

ROUMANIE

DÉFICITS JUMEAUX PERSISTANTS

La Roumanie a enregistré une croissance économique plus faible en 2023 mais est restée l'une des économies les plus performantes de la région. Les perspectives sont solides à court terme. Le reflux progressif de l'inflation, observé depuis fin 2022, devrait ouvrir la voie à une politique monétaire accommodante mais prudente. La persistance des déficits jumeaux reste un sujet de préoccupation majeur. Le pays a jusqu'ici pu compter sur une certaine résilience des flux de capitaux pour combler en partie le déficit courant. La consolidation budgétaire figure parmi les priorités du gouvernement à court terme, même si la marge de manœuvre est limitée cette année étant donné le calendrier électoral chargé. La dette publique est soutenable à court terme et moyen terme.

BONNE PERFORMANCE DE LA CROISSANCE ÉCONOMIQUE

En 2023, l'économie roumaine a connu la plus forte croissance dans la région avec +2,1% en moyenne. À titre de comparaison, le PIB a progressé de 1,1% en Slovaquie et de 1,9% en Bulgarie. La Pologne, quant à elle, a évité de peu une récession. En revanche, la République tchèque et la Hongrie ont enregistré une contraction de 0,2% et de 0,7% respectivement de leur activité économique.

En Roumanie, la croissance du PIB a tout de même ralenti sensiblement en 2023. Elle a été principalement soutenue par l'investissement alors que la consommation qui, habituellement, constitue le principal moteur de la croissance, y a contribué plus faiblement que les années précédentes. Cela s'explique sans doute par le resserrement des conditions de crédit et les fortes pressions inflationnistes observées au premier semestre.

La croissance économique devrait accélérer ces deux prochaines années. La consommation va bénéficier du reflux de l'inflation, de la revalorisation des salaires et des pensions attendue cette année, ainsi que d'une relative détente des conditions de crédit. Déjà, les ventes au détail et les importations en volume tendent à s'améliorer depuis fin 2023. Par ailleurs, si le regain de confiance dans l'industrie observé en mars (indice de la Commission européenne et indice PMI dans le secteur manufacturier) se confirme, la production industrielle, restée morose ces derniers mois, devrait se redresser. L'investissement public sera, quant à lui, probablement soutenu par les fonds européens. En revanche, les projections pour l'investissement privé sont mitigées cette année avec un report probable des projets en attendant, d'une part, les prochaines élections et, d'autre part, la confirmation de l'amélioration de la demande intérieure et extérieure.

L'activité économique sera néanmoins contrainte par une politique monétaire prudente (dans un contexte de fortes pressions salariales) et par une politique budgétaire orientée vers la consolidation des comptes publics dans les années à venir. Notons toutefois qu'une certaine souplesse en matière budgétaire est attendue cette année compte tenu d'une année électorale charnière.

UNE POLITIQUE MONÉTAIRE PRUDENTE

L'inflation, calculée à partir de l'indice des prix harmonisé, a reflué progressivement pour atteindre 6,7% en g.a. en mars 2024 après le pic de 14,6% en novembre 2022. Cependant, ce chiffre est largement supérieur à l'inflation régionale. À titre de comparaison, elle est de 2,7% en g.a. en Pologne sur la même période, de 2,2% en République tchèque et même de 3,6% en Hongrie, pays qui avait subi le taux d'inflation le plus élevé en 2023.

L'inflation globale est surtout portée par l'inflation sous-jacente, avec une contribution de 5,4 points. La situation s'est inversée par rapport à 2023 avec, cette fois-ci, une contribution marginale des postes

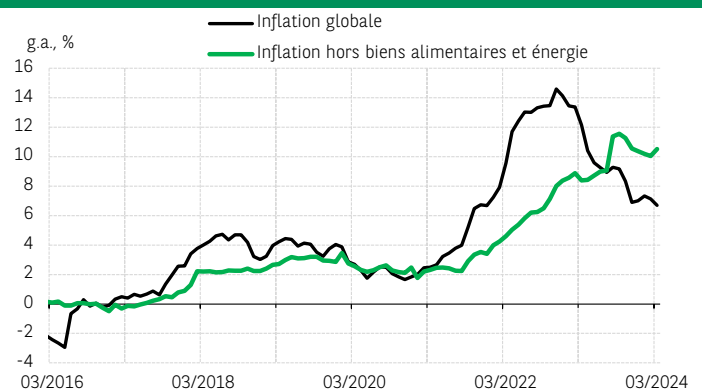
PRÉVISIONS

| | 2021 | 2022 | 2023 | 2024e | 2025e |
|---------------------------------------|------|------|------|-------|-------|
| PIB réel, variation annuelle, % | 5,7 | 4,1 | 2,1 | 3,0 | 3,1 |
| Inflation, IPC, moyenne annuelle, % | 4,1 | 12,0 | 9,7 | 5,6 | 4,0 |
| Solde budgétaire, % du PIB | -7,2 | -6,3 | -5,7 | -5,4 | -5,2 |
| Dette publique, % du PIB | 48,6 | 47,2 | 48,9 | 50,4 | 52,2 |
| Solde courant, % du PIB | -7,2 | -9,3 | -7,0 | -6,5 | -6,0 |
| Dette externe, % du PIB | 56,7 | 50,5 | 52,3 | 51,8 | 50,8 |
| Réserves de change, mds EUR | 45,8 | 52,3 | 66,0 | 72,0 | 77,0 |
| Réserves de change, en mois d'imports | 5,9 | 5,3 | 6,9 | 7,1 | 7,3 |

TABLEAU 1

e: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS
SOURCE: BNP PARIBAS RECHERCHE ÉCONOMIQUE

ROUMANIE : INFLATION



GRAPHIQUE 1

SOURCES : EUROSTAT, BNP PARIBAS

« alimentation » et « énergie ». Fait marquant, l'inflation sous-jacente en glissement annuelle est plus importante que l'inflation globale depuis juillet 2023. Cette situation s'explique principalement par la persistance des pressions salariales. En 2023, le salaire minimum a été revalorisé à deux reprises, passant de 2 550 lei à 3 000 lei, puis à 3 300 lei en octobre dernier. Le salaire a progressé de 14,5% en moyenne en 2023 dans l'ensemble des secteurs. À court terme, les pressions salariales devraient se maintenir, dans un contexte où le marché du travail reste tendu avec un taux de chômage relativement stable à 5,6% ces douze derniers mois. Ainsi, la Roumanie enregistrera probablement le taux d'inflation le plus élevé de la région cette année.



Les autorités monétaires roumaines ont adopté une politique prudente avec le maintien du taux directeur à 7% depuis janvier 2023. À court terme, la banque centrale va probablement s'orienter vers un assouplissement monétaire. Toutefois, elle sera probablement mesurée compte tenu des fortes pressions salariales et d'une inflation attendue cette année encore largement au-dessus de la cible officielle d'inflation (1,5-3,5%). À titre de comparaison, la Hongrie et la République tchèque ont déjà entamé leur cycle d'assouplissement monétaire. La Banque centrale de Pologne est, quant à elle, revenue à un statu quo monétaire depuis fin 2023 après deux baisses du taux directeur en septembre et en octobre.

UNE ANNÉE ÉLECTORALE CHARGÉE

Cette année, l'actualité politique est chargée avec la tenue prochaine des élections européennes et locales, puis des élections présidentielles (le 15 septembre pour le premier tour et le 29 septembre pour le deuxième tour). Mais l'attention sera surtout centrée sur les élections législatives prévues en décembre. La lecture des sondages sur les élections législatives est prématurée à l'heure actuelle mais, quelle que soit l'issue des élections, les réformes en cours devraient se poursuivre. La Roumanie, pays membre de l'Union européenne depuis 2007, a réalisé d'importants progrès en matière de convergence (PIB par habitant à 72% de la moyenne de l'UE) et poursuit son intégration au sein de l'UE. Elle a, en effet, intégré partiellement l'espace Schengen le 31 mars 2024. Le futur gouvernement aura par ailleurs de sérieux défis à gérer tant au niveau des comptes publics que des comptes externes.

UN DÉFICIT COURANT ÉLEVÉ MAIS COMBLÉ EN PARTIE PAR LES FLUX D'IDE

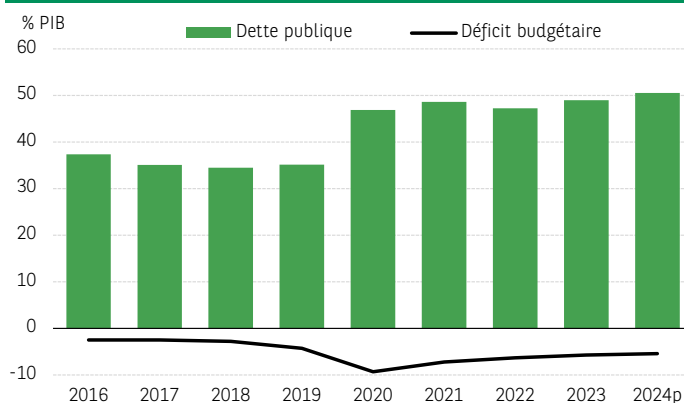
Le solde courant est structurellement déficitaire. Le déficit s'est creusé en 2021 et 2022 en raison de la dégradation de la balance énergétique. En 2023, il s'est maintenu à un niveau très largement supérieur à la période antérieure au Covid-19, même s'il s'est légèrement réduit grâce à une détente des prix des matières premières. À court terme, le déficit ne devrait pas s'améliorer significativement en raison de la hausse attendue des importations, portée par l'amélioration de la consommation et de l'investissement.

Le déficit courant s'est dégradé depuis plusieurs années mais il a été en grande partie financé par les entrées de capitaux, notamment les investissements directs étrangers (IDE) et les fonds européens. En 2023, les flux nets d'IDE ont couvert 28,8% du déficit courant. Le ratio de couverture monte à environ 60% quand les fonds européens sont inclus. Par ailleurs, les réserves de change ont continué d'augmenter depuis 2019 pour atteindre EUR 66 mds en 2023. À court terme, le pays constitue une destination attractive pour les flux d'IDE et bénéficie de la réorganisation des activités productives des entreprises de la zone euro (nearshoring). De même, les flux de portefeuille (EUR +14,4 mds en 2023) devraient être soutenus par des rendements relativement élevés dans la région.

MAINTIEN PROBABLE DE LA PROCÉDURE DE DÉFICIT EXCESSIF

Depuis 2020, la Roumanie fait l'objet d'une procédure de déficit excessif par la Commission européenne en raison des dépenses permanentes introduites par le gouvernement en 2019, qui ont creusé le déficit budgétaire. Les chocs successifs subis par l'économie roumaine ont aggravé ce déficit depuis 2020. En 2023, le solde budgétaire reste dégradé

ROUMANIE : DETTE DU GOUVERNEMENT ET DÉFICIT BUDGÉTAIRE



GRAPHIQUE 2

SOURCES : MINISTÈRE DES FINANCES, EUROSTAT, BNP PARIBAS

même s'il a très légèrement reculé à -5,7% du PIB (contre -6,3% en 2022, -7,2% en 2021 et de -9,3% en 2020). L'an dernier, l'augmentation du taux d'imposition pour certaines entreprises, tout comme la fin des allègements fiscaux pour certains secteurs ont permis de contenir le déficit. Les réformes sur les pensions, introduites en novembre 2023, visent à les ramener sur une trajectoire soutenable à moyen terme. Toutefois, cela conduira aussi à une revalorisation des pensions de l'ordre de +40% en 2024. De même, les mesures de consolidation d'envergure seront sans doute limitées cette année étant donné la tenue de nombreuses élections. Ainsi, le déficit budgétaire avoisinera probablement 5% du PIB cette année, ce qui implique le maintien inévitable de la Roumanie en procédure de déficit excessif. La clause exceptionnelle, qui permet aux États membres de l'Union européenne de dévier temporairement du pacte de stabilité et de croissance pendant la pandémie de la Covid-19, a pris fin en décembre 2023.

Pour autant, le financement du déficit budgétaire ne pose pas de problème majeur grâce à l'afflux de fonds européens et à une certaine résilience de la demande étrangère pour la dette domestique. La dette publique est soutenable à court et moyen terme et ne devrait pas dépasser 60% du PIB au cours des cinq prochaines années. La consolidation budgétaire pourrait s'accélérer après les élections compte tenu des engagements pris par la Roumanie dans le cadre du pacte de stabilité et de croissance de l'UE. À court terme, l'élargissement de l'assiette fiscale est une priorité, d'autant plus que les recettes fiscales rapportées au PIB sont structurellement faibles (31% du PIB en Roumanie en 2023, contre 39,8% en Pologne et 41% en République tchèque).

Malgré un renchérissement des coûts de financement sur le marché obligataire au cours des deux dernières années, la charge d'intérêt de la dette exprimée en pourcentage des recettes fiscales a été contenue à 5,9% en 2023. Un point de vigilance concerne l'importance de la dette du gouvernement libellée en devises étrangères, dont la part s'élevait à 53,8% du total en 2022 (25,4% du PIB). La relative stabilité du taux de change roumain vis-à-vis de l'euro (dans le cadre d'un régime de change administré) limite toutefois l'exposition du gouvernement au risque de change.

Cynthia KALASOPATAN ANTOINE

cynthia.kalasopatanantoine@bnpparibas.com