signaux contradictoires avec une nouvelle baisse du taux de chômage (à 4,0%, -0,4 point par rapport aux trois mois précédents et -0,1 point sur un an) et une hausse de l'emploi (+279 000 sur les trois derniers mois, +344 000 sur un an) accompagnées par une poursuite de la décélération des salaires (à 4,9% sur les trois mois à fin août contre 5,1% sur les trois mois à fin juillet) et une poursuite de la baisse du nombre de postes vacants.



✓ Notre opinion – L'inflation du mois de septembre apporte des nouvelles rassurantes pour le comité de politique monétaire de la BoE et augmente la probabilité d'une accélération du rythme de baisse de taux. À court terme, l'inflation CPI va rebondir au-dessus de la cible, en raison d'une augmentation des tarifs administrés du gaz et de l'électricité qui va amplifier des effets de base défavorables. Néanmoins, le chiffre d'inflation de septembre abaisse mécaniquement nos prévisions à 2,4% en moyenne sur le trimestre au T4 pour le CPI total (contre 2,6% précédemment) avec un pic à 2,6% en novembre (contre 2,7% anticipé précédemment). En 2025, nous anticipons toujours une baisse rapide de l'inflation au cours de la première moitié de l'année, avec une chute sous la cible au T2-2025 et à 1,8% au T4-2025.

Notre scénario concernant la politique de la BoE table sur une baisse de taux supplémentaire cette année en novembre et six baisses de taux en 2025, avec un rythme de baisse qui s'accélérerait au cours de la seconde moitié de 2025 (des baisses de taux à chaque réunion du MPC). Le risque est à présent orienté vers un assouplissement monétaire plus rapide. Les statistiques du marché du travail, bien que difficiles à interpréter, continuent de suggérer une détente du marché, avec une baisse de la demande de main-d'œuvre (postes vacants) et une décélération continue des salaires.

Pays émergents

Asie

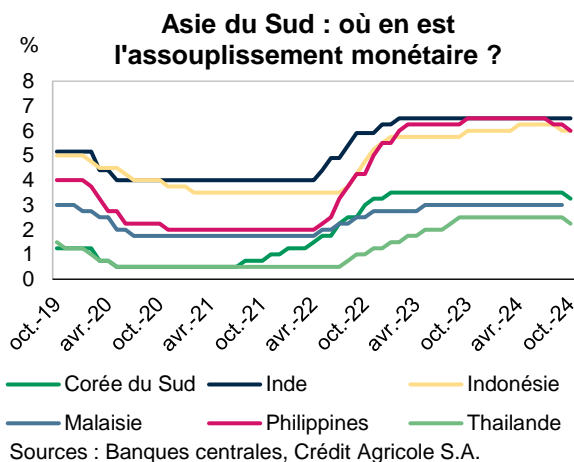
👉 Asie du Sud : où en est l'assouplissement monétaire ?

Le 18 septembre 2024, la Réserve fédérale américaine (Fed) a réduit ses taux d'intérêt de 50 points de base (pdb), ouvrant la porte à une salve de baisses de taux dans le monde entier. Entre prudence, orthodoxie et assouplissement, que font les banques centrales en Asie ?

Indonésie, Philippines, Thaïlande et Corée du Sud : assouplir en surveillant les risques

La Banque centrale des Philippines (BSP) fut la première à baisser son taux directeur de 25 pdb en août, avant même les annonces de la Fed. Le 15 octobre, elle a procédé à une nouvelle baisse de 25 pdb, ramenant son taux directeur principal à 6%. La banque centrale, plutôt orthodoxe dans sa politique, peut s'appuyer sur une inflation en nette décélération. Cette dernière a atteint 2% en g.a. en septembre, contre 3,4% en août et 4,4% en juillet. Sur les neuf premiers mois de l'année, l'inflation moyenne s'est établie à 3,4%, se situant dans la fourchette cible de 2-4% fixée par la BSP.

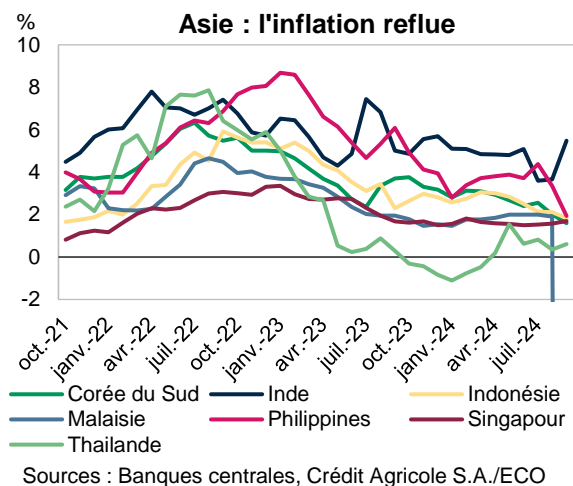
Des risques inflationnistes persistent, notamment en raison de récents événements météorologiques, ce qui explique cette approche graduelle, le taux directeur restant largement au-dessus de son niveau pré-Covid de 4%. Le typhon Yagi, qui a frappé une grande partie de l'Asie du Sud-Est en septembre, a provoqué des inondations et des glissements de terrain. Ces intempéries pourraient avoir un impact sur les prix à court terme, alors que les difficultés d'approvisionnement alimentaire aux Philippines ont été une source majeure de pression inflationniste.



Dans le sillage des annonces de la Fed, la Banque centrale indonésienne (BI) a elle aussi abaissé son taux principal de 25 pdb, à 6%. L'Indonésie peut également se targuer d'une inflation en net recul,

stable sous les 3% (cible de la banque centrale depuis un an), mais aussi d'une stabilisation de sa devise. La roupie, qui s'était dépréciée de près de 10% face au dollar durant le premier semestre 2024, a presque retrouvé son niveau de janvier 2024. Très sensible aux mouvements de marché, qu'elle sait prompt à la volatilité, la BI a elle aussi opté pour une approche graduelle, et dispose encore de marges de manœuvre, alors que son taux directeur pré-Covid s'élevait à 5%.

Mieux protégée des mouvements brusques de capitaux grâce à la fermeture de son compte de capital et acculée par la crise aiguë de son secteur immobilier, la Banque centrale de Chine (PBoC) s'est lancée dans un assouplissement monétaire sans précédent depuis la sortie de la crise du Covid. Le taux de mise en pension à 7 jours (7D reverse repo rate) a été raboté de 20 pdb et le taux pour les prêts à moyen terme (1Y MLF rate) de 30 pdb, atteignant son plus bas historique à 2%. L'enjeu pour la Chine n'est pas tant lié aux conditions externes, à la maîtrise de l'inflation ou à la stabilité du taux de change, mais au soutien de son économie domestique.



Plus surprenant, la Banque centrale coréenne (BoK) a rejoint ses homologues mondiaux le 11 octobre en annonçant le début de son cycle d'assouplissement. Le taux directeur principal a été réduit de 25 pdb, à 3,25%. Cette décision intervient dans un contexte de ralentissement de l'inflation, à 1,6% en g.a. en septembre, contre 2% en août et 2,6% en juillet. L'inflation sous-jacente a également ralenti, pour s'établir à 2%.

Le consensus économique ne misait cependant pas sur un assouplissement. D'une part, parce que le

taux directeur coréen demeure très en-dessous de celui de la Fed. Ensuite, parce que le won fait partie des devises asiatiques ayant le plus souffert du dollar fort en 2022-2023, ce dernier avait cédé jusqu'à 20% face au billet vert.

Enfin, la BoK reste vigilante face à plusieurs facteurs de risques structurels. Les décideurs politiques craignent qu'une réduction brutale des taux ne stimule trop la croissance du crédit. L'endettement des ménages demeure une préoccupation majeure en Corée. Après avoir augmenté de 1,9% en g.a. au T2 2024 (1,6% au T1 2024), il devrait diminuer grâce au resserrement des politiques macroprudentielles.

Les tensions au Moyen-Orient constituent un autre facteur de risque majeur, susceptible d'impacter le prix du pétrole, dont la Corée du Sud est très dépendante et donc source d'inflation. Le repli du prix du baril de Brent cette semaine après qu'Israël a annoncé renoncer à frapper les infrastructures iraniennes est donc une bonne nouvelle pour la Corée.

Enfin, la Banque centrale thaïlandaise (BoT) a voté, à 5 contre 2, une baisse de 25 pdb du taux principal, à 2,25%. Le consensus (24 économistes sur les 28 interrogés par Reuters) anticipait un maintien du taux de rachat à un jour, le taux directeur principal de la BoT, à 2,50%, son niveau le plus élevé depuis plus d'une décennie.

Alors que l'inflation évolue actuellement sous la cible de 1%-3% fixée par la BoT, les inquiétudes autour de la croissance semblent avoir gagné les banquiers centraux. L'IPC a enregistré une hausse de 0,6% en g.a. en septembre, contre 0,35% en août. Sur la période janvier-septembre, le pays affiche une inflation très faible de 0,2%, liée à des effets de base, notamment sur les prix énergétiques, mais aussi à la faiblesse de la demande. La croissance, bien qu'en progression (2,3% au T2 contre 1,6% au T1 en g.a.), reste inférieure à celle de la plupart des pays d'Asie du Sud-Est. Dans ce contexte, le gouvernement de Paetongtarn Shinawatra a réitéré ses appels en faveur d'une réduction des coûts d'emprunt pour stimuler l'économie.

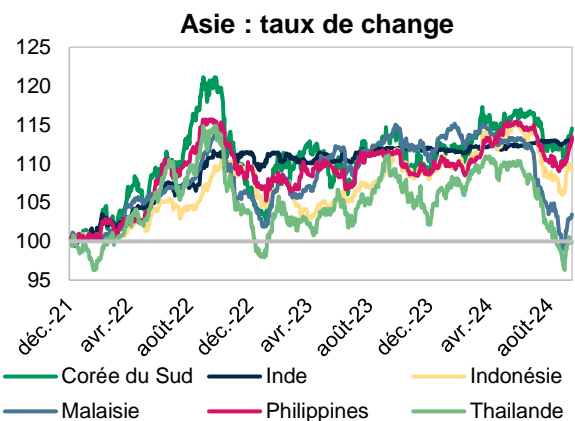
La BoT, tout en prenant en compte ces demandes, maintient une approche prudente. Cette posture s'explique par le contexte géopolitique incertain et les pressions inflationnistes potentielles résultant des mesures pro-consommation annoncées par le nouveau gouvernement, telles que l'augmentation du salaire minimum et l'émission de bons de consommation.

Inde, Malaisie, Singapour : la prudence reste de mise

Le 7 octobre, tous les regards étaient tournés vers la Reserve Bank of India (RBI), qui a choisi de maintenir son taux directeur à 6,5%, un niveau

inchangé depuis février 2023. Et pour cause, les pressions inflationnistes perdurent, notamment sur les denrées alimentaires, qui comptent pour près de 50% de l'indice. L'IPC a progressé de 5,5% en septembre 2024 en glissement annuel (g.a.), contre 3,7% en août 2024. Un niveau satisfaisant pour la RBI, qui cible 4% d'inflation, avec une marge de +/- 2%, mais qui frôle la borne supérieure de la cible en septembre. La RBI adopte donc une approche prudente, privilégiant le contrôle de l'inflation à l'alignement sur la politique de la Fed.

Néanmoins, Shaktikanta Das, gouverneur de la RBI, a annoncé un changement de posture du comité de politique monétaire, passant de « retrait des mesures accommodantes » à « neutre », ouvrant ainsi la voie à un assouplissement monétaire. Nous prévoyons ainsi deux baisses de taux de 25 pdb, en décembre 2024 et en février 2025, ramenant le taux directeur principal de la RBI à 6%.



De même, la Banque centrale de Singapour (MAS) a annoncé le 15 octobre maintenir ses paramètres de politiques monétaires inchangés. Rappelons que la MAS utilise un cadre de politique monétaire unique qui repose sur le taux de change du dollar de Singapour. Pour ce faire, la MAS contrôle le taux de change effective nominal (S\$NEER) du dollar singapourien par rapport à un panier de devises composé des principaux partenaires commerciaux de la cité-État. Cette spécificité s'explique par la grande ouverture de l'économie, rendant Singapour très sensible à l'inflation importée.

Alors que l'inflation a ralenti à 1,7% en septembre 2024 en g.a., la performance économique est encourageante, avec une croissance de 2,1% au T3 2024, portée par le secteur manufacturier et électronique. Dans ce contexte favorable, la décision de la MAS d'opter pour le *statu quo* s'inscrit en cohérence avec son objectif de stabilité des prix à moyen terme.

Enfin, la Bank Negara Malaysia (BNM) a poussé le concept de *forward guidance* à son paroxysme en indiquant souhaiter maintenir son taux directeur

inchangé à 3% jusqu'à 2026, une décision cohérente puisque ces 3% correspondent au niveau historique de son taux d'intérêt. Avec une inflation autour des 2%, un taux directeur à 3% correspond

au maintien d'une politique monétaire oscillant entre la neutralité et l'orthodoxie, avec des taux d'intérêt positifs.

☑ Notre opinion – *La réduction de 50 ppb des taux directeurs par la Réserve fédérale a élargi l'écart de taux (spread), offrant une plus grande latitude aux banques centrales asiatiques pour initier un cycle d'assouplissement. De plus, l'appréciation généralisée des devises asiatiques (à l'exception de la roupie indienne) face au dollar, observée depuis l'été 2024, a renforcé cette marge de manœuvre. Cette conjoncture favorable permet aux banques centrales d'envisager des baisses de taux sans risquer de déstabiliser leurs monnaies nationales ou leur balance des paiements avec des sorties brusques de capitaux. La plupart des banques asiatiques demeurent en effet très marquées par la crise de la fin des années 1990. Elles ont depuis considérablement musclé leurs politiques macroprudentielles afin d'éviter que les conditions externes ne déstabilisent trop leur économie. Cette approche prudentielle passe aussi le plus souvent par des politiques monétaires relativement orthodoxes, gage de crédibilité face à des marchés qui peuvent avoir la mémoire un peu trop longue.*

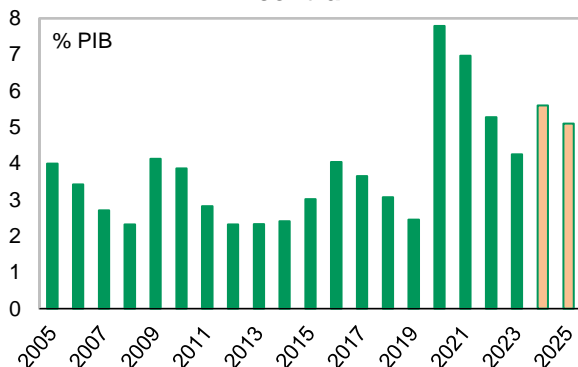
Amérique latine

Colombie : au-delà du déficit budgétaire, les inquiétudes structurelles

Puisque le budget 2025 risque de ne pas être voté par le parlement, à partir du dimanche 20 octobre, le président pourra procéder par décret : une première. Le budget général de la nation proposé par le gouvernement table sur des dépenses totales de 523 Mds COP (29,4% du PIB) pour des recettes totales de 511 Mds COP (28,7% du PIB). Quant au budget du gouvernement central, budget sur lequel se sont concentrées les critiques, il prévoit un déficit primaire de 0,5% du PIB pour un déficit total de 5,1% du PIB. Afin de financer le budget de la nation (solde déficitaire de 12 Mds COP soit 0,7% du PIB), le gouvernement souhaite recourir à une loi de financement qui doit encore être votée au congrès. Ce projet de loi constitue une sorte de levier pour le président Gustavo Petro qui lui permet de mettre la pression sur le congrès, qui pourrait ainsi être jugé responsable si le budget n'est pas financé.

Bien qu'en repli par rapport au déficit anticipé pour 2024 (5,6% du PIB), la prévision de déficit total pour 2025 (5,1% du PIB) reste élevée. Or, le Comité autonome pour le respect de la règle fiscale (CARF) prévient que les revenus pourraient être surestimés de près de 22,6 Mds COP (soit 1,3% du PIB). Le CARF souligne en effet que la réforme de la DIAN, l'administration fiscale, bien que nécessaire pour améliorer son efficacité et *in fine* la collecte fiscale, ne produira pas de résultats avant quelque temps. Les hypothèses du gouvernement concernant la croissance (3% en moyenne) et l'inflation (3,2% en fin de période) en 2025 semblent, par ailleurs, légèrement optimistes. Enfin, selon le CARF, le gouvernement doit envoyer des signaux propres à maintenir la confiance des investisseurs en affichant des surplus primaires « confortables » et ce n'est évidemment pas le cas actuellement.

Déficit budgétaire - Gouvernement central



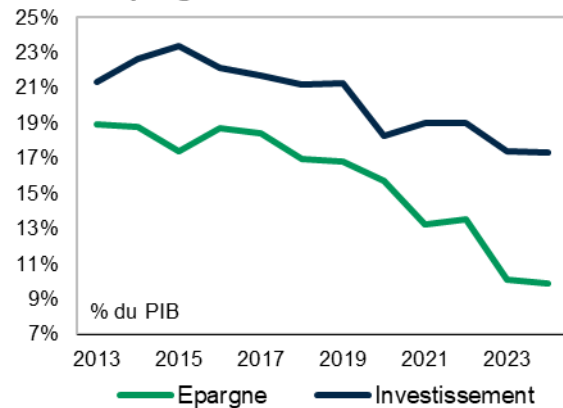
Sources : Ministerio Hacienda, Crédit Agricole S.A./ECO

Le maintien des déficits élevés complique la tâche de la banque centrale. Celle-ci a réduit son taux directeur de 50 points de base (à 10,25%), et non de 75 points de base comme cela était largement

attendu, en raison notamment de l'incertitude entourant la politique fiscale. À cet égard, G. Petro insiste (sans surprise) sur la nécessité d'un assouplissement plus marqué.

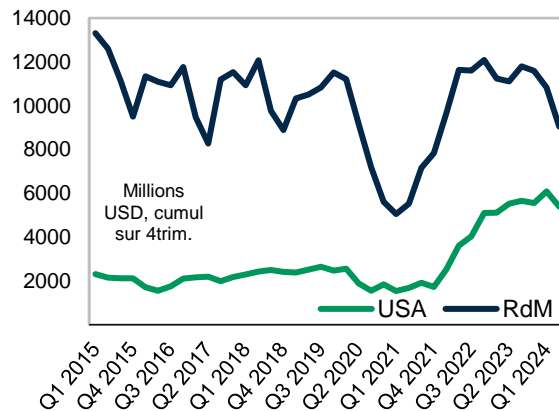
Le budget recèle une autre faiblesse : la hausse des dépenses ne s'accompagne pas d'une augmentation des dépenses d'investissement public, qui baissent de 17% en termes nominaux. Le pays affiche un niveau d'investissement faible par rapport à ses voisins, avec un taux de moins de 18% du PIB estimé en 2024. Les investissements directs étrangers (IDE) ont également reculé de manière significative. Bien que l'investissement soit censé reprendre des couleurs, notamment grâce à des conditions de financement plus favorables, la reprise attendue est faible et suscite des inquiétudes quant à la qualité et à la pérennité de la croissance.

Épargne et Investissement



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

Provenance des IDE



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

La Colombie ne profite pas des promesses du *friendshoring* américain. L'investissement est plus faible que prévu. Les IDE en provenance des États-Unis ont considérablement augmenté en 2022 mais semblent avoir atteint un pic. De plus, depuis le début de l'année, les IDE en provenance du « Reste

du Monde » (RdM hors États-Unis) ont également diminué. La Colombie, tout comme d'autres pays voisins, n'a pas pu tirer parti du *nearshoring*, en

partie à cause de coûts élevés du capital, de problèmes d'infrastructure et d'instabilité sociale.

☑ Notre opinion – la dette publique colombienne demeure « soutenable » mais s'est de nouveau récemment alourdie (à 63,5% du PIB au 2^e trimestre 2024 dont 41,8% de dette locale). Le message signalant le manque de volonté en termes de réduction des déficits risque d'inquiéter les investisseurs, notamment les non-résidents. Ces derniers détiennent, selon l'IIF, près de 20% de la dette publique locale après avoir atteint un pic à plus de 27% fin 2021. Par ailleurs, le déficit public se traduit par un déficit courant élevé.

La Colombie doit entreprendre un redressement de ses comptes fiscaux pour réduire le risque qui pèse sur les coûts de financement, tout en préservant (autant que faire se peut) l'investissement public. L'investissement privé devrait se redresser faiblement en 2025. Les problèmes structurels continuent de l'entraver et limitent le nearshoring. Cela implique la mise en place de politiques visant à lutter contre l'insécurité, à réduire l'informalité, à développer les infrastructures et à améliorer l'accès au financement.

Moyen-Orient et Afrique du Nord

👉 La Tunisie devient un cas d'école, sur le fil du rasoir du risque souverain

Malgré une actualité mondiale chargée, la Tunisie a attiré l'attention médiatique la semaine dernière avec la réélection de Kaïs Saïed, le président outsider qui s'était fait élire en 2019, sur une promesse de rupture avec les presque dix ans de stagnation économique et de blocages politiques qui avaient suivi le printemps arabe. Cinq ans plus tard, on ne peut s'empêcher de penser que la rupture ressemble plutôt à un retour en arrière, puisque le score de Kaïs Saïed, réélu à 90% des suffrages, rappelle étrangement celui obtenu par Ben Ali pour sa dernière élection en 2009 (89%). Entre-temps, l'ancien professeur de droit constitutionnel a largement renforcé le pouvoir présidentiel et réduit les contre-pouvoirs. Il a même gouverné entièrement par décrets pendant presque deux ans, après avoir suspendu (en 2021) puis dissous (en 2022) l'assemblée parlementaire, qui ne s'est reconstituée que début 2023, après des élections surtout marquées par un taux de participation historiquement bas, autour de 11%. C'est à peine mieux pour l'élection présidentielle : 27% de participation (contre 49% en 2019). Mais 6% chez les moins de 35 ans... Il faut dire que le scrutin n'offrait que peu de choix alternatifs, après les arrestations et les rejets de dossiers de presque la totalité des rivaux – parfois à l'encontre de décisions de justice. **Au-delà des tourments politiques, le climat économique est aussi sous tension. Et l'un n'est d'ailleurs pas indépendant de l'autre. Où en est alors l'économie tunisienne au début de ce second mandat chahuté ?**

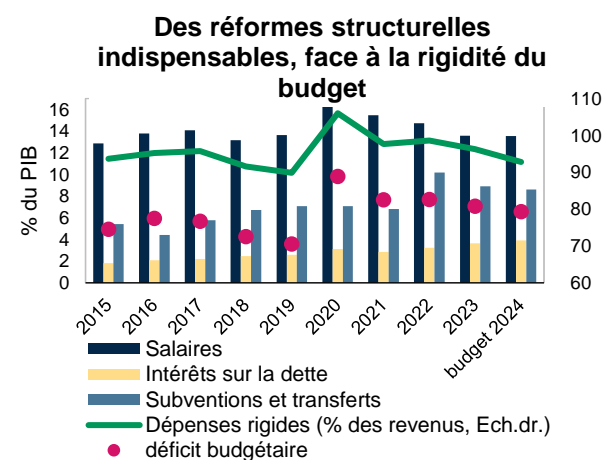
Aux origines du stress de financement

Pour comprendre la situation actuelle, il faut revenir à 2022 – date à laquelle la Tunisie fait face à un double choc sévère. D'abord, **l'ensemble des créanciers extérieurs traditionnels du pays s'accordent pour ne plus financer le budget en l'absence d'une thérapie de choc, qui devra être validée par un nouveau programme FMI, garantissant la soutenabilité des finances publiques.** L'institution avait ainsi conclu sa consultation de l'économie tunisienne en 2021 : Le FMI « estime que la dette deviendrait insoutenable si les autorités n'adoptaient pas un programme de réformes solides et crédibles qui établisse un équilibre entre ce qui est faisable dans le contexte sociopolitique fragile de la Tunisie et les efforts nécessaires pour rétablir les équilibres macroéconomiques. ». Ensuite, **le choc de la guerre en Ukraine a en réalité été une tornade frappé le prix d'importation des carburants et celui du blé, auxquels la balance commerciale et le budget (à travers les subventions) sont particulièrement exposés.** Cela est venu renchéris les besoins de financement budgétaires et

extérieurs, précisément lorsque les créanciers extérieurs se sont retirés.

Les déséquilibres budgétaires sous-jacents

En 2022, le FMI et le gouvernement travaillent à trouver un compromis de réformes « solides et crédibles ». Le constat de départ n'est pas nouveau : lors des dix dernières années, le poids des dépenses budgétaires « rigides » est devenu très élevé. Réduire ces dépenses demande donc des réformes structurelles, et elles ne peuvent être ajustées facilement pour parer aux chocs.



Ces dépenses ont augmenté pour répondre au climat social très tendu qui a pesé sur la Tunisie depuis le printemps arabe, face aux blocages politiques des coalitions parlementaires et à une économie stagnante. C'est avant tout le poids des salaires du secteur public qui a progressivement atteint un des niveaux les plus élevés au monde (16,3% du PIB à son pic en 2020), pour compenser le manque de création d'emplois privés et par la négociation salariale de syndicats au pouvoir politique fort (ils mobilisent facilement la rue). À cela s'ajoute un système de subventions complexes (en particulier des carburants et du blé) qui, souvent associé à un système de prix capés, désincitent la production locale, pèsent sur le bilan des entreprises publiques, et sont l'objet de détournements fréquents. Ces dépenses de subventions ont en plus la caractéristique d'être sensibles à la variation des prix internationaux – comme les produits concernés sont de plus en plus dépendants des importations. Leurs coûts sur le budget sont donc assez imprévisibles et irrépressibles, à moins de réformer le système entier. Sur la période 2020-2022, les dépenses de salaires et de subventions, ainsi que des intérêts de la dette, ont consommé près de l'intégralité des revenus fiscaux : le budget atteint donc un déficit avant même d'intégrer les dépenses opérationnelles courantes ou l'investissement

public, qui, à force d'être comprimé, nuit à la croissance potentielle.

La longue saga du programme FMI

Bien sûr, les négociations sont longues, mais fin 2022, les progrès sont en fait immenses ! D'abord, le gouvernement négocie avec le syndicat principal du secteur publique (l'UGTT) un accord sur les salaires, qui tient toujours à ce jour et a permis de diminuer leur poids sur le budget (de près de 3pp de PIB entre 2020 et 2023). Le plus dur est fait ! Ces accords n'avaient jamais tenu auparavant. Par ailleurs, le budget 2023 intègre des réformes fiscales pour stimuler les revenus budgétaires. Ce n'est pas difficile car tout est validé par décret. **En octobre 2022, un accord préliminaire (Staff-level agreement) est signé avec le FMI. Le conseil d'administration doit l'entériner en décembre et débloquer les financements associés des partenaires bilatéraux et multilatéraux.** L'accord contient cependant des provisions, et celles-ci ne sont pas remplies, au moment de la signature finale attendue. Notamment, le FMI attend des engagements sur l'augmentation des prix des produits subventionnés, et en premier lieu, des carburants, car il estime que sans cela la soutenabilité de la dette n'est pas assurée. Enfin, en avril, à l'occasion des réunions de printemps du FMI, tout est prêt... à condition d'augmenter de quelques pourcents le prix des carburants. **Cela est sans compter sur l'opposition catégorique de Kais Saïed, qui refuse « les dictats du FMI ».** Le FMI attend alors des propositions du gouvernement pour compenser les subventions ou atténuer leur coût. En vain. Et la Première ministre, Najla Bouden, – actrice majeure des négociations avec le FMI – est remerciée. **On découvre à l'occasion du budget 2024 que la ligne FMI n'apparaît plus dans le financement.** Et le projet de visite pour une simple consultation économique est reporté *sine die*.

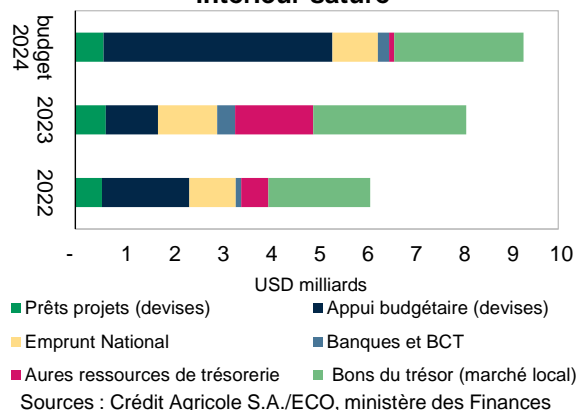
L'équation de financement sans le FMI

Les besoins de financement sont très importants : les déficits budgétaires restent élevés (8,1% du PIB en moyenne sur 2020-2023), car les demi-mesures prises sont insuffisantes. À cela s'ajoute des échéances de dette très élevées (7,7% du PIB en moyenne sur 2020-2023) : au moment où l'accès au marché se ferme, et que les partenaires officiels se retirent, le pays fait face à des re-paiements d'eurobonds et autres placements souscrits entre 2014 et 2018, ainsi qu'aux maturités du dernier programme FMI. Le gouvernement sollicite fortement le marché domestique à court-terme et les maturités de la dette domestique augmentent alors drastiquement. **Ainsi, les besoins de financements culmineront autour de 17% du PIB en 2024-2025, comprenant, notamment, le remboursement d'un eurobond de 1 milliard de dollars en janvier 2025.**

USD milliards	2020	2021	2022	2023	2024 budget
Besoin de financement du gouvernement	6,3	7,5	6,3	8,2	9,3
% du PIB	14,9	16,1	13,5	16,0	17,1
Déficit budgétaire	3,7	3,5	3,1	3,4	3,5
% du PIB	8,7	7,6	6,7	6,6	6,4
Amortissement de la dette	8,7	7,6	6,7	6,6	6,4
% du PIB	6,2	8,5	6,8	9,4	10,7
Externe	1,5	2,2	1,4	2,1	3,2
Domestique	1,1	1,8	1,8	2,7	2,7

Systématiquement, entre 2022 et 2024, le budget prévoit un financement extérieur à hauteur d'environ 5 milliards de dollars, mais en l'absence d'un programme FMI, la plupart des partenaires tiennent leur position, et ce financement ne se réalise que très partiellement (2,5 milliards en 2022 et 1,8 milliard en 2023). Ils sont principalement fournis par l'AfreximBank, l'Algérie, et l'Arabie Saoudite – qui surprend en révisant sa position en 2023 avec un soutien de 500 millions de dollars. Pour 2024, le budget prévoit le même schéma. Mais sur les 5 milliards de dollars d'appuis budgétaires extérieurs prévus, le budget présente 3,4 milliards (70%) de soutien bilatéral non identifié...

Financement extérieur rare, marché intérieur saturé



Un marché domestique qui sature

Pour couvrir les besoins de financement, le gouvernement se tourne vers le marché domestique, qui, sursollicité, sature. Il est dominé par les banques locales qui en sont les acteurs quasi exclusifs. En 2023, il doit couvrir le financement du gouvernement pour l'équivalent de 12,4% du PIB. En 2024, à supposer que les financements extérieurs se maintiennent au niveau de 2023, ce serait presque 14%. Malgré des injections de liquidité massives par la Banque centrale, par des opérations de refinancement, et, de plus en plus, des achats fermes de bons du trésor, les banques ne peuvent plus absorber l'entièreté des besoins. Le gouvernement a alors recours à des emprunts nationaux pour mobiliser pleinement l'épargne domestique, ou encore l'utilisation de la trésorerie du secteur public. L'effet d'éviction par le financement de l'État est total. Enfin, en 2024, le parlement a approuvé une loi autorisant la Banque centrale à financer le budget directement à hauteur de 4% du PIB.

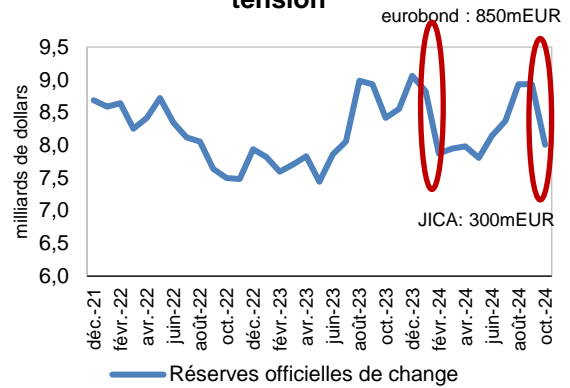
La résilience des réserves et la stabilité du change sauvent jusqu'à présent du défaut

Compte tenu du niveau de fermeture du compte de capital, la Tunisie bénéficie de très peu de flux de capitaux privés (investissements de portefeuille quasi inexistantes et des IDE stagnants à 1 à 2% du PIB). Les besoins de financement externes du pays sont donc traditionnellement financés par les emprunts extérieurs de l'État. L'équilibre du change et des réserves est alors menacé lorsque, pour le gouvernement, les financements extérieurs se raréfient, et les maturités de dette externe augmentent. Mais, après le choc de 2022 sur le déficit de la balance courante (8,6% du PIB, contre 5,2% en 2021), celui-ci s'est considérablement réduit en 2023, autour de 2,3% du PIB. C'est le résultat de termes de l'échange beaucoup plus favorables (baisse des prix du blé et des carburants importés, et forte hausse du prix de l'huile d'olive et composants électroniques exportés), des bonnes performances du tourisme et du maintien des transferts de fonds des travailleurs étrangers à un niveau solide. **Mais c'est aussi le reflet de la contraction des importations, en particulier de la part des entreprises publiques, qui, souvent, ont le monopole de l'importation des produits de base subventionnés.** Ces entreprises publiques portent largement le fardeau des subventions, que le gouvernement, faute de financement, transfère sur leurs bilans. Elles n'ont souvent plus les moyens financiers d'honorer leurs paiements. **Cela se traduit par des situations de pénuries graves.** Malgré tout, des financements d'acteurs multilatéraux à ces entreprises ont largement aidé à réduire les pénuries, et ont contribué aux entrées de devises. **Ces financements, des importations comprimées et des contrôles stricts des changes ont stabilisé les réserves, dans lesquelles l'État puise pour repayer la dette.**

Le re-paiement de l'eurobond de février 2024 a rassuré les marchés. Mais l'équilibre reste précaire. Les réserves couvrent 110 jours d'importation après

le re-paiement du placement privé japonais en octobre. Cela laisse peu de marge et tout dépend de la capacité à tenir la compression des importations, surtout si les prix de celles-ci deviennent défavorables. **D'autant qu'une échéance de 1 milliard de dollars d'eurobonds est due en janvier, qui va mettre les réserves sous tension.**

Des réserves résilientes mais sous tension



Sources : Crédit Agricole S.A./ECO, banque centrale

Une économie en pause

Le pays innove et mobilise tous ses efforts pour éviter le défaut, mais cela contribue à mettre l'économie en pause. La rareté des financements externes, l'effet d'éviction – à tous les niveaux – du financement de l'État, les contrôles de capitaux, l'austérité budgétaire – tout cela pèse sur la croissance, et aura des effets à long-terme. La Tunisie est le seul pays de la région qui, en 2023, n'avait toujours pas retrouvé son niveau de PIB d'avant-Covid. Et à une croissance faible, s'ajoute l'aléa climatique de plus en plus fort. En 2023, la combinaison des crises financière et climatique n'a permis à la croissance d'atteindre que 0,4%. Ce niveau est insuffisant pour créer les emplois nécessaires et le chômage a atteint 16,4% fin 2023. Cela se traduit aussi par une dramatique fuite des cerveaux, qui aura aussi des effets à long-terme.

Notre opinion – La Tunisie offre depuis deux ans une leçon de risque pays : toutes les prévisions semblaient montrer que, fatalement, sans les financements FMI et son blanc-seing pour débloquer ceux des partenaires étrangers, l'équation de financement de l'État ne tiendrait pas. Pourtant, le pays mobilise des ressources non-conventionnelles insoupçonnées – trésorerie du secteur public, épargne privée, liquidité du système bancaire, financement direct et indirect de la Banque centrale... Mais cela passe aussi par des pénuries parfois subies, parfois presque organisées : cela revient presque à dire que pour maintenir son système de subvention des produits de base, le gouvernement les rend indisponibles ! Par ailleurs, l'équilibre des comptes extérieurs est précaire. Les réserves ont démontré une grande résilience à la rareté des financements externes. Mais cela tient sur les pénuries, sur des prix internationaux favorables, des contrôles de changes et des financements exceptionnels de partenaires pour la fourniture d'énergie et de biens alimentaires, souvent en dehors de leur mandat. Tout cela est précaire, et pèsera à long-terme sur l'économie par le manque d'investissement – public et privé, domestique et étranger – la fuite des cerveaux, et la détérioration du climat politique et social.

Europe centrale et orientale, Asie centrale

Bulgarie : le pays avance-t-il sans gouvernement ?

En 2020 et 2021, la mobilisation de la rue en Bulgarie en faveur de l'État de droit et de la lutte contre la corruption a mis fin à la domination politique du GERB, parti de centre droit. De 2009 à 2021, sous l'égide de son chef Boïko Borissov, le GERB a gouverné la Bulgarie quasi sans interruption, tandis que l'opposition se structurait autour du parti socialiste (BSB). Le GERB avait pris l'habitude de régler les crises politiques en convoquant des élections anticipées qui ramenaient à chaque fois le parti et son *leader* au pouvoir, souvent avec le soutien de plus petites formations politiques. Alors que la troisième mandature de B. Borissov, déjà entachée de plusieurs affaires de corruption, débute en juillet 2020, un scandale ayant trait à la privatisation de la côte de la mer Noire par de riches personnalités politiques. Le président et opposant politique de B. Borissov, Roumen Radev s'est alors joint aux voix demandant moins d'impunité pour les oligarques proches du pouvoir. Quelques jours plus tard, le bureau de la présidence était perquisitionné et des collaborateurs du président arrêtés. Ces actions, perçues comme une répression à l'encontre de la présidence par le bureau du procureur général (Ivan Geshev), ont déclenché une vague de manifestations qui dureront plusieurs mois et aboutiront à la démission du Premier ministre, à la suite d'une motion de censure en avril 2021.

Depuis ces manifestations, le système politique bulgare n'arrive pas à retrouver d'équilibre. En effet, de cette mobilisation sont nés plusieurs nouveaux partis qui entendent porter la lutte contre la corruption au parlement, tandis que le GERB est sorti affaibli de cette séquence. Il en résulte un paysage politique fragmenté : le PP-DB, nouveau parti réformateur prônant la lutte contre la corruption, est devenu avec le GERB le principal parti politique. Néanmoins, les deux formations peinent depuis 2021 à réunir chacune plus de 25% des voix. De fait, de nombreux partis d'inspiration populiste, de gauche ou de droite, ont également fait leur apparition. Conséquence de cette fragmentation, les Bulgares ont été appelés aux urnes pour élire une nouvelle assemblée en avril, juillet et novembre 2021, en octobre 2022, en avril 2023 et en juin 2024. Face au nouvel échec de cette dernière assemblée à former un gouvernement, ils voteront fin octobre pour la 7^e fois depuis 2021.

Le système parlementaire est paralysé par l'absence de terrain d'entente entre les partis. Bien que le GERB et le PP-DB soit deux formations de centre droit, plutôt euro-atlantistes et opposées au président R. Radev, elles ne parviennent pas à collaborer en raison du mandat électoral reçu par le PP-DB pour combattre la corruption qui a eu cours sous le mandat du GERB. Les deux partis ont un

temps tenté de coexister grâce à un système de gouvernement par rotation (que les deux formations refusaient de nommer « coalition ») mais la formule n'aura tenu qu'entre juin et mars 2023 et aura eu un coût politique important pour le PP-DB. Il perd 10 sièges aux élections suivantes (l'Assemblée nationale bulgare compte 240 sièges).

Le seul champ de collaboration apparu entre PP-DB, le GERB et le DPS, le parti de la minorité turque, en faveur d'une réforme de la constitution adoptée par plus des deux tiers du parlement en décembre 2023. En effet, dans un contexte d'instabilité électorale chronique, ces partis voyaient d'un mauvais œil le rôle croissant joué par la présidence. Celle-ci disposait d'une grande latitude pour nommer des gouvernements intérimaires et de peu d'encadrement en ce qui concerne les délais de nomination des partis chargés de former une majorité. **De facto, le régime politique bulgare est en train de se présidentialiser en raison de la fragmentation législative.** Cette réforme vient donc encadrer les pouvoirs du président, ainsi que le poste de procureur général, qui se trouve bien souvent au cœur des scandales de corruptions.

Dans ce contexte de paralysie politique, la Bulgarie tente malgré tout d'avancer vers trois objectifs macro-économiques partagés par les principaux partis :

Sofia entend adopter prochainement l'euro. Alors que la crise politique actuelle débutait tout juste, en juillet 2020, la Bulgarie a rejoint l'ERM II, le mécanisme visant à préparer à l'entrée dans l'euro. Afin d'adopter la monnaie commune, le pays doit remplir 4 critères. Dans son rapport sur la convergence des économies candidates à l'eurozone, de juin 2024, la Commission européenne estime que Sofia remplit le critère réglementaire, notamment grâce à de récentes règles protégeant l'indépendance de la Banque centrale. La Bulgarie respecte également le critère fiscal, puisqu'en dépit de la crise énergétique, le déficit public a été ramené à 2,9% du PIB en 2022 et 1,9% en 2023 (attendu à 2,8% en 2024). La dette publique, quant à elle, reste particulièrement basse à 23,1% du PIB en 2023. La Commission estime qu'elle devrait augmenter de 10 points dans les dix prochaines années, ce qui demeure dans la fourchette basse au sein de l'UE. En rejoignant l'ERM II, la Bulgarie respecte *de facto* le critère de stabilité du taux de change du lev à l'égard de l'euro. De plus, les réserves internationales de la Banque centrale bulgare, nécessaires pour maintenir ce *peg*, sont saines et en hausse en 2023, à 42 Mds EUR, soit 45% du PIB. Enfin, malgré la hausse significative des taux longs des pays européens, et le différentiel d'inflation important que

connaît la Bulgarie par rapport au reste de la zone¹, le taux de financement à long terme du gouvernement bulgare demeure en dessous de la valeur de référence nécessaire à la validation de ce critère.

C'est donc bien le seul critère de stabilité des prix qui pose encore un problème à la Bulgarie.

À l'occasion des trois derniers rapports de convergence, la moyenne d'inflation sur 12 mois était supérieure à la valeur de référence². Début 2024, l'inflation bulgare dépassait encore ce critère d'un point de pourcentage. Selon les prévisions de la Commission, cet écart devrait se refermer fin 2024, début 2025. Cela permettrait à Sofia d'envisager une accession en janvier 2025. Néanmoins, faute de gouvernement, la date de janvier 2026 paraît aujourd'hui plus probable.

Pour l'instant, les forces politiques favorables à l'adoption de l'euro demeurent majoritaires, comme le montre le rejet par deux fois au Parlement de propositions de référendum qui auraient permis de bloquer l'adoption de la monnaie commune (en juin 2023 puis septembre 2024). Cependant, les forces politiques opposées à l'euro bénéficient d'une dynamique favorable dans les sondages et ont vu leurs scores s'améliorer régulièrement depuis 2021. Elles pourraient encore progresser lors de l'élection de fin octobre.

La pleine accession à l'espace Schengen demeure un objectif pour Sofia malgré la difficulté à trouver un accord politique. Depuis le 31 mars 2024, la Bulgarie, au côté de la Roumanie, est devenue officiellement membre de l'espace Schengen. Néanmoins, cette décision ne concerne

que les frontières maritimes et aériennes du pays tandis que la décision sur les frontières terrestres a été reportée *sine die*. Depuis 2011, Bulgarie et Roumanie remplissent les critères d'accession selon la Commission européenne. C'est le veto autrichien, motivé par des craintes sur l'immigration, qui a empêché ces deux pays d'accéder pleinement à la zone de libre circulation. La victoire du parti d'extrême droite FPÖ aux élections législatives autrichiennes de septembre 2024 pourrait donc allonger encore l'attente de ces deux pays, alors que l'espoir de pouvoir trouver un accord politique dès 2024 demeurerait jusqu'alors.

La Bulgarie doit saisir l'opportunité que constitue le plan de relance européen pour investir dans son économie. Pourtant, l'instabilité politique menace la capacité d'absorption de fonds européens du pays. Notamment, les 6,2 Mds EUR alloués à Sofia par la facilité pour la reprise et la résilience (FRR) sont conditionnés à la mise en place des réformes prévues par le plan national de relance et de résilience (PNRR). La Bulgarie a jusqu'en août 2026 pour effectuer les demandes de déboursement une fois les réformes nécessaires adoptées. Un premier versement pour un montant de 1,4 Md EUR a été approuvé en mai 2022 et Sofia a effectué la demande pour un deuxième versement de 724 millions EUR en octobre 2023. Un an après, cette demande n'a toujours pas abouti car la Commission estime que le pays n'a pas réalisé les réformes nécessaires. Dans les faits, des réformes encadrant la sortie du charbon sont bloquées au parlement, empêchant l'avancement du PNRR bulgare.

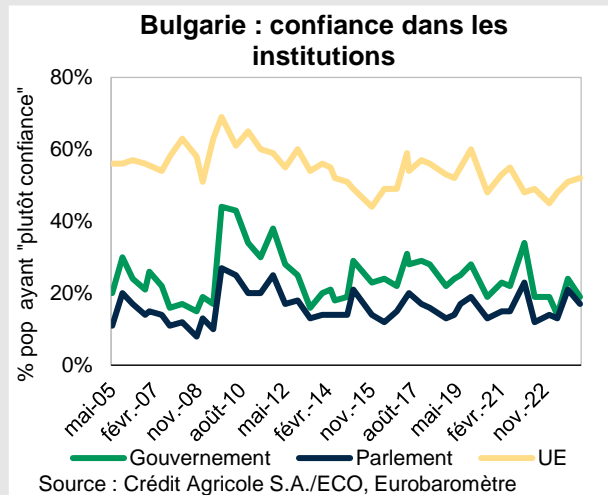
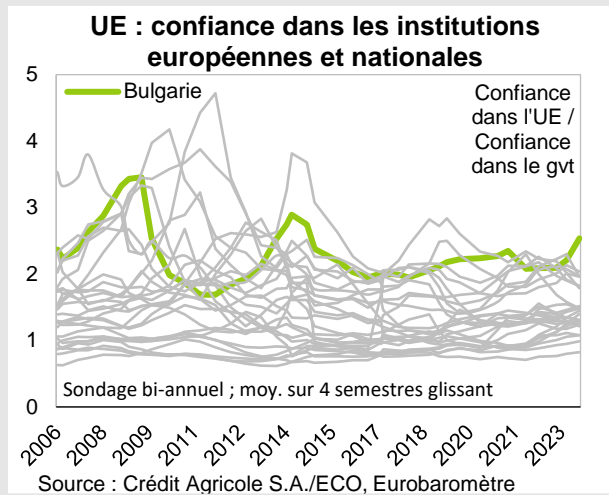
✓ Notre opinion – *Les manifestations de 2020-2021 en Bulgarie ont engendré de fortes attentes en matière de lutte contre la corruption, contre le crime organisé et en faveur de l'État de droit. Bien que ces attentes se soient matérialisées électoralement par l'apparition de nouveaux partis au Parlement, le système politique bulgare n'a pas encore réussi à intégrer cette nouvelle donne. Aujourd'hui, le risque est que le champ politique soit entré dans un cycle de fragmentation qui mettra longtemps à se stabiliser. La baisse de la confiance de la population vis-à-vis des institutions du pays pourrait être la séquelle la plus durable et profonde de cette séquence politique, alors même que cette confiance est déjà particulièrement basse (seulement 19% de la population bulgare a confiance dans son gouvernement contre 33% en moyenne dans l'UE).*

Les attentes des manifestants étaient également fortes envers l'Union européenne pour qu'elle joue son rôle d'ancrage de l'État de droit. La part des Bulgares ayant « plutôt confiance » dans l'UE a effectivement baissé depuis 2020, de 60% à 52%, bien qu'il soit difficile d'isoler l'impact de la crise politique bulgare des effets de la crise géopolitique en Ukraine. Mais il est à noter que cette confiance reste néanmoins très au-dessus de celle adressée aux institutions nationales (2,7 fois plus de Bulgares donnent leur confiance à l'UE qu'à leur gouvernement, soit l'écart le plus élevé dans l'UE). Indirectement, l'UE joue donc tout de même ce rôle d'ancrage politique qui fait partie de sa promesse.

¹ L'inflation en 2023 était de 8,6% en Bulgarie, contre 5,4% dans la zone euro. En 2024, elle est attendue à 3,1% contre 2,5% par la Commission européenne.

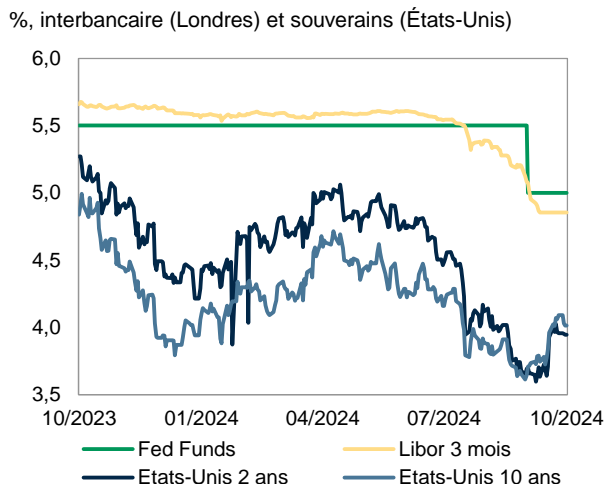
² Moyenne de l'inflation sur 12 mois de l'Italie, des Pays-Bas et de la Lettonie + 1,5 pp

Pour le moment, même en l'absence de gouvernement stable, la Bulgarie continue de suivre une trajectoire claire d'intégration européenne. Si le pays parvient enfin à adopter l'euro, alors l'appartenance à l'eurozone viendra, avec le niveau de dette faible, constituer un pilier fort de la perception de l'économie bulgare par les marchés et les agences de notation, sans pour autant régler les manquements institutionnels bulgares. La notation du pays devrait donc mécaniquement s'améliorer dans les années à venir. Pour autant, cela ne devrait pas empêcher la prise en compte du risque que représente la fragmentation politique (blocage des institutions ou désalignement vis-à-vis de l'UE).



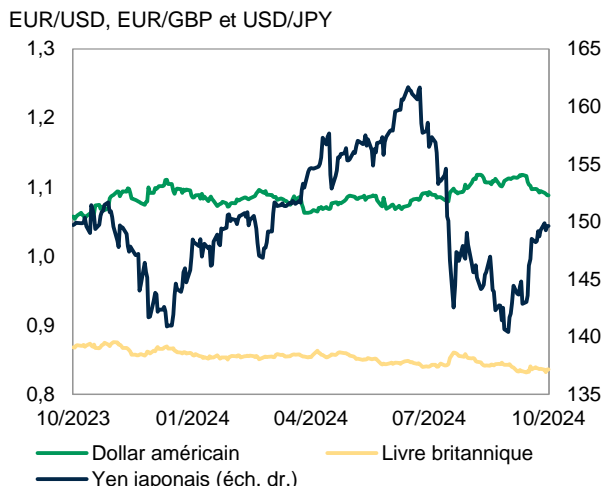
Tendances à suivre

Taux d'intérêt en dollar américain



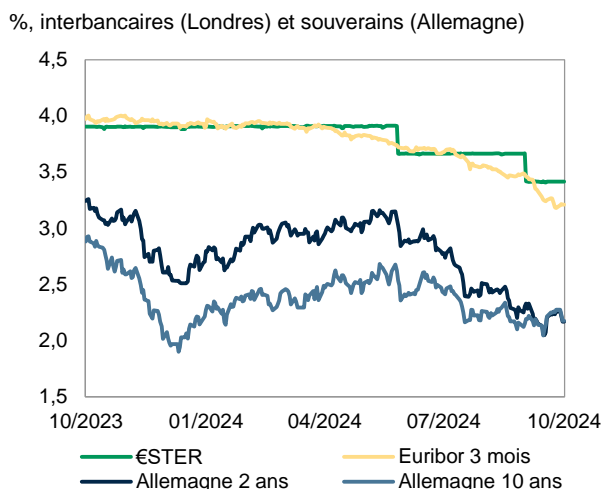
Source : Thomson Reuters

Taux de change des principales devises



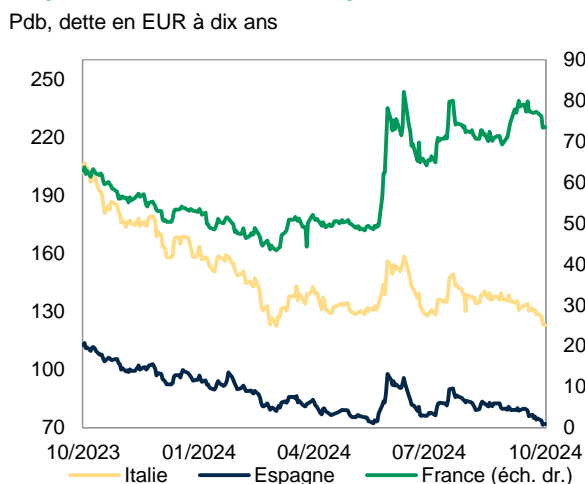
Source : Thomson Reuters

Taux d'intérêt en euro



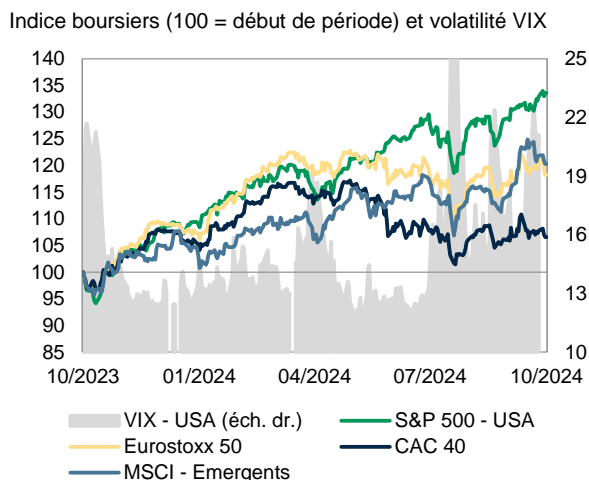
Source : Thomson Reuters

Spreads souverains européens avec le Bund



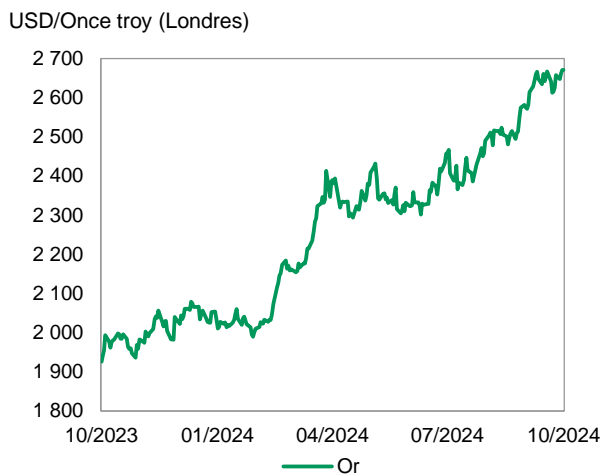
Source : Thomson Reuters

Marché actions



Source : Thomson Reuters

Cours de l'once d'or



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains émergents avec le T-Bond

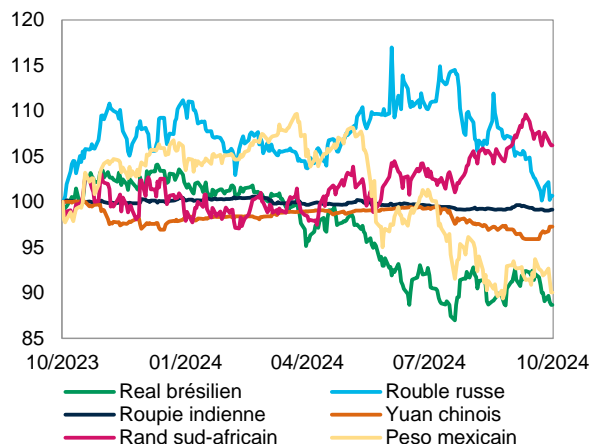
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

Devises émergentes

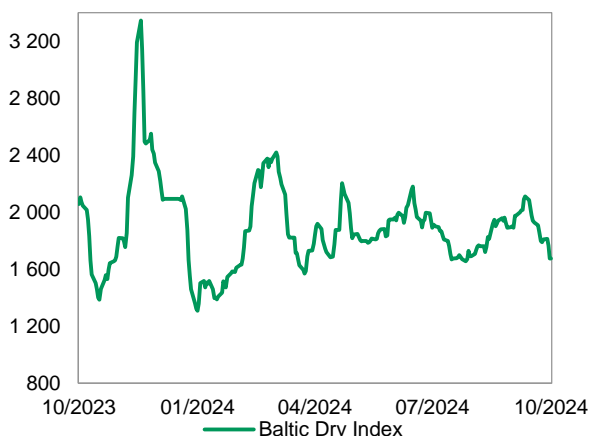
/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

Coût du transport maritime de vrac sec

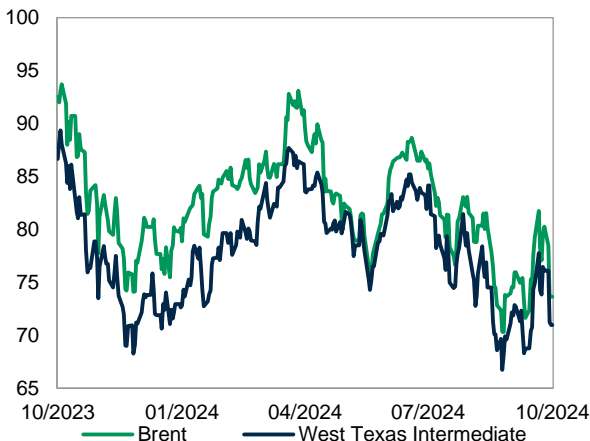
Baltic Dry Index (USD/point)



Source : Baltic Exchange

Cours du baril de pétrole brut en USD

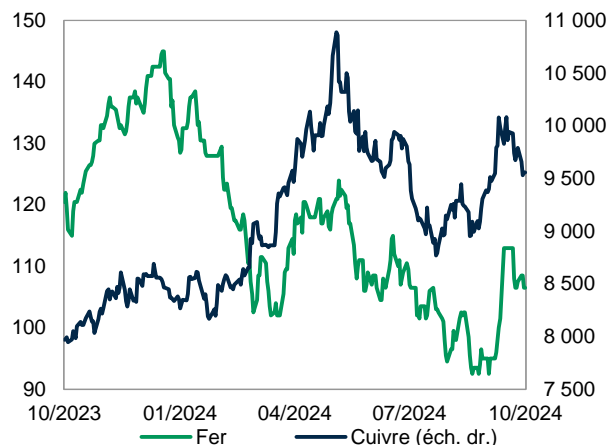
Brent (mer du Nord) et WTI (golfe du Mexique)



Source : Thomson Reuters

Cours des métaux

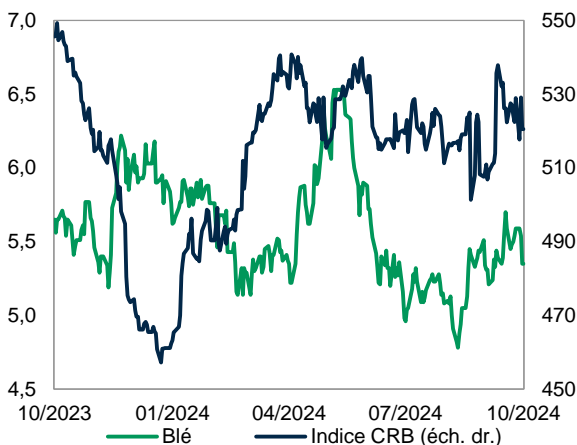
USD/tonne métrique



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 – Octobre 2024

Des équilibres délicats

Date	Titre	Thème
17/10/2024	<u>Espagne – Scénario 2024-2025 : une croissance forte au premier semestre</u>	Espagne
17/10/2024	<u>La Chine face au protectionnisme</u>	Chine
16/10/2024	<u>Royaume-Uni – Scénario 2024-2025 : vers des rythmes de croissance plus modérés</u>	Europe
16/10/2024	<u>France – Scénario 2024-2025 : croissance modeste sur fond d'alerte orange sur les finances publiques</u>	France
15/10/2024	<u>Zone euro – Scénario 2024-2025 : un recalibrage des risques</u>	Zone euro
15/10/2024	<u>Arabie saoudite – Le défi de la planification économique et budgétaire face à l'aléa pétrolier</u>	Moyen-Orient
14/10/2024	<u>Portugal – La croissance freinée au T2 2024</u>	Zone euro
11/10/2024	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
11/10/2024	<u>Inde – Pour Narendra Modi, cent premiers jours au goût amer</u>	Asie
10/10/2024	<u>Oman – Laboratoire fiscal de l'après-pétrole ?</u>	Moyen-Orient
10/10/2024	<u>Serbie – Que nous révèle l'analyse des flux commerciaux et d'investissement de l'alignement du pays ?</u>	PECO
09/10/2024	<u>France – Ce que l'on sait du projet de loi de finances pour 2025</u>	France
07/10/2024	<u>Fintech Outlook 9 premiers mois de l'année 2024 – L'heure américaine</u>	Fintech
04/10/2024	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
04/10/2024	<u>Monde – Scénario macro-économique 2024-2025 : des équilibres délicats</u>	Monde

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, Matteo GUERRAZ

Amérique latine : Catherine LEBOUGRE (coordination scénario), Jorge APARCIO LOPEZ

Afrique du Nord, Moyen-Orient : Laure DE NERVO

Afrique sub-saharienne : Thomas MORAND

Documentation : Elisabeth SERREAU

Statistiques : Datalab ECO

Réalisation et Secrétariat de rédaction : Véronique CHAMPION

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.