

## SLOVÉNIE

15

## DES ATOUTS POUR REBONDIR

L'économie slovène aborde la crise liée à la Covid-19 dans une situation relativement favorable. Depuis trois ans, la croissance a été soutenue, des excédents budgétaires ont été enregistrés et les bilans bancaires se sont progressivement assainis. Néanmoins, les conséquences de cette crise vont être d'autant plus significatives que la Slovaquie est une petite économie ouverte fortement liée à l'Union européenne. Les soutiens budgétaire et monétaire européens, ainsi que des finances publiques assainies devraient permettre de modérer les conséquences de la crise sur les finances publiques et sur les perspectives de croissance.

## CHUTE DE L'ACTIVITÉ ÉCONOMIQUE

À l'instar des autres pays de la zone euro, les conséquences économiques de l'épidémie de Covid-19 devraient provoquer une importante récession en 2020. Pour le moment, les conséquences sanitaires de l'épidémie sont relativement limitées par rapport au reste de la région (54 décès/1 million de personnes contre à plus de 360 en moyenne dans la zone euro), mais l'évolution de la pandémie reste incertaine. Une deuxième vague d'infections de moindre importance est ainsi apparue mi-juin.

Les conséquences économiques sont sévères étant donné les mesures strictes de confinement et la forte intégration économique à l'Union européenne (UE). Tandis que nous prévoyons une contraction du PIB réel de 9% en 2020 en zone euro, nous attendons un repli de 7% en Slovaquie. Au premier trimestre 2020, l'activité a chuté de 4,5% (t/t) (-3,6% en zone euro) en raison de la chute de la consommation des ménages (-16%) et de l'investissement (-10%). Les exportations vers l'UE ont chuté de 30% depuis le mois de mars, plus particulièrement celles destinées à l'Italie, la France et l'Allemagne dans les secteurs de l'automobile et des biens d'équipement. L'indice de production industrielle semble avoir atteint un point bas en avril et a légèrement progressé en mai, mais cela est un effet mécanique lié à la levée de certaines mesures de confinement. Au total, la chute du PIB sera évidemment plus prononcée au deuxième trimestre en raison du renforcement des mesures de confinement en Slovaquie et dans l'ensemble de l'UE.

La croissance économique a atteint 3,3% en moyenne depuis 2015. Au cours des deux dernières années, l'activité a été particulièrement soutenue par la consommation (53% du PIB) et l'investissement (20% du PIB), qui ont graduellement pris le relais des exportations comme moteur principal de la croissance. Le taux de chômage a atteint un plus bas à 3,8% fin 2019. Pour le moment, sa hausse reste maîtrisée (4,8% en mai selon Eurostat), notamment grâce aux mesures de soutien du gouvernement. Les composantes internes de la croissance devraient repartir un peu plus tôt que dans le reste de la zone euro puisque la Slovaquie est le premier pays de la zone à avoir déclaré la fin de l'épidémie (le 15 mai), bien que certaines restrictions restent en place. Pour le moment, la baisse du pouvoir d'achat est contenue grâce à des mesures de chômage partiel qui permettent aux employés sans activité de maintenir une partie de leurs revenus. Néanmoins, les statistiques de l'emploi risquent de se dégrader à nouveau au deuxième semestre avec la fin des mesures de soutien gouvernementales.

## DES MESURES DE SOUTIEN SIGNIFICATIVES DEVRAIENT ÉTAYER LA REPRISE À PARTIR DE 2021

En 2021, la reprise économique dépendra notamment des mesures de soutien du gouvernement et de la reprise européenne. L'Union européenne absorbe 74% des exportations totales slovènes. Par ailleurs,

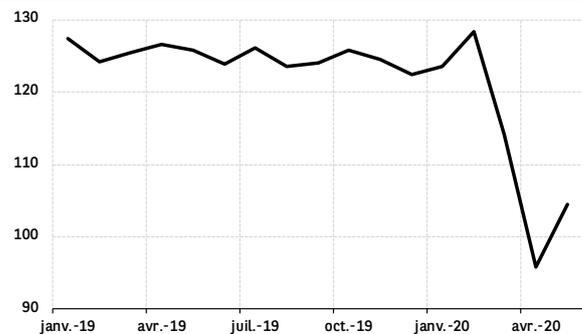
## PRÉVISIONS

	2018	2019	2020e	2021e
PIB réel, variation annuelle, %	4,1	2,4	-7,0	6,0
Inflation, HICP, var. annuelle, %	1,9	1,7	0,5	1,2
Solde budgétaire, % du PIB	0,7	0,5	-7,2	-2,1
Dette du gouvernement, % du PIB	70	66	84	80
Balance courante, % du PIB	6,3	6,8	4,0	6,0

TABLEAU 1

e: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS  
SOURCE : BNP PARIBAS RECHERCHE ÉCONOMIQUE GROUPE

## INDICE DE PRODUCTION INDUSTRIELLE, 2015=100



GRAPHIQUE 1

SOURCE : EUROSTAT

le secteur automobile et celui des biens d'équipement constituent des secteurs exportateurs importants, représentant 38% des exportations totales. Les mesures de soutien budgétaires proviennent à la fois du gouvernement slovène et du budget européen. Un certain nombre de mesures en faveur des ménages et des entreprises ont été mises en place, et les mesures de soutien direct devraient être équivalentes à 4,2% du PIB en 2020. En 2021, nous attendons un rebond de l'activité de 6%. Au-delà, l'Union européenne a mis en place un plan de soutien « UE prochaine génération » afin de soutenir les finances publiques, le secteur privé et les secteurs prioritaires des pays membres pendant la période 2021-2027. La part de ce programme destinée à la Slovaquie pourrait être équivalente à environ EUR 5 mds, soit 10% du PIB de 2019. Par ailleurs, l'injection de liquidités supplémentaires par la BCE devrait permettre aux banques slovènes de répondre aux besoins des entreprises.



## DE LARGES DÉFICITS BUDGÉTAIRES SONT ATTENDUS

Des excédents budgétaires ont été enregistrés depuis 2017 (+0,4% du PIB en moyenne) grâce notamment à une croissance économique soutenue. En 2020, le déclin attendu des revenus fiscaux (-9,2% en glissement annuel sur les cinq premiers mois de l'année) et les mesures de soutien à l'activité (les dépenses ont augmenté de 11,4% sur la même période) devraient creuser le déficit budgétaire, qui pourrait dépasser 7% du PIB. Le déficit devrait ensuite se réduire à un niveau plus modéré en 2021 (2,1% du PIB). À moyen terme, la situation budgétaire ne présente pas de risque particulier. Néanmoins, les évolutions démographiques à l'œuvre depuis une dizaine d'années ne sont pas favorables et pourraient avoir des conséquences négatives sur les perspectives économiques et les finances publiques. D'une part, la population active se réduit d'environ 10 000 personnes par an, et les difficultés à faire face à la pénurie de main d'œuvre qualifiée pourraient réduire le potentiel de croissance. Actuellement plus de 35% des entreprises du secteur manufacturier font face à des pénuries de main d'œuvre qualifiée ; elles sont 45% dans cette situation dans le secteur de la construction. D'autre part, la réforme du système de retraite reste une source potentielle de déséquilibre à long terme étant donné le rythme élevé (le plus élevé d'Europe) de la hausse de ses dépenses. Une réforme est en cours depuis 2013 mais progresse lentement.

## EN AUGMENTATION, LA DETTE PUBLIQUE RESTE SOUTENABLE

La dette du gouvernement est en baisse depuis 2015. Elle a atteint 66% du PIB en 2019. La chute de l'activité et le niveau record du déficit budgétaire devraient amener la dette à 84% du PIB en 2020, avant de la réduire à 80% du PIB en 2021. Malgré cette forte augmentation, la dynamique de dette devrait rester favorable à moyen terme. Le service de la dette en pourcentage des revenus budgétaires totaux a décliné régulièrement depuis 2014 pour atteindre 3,8% en 2019, contre 7,1% en 2014. Au cours des dernières années, le taux d'intérêt apparent de la dette publique s'est réduit à 2,6% en 2019 par rapport à 4,4% en 2014, tandis que la maturité moyenne s'est allongée à 8,9 années en 2019 (5,7 années en 2014). Environ 95% de la dette totale est libellée en euros. Les opérations de rachat opérées par le gouvernement ont permis de réduire significativement la part libellée en dollars. Parallèlement à cette amélioration du profil de la dette, le gouvernement a accumulé d'importantes liquidités, alimentées notamment par les recettes des privatisations. Ces liquidités destinées à réduire le stock de dette sont équivalentes à environ 8% du PIB.

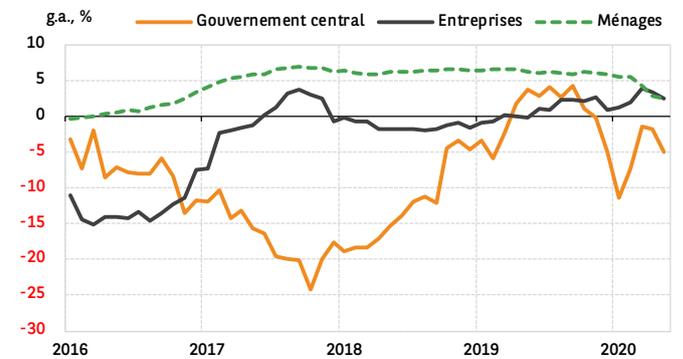
## UN SECTEUR BANCAIRE RENFORCÉ FACE À LA CRISE

Après avoir été durement affecté par la crise financière et nécessité le soutien massif de l'État, le secteur bancaire s'est renforcé depuis 2015. La qualité de ses actifs et sa rentabilité se sont améliorées ; sa dépendance aux financements de marché s'est réduite (de 33% des ressources en 2013 à 12% en 2019) au profit des dépôts des clients.

Selon la banque centrale, le ratio de crédits non performants (selon la définition de l'Autorité bancaire européenne) a atteint 2,2% en mars 2020, par rapport à 3,6% un an auparavant. Cette tendance favorable devrait s'inverser en 2020, mais les banques slovènes devraient se montrer résistantes en raison de leur niveau de capitalisation élevé et de réserves de liquidité confortables.

Depuis mi-2019, la croissance du crédit intérieur a ralenti (+1% en glissement annuel en mai 2020 contre +3,1% un an auparavant) en raison du ralentissement du crédit aux ménages. Après des années de

### EVOLUTION DU CRÉDIT INTÉRIEUR



GRAPHIQUE 2

SOURCE : BANQUE DE SLOVÉNIE

désendettement, le crédit aux entreprises a progressé depuis un an (+2,5% en mai 2020). Le ratio de dette sur actifs s'est stabilisé à moins de 90% contre 137% en 2012. Après une période de croissance soutenue (notamment avec la progression annuelle moyenne de plus de 10% du crédit à la consommation entre 2017 et 2019), le crédit aux ménages a ralenti depuis fin 2019 avec les nouvelles normes imposées par la banque centrale afin de limiter l'endettement des ménages. En mai 2020, l'évolution du crédit à la consommation était légèrement négative (-0,1% en g.a.), tandis que le crédit aux ménages continuait de croître à un rythme de 2,5%. Jusqu'à maintenant, la dette des ménages en pourcentage du revenu disponible est restée relativement stable à moins de 16%, mais pourrait croître en 2020 avec la contraction économique. L'exposition des banques au segment des ménages est passée de 30% du crédit intérieur total en 2012 à 53% en mai 2020.

Le crédit à l'immobilier résiste bien et a continué de progresser depuis le début de l'année (+4,7% en g.a. en mai 2020). La forte hausse des prix de l'immobilier observée en 2017 et 2018 (respectivement +10% et +9,1%) a ralenti en 2019 (+5,2%), accompagnant le ralentissement de la croissance. Selon la banque centrale, la hausse des prix de l'immobilier est le résultat d'une convergence vers la norme européenne, et le niveau des prix de l'immobilier résidentiel ne signale pas de surévaluation.

Pascal Devaux

[pascal.devaux@bnpparibas.com](mailto:pascal.devaux@bnpparibas.com)

