

Israël

La politique monétaire au défi du shekel fort

La croissance économique est restée soutenue en 2019 malgré un environnement local et international moins favorable. Les bonnes performances extérieures ont contribué à une appréciation significative du shekel, réduisant fortement les pressions inflationnistes. Les exportations de gaz en 2020 devraient soutenir cette tendance. Dans ce contexte, les instruments à la disposition de la banque centrale sont limités. Celle-ci a repris ses interventions sur le marché des changes pour tenter de limiter l'appréciation du shekel. Après le dérapage budgétaire de 2019, nous n'attendons pas d'importante amélioration des finances publiques étant donné l'incertitude politique actuelle.

■ Croissance économique soutenue

Malgré une situation politique locale incertaine et un environnement économique international moins favorable, l'activité économique est restée soutenue en 2019. Selon les premières estimations officielles, la croissance a atteint 3,3% en termes réels, une évolution pratiquement équivalente à celle de 2018 (3,4%). La consommation des ménages et les dépenses publiques ont été les principaux moteurs de cette croissance.

Deux facteurs ont soutenu le pouvoir d'achat des ménages. Le taux de chômage est inférieur à 4% depuis juillet 2019, tandis que l'évolution des salaires réels reste positive (+2,7% en octobre 2019), en lien avec la persistance d'une inflation des prix à la consommation faible (+0,9% en moyenne durant les onze premiers mois de 2019). De leur côté, les dépenses publiques ont continué de croître à un rythme régulier (+4,1% en 2019). Par contre, la croissance de l'investissement a à peine progressé en 2019 (+0,3%) en raison de la faiblesse de l'investissement productif, tandis que l'investissement résidentiel reste soutenu.

En 2020, la croissance économique devrait s'inscrire en léger repli, inférieure à 3%, en raison du ralentissement attendu de l'économie mondiale, et des contraintes qui pèseront sur les dépenses publiques au moins dans la première partie de l'année. Par ailleurs, l'orientation générale de la politique budgétaire – une fois le nouveau gouvernement formé – devrait contribuer à l'augmentation de la pression fiscale afin de réduire le déficit budgétaire. Cela pourrait modérément affecter la consommation de ménages.

D'un point de vue sectoriel, de nouveaux développements dans le secteur gazier soutiendront l'activité. Le champ gazier *offshore* Leviathan est entré en production à la fin de l'année 2019. Selon la banque centrale (Bol), sa contribution à la croissance du PIB devrait être de 0,3% en 2020. Étant donné que la majeure partie de la demande locale en gaz naturel est satisfaite par la production du champ *offshore* Tamar, la production de Leviathan est principalement destinée à l'exportation vers l'Égypte et la Jordanie, et devrait augmenter régulièrement jusqu'en 2022.

■ Faiblesse de l'inflation

L'inflation des prix à la consommation reste faible malgré une situation de quasi plein emploi, et devrait atteindre en moyenne 0,9% en 2019. Les prix des biens échangeables devraient être quasiment stables en moyenne en 2019 (+0,11% durant 11M 2019), tandis que les prix des biens non échangeables ont crû de 1,2% en

1-Prévisions

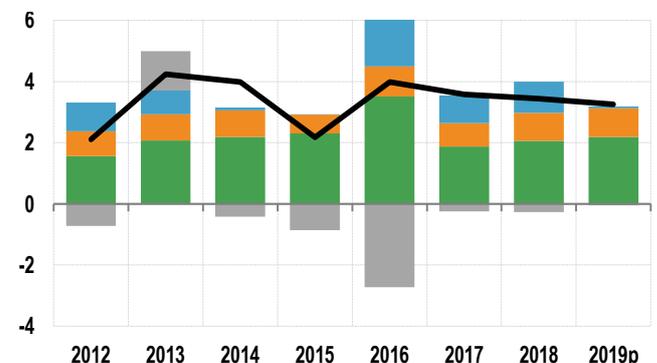
	2018e	2019e	2020e	2021e
PIB réel, variation annuelle, %	3,4	3,3	2,9	3,2
Inflation, IPC, v. var. annuelle, %	0,8	0,9	1,0	1,2
Solde budgétaire, % du PIB	-2,8	-3,6	-3,5	-3,0
Dette du gov. central, % du PIB	59	62	64	65
Balance courante, % du PIB	2,7	2,2	3,1	3,0
Dette externe, % du PIB	25	25	26	25
Réserves de change, mds USD	115	126	145	155
Réserves de change, en mois d'imports	13	12	13	13
Taux de change USD/ILS (fin d'année)	3,7	3,5	3,3	3,2

e: estimations et prévisions BNP Paribas Recherche Economique Groupe

2- Contributions à la croissance du PIB

PIB, g.a. en %, et contributions en points de pourcentage

— PIB réel ■ Consommation privée ■ Consommation du gouvernement
■ Investissement ■ Exportations nettes



Sources : Bol, BNP Paribas

moyenne sur la même période. La modération de l'inflation s'explique notamment par la baisse des prix du pétrole, l'appréciation du shekel par rapport aux monnaies des principaux partenaires commerciaux (le taux de change effectif nominal s'est apprécié de 8,3% en 2019), et plus généralement la libéralisation progressive de l'économie. En 2020, l'inflation des prix à la consommation pourrait légèrement augmenter, notamment avec la hausse modérée attendue des prix du pétrole, mais rester proche de la borne basse de la zone cible de la Bol (1-3%). En dehors de facteurs conjoncturels, il est pour le moment difficile d'estimer ce qui



pourrait faire repartir l'inflation à la hausse à court terme. L'amélioration attendue des comptes extérieurs devrait soutenir le shekel, tandis qu'un dérapage significatif des finances publiques (par une augmentation sensible des dépenses courantes par exemple) paraît peu probable.

■ Le shekel reste orienté à la hausse

L'excédent du compte courant est devenu récurrent grâce à la hausse continue des exportations de services, dynamisées par le secteur des hautes technologies et, dans une moindre mesure, par le tourisme. L'excédent de la balance des services permet de compenser le déficit de la balance commerciale. En 2019, nous estimons que l'excédent courant devrait atteindre 2,2% du PIB (contre 2,7% en 2018). A court terme, le déficit commercial pourrait se réduire grâce à l'augmentation des exportations de gaz naturel. Cependant, cet effet devrait rester relativement marginal. En effet, ces exportations ne devraient représenter qu'environ 1,6% des exportations totales de biens.

L'attractivité du marché israélien pour les investisseurs étrangers reste forte, particulièrement dans le domaine des hautes technologies. Les investissements directs étrangers en Israël ont atteint plus de 5% du PIB en 2017 et 2018 et devraient rester soutenus à moyen terme. Les flux de portefeuille sont plus volatils et difficilement prévisibles. Cependant, l'insertion des obligations souveraines domestiques dans l'indice WGBI¹ à partir d'avril 2020 devrait avoir un effet positif sur les entrées de capitaux. Au total le surplus de la balance des paiements devrait se maintenir, et soutenir l'appréciation du shekel. Si à court terme, les flux de portefeuille peuvent rendre les variations du shekel plus erratiques, certains facteurs vont plutôt dans le sens d'une appréciation de la monnaie israélienne : le resserrement de l'écart entre le taux directeur de la Bol et celui des *Fed Funds* américains, la poursuite de la politique d'assouplissement monétaire en zone euro, et une orientation plutôt à la baisse du dollar US contre les principales devises de l'OCDE. Il semble donc que les éléments structurels et de court terme aillent dans le sens d'une appréciation du shekel.

■ Politique monétaire

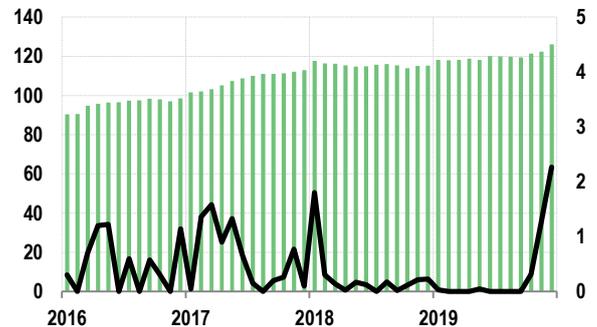
Comme lors des années précédentes, l'inflation se situe en dehors de la zone cible de la Bol. La banque centrale doit faire face à un choix délicat entre favoriser une remontée de l'inflation vers le milieu de la zone cible et ne pas pénaliser le dynamisme de l'économie. Selon l'OCDE, l'*output gap* a été légèrement positif en 2019 (+0,4% par rapport à la croissance potentielle).

Le taux directeur de la Bol est resté inchangé depuis novembre 2018 à 0,25%. Par ailleurs, la banque centrale n'est pratiquement pas intervenue sur le marché des changes au cours des 10 premiers mois de l'année². Tandis que les achats mensuels moyens s'élevaient à plus de USD 500 mn entre 2013 et 2017, ils ont atteint USD 277 mn en 2018 et USD 40 mn sur 10 mois en 2019. Étant

3- Avoirs en devises de la Bol

USD mds

■ Réserves de change, é.g — Achats par la Bol, é.d.



Sources : Bol, BNP Paribas

donné l'appréciation significative du shekel pendant cette période et son impact sur les prix domestiques, la Bol a repris sa politique d'achat de devises en novembre et décembre 2019 (respectivement USD 1,3 md et 2,3 mds). La Bol neutralise les conséquences de ces achats de devises sur la masse monétaire par des opérations *d'open-market* et par des dépôts à terme des banques commerciales auprès de la Bol. Ces interventions sur le marché des changes devraient continuer cette année et permettre d'atténuer la pression à la hausse sur le shekel.

■ Incertitude budgétaire

L'exercice budgétaire 2019 a été marqué par un accroissement notable du déficit. Celui-ci est estimé à 3,6% du PIB contre 2,8% du PIB en 2018. Selon les estimations du gouvernement, les revenus ont augmenté de 2,5% et les dépenses de 5,9% au cours de l'année 2019. L'absence de gouvernement jusqu'aux élections de mars 2020 empêche l'adoption d'une loi de finance, et implique donc un fonctionnement par douzièmes. Étant donné l'incertitude politique et le renouveau des tensions régionales, une réduction significative du déficit paraît peu probable. Nous prévoyons que celui-ci se stabilise à 3,5% du PIB cette année. Dans ce contexte, la dette du gouvernement devrait augmenter à environ 64% du PIB en 2020. L'essentiel du financement du déficit est local. Environ 85% de la dette totale est locale et elle est détenue aux deux tiers par des investisseurs institutionnels.

Pascal Devaux

pascal.devaux@bnpparibas.com

¹ World Government Bond Index

² Le programme d'achat de devises a été mis en place en 2013 par la Bol pour atténuer les conséquences de la production de gaz sur le shekel via la balance commerciale.

