Perspectives

Hebdomadaire – N°24/342 – 13 décembre 2024

MONDE – L'actualité de la semaine

☞*Entre les États-Unis et l'Europe, les divergences dans les anticipations se creusent* 2
☞*France : quand l'incertitude politique pèse sur la croissance* 3
☞*Allemagne : l'inflation stable en novembre* 4
☞*Espagne : la croissance favorise la baisse du ratio de la dette* 4
☞*Indonésie : Prabowo Subianto débute son mandat dans un contexte économique favorable* 6
☞*Roumanie : l'annulation de l'élection présidentielle laisse poindre la crise politique* 8

☞ Entre les États-Unis et l'Europe, les divergences dans les anticipations se creusent

Alors que les banques centrales continuent de prendre leurs décisions de politique monétaire en fonction du flux de données économiques, aux États-Unis les rapports sur l'emploi et sur l'inflation pour le mois de novembre ont été en demi-teinte : pas vraiment de nature à rassurer la Fed, mais pas suffisamment « hawkish » non plus pour remettre en question les anticipations d'une baisse de taux supplémentaire des taux des *fed funds* en décembre. Une réduction de taux de la part de la Fed de 25 points de base la semaine prochaine est toujours attendue : la Fed devrait porter la fourchette cible des taux des *fed funds* à 4,25%-4,50%, soit un assouplissement total de 100 pdb sur l'année 2024. Toutefois, la résilience de l'économie américaine et l'essoufflement du processus désinflationniste plaident clairement en faveur d'un assouplissement plus graduel de la politique monétaire par la suite. Nous anticipons une pause de la Fed en janvier et seulement 50 points de base de baisses de taux sur l'ensemble de l'année prochaine (soit deux baisses de 25 points de base en mars et en juin). La Fed ferait alors une pause prolongée avec la limite supérieure de ses taux à 4,00%.

À la différence de la Fed, la BCE affiche une confiance accrue dans le retour de l'inflation à sa cible de 2% de manière soutenable. Cette semaine, la décision du Conseil des gouverneurs de réduire les taux directeurs de 25 pdb a été prise à l'unanimité. La BCE a opéré un changement de taille dans sa communication, à savoir la suppression de la phrase qui stipulait que les taux allaient rester « restrictifs pour aussi longtemps que nécessaire ». Certes, les progrès réalisés ces derniers mois en matière d'inflation ont été encourageants mais, comme l'a dit Mme Lagarde, la bataille n'est pas encore gagnée. Alors qu'une baisse de 25 pdb est pleinement anticipée par les marchés pour la prochaine réunion du 30 janvier, le marché accorde environ 30% de probabilité à une baisse de 50 pdb. Une nouvelle détérioration des perspectives de croissance – par exemple une détérioration des enquêtes de confiance – pourrait pousser la BCE à accélérer le rythme des baisses. Mme Lagarde a déclaré que le taux neutre n'avait pas été discuté, mais « qu'il est un peu plus élevé qu'il ne l'était auparavant, pour de multiples raisons » et que les analyses antérieures de la BCE indiquaient une « fourchette de 1,75% à 2,50% ».

Mais revenons aux données américaines. Le rapport sur l'emploi américain du mois de novembre, publié vendredi dernier, a fait état d'une normalisation du marché du travail après un mois d'octobre impacté par les grèves chez Boeing et les ouragans Helene et Milton. Les créations nettes d'emplois bondissent à +227 000 sur le mois, au-dessus des anticipations de marché et les données des deux mois précédents ont été révisées à la hausse (pour un total de 56 000). Le nombre moyen de créations d'emplois sur les trois derniers mois atteint ainsi +173 000, proche de la moyenne des créations d'emplois sur la période 2017-2019 (-178 000), même si dans le secteur privé elles sont encore inférieures. Moins optimiste, l'enquête auprès des ménages montre des pertes de plus de 350 000 emplois pour le second mois consécutif. Cela conduit à une hausse du taux de chômage supérieure aux anticipations, à 4,2% contre 4,1% en octobre, et contre un point bas de 3,4% en avril 2023. Le taux d'emploi baisse en novembre à 59,8% (-0,6 point sur un an).

Les chiffres de l'inflation CPI pour le mois de novembre publiés cette semaine font état d'une accélération des prix sur un an à 2,7% après 2,6% en octobre et 2,4% en septembre (en ligne avec les anticipations) et d'un maintien de l'inflation sous-jacente à un rythme encore soutenu de 3,3%, pour le quatrième mois consécutif. Le processus de désinflation est en pause depuis août. Les prix des biens sous-jacents progressent plus que prévu (+0,3% sur le mois), tirés par les prix des voitures d'occasion. En variation sur un an, l'inflation des produits *core* demeure négative mais augmente à -0,7% contre -1,2% en octobre. Côté services, leur composante sous-jacente ralentit à 4,6% en variation sur un an après 4,9% le mois précédent, tirée vers le bas par la composante logement.

Les indices des prix à la production publiés par le BLS le 12 décembre ont été globalement rassurants. L'indice des prix à la production a progressé de 0,4% sur le mois (soit +3% sur un an, la plus forte hausse depuis février 2023), mais cette hausse est largement imputable aux prix de l'alimentation. En revanche, les prix des services, qui sont davantage scrutés par la Fed, augmentent plus faiblement en novembre qu'en octobre. Le taux d'inflation sous-jacent se stabilise à 3,5%. Selon une enquête de la Fed de New York, les anticipations d'inflation augmentent en novembre de 0,1 point à horizon un an (3,0%), trois ans (+2,6%) et cinq ans (+2,9%).

Comme les banques centrales, les investisseurs demeurent prudents : les indices Euro Stoxx 50 et le CAC 40 ont fait du sur place cette semaine, tandis que le S&P 500 s'est replié (entre vendredi et jeudi). Au-delà des inquiétudes sur l'inflation américaine, les incertitudes géopolitiques et les risques qu'elles recèlent se sont intensifiés avec la chute du régime de Bachar el-Assad en Syrie, chute qui a surpris par sa rapidité (moins de quatorze jours) et qui complexifie davantage la situation au Moyen-Orient. Dans ce contexte, le prix du brut de la mer du Nord a gagné près de 4% sur la semaine. Les rendements des obligations souveraines américaines à 2 ans et à 10 ans se sont tendus de 9 et 18 points de base respectivement pour atteindre 4,20% et 4,33% en réaction aux chiffres d'inflation. Reflétant les écarts en termes d'anticipations d'inflation et de taux entre la Fed et la BCE, le dollar a continué de s'apprécier contre l'euro cette semaine avec un EUR/USD à 1,05 (-0,6% sur la semaine).

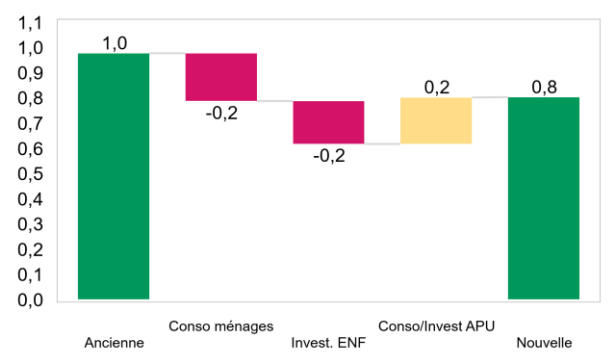
Zone euro

France : quand l'incertitude politique pèse sur la croissance

En raison des derniers développements politiques et de données récentes tirées d'enquêtes, nous révisons actuellement nos prévisions macroéconomiques pour la France. La version finale et officielle sera publiée dans notre prochain « Scénario Monde » qui sera publié le 20 décembre. Le scénario détaillé pour la France paraîtra ensuite début janvier. Nous présentons ici quelques chiffres clés préliminaires.

Nous abaissons notre prévision de croissance pour la France de 1,0% à 0,8% pour 2025. La raison principale est la montée de l'incertitude politique depuis l'été dernier, qui pèse actuellement et continuera de peser sur la croissance début 2025 (au moins).

Révision de notre prévision de croissance pour 2025 (en %)

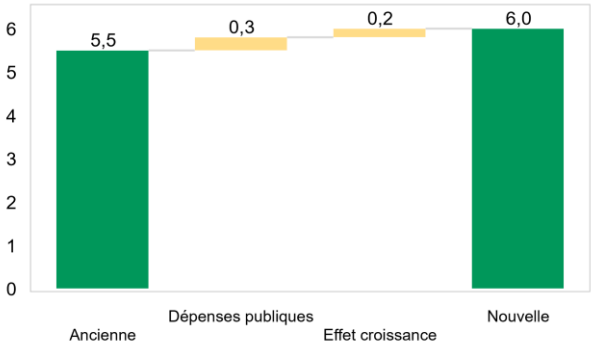


Sources : Crédit Agricole S.A./ECO

Dans le détail, malgré une consommation publique plus élevée en raison de l'absence d'une véritable consolidation fiscale qui ajoute mécaniquement 0,2 point de croissance pour 2025, nous anticipons un coup de frein à l'investissement des entreprises (les prévisions d'investissement total seraient révisées de +1,0% à +0,0%), et une épargne de précaution encore plus élevée qui continuerait de peser sur la croissance de la consommation des ménages (révisée à la baisse de +1,0% à +0,7%). La somme de ces trois effets entraîne une baisse de 0,15 à 0,20 point de notre prévision de croissance pour 2025, à 0,8%. Du fait de ce ralentissement et d'un attentisme plus prononcé des entreprises, le taux de chômage pourrait augmenter un peu plus qu'initialement prévu. Nous le révisons à la hausse de 7,4% à 7,8% pour la fin d'année 2025 (ce niveau restant modéré en perspective historique).

En raison du ralentissement de l'activité économique et de l'augmentation des dépenses publiques, nous relevons notre prévision de déficit public de 5,5% à 6,0% du PIB en 2025. L'augmentation des dépenses publiques explique une révision de +0,3 point de pourcentage de ce ratio, tandis qu'une croissance plus faible, en tenant compte de l'effet sur les recettes publiques, ajoute +0,2 point de pourcentage à la prévision. Ceci est compatible avec un scénario de loi spéciale en vigueur pendant un certain temps, puis à une loi de finances pour 2025 adoptée au début de l'année prochaine, qui devra trouver un équilibre compliqué à l'Assemblée nationale et faire l'objet de compromis (nous souhaitons bon courage au nouveau Premier ministre et à son futur gouvernement).

Révision de notre prévision de déficit public en 2025 (en % du PIB)



Sources : Crédit Agricole S.A./ECO

Nous introduisons également pour la première fois des prévisions pour l'année 2026. Elles supposent une réduction de l'incertitude politique et fiscale à cet horizon (qui résulterait par exemple d'une grande coalition plus stable sans le RN et LFI, ou de nouvelles élections législatives anticipées au second semestre 2025). Cela se traduirait par un retour de la croissance à 1,1 % (soit le niveau de la croissance potentielle, bien que l'écart de production resterait négatif fin 2026). L'assainissement budgétaire serait un peu plus ambitieux mais toujours modeste, avec un déficit public de 5,5% du PIB. Le ratio dette/PIB augmenterait à près de 120% à cet horizon. En outre, les risques sont principalement orientés vers des ratios de déficit et de dette encore plus élevés au cours de cette période, en raison de risques d'exécution et de risques orientés plutôt à la baisse sur la croissance.

À consulter prochainement sur nos sites ECO, la note complète sur la France

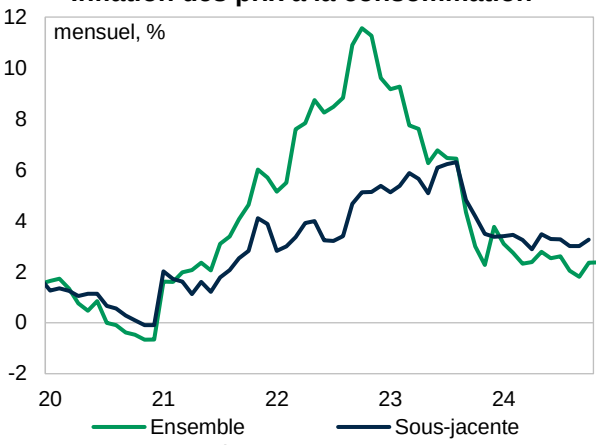
☞ Allemagne : l'inflation stable en novembre

L'inflation des prix à la consommation harmonisée serait restée à 2,4% en novembre, selon les données préliminaires publiées par Eurostat, s'éloignant ainsi du pic de 11,6% d'octobre 2022. L'inflation se situe en moyenne à 2,5% sur les onze premiers mois de 2024, soit 3,6 points de moins qu'en 2023. L'inflation sous-jacente, qui permet d'analyser l'évolution de fond des prix hors composantes volatiles, a atteint 3,3% en octobre, après 3% en septembre, en raison du rebond de l'inflation des services.

Les composantes qui retiennent actuellement l'attention sont les services et l'énergie. Les prix des services font preuve de rigidité, malgré un certain ralentissement, en raison de la dynamique soutenue des salaires nominaux. En revanche, les prix de l'énergie continuent de baisser et contribuent négativement à l'ensemble de l'indice. En effet, la modération de l'inflation serait due principalement à la baisse des prix de l'énergie, mais également à une moindre contribution des prix des biens et de l'alimentation.

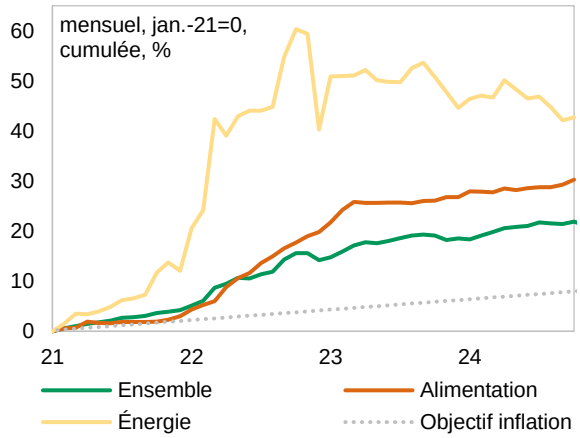
Même si l'inflation a chuté, la hausse cumulée des prix à la consommation demeure. Ainsi, l'inflation cumulée depuis janvier 2021 s'élève à 21,1%, ce qui a considérablement détérioré le pouvoir d'achat des ménages. L'inflation a été particulièrement élevée dans l'énergie et l'alimentation, dont la hausse cumulée des prix a atteint respectivement 42,7% et 30,3%.

Inflation des prix à la consommation



Sources : Eurostat, Crédit Agricole SA / ECO

Inflation des prix à la consommation



Sources : Eurostat, Crédit Agricole SA / ECO

☑ **Notre opinion –** *Nous prévoyons que l'inflation de décembre ne changera pas la moyenne annuelle de 2,5% en 2024. Le processus désinflationniste se poursuivrait en 2025, mais la baisse de l'inflation que nous prévoyons sera nettement plus faible, en situant le taux annuel moyen à 2,1%, soit 0,1 point de plus que l'objectif de la BCE, mais 0,6 point de plus que la moyenne enregistrée entre 2000 et 2019 (une décennie caractérisée par des pressions déflationnistes ayant écarté l'inflation de la cible et ayant nécessité le déploiement d'une politique monétaire expansionniste). La modération de l'inflation serait tirée par une nouvelle baisse des prix de l'énergie, tandis que la contribution des prix des biens et de l'alimentation diminuerait à nouveau.*

☞ Espagne : la croissance favorise la baisse du ratio de la dette

Au troisième trimestre, l'Espagne a atteint un nouveau pic historique en matière de dette publique. Le passif total des administrations publiques a dépassé les 1 636 Mds€ à la fin septembre, franchissant le plafond atteint en juin dernier (1 626 Mds€). Cela représente une augmentation de plus de 57,3 Mds€ en un an seulement, due principalement aux mesures anti-crise mises en place à la suite de l'invasion de l'Ukraine par la Russie et face aux chocs inflationnistes et énergétiques. Par ailleurs, la dette de la Sécurité sociale a connu une hausse plus marquée de 7,4%, dépassant les 116 Mds€, en raison de l'augmentation des dépenses liées aux retraites.

Cependant, la solidité de la croissance, marquée par une croissance trimestrielle de 0,8%, a permis de ramener le ratio de dette au PIB à 104,4%. Cette tendance rapproche l'Espagne de l'objectif de 102,5% fixé avec la Commission européenne pour la fin de l'année. Grâce à cette performance économique, qui maintient l'Espagne en tête des grandes économies de la zone euro en termes de croissance, le ratio d'endettement a baissé de 0,9 point par rapport au trimestre précédent et de 3 points sur un an.

☑ **Notre opinion –** *La baisse du ratio de dette au PIB bénéficie de la reprise économique de l'Espagne, mais le niveau de la dette rappelle la fragilité sous-jacente. Si la dynamique actuelle du PIB soutient les engagements budgétaires pris dans le cadre de la surveillance européenne à court terme, la hausse des dépenses sociales, notamment celles liées aux pensions, reste une préoccupation majeure. Le défi immédiat pour le gouvernement est de présenter à Bruxelles un budget 2025 aligné sur le Plan budgétaire de moyen terme (PMT) validé, tout en évitant des ajustements trop brutaux qui pourraient freiner la croissance. Pour rappel, le PMT prévoit un solde négatif du solde structurel primaire en 2024 et 2025 (de -0,6% et -0,2% respectivement), qui deviendrait positif en 2026 (0,2%). Dans ce contexte, chaque décision budgétaire sera cruciale pour maintenir l'équilibre entre le soutien à l'économie et le respect des engagements européens. Bien que les indicateurs soient encourageants, le poids absolu de la dette impose une vigilance constante, en particulier face à des chocs externes ou à un ralentissement économique.*

Pays émergents

Asie

☞ Indonésie : Prabowo Subianto débute son mandat dans un contexte économique favorable

Le président indonésien, entré en fonction le 20 octobre dernier, a annoncé fin novembre une hausse du salaire minimum de 6,5% pour l'année 2025 (contre une augmentation de 3% pour l'année 2024). En moyenne de 3,1 millions de roupies indonésiennes (IDR), soit environ 195 dollars, ce dernier diffère sensiblement selon les provinces : plus de 5 millions de roupies à Jakarta, contre 2 millions dans certaines régions rurales.

Le chiffre annoncé de 6,5% reflète une volonté de concilier les revendications des syndicats de travailleurs, qui réclamaient une augmentation de 10%, et les propositions des employeurs, qui se situaient autour de 3%. Certains syndicats ont salué cette mesure en annulant des grèves prévues, mais d'autres la jugent insuffisante.

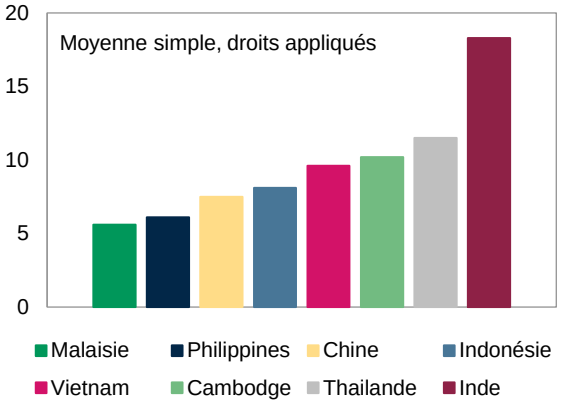
Une croissance tirée par la demande intérieure

Cette revalorisation du salaire minimum vise à renforcer le pouvoir d'achat des travailleurs, et donc à stimuler la consommation des ménages et, par conséquent, la croissance économique. Le président Prabowo Subianto s'est engagé à porter cette dernière à 8% avant la fin de son mandat en 2029, alors qu'elle atteignait 5% en 2023. Or, la consommation intérieure, qui représente environ 55% du PIB au premier semestre 2024, est essentielle pour atteindre de tels taux de croissance.

Au troisième trimestre, le PIB indonésien a enregistré une croissance de 4,9% en glissement annuel (g.a.), légèrement en deçà des 5% observés au deuxième trimestre. Cette progression est principalement soutenue par une consommation privée robuste, affichant une hausse de 4,9% en g.a. au troisième trimestre. Cependant, une récente vague de licenciements – avec 60 000 suppressions d'emplois en octobre contre 35 000 en juillet – pourrait entamer la confiance des consommateurs et freiner la demande des ménages à court terme.

On constate par ailleurs un léger fléchissement de la demande extérieure, particulièrement en provenance de Chine (les importations chinoises depuis l'Indonésie ont baissé de 5,5% en octobre en g.a.), reflétant la faiblesse de la demande interne du géant asiatique. Cette tendance est exacerbée par les mesures protectionnistes du gouvernement de Joko Widodo, prédécesseur de P. Subianto. En effet, à la suite de manifestations ouvrières à Jakarta, le ministre du Commerce, Zulkifli Hasan, avait annoncé en juillet l'imposition de droits de douane de 200% sur les importations chinoises de produits textiles, électroniques et d'habillement. Pour rappel, la Chine est le premier client de l'Indonésie (28,4% des exportations) et son premier fournisseur (28,5% des importations).

Indonésie : droits de douane



Sources : WTO, Crédit Agricole S.A/ECO

Prabowo Subianto s'inscrit pleinement dans cette politique protectionniste. Il a notamment interdit la vente sur le territoire des derniers modèles d'iPhone et de téléphones Google Pixel, ces derniers ne respectant pas l'exigence de contenu national qui stipule que 40% des produits doivent être fabriqués avec des matières premières locales.

Ces mesures protectionnistes, bien qu'elles visent à stimuler l'industrie nationale, risquent d'isoler un pays déjà assez peu ouvert (le commerce extérieur représente environ 45% de son PIB), compliquant l'attraction d'investissements directs étrangers (IDE) et le développement d'une industrie à forte valeur ajoutée. L'Indonésie n'est pas le pays de la zone appliquant les droits de douane les plus élevés, mais joue sur les barrières non tarifaires : restrictions aux exportations (notamment sur les matières premières jugées sensibles) et exigence en contenu local, avec des règles parfois peu transparentes pour de potentiels investisseurs étrangers.

Pourtant, c'est bien en attirant un volume colossal d'IDE dans l'industrie manufacturière qu'un pays comme le Vietnam a pu atteindre, par le passé, des taux de croissance de 8%[1]

La Banque centrale assure un assouplissement monétaire graduel

Cette augmentation du salaire minimum dépasse largement nos prévisions d'inflation pour l'année 2025, qui s'élèvent à 2,6%, et devrait donc effectivement soutenir une hausse du pouvoir d'achat des travailleurs concernés.

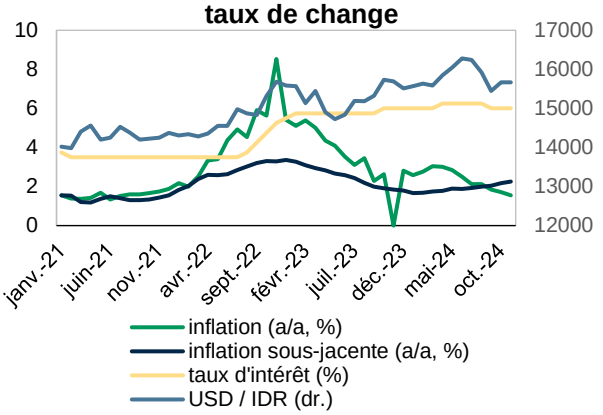
À 3,1% en mars 2024, l'inflation a décéléré continuellement. En novembre, elle s'établissait à 1,5% en g.a., son niveau le plus bas depuis juillet 2021. Cette baisse s'explique principalement par la diminution des prix des produits alimentaires et de certains carburants. En

[1] *Voir : Les IDE, carburant durable de la croissance économique du Vietnam ?*

revanche, l'inflation sous-jacente a poursuivi sa légère tendance haussière amorcée en janvier 2024, s'établissant à 2,3% en novembre en g.a., contre 2,2% en octobre, signe que des effets de second tour continuent de s'appliquer.

L'inflation se situe donc dans la partie inférieure de la cible de 1,5% à 3,5% fixée par le gouvernement pour l'année 2024. Cela donne des marges de manœuvre à la banque centrale, qui devrait réduire son taux directeur lors du prochain comité de politique monétaire prévu le 18 décembre. Ce taux devrait être abaissé de 25 points de base (pdb), pour atteindre 5,75%. Cette baisse s'inscrirait dans la continuité des actions de la Fed, qui devrait également réduire ses taux en décembre.

Indonésie : politique monétaire et taux de change



Source : Bank Indonesia, Crédit Agricole S.A./ECO

Bien que la *Bank Indonesia* (BI) dispose d'une certaine marge de manœuvre, avec un taux directeur supérieur de 100 pdb au niveau pré-Covid (5%), elle reste attentive à l'évolution de sa devise face au dollar. La roupie s'est dépréciée d'environ 10% par rapport au billet vert au cours du premier semestre 2024, atteignant en juin son niveau le plus bas depuis mars 2020. Sur l'ensemble de l'année 2024, la monnaie indonésienne a enregistré une dépréciation d'environ 2,8% face au dollar. Dans ce contexte, la BI privilégie un assouplissement graduel.

Cependant, les pressions sur la roupie présentent un risque limité du fait de l'ampleur des réserves de change. Fin octobre, ces dernières atteignaient 151 milliards de dollars, un niveau qui couvre 6,6 mois d'importations, au-delà du seuil recommandé de trois mois.

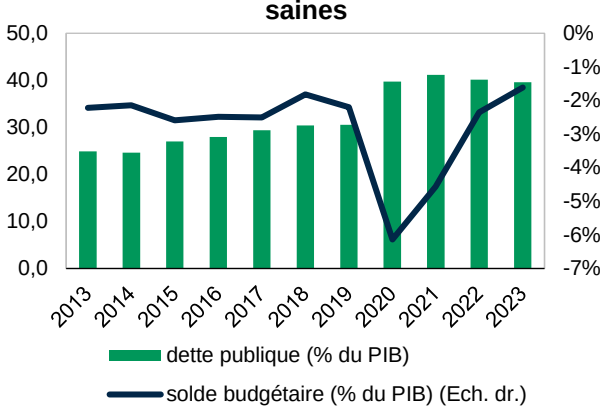
Un dérapage budgétaire inévitable ?

Prabowo Subianto prend les rênes dans un contexte économique favorable. Cependant, des inquiétudes ont émergé, et se sont matérialisées par le décrochage de la roupie cet été, puisque le président a plusieurs fois laissé entendre que sa politique budgétaire serait beaucoup moins restrictive que celle de son prédécesseur, Joko Widodo. Ce dernier avait en effet renoué avec la rigueur budgétaire, ramenant le déficit public sous la barre des 3% du PIB dès 2022 (cette contrainte avait été relâchée en 2020 et 2021 en raison du Covid), conformément à la règle d'or budgétaire du pays.

Pour financer son programme économique ambitieux et parvenir à son objectif de croissance de 8%, le nouveau gouvernement envisage de recourir à l'endettement public ainsi qu'à l'augmentation des recettes fiscales. Notons que ces dernières sont très basses, représentant seulement 10% du PIB en 2023. Le niveau structurellement bas des recettes est une fragilité importante pour l'économie indonésienne.

Bien que l'Indonésie affiche la dette publique la plus faible des économies de l'Asean et du G20 (39% du PIB), sa structure présente des risques. En effet, plus d'un tiers de la dette est libellé en devises, ce qui la rend vulnérable aux effets de change.

Indonésie : des finances publiques saines



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

Parmi les nouvelles mesures annoncées par le président figure un plan de dons de repas gratuits aux écoliers. Il s'agit de fournir des repas à environ 80 millions d'enfants indonésiens, pour un coût total de 450 000 milliards de roupies, soit 29 milliards de dollars (2% du PIB).

☑ **Notre opinion –** *Le nouveau président hérite d'un contexte économique plutôt favorable, mais reste limité par les faiblesses traditionnelles du pays : base fiscale très étroite, dépendance aux matières premières, industrie encore peu compétitive expliquant les biais protectionnistes pour protéger les entreprises domestiques d'une concurrence extérieure nécessairement attirée par le vaste marché indonésien (278 millions d'habitants). Pour les surmonter, il lui faudra prendre des risques : celui d'ouvrir un peu plus l'économie afin d'attirer les investisseurs et d'insérer l'Indonésie dans les échanges internationaux – un pari peut être risqué dans le contexte ambiant, même si le pays aurait une carte à jouer dans la réorganisation de certaines chaînes de valeur. Ou bien tout miser sur le marché domestique en espérant que la hausse des revenus déclenche un cercle vertueux permettant de lever plus d'impôts et donc d'accorder au gouvernement les moyens budgétaires nécessaires pour accompagner le développement.*

Europe centrale et orientale, Asie centrale

☞ Roumanie : l'annulation de l'élection présidentielle laisse poindre la crise politique

La victoire surprise au premier tour des élections présidentielles (24/11) de Călin Georgescu, arrivé en tête avec 23% des voix, a plongé la Roumanie dans l'incertitude politique. En effet, quelques mois plus tôt le candidat était encore peu connu du grand public. De fait, les sondages n'avaient pu prédire sa popularité le jour du scrutin[2]. Le candidat, porteur d'un discours d'extrême droite, critique de l'UE, de l'OTAN et du soutien occidental à l'Ukraine, et laudatif du président russe, marquerait une rupture politique pour la Roumanie s'il devenait président. Cette fibre russe[3] est en effet relativement nouvelle dans le champ politique, la Roumanie n'ayant pas le même lien traditionnel et historique avec Moscou que ses voisins la Bulgarie et la Serbie, et les aspirations nationalistes roumaines sont parfois en franche opposition avec celles de la Russie, sur la question moldave notamment.

Cette performance électorale inattendue a immédiatement déclenché des accusations d'ingérences russes. Elles tiennent en premier lieu au rôle stratégique que la Roumanie joue face à la Russie. En effet, le pays est une base logistique importante pour l'acheminement d'aide occidentale vers l'Ukraine, mais également pour l'exportation de biens ukrainiens, notamment agricoles, que ce soit par la terre ou par le corridor maritime ouvert par l'Ukraine le long de la côte occidentale de la mer Noire. La Roumanie est également un pays important pour le renforcement de la posture dissuasive de l'OTAN sur son front Est : de nouvelles troupes ont été déployées dans le pays depuis 2022 et la plus grande base aérienne de l'alliance en Europe y est en construction. Enfin, par son statut d'État résident, la Roumanie est un pilier important de l'équilibre de puissance en mer Noire pour l'OTAN et l'UE.

Néanmoins, c'est surtout l'écart entre l'absence de financements officiellement déclarés et la visibilité obtenue sur *Tik Tok* par le candidat qui a soulevé la suspicion. En effet, C. Georgescu déclare n'avoir rien dépensé pour sa campagne électorale. Pourtant, du contenu le soutenant aurait bénéficié d'une très grande visibilité sur la plate-forme chinoise. Les services de renseignement roumains soupçonnent une campagne coordonnée par une puissance étrangère, à savoir la Russie, sans qu'une conclusion définitive ne soit apportée sur ce point pour le moment. La stratégie employée serait similaire à celle déployée lors des récentes élections présidentielles moldaves. Selon les éléments rendus publics, des influenceurs auraient été rémunérés pour réaliser des *posts* favorables au candidat, et des faux comptes auraient amplifié la portée de tels *posts*. Par ailleurs, ce contenu aurait largement été classé comme du divertissement par le réseau social, lui permettant d'éviter de subir les règles restrictives prévues par la loi électorale roumaine. En ce qui concerne le financement de ces activités, il viendrait au moins en partie de divers individus liés au crime organisé et aux mouvances d'extrême droite selon le service de renseignement. Pour le moment, le candidat nie tous liens avec ceux désignés comme ses financeurs. Un certain nombre d'individus ont été arrêtés en lien avec l'affaire.

Après avoir reçu ces documents, déclassifiés par le président sortant, la Cour constitutionnelle a fait le choix d'annuler l'élection présidentielle à quatre jours du second tour pour lequel C. Georgescu était donné favori. L'instance avait reçu plusieurs recours, et avait déjà ordonné un recomptage des voix au lendemain du premier tour. L'autre candidate qualifiée au second tour, Elena Lasconi de l'USR (centre droit), avait appelé au maintien du scrutin et a, comme une partie de la classe politique roumaine, vivement critiqué la décision de la Cour constitutionnelle. Le nouveau gouvernement, issu des élections législatives qui se sont tenues le dimanche suivant le premier tour (01/12), aura la charge d'organiser de nouvelles élections dont les conditions et le calendrier ne sont pas encore connus mais auront vraisemblablement lieu en 2025.

Pour une région de plus en plus traversée par des actes d'ingérence de la part de la Russie, cette invalidation d'un scrutin pose la question du « seuil » de la résilience démocratique. Des pays nordiques, aux Balkans, en passant par les pays Baltes et l'Europe centrale, il ne se passe pas une semaine sans qu'un gouvernement d'un des pays du flanc est de l'Union européenne ne déclare suspecter une ingérence de la part de la Russie. Ces actions, très diverses et rassemblées sous le terme « d'actes hybrides », voire de « guerre hybride », ne reçoivent que peu de réponses de la part des États européens. De fait, il faut aux services de renseignement du temps pour attribuer l'acte à une puissance étrangère, si tant est que cela soit possible. Dans le cas d'une élection, ce frein se double du caractère non mesurable et intangible qu'a pu avoir l'ingérence sur l'opinion, de même que, une fois l'activité étrangère signalée aux électeurs, il n'est pas nécessaire que cela en efface les effets.

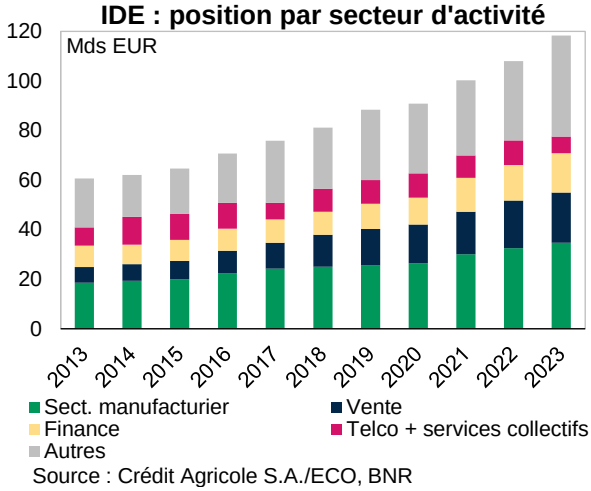
[2] En novembre, les sondages plaçaient Georgescu entre 6% et 11%. En octobre, il était crédité d'entre 1% et 5% des intentions de vote pour les sondages qui le capturaient.

[3] Le candidat a vanté les qualités de leader de Vladimir Poutine mais se défend d'être pro-russe depuis qu'il a gagné le premier tour de l'élection.

Ce seuil est d'autant plus bas que C. Georgescu est porteur d'un discours qui s'attaque à des réalités économiques qui trouvent une résonance politique dans toute la zone. Un élément clef de son discours est la critique du contrôle de certains pans de l'économie par des capitaux étrangers. Si beaucoup d'IDE à destination de l'Europe centrale et orientale ont permis le développement du secteur manufacturier et l'intégration aux chaînes de valeur globales, les premières vagues de capitaux ouest-européens se sont concentrées dans le secteur financier, les télécoms et le secteur de la vente (supermarchés), ce qui a installé une présence « visible » des capitaux étrangers dans la région. En Pologne, comme en Hongrie, des politiques ont été mises en place ces dernières années afin de « poloniser » ou de « magyariser » les secteurs considérés comme les plus stratégiques (la finance et les transports principalement), c'est-à-dire de favoriser la reprise de contrôle par des capitaux nationaux dans ces secteurs. Les secteurs bancaires, largement contrôlés par des capitaux étrangers, ont également été mis à contribution *via* des taxes exceptionnelles dans un contexte de crise énergétique et de durcissement du contexte géopolitique. En Hongrie, une dispute est en cours entre le gouvernement et des marques étrangères de supermarchés après qu'une taxe considérée comme discriminatoire par ces derniers a été mise en place.

L'héritage des campagnes de privatisations qui ont accompagné la transition vers l'économie de marché offrent toujours un terrain politiquement fertile de remise en cause du modèle d'intégration économique à l'Union européenne dans des pays autrement très « pro-UE ». Le contraste tend donc à s'accentuer entre des politiques toujours plus favorables à l'égard des investisseurs du secteur manufacturier (les pays de la zone ont un recours plus décomplexé à une politique industrielle verticale ces dernières années) et la multiplication de mesures plus restrictives dans des secteurs – stratégiques ou symboliques –, dans lesquels la présence étrangère est remise en cause politiquement.

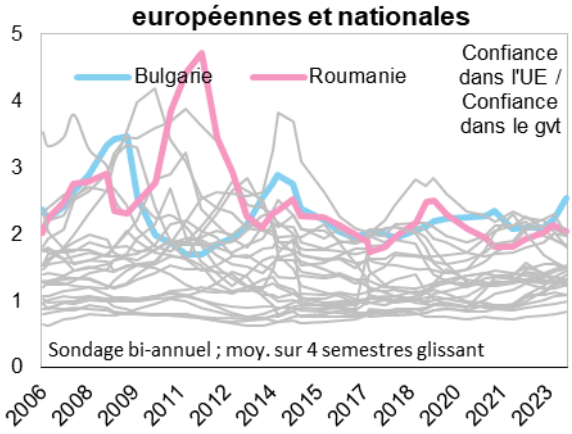
IDE : position par secteur d'activité



Source : Crédit Agricole S.A./ECO, BNR

En Roumanie et en Bulgarie, la question de la manifestation tardive de la vague populiste dans les résultats électoraux est indissociable des questions de perception de la qualité de l'État de droit et de la corruption. Depuis 2007, ces deux pays bénéficient d'un suivi de la part de la Commission européenne, le Mécanisme de coopération et de vérification pour la Bulgarie et la Roumanie. Malgré ce suivi rapproché, la population continue d'afficher une confiance faible dans leurs institutions : au 1e semestre 2024, seuls 19% des Bulgares et 29% des Roumains ont confiance dans leur gouvernement, soit 2,6 et 2,0 fois moins que la confiance accordée à l'Union européenne dans ces pays.

UE : confiance dans les institutions européennes et nationales

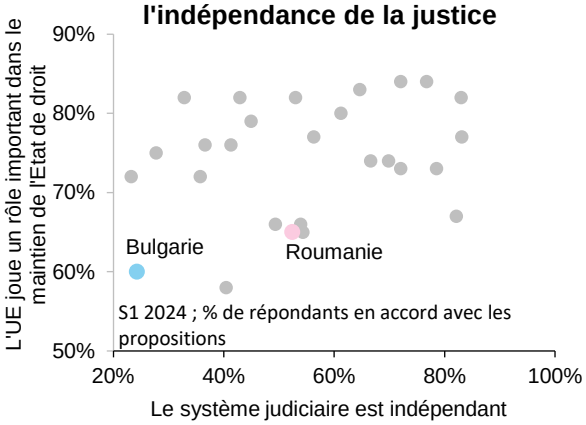


Source : Crédit Agricole S.A./ECO, Eurobaromètre

Plutôt qu'un populisme nationaliste, ces deux pays ont donc d'abord vu l'émergence de partis, certes antisystème et anti-élites car portés par le thème de la lutte contre la corruption, mais centristes et pro-européens (le PP-DB en Bulgarie et l'USR en Roumanie). Malgré les bons scores électoraux de ces partis (Le PP-DB est arrivé en 2e position lors des élections législatives d'octobre en Bulgarie et la candidate de l'USR s'est qualifiée au 2nd tour des présidentielles, tandis qu'au parlement, le parti obtient le 4e meilleur score) ils ne sont pas en mesure de gouverner seuls. Ils doivent donc faire le choix entre contribuer à l'instabilité politique ou entrer en coalition avec les partis traditionnels qu'ils ont promis de combattre à leur électorat. En Bulgarie, le PP-DB a un temps participé à un gouvernement par rotation (pour éviter la notion de coalition) mais qui est bien vite tombé, menant à de nouvelles élections qui ont vu le score du parti s'éroder. En Roumanie, les partis centristes historiques, le PSD et le PNL, qui gouvernaient jusque-là en coalition, devront sans doute inviter l'UDMR (parti de la minorité hongroise) et/ou l'USR à gouverner avec eux en raison de la l'érosion de leurs scores face aux partis contestataires. Ce positionnement inconfortable des partis centristes anti-corruption, ouvre un espace électoral à des partis antisystème plus radicaux.

Malgré le suivi rapproché de l'UE, les Roumains et les Bulgares jugent sévèrement le rôle de l'UE sur la question de l'État de droit. En effet, seulement 60% des Bulgares et 65% des Roumains jugent que l'Union européenne contribue à la qualité de l'État de droit dans leur pays, ce qui est respectivement le 27e et 25e score le plus bas. Cela dénote la difficulté, et parfois le manque de volonté politique, qu'à pu avoir le reste de l'Union pour s'attaquer à la qualité de la gouvernance dans ces pays, qui ont bénéficié de bien moins d'attention que la Hongrie ou la Pologne lorsqu'ils entraient en confrontation avec Bruxelles.

UE : sondages sur l'Etat de droit et l'indépendance de la justice

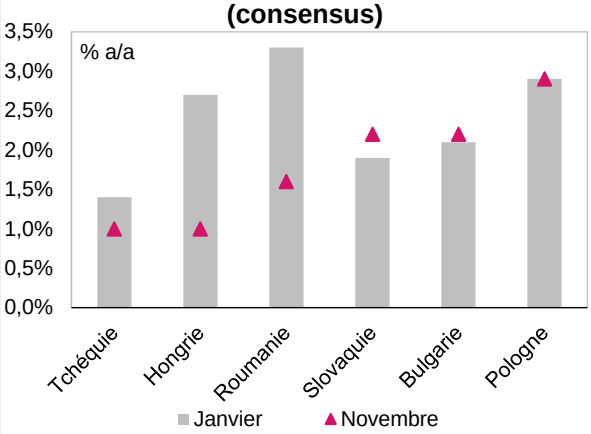


Source : Crédit Agricole S.A./ECO, Eurobaromètre

☑ **Notre opinion –** *L'instabilité politique arrive à un moment économiquement difficile pour la Roumanie : le déficit budgétaire devrait approcher 8 % du PIB en 2024, alors que la croissance, qui constituait une force de l'économie roumaine, a largement déçu par rapport aux prévisions de début d'année : en janvier, le consensus tablait sur une progression du PIB de 3,3% en 2024. En novembre, la prévision médiane n'est plus que de 1,6%, soit l'une des pires contreperformances de la zone.*

Les hausses de salaires et l'investissement continuent de soutenir la demande intérieure mais celle-ci stimule les importations, alors que la demande internationale demeure atone. Tous les ingrédients sont donc présents pour rendre difficile la réduction du double déficit, chronique en Roumanie, et qui s'est creusé à des niveaux inquiétants depuis le Covid.

PIB : prévisions de croissance 2024 (consensus)



Source : Crédit Agricole S.A./ECO, Consensus Economics

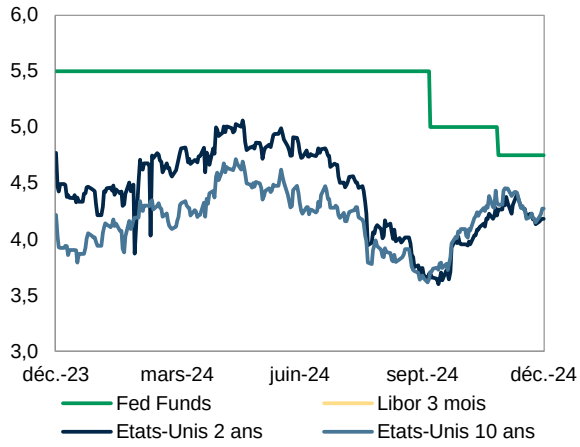
L'instabilité politique arrive donc au pire moment. Le report de l'élection présidentielle devrait retarder les efforts budgétaires tant que les partis resteront préoccupés par la campagne électorale. Une fois celle-ci terminée, les partis centristes (PSD, PNL, USR, UDMR), qui cumulent 199 députés sur 331 à la chambre basse, devront s'entendre pour gouverner et engager la consolidation fiscale[4]. Cette incertitude politique inattendue mettra une pression sur la notation du pays. Néanmoins, l'ancrage apporté par le programme de réforme consenti dans le cadre du plan de relance européen et de la procédure pour déficit excessif, permet pour le moment de modérer les anticipations et donc le coût de financement du souverain. Par ailleurs, la récente levée du veto autrichien et néerlandais à la pleine accession de la Roumanie et de la Bulgarie à l'espace Schengen constitue également un facteur positif pour l'économie.

[4] *Le PSD, le PNL et l'UDMR pourraient également gouverner grâce au soutien des 19 représentants des minorités, sans l'USR avec lequel le PSD entretient de mauvaises relations.*

Tendances à suivre

Taux d'intérêt en dollar américain

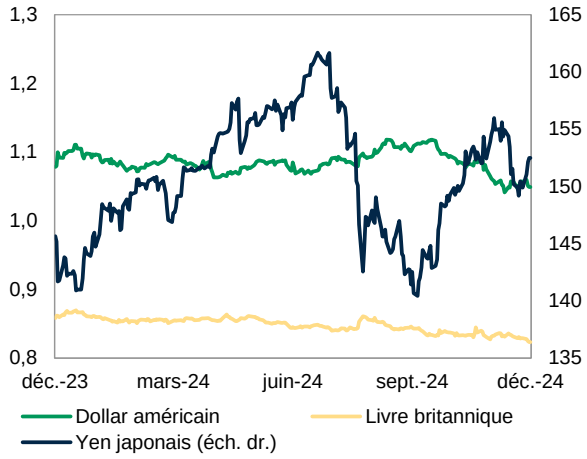
%, interbancaire (Londres) et souverains (États-Unis)



Source : Thomson Reuters

Taux de change des principales devises

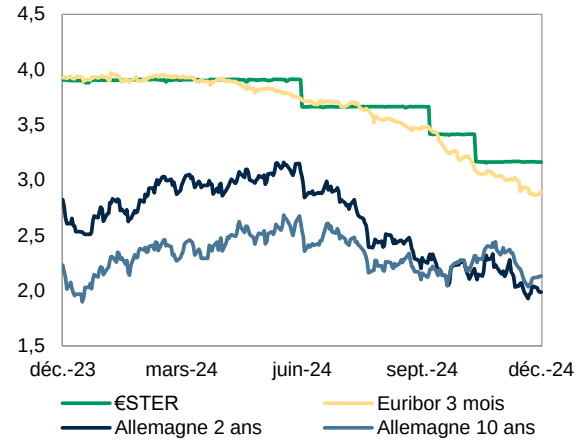
EUR/USD, EUR/GBP et USD/JPY



Source : Thomson Reuters

Taux d'intérêt en euro

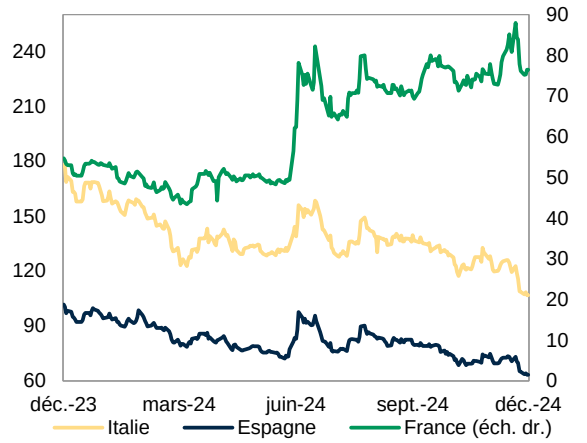
%, interbancaires (Londres) et souverains (Allemagne)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains européens avec le Bund

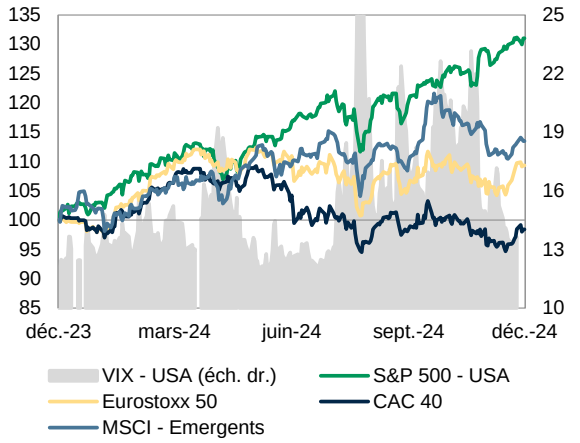
Pdb, dette en EUR à dix ans



Source : Thomson Reuters

Marché actions

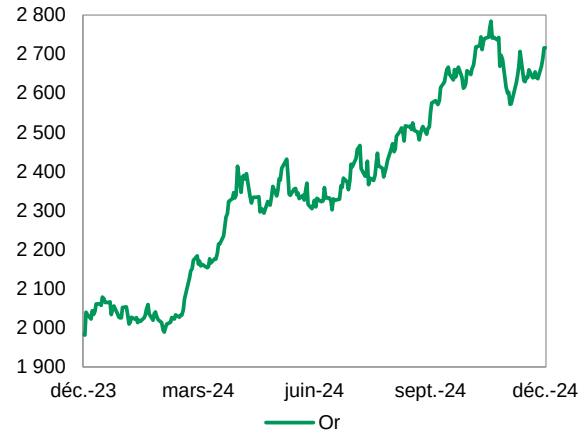
Indice boursiers (100 = début de période) et volatilité VIX



Source : Thomson Reuters

Cours de l'once d'or

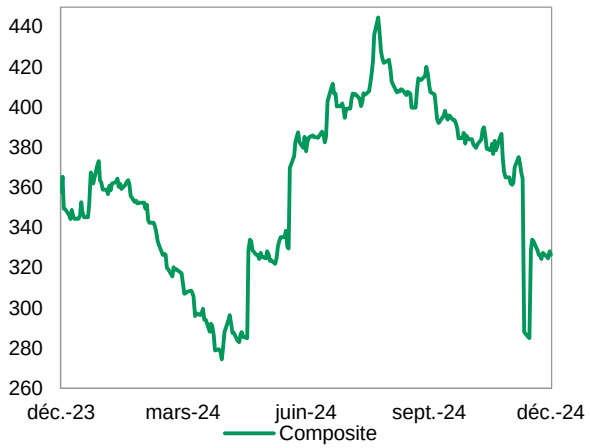
USD/Once troy (Londres)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains émergents avec le T-Bond

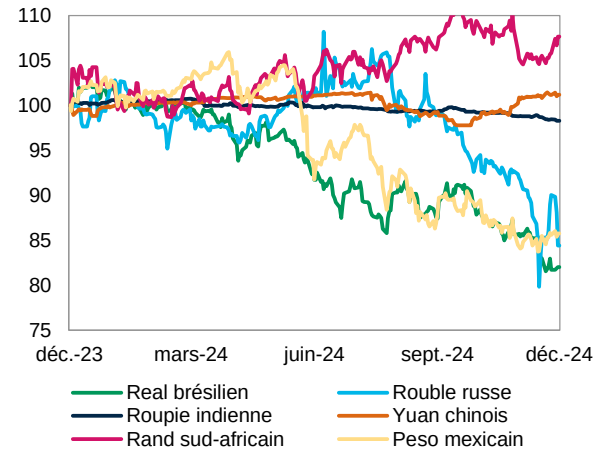
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

Devises émergentes

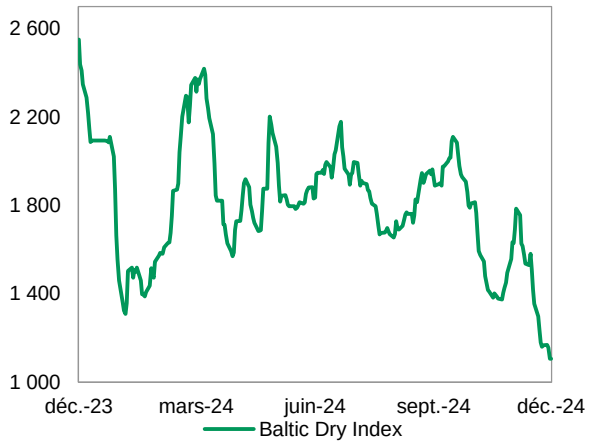
/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

Coût du transport maritime de vrac sec

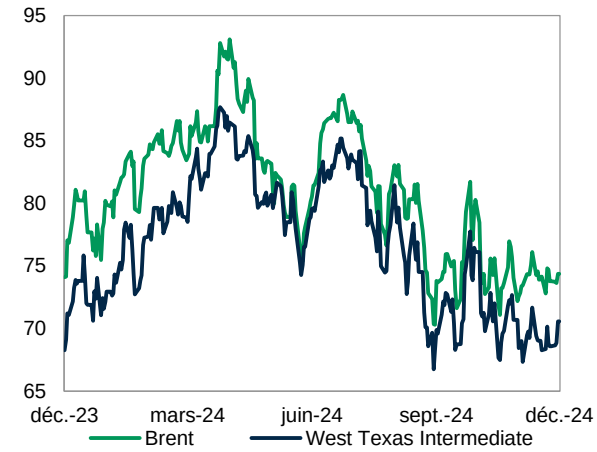
Baltic Dry Index (USD/point)



Source : Baltic Exchange

Cours du baril de pétrole brut en USD

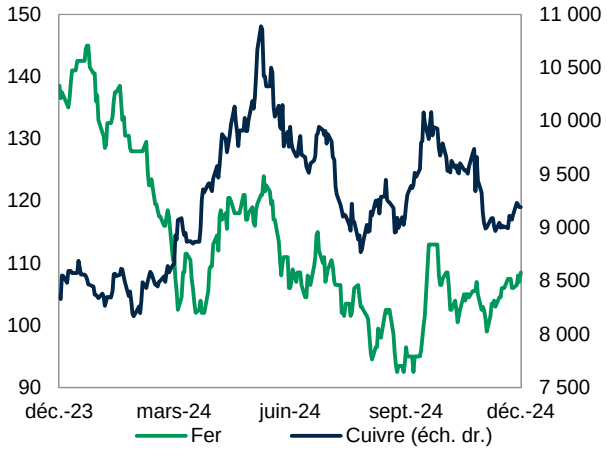
Brent (mer du Nord) et WTI (golfe du Mexique)



Source : Thomson Reuters

Cours des métaux

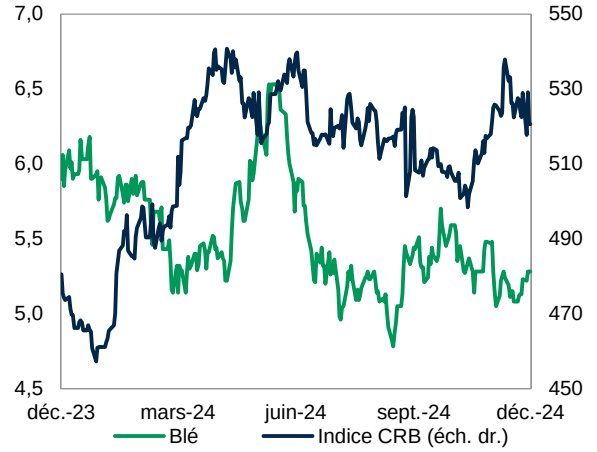
USD/tonne métrique



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
13/12/2024	Thaïlande – Un rebond timide de la croissance	Thaïlande
12/12/2024	Immobilier résidentiel – Des signes de stabilisation du marché au troisième trimestre 2024	Immobilier résidentiel
12/12/2024	En Corée du Sud, après l'échec de son coup de force, le président Yoon échappe à la destitution	Asie
12/12/2024	Royaume-Uni : Le secteur privé fait grise mine après les annonces du budget du 30 octobre	Royaume-Uni
11/12/2024	Italie – la croissance stagne mais le marché du travail confirme sa dynamique expansionniste	Italie
11/12/2024	Grèce – Entre croissance et réformes	Grèce
10/12/2024	Amérique latine – Marchés du travail : embellie conjoncturelle, fragilités persistantes	Amérique latine
10/12/2024	Zone euro : au T3 une reprise presque en trompe-l'œil	Zone euro
06/12/2024	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
06/12/2024	BTP France – Situation et perspectives : ralentissement de la baisse d'activité en 2025	BTP France
05/12/2024	Métavers, la renaissance !	Industrie numérique
04/12/2024	Italie : La confiance à l'heure d'hiver	Italie
04/12/2024	France – Croissance confirmée à +0,4% au T3, des ratios de comptes d'agents plutôt favorables	France

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 : Vincent CHAMBAZ

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.