SITUATION ECONOMIQUE ET FINANCIERE DE LA SERBIE

Après plusieurs années de récession et trois programmes du FMI depuis 2009, l'économie serbe connaît désormais une amélioration sensible de ses fondamentaux. La reprise est bien ancrée. Les mesures budgétaires engagées par le gouvernement Vučić en concertation avec le FMI ont porté leurs fruits sans handicaper la croissance, le solde public était excédentaire en 2017 et la dette publique a baissé de 6 points de PIB, notamment grâce à l'appréciation du Dinar face à l'EUR et à l'USD. Les autorités disposent désormais d'une marge de manœuvre restaurée pour lancer les investissements publics longtemps reportés. L'inflation reste sous contrôle, tandis que les prêts non performants continuent de se réduire. La soutenabilité de la dette publique n'est pas encore garantie. Le pays reste encore vulnérable à l'environnement monétaire international en raison de son endettement en devises.

1. La Serbie se situe désormais au-dessus de son niveau de PIB d'avant crise

La reprise de la croissance est solidement ancrée malgré une forte consolidation des finances publiques. Après trois années de récession (2009, 2012, 2014), le pays a retrouvé en 2016 le niveau de PIB d'avant crise de 2008/09. En 2017, il s'élevait à 36,8 Mds EUR selon le ministère des Finances.

Depuis la crise financière, les programmes successifs du FMI ont permis à la Serbie de redresser ses finances publiques. Face à une raréfaction du financement extérieur, une instabilité du taux de change du dinar, et une baisse des réserves de la Banque centrale, les autorités serbes ont sollicité un arrangement avec le FMI sous forme d'un accord de précaution (SBA) en janvier 2009 équivalent à 400 M EUR (étendu à 2,9 Mds en mai 2009), puis renouvelé en septembre 2011 (1,1 Md) et en février 2015 (1,2 Md). L'accord a pris fin en février 2018, les critères de performance ayant été atteints, voire dépassés. Le gouvernement serbe souhaite cependant que le FMI assure un suivi de l'équilibre macro-économique et des réformes en cours visant à augmenter la contribution du secteur privé à la croissance. Le FMI utilisera un nouvel outil, « l'instrument de coordination politique », un arrangement par lequel le Fonds fournit une assistance sans soutien financier.

2. Le pays se trouve désormais dans un contexte macroéconomique plus favorable, mais le rythme de croissance reste insuffisant pour espérer une convergence avec l'UE d'ici au moins 20 ans

La reprise de la croissance s'est confirmée en 2016 (+2,8%). En 2017 cependant la sécheresse a réduit la production agricole et les à-coups de la génération électrique ont pesé sur l'ensemble de l'économie. Ces conditions ont conduit à une révision à la baisse de la croissance pour 2017, qui s'est finalement établie à +2%. Les prévisions pour 2018 font état d'une croissance de 3% à 3,5%.

A noter la baisse du chômage (13,5% en 2017, après 15,3% en 2016). Contrairement aux quatre années précédentes, la consommation contribue au PIB et en est même le principal moteur (1,8 pp). Les exportations nettes contribuent négativement au PIB, en raison d'une forte augmentation des importations afin de répondre à la demande interne de biens intermédiaires principalement destinés notamment à l'industrie. **La production industrielle a progressé de 3,5% en 2017.**

Après une nette amélioration depuis 2008 où il se situait à 21% du PIB, le déficit courant est passé de 6,1% à 3,7% de 2013 à 2016, grâce à une bonne performance des exportations industrielles et des services, ainsi qu'à la baisse de la facture énergétique liée au cours du pétrole. Le déficit a cependant légèrement augmenté en 2017 pour atteindre 5% du PIB, en raison d'une dégradation du déficit de la balance commerciale. Il devrait ensuite diminuer graduellement à 4,3% du PIB en 2018 selon la Banque mondiale. **Les**

IDE continuent de couvrir largement le déficit du solde courant. En 2017 les flux nets d'IDE (6,6% du PIB) ont couvert 132% du déficit courant (contre 176% en 2016).

La croissance devrait se renforcer en 2018 et 2019. Selon les projections de la Banque mondiale, la Serbie a besoin d'une croissance supérieure à 5% pour espérer une convergence avec la moyenne de PIB/habitant de l'UE d'ici au moins 20 ans. En outre le taux de croissance de la Serbie demeure en dessous de celui des pays de la région.

La Banque centrale poursuit une politique d'assouplissement monétaire progressive et modérée. Depuis le début de l'année 2015, le taux directeur a été réduit de 8 à 3,25%. L'inflation s'est établie en 2017 à 3% en moyenne annuelle. Les réserves en devises de la BNS sont stables à 9,6 Mds EUR fin janvier 2018, couvrant plus de 5 mois d'importations, ce qui apparaît suffisant. Depuis janvier 2017, la Banque centrale a racheté plus d'1 Md EUR sur le marché des changes pour ralentir l'appréciation de la monnaie nationale, soutenue par l'amélioration des perspectives économiques du pays et la politique monétaire accommodante prolongée de la BCE.

3. L'ajustement budgétaire enclenché depuis 2015, couplé à la reprise de la croissance en 2016 et l'appréciation récente du Dinar serbe, ont inversé la trajectoire des finances publiques

Conformément au programme conclu avec le FMI, le Gouvernement de l'ancien Premier ministre Vučić a engagé des mesures budgétaires significatives faisant passer le solde public d'un déficit de 6,6 points de PIB en 2014 à un excédent de 0,5% en 2017. Ce résultat s'explique par une augmentation des recettes (+4% en termes réels), grâce à une meilleure collecte de la TVA sur les importations, de l'impôt sur les sociétés, ainsi que des cotisations sociales en raison de la baisse du chômage. Les dépenses ont, quant à elles, diminué de 1,7% en termes réels pour atteindre 43% du PIB, en raison d'une sous-utilisation des crédits destinés aux infrastructures (baisse de 6,7% en termes réels) et de la baisse de la charges de la dette (-10,6% en termes réels) grâce à la réduction de la dette publique et de la baisse des taux d'intérêts. Le budget pour 2018 a été construit sur un déficit de 0,6%. Les investissements publics devraient augmenter de 30%.

La trajectoire de la dette publique s'est désormais inversée. L'endettement public a baissé à 62,4% du PIB en 2017 contre 72% du PIB en 2016, première baisse depuis 2008. Pour atteindre l'objectif d'une dette soutenable sur le long terme, le Conseil fiscal, institution de surveillance budgétaire indépendante, préconise un endettement à hauteur de 45-50% du PIB. Selon les projections du Gouvernement, le ratio de la dette sur le PIB pourrait satisfaire aux critères de Maastricht dès cette année. La Banque mondiale s'attend à un niveau de dette publique de 60% en 2019. **La soutenabilité de la dette publique serbe est toujours sujette à caution.** En effet, le pays reste vulnérable à l'environnement monétaire international en raison de son endettement en devises à hauteur de 77% dont : 42% en EUR et 29% en USD. Une accentuation de la dépréciation du dinar vis-à-vis du dollar et de l'Euro pourrait peser significativement sur le coût du refinancement de la dette. La maturité moyenne de la dette est assez faible, située à 5,2 ans, ce qui amène à des besoins annuels de refinancement importants.

La Serbie cherche à diversifier la base de ses investisseurs pour le refinancement de sa dette publique. En octobre 2016, les Emirats Arabes Unis ont de nouveau octroyé à la Serbie un prêt d'1 Md USD sur 10 ans avec un taux d'intérêt de 2%. Mis à part ce cas isolé, les investisseurs étrangers investissent surtout dans les bons du Trésor à court terme eu égard aux différences de taux d'intérêt et évitent de s'engager sur des titres en monnaie locale à moyen et long terme compte tenu de sa dépréciation continue depuis la crise de 2008. Toutefois, l'appréciation du Dinar depuis le début de l'année et un horizon macroéconomique plus dégagé pourraient modifier à moyen terme ces comportements et attirer les investisseurs.

4. Bien que correctement capitalisé et liquide, le secteur bancaire doit gérer le problème des prêts non performants et le haut degré d'« euroisation » des actifs

Le secteur bancaire reste solide. Le taux d'adéquation du capital est élevé, atteignant 22,5% fin septembre 2017. Le système bancaire est également très liquide : le ratio de liquidité est de 2,2. Plus de 77% des actifs sont détenus par des banques étrangères. La rentabilité du secteur est en progression : à l'issue du troisième

trimestre 2017, la rentabilité des actifs (ROA) était de 2,18% et la rentabilité des capitaux propres (ROE) de 11,01%.

Les prêts non performants se maintiennent cependant à un niveau élevé mais sont en voie de réduction. Selon la Banque centrale, le taux de NPL était de 12,2% en mars 2017 contre 21,6% en 2015. La croissance positive du crédit contribue mécaniquement à une baisse de la part des créances douteuses dans le total des crédits. .

Enfin, le secteur se caractérise par un haut degré d'« euroisation » qui tend à se réduire. Fin septembre 2017, 69% des dépôts étaient libellés en euro. Dans ce contexte, la Banque centrale conserve un taux directeur élevé à 3,25% afin de maintenir la stabilité du dinar et les autorités encouragent le recours à la monnaie nationale.

5. Les réformes structurelles dans le secteur public doivent se poursuivre

Le gouvernement s'est engagé en 2014 à réduire le poids des entreprises publiques, et notamment à privatiser et liquider 556 entreprises. A ce jour il en reste 118 dont 17 grandes sociétés d'Etat dites « stratégiques » compte-tenu de leur rôle économique, représentant environ 35 000 employés.

La Serbie est également engagée dans un processus de convergence avec l'UE. Le pays est candidat officiel depuis mars 2012. Les négociations d'adhésion ont débuté en janvier 2014. Douze chapitres sont à ce stade ouverts. La normalisation de ses relations avec le Kosovo conditionne cette adhésion. La Serbie bénéficie par ailleurs d'une allocation de 1,5 Md EUR des fonds européens de préadhésion (IPA) au titre de l'enveloppe 2014-2020.

Enfin, les autorités veulent renforcer l'administration fiscale pour lui donner les moyens de lutter plus efficacement contre l'économie grise estimée à un tiers du PIB.

La Serbie est engagée dans une trajectoire positive. Les efforts budgétaires sont à saluer. La restructuration et la privatisation des entreprises publiques devraient se poursuivre. Une vigilance doit toujours être maintenue sur la soutenabilité de l'endettement public qui n'est pas encore assurée, avec un risque élevé de revalorisation de la dette en cas de dépréciation du Dinar serbe face à l'euro et au dollar. Enfin pour compenser le déficit en termes d'infrastructures et porter la croissance durablement à plus de 3%, il serait utile de profiter de la marge de manœuvre budgétaire restaurée grâce à l'ajustement significatif opéré depuis 2014, de la faiblesse actuelle des taux d'intérêt et de l'aide des IFIs pour mettre en œuvre les projets d'investissements publics prioritaires en attente de financement.

Figure 1: Indicateurs macroéconomiques 2017

Indicateurs macroéconomiques 2017			
PIB (Md EUR)	36,8	Population (M d'habitants)	7
Taux de croissance (%)	+2	Taux de chômage (%)	13,5
Taux d'inflation annuel (%)	+3	Taux de change	1€ = 118,26 RSD <small>mars 2018</small>
Importations de B&S (% PIB)	60,8	Exportations de B&S (% PIB)	52,4
Solde courant (% du PIB)	5	Flux net d'IDE (en % du PIB)	6,6
Solde budgétaire (% du PIB)	+0,5	Dette publique (% du PIB)	62,4
Total actifs bancaires (% du PIB)	76	Taux de prêts non performants	12,2

Sources : FMI, Commission européenne, Ministère des Finances, Institut des statistiques, Banque Centrale

Clause de non-responsabilité - Le service économique s'efforce de diffuser des informations exactes et à jour, et corrigera, dans la mesure du possible, les erreurs qui lui seront signalées. Toutefois, il ne peut en aucun cas être tenu responsable de l'utilisation et de l'interprétation de l'information contenue dans cette publication.