



البنك المركزي التونسي
BANQUE CENTRALE DE TUNISIE

Direction Générale de la Politique Monétaire

NOTE SUR LES EVOLUTIONS ECONOMIQUES ET MONETAIRES ET LES PERSPECTIVES A MOYEN TERME

Février 2020



APERÇU GENERAL

Contexte international

- Croissance économique fragile, en 2019, dans la plupart des pays avancés avec des perspectives faibles, notamment, dans la Zone Euro, principal partenaire commercial de la Tunisie.
- Orientation haussière des prix internationaux des principaux produits de base accompagnée d'une certaine volatilité au niveau des prix de l'énergie.
- L'inflation s'accélère aux Etats-Unis, tandis qu'elle demeure en-dessous de sa cible dans plusieurs pays avancés.
- Le stance de politique monétaire demeure accommodant dans les principales économies, notamment, dans la Zone Euro où l'inflation resterait en deçà de la cible de la BCE à moyen terme.

Contexte national

- Ralentissement de l'activité économique, en 2019, portant la marque de la contreperformance du secteur industriel, notamment les industries exportatrices, et le secteur du transport.
 - Détente aussi bien de l'inflation que de l'inflation sous-jacente, à fin 2019, pour s'établir toutes les deux à 6,1% contre 7,5% et 8,8% respectivement une année auparavant.
 - La trajectoire désinflationniste devrait se poursuivre, durant le 1^{er} trimestre 2020, et on s'attend à ce que le taux d'inflation soit au voisinage de 5,8% en moyenne. A moyen terme, les récentes projections tablent sur un niveau annuel moyen de 5,3% pour 2020 et 2021.
 - Baisse notable du déficit courant à 8,8% du PIB en 2019 (après avoir atteint un record historique de 11,1% en 2018), et ce, en dépit du fardeau grandissant de la facture énergétique. Cette évolution a été favorisée par l'amélioration de la balance des services et les répercussions de l'orientation restrictive de la politique monétaire sur la demande.
 - Nette consolidation des réserves de change, qui ont dépassé, à fin 2019, la barre des 6,9 milliards d'USD, soit le plus haut niveau atteint durant les cinq dernières années.
 - Ralentissement généralisé du rythme de progression des crédits à l'économie, en 2019.
 - Poursuite de la baisse du volume global de refinancement à 11,9 milliards de dinars, en décembre 2019 après avoir franchi la barre des 16 milliards un an auparavant.
 - Quasi-stabilité du TMM à 7,81% en décembre 2019 (après 7,80% le mois précédent).
-

I. CONJONCTURE INTERNATIONALE

I.1 ACTIVITE ECONOMIQUE

Au terme de l'année 2019, l'activité économique mondiale s'est considérablement ralentie, sous l'effet de l'exacerbation des différends commerciaux internationaux et l'accroissement des incertitudes politiques et économiques résultant de la guerre commerciale entre les Etats-Unis et la Chine, l'attentisme face à la concrétisation du Brexit et la multiplication des tensions, notamment, en Asie et au Moyen-Orient. Les prévisions de la croissance mondiale, avancées par le Fonds Monétaire International¹, ont été révisées à la baisse pour se situer à 2,9% en 2019 après 3,6% en 2018 traduisant le regain des tensions géopolitiques vers la fin de l'année 2019, en particulier, entre les Etats-Unis et l'Iran ainsi que l'impact de la montée des troubles sociaux à l'instar des mouvements contre l'amendement à la loi d'extradition à Hong Kong. Cette décélération quasi-généralisée (Cf. Tab 1) a concerné les principales économies avancées et émergentes, notamment, les Etats-Unis (2,3% après 2,9% en 2018), la Zone Euro (1,2% après 1,9%) et la Chine (6,1% après 6,6%). Par ailleurs, l'activité économique aurait évolué au même rythme que celui de l'année précédente au Royaume-Uni, soit 1,3%, en net ralentissement par rapport à la décennie précédente, et à un rythme plus accéléré au Japon (1,0%, après 0,3% en 2018) grâce à la bonne tenue de la consommation japonaise et les mesures de soutien des dépenses publiques à la demande.

Tab. 1 : Evolution de la croissance du PIB dans le monde

	Croissance Annuelle				Variation Trimestrielle			
	2017	2018	2019		2019			
			PREV. OCT.	PREV. JANV.	T1	T2	T3	T4
ECONOMIES AVANCEES								
Etats-Unis	2,2%	2,9%	2,4%	2,3%	0,8%	0,5%	0,5%	0,5%
Zone Euro	2,4%	1,9%	1,2%	1,2%	0,4%	0,2%	0,3%	0,1%
France	2,3%	1,7%	1,2%	1,3%	0,3%	0,4%	0,3%	-0,1%
Allemagne	2,2%	1,5%	0,5%	0,5%	0,5%	-0,2%	0,2%	0,0%
Italie	1,7%	0,8%	0,0%	0,2%	0,2%	0,1%	0,1%	-0,3%
Espagne	3,0%	2,4%	2,2%	2,0%	0,5%	0,4%	0,4%	0,5%
Royaume-Uni	1,8%	1,3%	1,2%	1,3%	0,6%	-0,1%	0,5%	0,0%
Japon	1,9%	0,3%	0,9%	1,0%	0,6%	0,5%	0,4%	-
ECONOMIES EMERGENTES								
Chine	6,8%	6,6%	6,1%	6,1%	1,4%	1,6%	1,4%	1,5%

Source des variations trimestrielles: OCDE, EUROSTAT

Source des données annuelles : « World Economic Outlook », FMI, Janvier 2020.

Les estimations les plus récentes du PIB² des principaux pays de la Zone Euro, pour T4-2019, confirment bien cette évolution. En effet, comparativement au trimestre précédent, l'activité a, à peine, progressé de 0,1% pour l'ensemble de la Zone Euro, portant la marque d'une croissance négative en France (-0,1% après 0,3%) et en Italie (-0,3% après 0,1%), nulle en Allemagne (0% après 0,1%) et résiliente en Espagne (0,5% après 0,4%). Parmi les principales évolutions, on note le recul de la production de biens et services en France, en réponse aux mouvements sociaux contre la réforme des retraites, survenus au T4-2019, qui ont engendré des blocages au niveau des raffineries, des ports et des transports. Pour l'Italie, l'atonie de la consommation, la persistance de la faiblesse de l'activité industrielle et la détérioration des perspectives du tourisme par crainte des inondations ont contribué à la contreperformance de l'activité italienne au cours

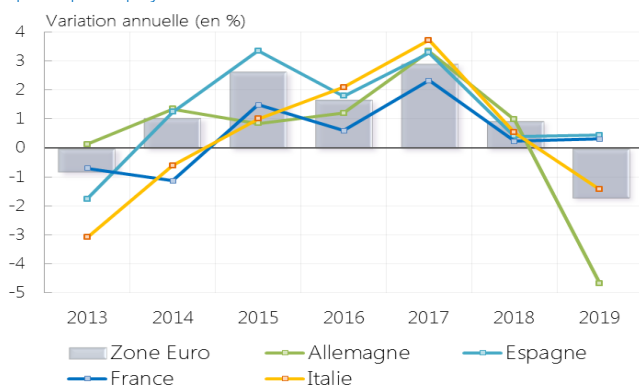
¹ Source: World Economic Outlook - FMI – Janvier 2020.

² Estimations rapides de l'Eurostat du 14 février 2020.

du dit trimestre. De son côté, la croissance allemande demeure pénalisée par l'atonie de son commerce extérieur et sa demande intérieure au T4-2019. En effet, le ralentissement des investissements et des exportations, notamment des biens d'équipement de la part de la Chine, n'ont pas manqué de plomber la croissance en Allemagne en 2019, étant donnée sa forte dépendance des cycles du commerce international. L'exception a été constatée en Espagne dont l'économie s'est montrée résiliente face aux différents chocs survenus l'année précédente, et ce, grâce au dynamisme des investissements des entreprises et à la bonne tenue de la consommation des ménages.

Par ailleurs, il y a lieu de souligner la dégradation de la production industrielle qui s'est gravement détériorée en 2019, en particulier dans la Zone Euro (-1,7% après 0,9% en 2018) (Cf. graph 1), en relation avec le ralentissement de la production manufacturière, notamment automobile. L'indice global de la production industrielle s'est fortement contracté en Allemagne (-4,7%) et à un moindre degré, en Italie (-1,4%) et n'a progressé que de 0,3% et 0,4% en France et en Espagne respectivement sur l'année.

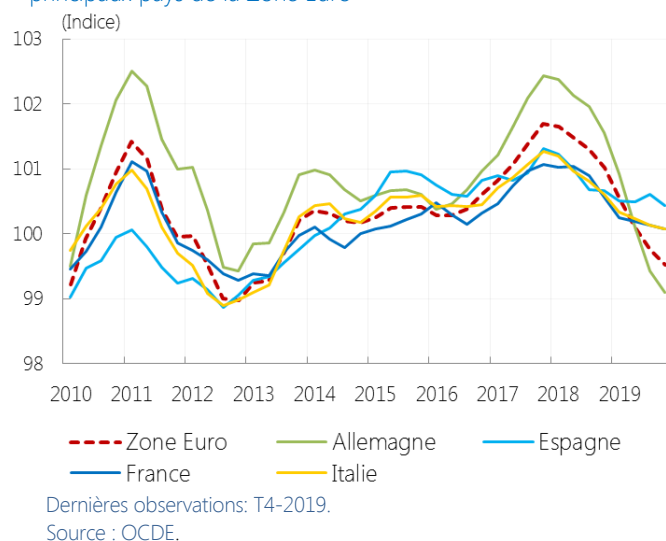
Graph. 1 : Indice de la production industrielle dans les principaux pays de la Zone Euro



Dernières observations: 2019.
Source : EUROSTAT

Egalement, la confiance des industriels européens, qui s'est orientée à la baisse depuis le début de 2018, s'est encore détériorée en 2019, pour atteindre, en décembre, son plus bas niveau depuis l'année 2013, année de la dernière récession dans l'union monétaire européenne (Cf. graph 2).

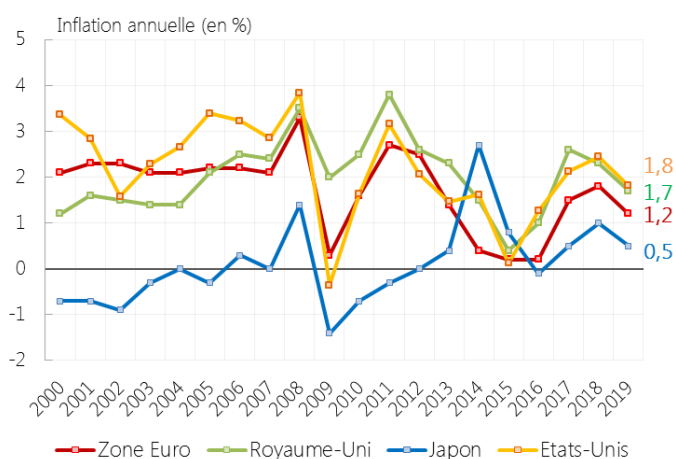
Graph. 2 : Indices de confiance des entreprises dans les principaux pays de la Zone Euro



Dernières observations: T4-2019.
Source : OCDE.

I.2 INFLATION ET PRIX DES PRODUITS DE BASE

Sur l'ensemble de l'année 2019, une décélération généralisée des prix a été observée dans les principales économies avancées (Cf. graph 3), induite principalement, par le fléchissement des prix des produits énergétiques et l'aggravation des tensions commerciales sino-américaines qui ont exercé une pression à la baisse de la demande globale. Quant aux principales économies émergentes, particulièrement la Chine, la hausse des prix des produits alimentaires, résultant des conditions climatiques défavorables et de la propagation de la peste porcine africaine, a contribué plutôt à l'accélération de l'inflation.

Graph. 3: Evolution du taux d'inflation dans les principales économies avancées

Dernières Observations: 2019.

Source: Datastream

Au cours du T4-2019, la plupart des économies avancées ont connu une légère accélération du taux d'inflation, suite au rebond des prix de l'énergie, à l'exception du Royaume-Uni (Cf. tab 2).

Du côté de la Zone Euro, l'inflation (calculée sur la base de l'IPCH en G.A) s'est légèrement accrue (1,0% après 0,9% au T3-2019), tout en demeurant inférieure au niveau cible de la BCE. Cette évolution a été favorisée, notamment, par l'accélération de sa composante sous-jacente (1,2% après 0,9%). Aux Etats-Unis, l'inflation s'est également accélérée pour s'établir à 2,1% après 1,8% un trimestre auparavant, tirée principalement par la hausse des prix du carburant et par la stagnation de l'inflation sous-jacente à 2,3% au T4-2019. Notons que le ralentissement de l'inflation au Royaume-Uni (1,4% après 1,8%) est imputable, essentiellement, à la baisse des prix de l'électricité et du gaz, en réponse à la réduction de leurs plafonds par l'OFGEM³, à compter du 1^{er} octobre 2019.

³ Bureau des Marchés du Gaz et de l'Electricité au Royaume-Uni.

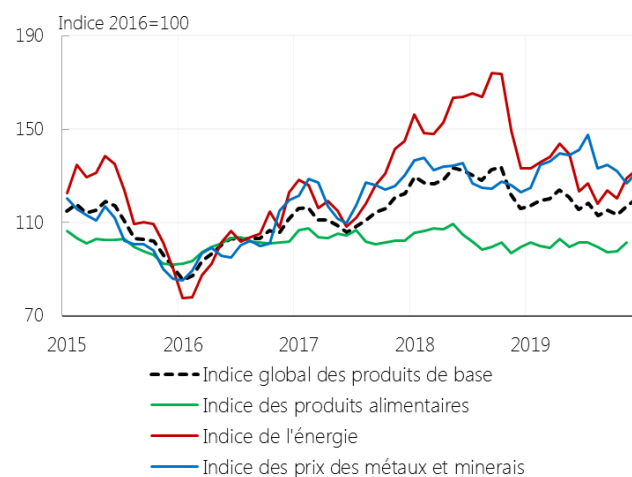
Tab. 2: Evolution de l'inflation dans le monde (en %)

	Moyenne de la période				2018	2019
	2019					
	T3-2019	T4-2019	Nov-2019	Déc-2019		
ECONOMIES AVANCEES						
Etats-Unis	1,8	2,1	2,1	2,3	2,4	1,8
Zone Euro	0,9	1,0	1,0	1,3	1,8	1,2
France	1,0	1,2	1,2	1,5	2,1	1,4
Italie	0,3	0,3	0,2	0,5	1,2	0,7
Allemagne	1,0	1,2	1,2	1,5	1,9	1,4
Espagne	0,4	0,5	0,5	0,8	1,7	0,8
Royaume-Uni	1,8	1,4	1,5	1,4	2,3	1,7
Japon	0,3	0,5	0,5	0,8	1,0	0,5
ECONOMIES EMERGENTES & EN DEVELOPPEMENT						
Russie	4,3	3,4	3,5	3,0	2,9	4,5
Chine	2,9	4,2	4,5	4,4	2,1	2,9
Turquie	13,7	10,3	10,6	11,8	16,3	15,5
Inde	3,5	5,8	5,5	7,4	3,4	3,7
Maroc	0,5	0,8	0,4	1,2	1,9	0,4

Dernières Observations: Décembre 2019.

Source: Datastream

Les prix internationaux des matières premières ont connu des évolutions mitigées au T4-2019. Comparativement au trimestre précédent, l'indice global des produits de base a connu une hausse de 1,2% portant la marque du rebond des prix des produits énergétiques et, à un moindre degré, des produits alimentaires qui a été compensé, en partie, par la baisse des prix des métaux. (Cf. graph 4).

Graph. 4 : Evolution des Indices des prix des produits de base

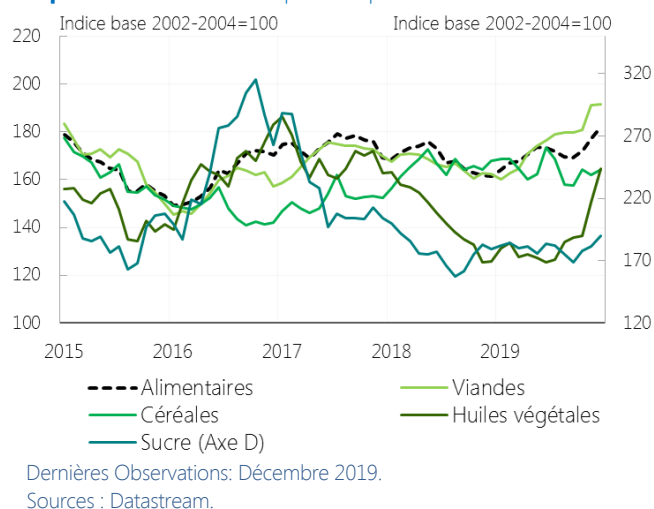
Dernières Observations: Décembre 2019.

Sources : FMI.

Du côté de *l'indice des prix des produits alimentaires*, tel que publié par l'Organisation des Nations Unies pour l'Alimentation et l'Agriculture (FAO), il s'est accru de 4,0% au T4-

2019 par rapport à T3-2019. Cette hausse a concerné principalement les prix des huiles végétales, du sucre, de la viande et, dans une moindre mesure, des céréales notamment ceux du blé, en réponse à l'accélération de la demande à l'importation émanant de la Chine (Cf. graph 5).

Graph. 5 : Indice FAO des prix des produits alimentaires



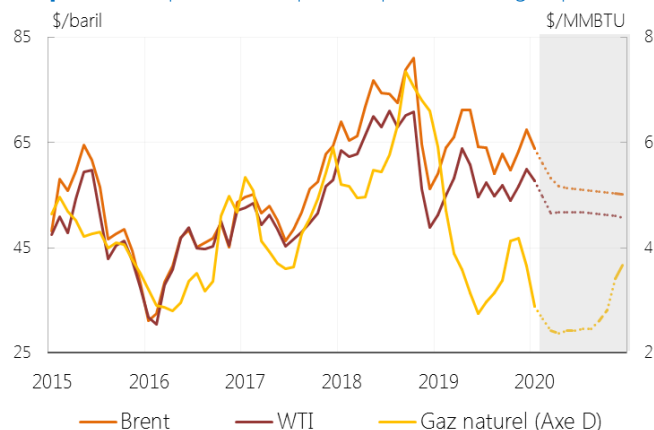
En ce qui concerne les prix des métaux, ils ont poursuivi, sur l'ensemble du quatrième trimestre de l'année 2019, leur régression sous l'effet du recul des prix du minerai de fer et du ralentissement de la demande des métaux de base particulièrement, de la part du secteur automobile. Par ailleurs, les bonnes nouvelles quant aux négociations commerciales entre la Chine et les Etats-Unis, annoncées au début du mois de novembre, ont redonné de la vigueur aux prix de l'aluminium et du cuivre. Toutefois, les craintes entourant le coronavirus ont rabaisé de nouveau les prix en janvier 2020. Les derniers contrats à terme (au 31 janvier 2020) laissent présager une poursuite du recul des prix de l'aluminium et du cuivre en février 2020, et à partir de cette date, il y aurait un renforcement graduel des prix internationaux de l'aluminium et

une quasi-stabilité des prix du cuivre (Cf. graph 6).

Graph. 6 : Perspectives des prix des principaux métaux



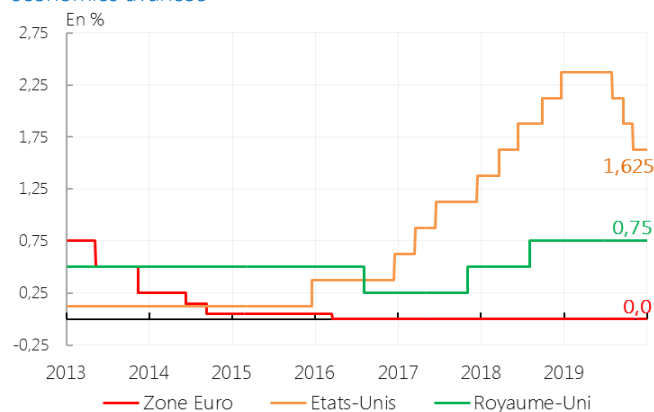
Pour ce qui est des prix du pétrole, l'escalade des tensions irano-américaines qui avaient débuté en décembre, a fait rebondir les prix du baril du Brent à 67 dollars en moyenne. Toutefois, les craintes entourant le coronavirus et la possibilité d'une pandémie ont ramené les prix à 64 dollars le baril en janvier 2020. Les récentes données de l'Agence Internationale de l'Energie relèvent que l'offre mondiale du pétrole demeure excédentaire par rapport à la demande bien que cette dernière ait repris de la vigueur particulièrement du côté de la Chine. Pour remédier à ce déséquilibre, l'OPEP et ses alliés ont décidé, le 6 décembre 2019, de réduire davantage la production de 1,2 mb/j à 1,7 mb/j. Selon les derniers contrats à terme (au 31 janvier 2020), le prix du baril devrait se situer en moyenne à 57 dollars en 2020 (Cf. graph 7).

Graph. 7 : Perspectives des prix des produits énergétiques

Dernières Observations: Janvier 2020. Dernière prévision : Décembre 2020
Sources : Datastream.

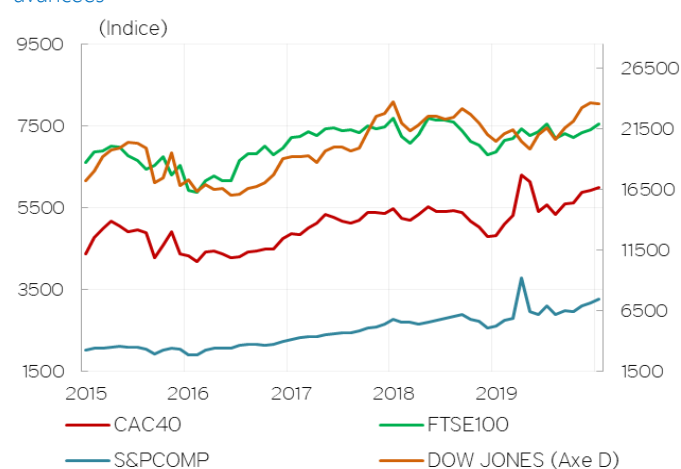
I.3 CONDITIONS MONÉTAIRES ET FINANCIÈRES

Dans un contexte de ralentissement économique mondial, les principales banques centrales ont opté pour le statu quo dans leurs décisions de politiques monétaires durant les deux mois écoulés (Cf. graph 8). Les taux directeurs ont été ainsi maintenus dans une fourchette comprise entre 1,5% et 1,75% pour la FED, un taux nul pour la BCE et un taux de 0,75% pour la Banque d'Angleterre. Rappelons qu'au cours du 4^{ème} trimestre, la FED a baissé à 2 reprises son taux directeur (19 septembre et 31 octobre 2019).

Graph. 8 : Evolution des taux directeurs dans les principales économies avancées

Dernières observations: Janvier 2020.
Source : Datastream.

Suite aux décisions prises par les principales banques centrales et au compromis sino-américain sur le commerce, les principaux indices boursiers internationaux ont fini l'année 2019 en hausse. Toutefois, sur fond d'inquiétude face au coronavirus apparu en Chine, l'indice DOW JONES a accusé une baisse au mois de janvier (Cf. graph 9).

Graph. 9 : Evolution des indices boursiers des économies avancées

Dernières observations: Janvier 2020.
Source : Datastream

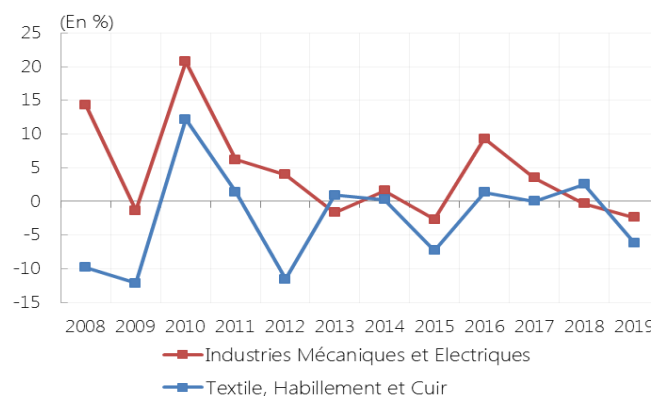
II. CONJONCTURE NATIONALE

II.1 EVOLUTION DE L'ACTIVITE EN 2019

Selon les derniers chiffres publiés par l'INS, le PIB, aux prix de l'année précédente, a connu une décélération au cours du 4^{ème} trimestre de 2019 pour s'établir à 0,8% en G.A. contre 1% un trimestre auparavant. Ainsi, le taux de croissance annuel est revenu de 2,7% en 2018 à 1% en 2019. Cette évolution est principalement attribuable à la contreperformance des industries manufacturières et celles énergétiques qui a été, partiellement, compensée par l'évolution positive des services marchands et de l'activité agricole et de la pêche.

Du côté du *secteur des industries manufacturières*, la VA⁴ aurait contribué négativement à la croissance du PIB en 2019, en relation, notamment, avec la dégradation de l'activité dans les principales branches exportatrices, à savoir, les industries mécaniques et électriques (IME) et celles du textile, habillement et cuir (THC), à laquelle s'ajouterait la contraction de l'activité du raffinage du pétrole. En effet, la demande européenne manufacturière adressée aux secteurs des IME et du THC semble être négativement affectée par le ralentissement économique mondial et le « freinage industriel », spécialement, dans la Zone Euro. Les volumes des exportations desdits secteurs ont reculé respectivement de 2,4% et 6,0% sur l'ensemble de l'année 2019 après avoir évolué de -0,5% et +2,5% en 2018 (Cf. Graph 10).

Graph. 10 : Evolution des exportations des IME et THC en volume



Dernières Observations: 2019.

Source : INS.

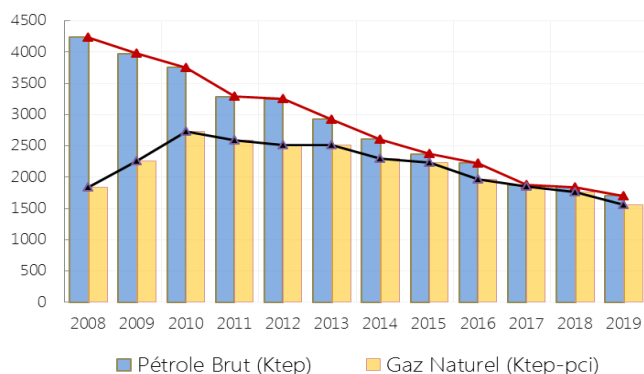
Egalement, l'activité de raffinage aurait tiré vers le bas la croissance de 2019, suite à l'arrêt de production au niveau de la STIR, lequel arrêt s'est étalé sur la période allant du 6 janvier jusqu'au 26 novembre, provoquant une chute de 87% de la production comparativement à l'année 2018. Notons que ces évolutions défavorables ont été quelque peu atténuées par l'amélioration relative de l'activité dans les industries chimiques. Comparativement à l'année précédente, le transport ferroviaire du phosphate brut vers les usines du Groupe Chimique a augmenté de 17,4% en 2019.

Egalement, *les industries non manufacturières* ont connu une baisse de leur VA en 2019, essentiellement imputable à la poursuite des difficultés au niveau du secteur énergétique. D'ailleurs, sur les 9 premiers mois de 2019, la VA de la branche « Extraction de Pétrole et Gaz » a baissé de 8,1% par rapport à 2018. Sur l'ensemble de l'année 2019, la production nationale de pétrole brut a accusé une baisse de 7,3% après -0,4% en 2018 et -15,6% en 2017 et ce, suite aux arrêts répétitifs de la production

⁴ VA : Valeur Ajoutée.

dans les champs pétroliers, engendrés par la poursuite du déclin naturel et des troubles sociaux. De même, la production nationale de gaz a diminué de 12% sur la même période (contre -4,7% en 2018 et -6,1% en 2017) (Cf. Graph 11).

Graph. 11 : Evolution de la production de pétrole brut et de gaz naturel

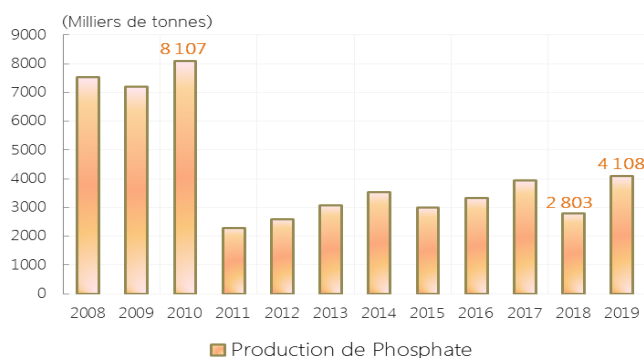


Dernières Observations : 2019

Source : Ministère de l'Industrie et des Petites et Moyennes Entreprises.

Pour le secteur minier, la VA a connu une hausse, en 2019 par rapport à 2018. La production de phosphate s'est, en effet, établie à son plus haut niveau jamais atteint depuis 2011 (4.108 mille tonnes en 2019, en augmentation de 46,6% par rapport à 2018 contre une baisse de 29,0% un an auparavant), tout en demeurant bien en deçà des niveaux enregistrés au cours de la période d'avant 2010 (Cf. Graph 12).

Graph. 12 : Evolution de la production de phosphate

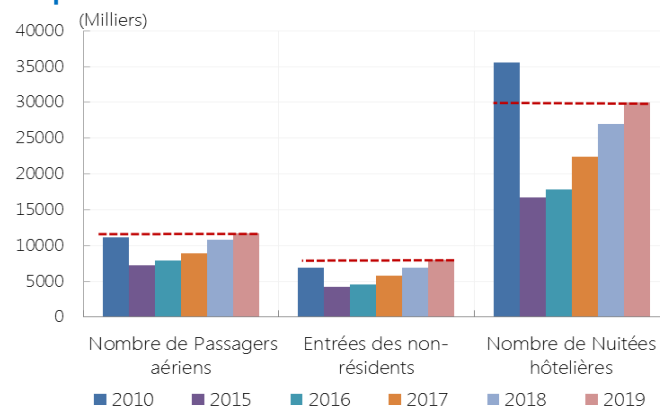


Dernières Observations: 2019.

Source : CPG.

De son côté, **le secteur des services marchands** demeure le principal contributeur à la croissance du PIB, en 2019 à la faveur, notamment, de la poursuite de la reprise de l'activité dans la branche «hôtellerie et restauration». Comparativement à 2018, les indicateurs du tourisme et du transport aérien ont affiché une nette amélioration en 2019 (Cf. Graph 13) avec des taux de variation de +15,4% pour les entrées des non-résidents, de +10,9% pour le nombre de nuitées hôtelières et de +7,5% pour le nombre de passagers aériens. Il y a lieu de noter que le nombre de passagers aériens et les entrées des non-résidents ont dépassé les niveaux de 2010, de +15,4% et +4,3% respectivement.

Graph. 13 : Evolution annuelle des indicateurs du tourisme



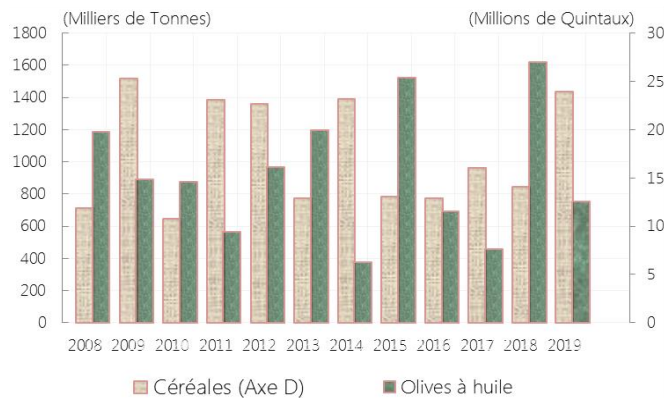
Dernières Observations: 2019.

Source : OACA, ONTT

Concernant **l'activité agricole**, la VA s'est accrue de 1,7% sur les 9 premiers mois de 2019 portant la marque d'une campagne céréalière exceptionnelle qui s'est établie à 23,8 millions de quintaux (contre 14,1 millions une année auparavant) et qui aurait compensé en partie la baisse importante de la production des olives à huile pour la saison 2018/2019 (750 mille tonnes

contre 1.616 mille tonnes réalisée durant la saison antérieure) (Cf. Graph 14).

Graph. 14 : Production annuelle des olives à huile et des céréales



Dernières Observations: 2019. Source : ONAGRI

II.2 EVOLUTION DE L'INFLATION

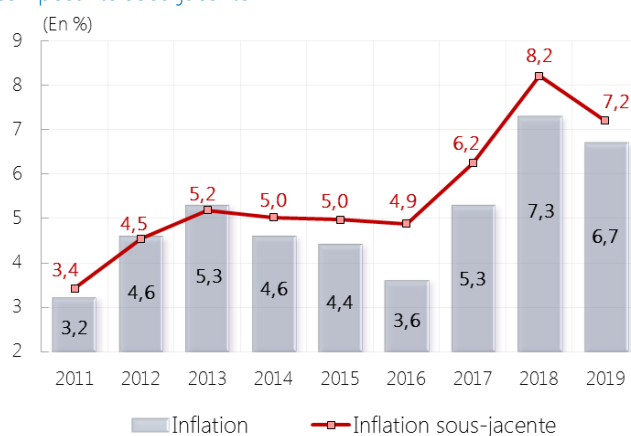
II.2.1 L'inflation en 2019

En 2019, l'inflation s'est établie à 6,7% en moyenne après 7,3% enregistré sur l'ensemble de l'année 2018 (Cf. graph 15). Cette évolution est imputable essentiellement à l'atténuation de l'inflation sous-jacente⁵ (+7,2% après +8,2% en 2018) résultant du resserrement de la politique monétaire et de l'appréciation du dinar vis-à-vis des principales devises. *En dépit de cette relative détente, l'inflation sous-jacente demeure sur un pallier élevé, dénotant du caractère persistant de l'inflation. C'est que les forces qui l'entretiennent ne sont pas effacées, et de ce fait, la Banque centrale, garant de la stabilité des prix, demeurerait vigilante quant à l'évolution de*

l'inflation et les facteurs de risques qui pèsent sur elle.

Par ailleurs, l'inflation des produits alimentaires frais et celle des produits à prix administrés ont gardé pratiquement des rythmes de progression comparables à ceux de 2018 (8,3% et 4,7% respectivement, après 8,2% et 4,6%).

Graph. 15 : Évolutions annuelles de l'inflation globale et de sa composante sous-jacente



Dernières Observations: 2019.

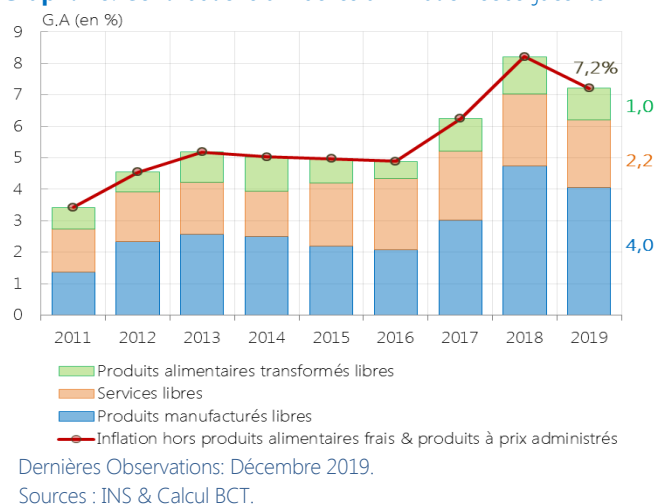
Sources : INS & Calcul BCT

L'atténuation de l'inflation sous-jacente a revêtu un caractère généralisé entre les principaux groupes de produits, quoiqu'à des degrés différents (Cf. graph 16). La décélération la plus importante a concerné les prix des produits manufacturés libres, ayant progressé de +8,8% en 2019 après +10,5% en 2018 et ce, en relation, notamment, avec le ralentissement du rythme d'accroissement des prix des voitures (+5,4% après +15,3%) qui ont profité de l'appréciation du dinar vis-à-vis des principales devises. Du côté des produits alimentaires transformés libres, les prix ont décéléré, en 2019, en évoluant de +7,2% après +8,6% en 2018 suite, essentiellement, à la baisse des prix de l'huile d'olive (-1,7% après +8,2%) et à la décélération des prix des céréales

⁵ Il s'agit de la principale mesure de l'inflation sous-jacente, à savoir « l'Inflation hors produits alimentaires frais et produits à prix administrés ».

(+7,2% après 9,7%). Egalement, mais à un moindre degré, le rythme de progression des prix des services libres s'est ralenti pour s'établir à +5,3% en 2019 après +5,6% une année auparavant, tiré essentiellement par la détente des prix des services de santé (7,4% contre 8,3%) et la baisse des tarifs publics (-0,1% après 1,6%), notamment les frais de la téléphonie et de l'internet fixes suite à la diminution du taux de la TVA de 19% à 7% dans le cadre de la LF2019.

Graph. 16: Contributions annuelles à l'inflation sous-jacente



II.2.2 Evolution de l'inflation en janvier 2020

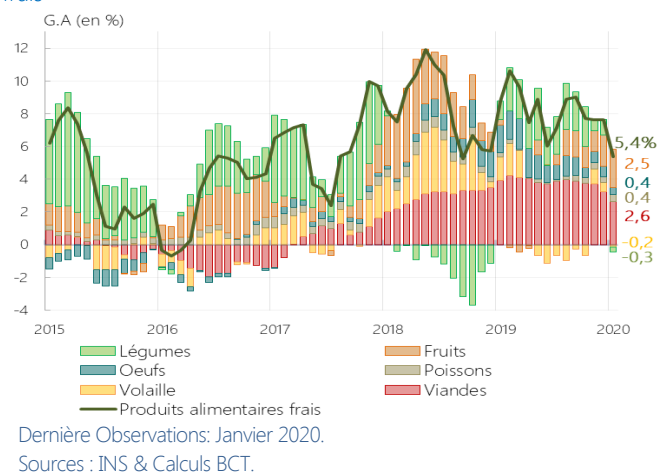
Le taux d'inflation a poursuivi, en janvier 2020, sa tendance baissière pour s'établir à 5,9% (en G.A.) après 6,1% en décembre 2019 et 7,1% un an auparavant (Cf. graph 17). Cet apaisement a été favorisé par la décélération des prix des produits alimentaires frais qui a été contrebalancée par la légère remontée de l'inflation sous-jacente et celle administrée.

Graph. 17: Évolution de l'inflation globale



Au niveau des produits alimentaires frais, la décélération du taux d'inflation (5,4% après 7,6% en décembre 2019) est imputable, en premier lieu, à la baisse des prix des légumes (-1,1% après +3,6%) et de la volaille (-1,1% après +3,5%) et, dans une moindre mesure, à la décélération des prix des œufs (+6,8% après +10,7%) et de la viande (+10,0% après +12,3%) qui ont contrasté avec l'affermissement des prix des fruits (+12,5% après +9,7%) (Cf. graph 18).

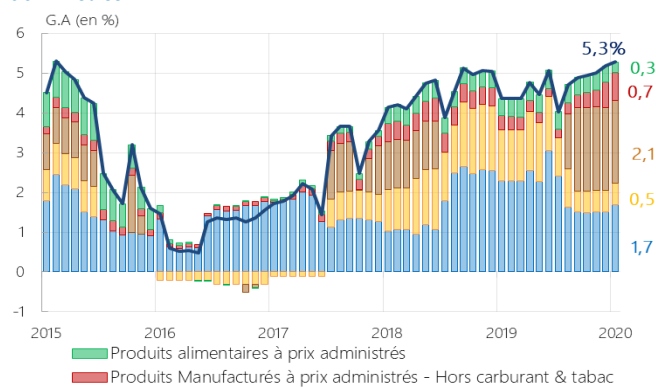
Graph. 18: Contributions à l'inflation des produits alimentaires frais



Quant aux **prix administrés**, l'accroissement s'est poursuivi, en janvier 2020, à un rythme légèrement supérieur à celui du mois précédent (5,3% après 5,2%) portant la marque des ajustements à la hausse des prix du sucre (+4,0%

après une variation nulle), du café (+2,3% après +0,2%), des tarifs de la poste (+40,9% après +5,3%) et du transfert d'argent (8,1% après une variation nulle), ainsi que de l'accélération des prix des produits pharmaceutiques (+7,4% après +6,6%) (Cf. graph 19).

Graph. 19: Contributions à l'inflation des produits à prix administrés



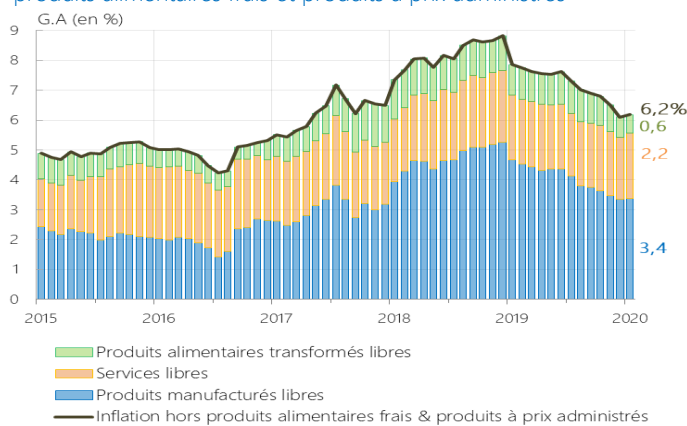
Dernière Observations: Janvier 2020.

Sources : INS & Calculs BCT.

S'agissant de *la principale mesure de l'inflation sous-jacente*, elle a enregistré une légère hausse pour s'établir à 6,2% après 6,1% en décembre 2019 et 7,9% un an auparavant (Cf. graph 20). Cette évolution est attribuable, notamment, à l'accélération de l'inflation des services libres (5,5% après 5,3% en décembre 2019), particulièrement, les services de santé et d'hygiène (9,4% après 8,9%), du loyer (5,7% après 5,3%) et de l'hébergement (17,0% après 13,9%). A l'opposée, l'inflation des produits alimentaires transformés libres est revenue de 4,9% en décembre 2019 à 4,6% en janvier 2020, résultant de la poursuite de la baisse des prix des huiles végétales (-12,7% après -9,3%), essentiellement de l'huile d'olive (-16,7% après -12,0%). Pour les produits manufacturiers à prix

libres, le taux d'inflation s'est stabilisé à 7,2% en janvier 2020, à la faveur de la décélération des prix des équipements ménagers (6,4% après 6,8%) et des matériaux de construction et d'entretien des logements (7,6% après 7,9%) et de la poursuite de la baisse des prix des voitures (-2,2% après -2,1%) qui a tiré profit de la stabilité relative du taux de change du dinar.

Graph. 20: Contributions à l'inflation sous-jacente « hors produits alimentaires frais et produits à prix administrés »

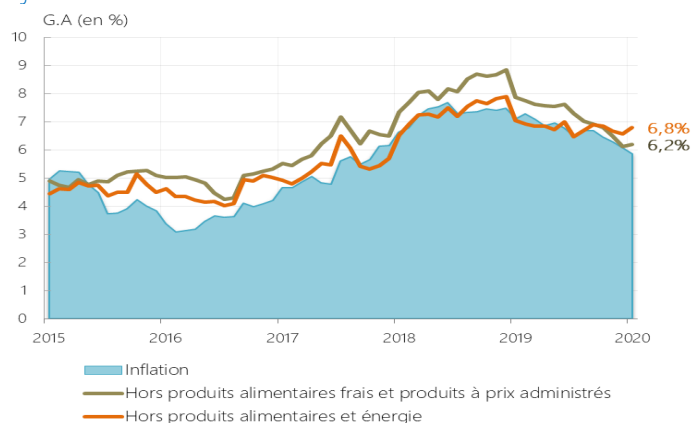


Dernières Observations: Janvier 2020.

Source : INS & Calcul BCT.

Egalement, la deuxième mesure de l'inflation sous-jacente, « hors produits alimentaires et énergie », s'est légèrement accrue en janvier 2020 pour s'établir à 6,8% et ce, après 6,6% en décembre 2019. (Cf. graph 21).

Graph. 21: Évolution des différentes mesures de l'inflation sous-jacente



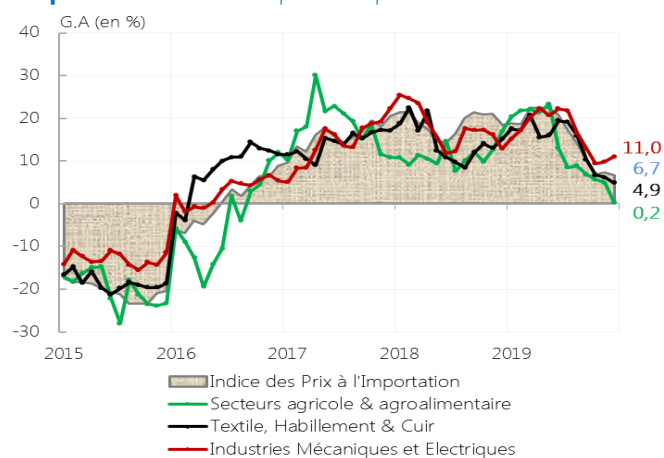
Dernières Observations: Janvier 2020.

Sources : INS & Calcul BCT.

II.2.3 Prix à l'import

Sur un autre volet, *l'indice des prix à l'importation* (Cf. graph 22) a poursuivi, en décembre 2019, sa détente, tirant profit de l'appréciation du dinar depuis le mois d'avril 2019. Sur un an, l'indice global a évolué de +6,7% en décembre après +7,2% en novembre 2019 portant la marque du ralentissement des prix à l'import dans le secteur agricole et agroalimentaire et celui du textile, habillement et cuir, lesquels prix ont progressé respectivement de 0,2% et 4,9% en décembre 2019 et ce, après 5,0% et 6,2% un mois auparavant. De l'autre côté, une accélération des prix à l'import a été relevée au niveau du secteur des industries mécaniques et électriques (+11,0% après 9,8%).

Graph. 22 : Évolution des prix à l'importation



Dernières Observations: Décembre 2019.

Sources : INS & Calcul BCT.

II.2.4 Perspectives de l'inflation à court terme

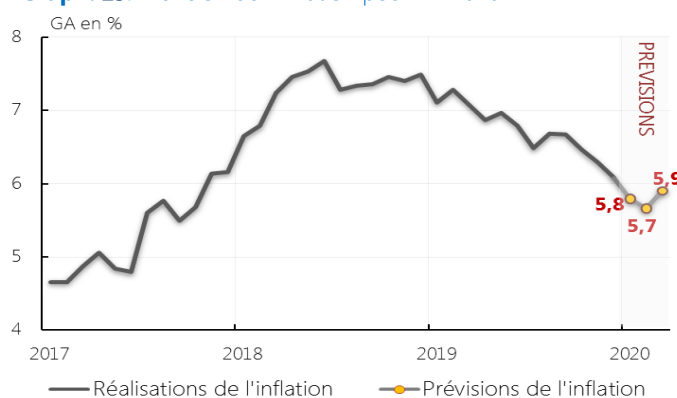
L'exercice de prévision de l'inflation pour le premier trimestre de l'année 2020 se base sur les hypothèses suivantes :

- Stabilisation du taux de change du dinar vis-à-vis des principales devises au cours du premier trimestre 2020.

- Ajustement à la hausse de quelques prix administrés (sucre, sel, café, riz, tarifs postaux et transport⁶).
- Impact baissier sur les prix de l'habillement et des chaussures, lié à la période des soldes d'hiver qui a démarré le 1^{er} février 2020 et qui durerait six semaines.
- Affermissement des prix internationaux des produits alimentaires au T4-2019.
- Rebond des prix du baril de Brent au T4-2019, notamment en décembre, pour s'établir en moyenne à 63 dollars.

Au vu des résultats de l'exercice de prévision du mois de janvier 2020, l'inflation devrait poursuivre sa décélération pour s'établir au voisinage de 5,8% au cours du 1^{er} trimestre de 2020 (contre 6,3% au T3-2019), bénéficiant d'une détente en perspective de l'inflation sous-jacente, à laquelle s'ajouterait un effet de base favorable provenant, notamment, des produits alimentaires frais. (Cf. graph 23).

Graph. 23: Prévision de l'inflation pour T1-2020



Dernières Observations: Décembre 2019. Dernière prévision : Mars 2020

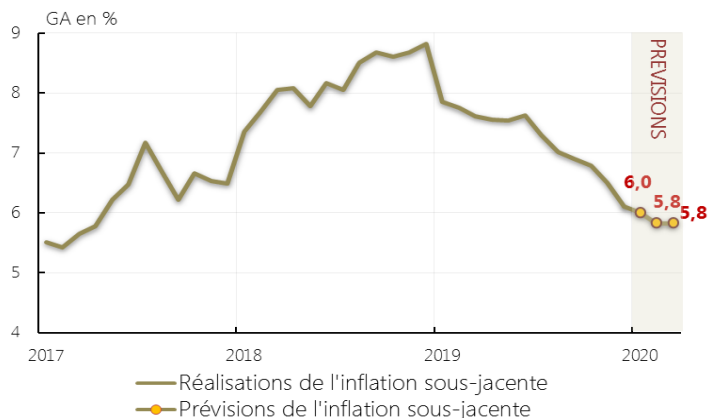
Sources : INS & Calcul BCT.

Egalement, on s'attend à une poursuite du ralentissement graduel de la principale mesure

⁶ Taxis individuels, collectifs et touristiques, louages et transport rural.

de l'inflation sous-jacente au T1-2020 pour atteindre 5,9% en moyenne contre 6,5% au T4-2019 (Cf. graph 24).

Graph. 24 : Préviation de l'inflation sous-jacente pour T1-2020



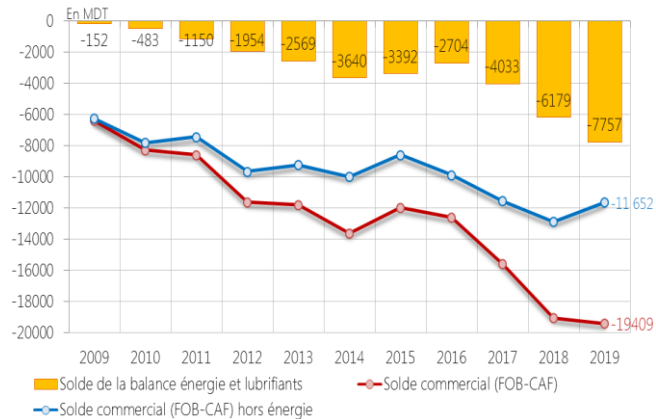
Dernières Observations: Décembre 2019. Dernière prévision : Mars 2020

Sources : INS & Calcul BCT.

II.3 PAIEMENTS EXTERIEURS ET TAUX DE CHANGE

Les échanges extérieurs ont dégagé, en 2019, un déficit commercial (FOB-CAF) de 19,4 milliards de dinars après 19 milliards en 2018. Le déficit de la balance énergétique, s'est accentué en 2019 (Cf. graph 25) à environ 7,8 milliards de dinars, *ce qui représente 40% du déficit commercial*. Hors énergie, le déficit de la balance commerciale s'est rétréci légèrement, en s'établissant à 11,7 milliards de dinars contre 12,9 milliards de dinars en 2018.

Graph. 25: Solde commercial (FOB-CAF) en millions de dinars

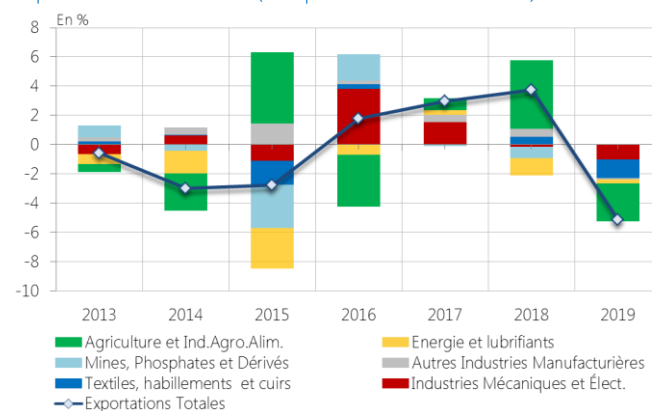


Dernière observation : Année 2019.

Source : INS.

Les recettes d'exportation se sont élevées, en 2019, à 43,9 milliards de dinars contre 41 milliards de dinars en 2018. Cette légère amélioration s'explique essentiellement par la hausse des prix à l'export (12,6% après 15% en 2018). *En termes réels, les exportations ont accusé, en 2019, une baisse marquante de -5% après une hausse de 3,5% l'année passée* (Cf. graph 26).

Graph.26: Contribution à la croissance annuelle des exportations en volume (aux prix constants de 2015)



Dernière observation : Année 2019.

Source : INS.

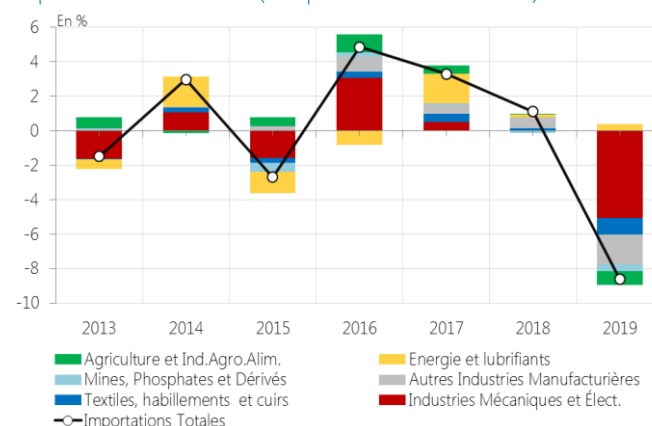
La ventilation sectorielle des exportations en volume fait apparaître une baisse quasi-généralisée quoiqu'à des degrés différents. Le premier secteur exportateur, à savoir les industries des IME (44% du total des exportations en 2019), a enregistré une baisse notable du volume de ses exportations de -2,4% après -0,5% en 2018. Cette contreperformance porte la marque, notamment, des retombées de la crise du secteur de l'automobile dans la Zone Euro depuis mi-2018. Egalement, le secteur des industries de THC (20,5% du total des exportations) n'a pas été épargné des répercussions de la régression de la production des industries de textile dans la Zone Euro. Il a affiché, un net repli du volume de ses

exportations, en 2019, de l'ordre de -6,2% après une hausse de 2,5% en 2018. Après plusieurs années de croissance positive, le secteur des autres industries manufacturières a terminé l'année 2019 sur une note négative, en affichant une régression de -0,8%. Le secteur de l'agriculture et des industries agro-alimentaires a également accusé un repli de ses exportations de -16,6% après une hausse de 42,1% en 2018, tiré par le recul des ventes de l'huile d'olive sur le marché international (172 mille tonnes contre 229,4 mille tonnes exportés en 2018). Le repli des exportations du secteur de l'énergie s'est poursuivi en 2019, quoiqu'à un rythme moins soutenu (-7,3% après -16,5% en 2018), sous l'effet de la baisse de la production du pétrole. Finalement, la baisse des exportations du secteur des mines, phosphates et dérivés, s'est atténuée à -1% en 2019, après -12,9% l'année précédente.

Les dépenses d'importation ont, quant à elles, franchi la barre des 63 milliards de dinars en 2019, en progression de 5,4% par rapport aux réalisations de 2018, soutenues par la hausse des prix à l'import (15,8% après 18,8% en 2018). Hors effet prix, les importations en volume se sont contractées de -9% contre une hausse de 1% en 2018. Mis à part le secteur de l'énergie, tous les secteurs d'activités économiques ont affiché, en 2019, des baisses du volume de leurs importations (Cf. graph 27). En effet, celles du secteur des IME ont chuté de -12,1% contre une quasi-stagnation de 0,1% en 2018. Egalement, le secteur du THC a réduit ses importations de -8,4% contre 1,2% l'année passée. Dans le même sillage, les importations du secteur de l'agriculture et de l'agroalimentaire et celui des mines, phosphates et

dérivés ont régressé de -6,7% et -24,3% respectivement (contre +0,3% et -5,1% en 2018). En revanche, les importations du secteur de l'énergie ont poursuivi leur ascension, en augmentant de 2,7% après 1,3% en 2018. Cette évolution porte la marque de la forte hausse de la facture du gaz naturel (1.258 millions de dollars américains contre 818 millions en 2018).

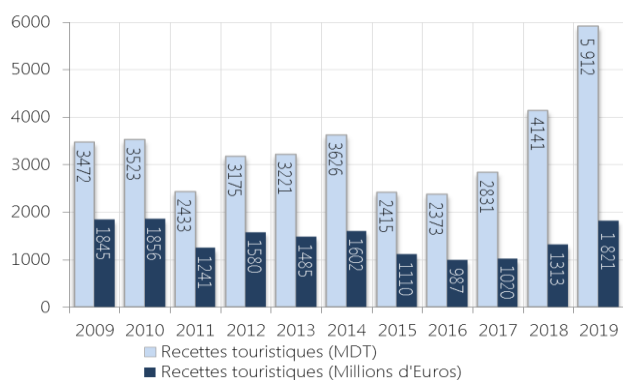
Graph. 27: Contribution à la croissance annuelle des importations en volume (aux prix constants de 2015)



Dernière observation : Année 2019.

Source : INS.

Du côté de la balance des services, les recettes touristiques se sont affermies, en 2019, à la faveur du renforcement continu des flux touristiques en provenance, notamment, des marchés traditionnels, notamment les marchés européens (2,8 millions touristes après 2,4 millions en 2018). Elles ont totalisé, en 2019, 1.821 millions d'euros (ou 5.912 MDT), soit le niveau le plus haut depuis 2010 (Cf. graph 28).

Graph. 28: Recettes touristiques annuelles exprimées en euro et en dinar

Dernières observations : Année 2019.

Source : BCT.

Les revenus du travail (en espèces) se sont également améliorés, en 2019, en s'établissant à 1.517 millions d'euros (ou 4.949 MDT), en hausse de 14,2% par rapport aux réalisations de l'année passée (Cf. graph 29).

Graph. 29: Revenus du travail annuels exprimés en euro et en dinars

Dernières observations : Année 2019.

Source : BCT.

L'amélioration de la balance des services et des revenus des facteurs, en 2019, a atténué substantiellement l'impact du creusement du déficit commercial sur la balance des opérations courantes. Ainsi, le solde courant s'est établi à -10 milliards de dinars (ou -8,8% du PIB) après avoir atteint un record historique de -11,7 milliards (ou -11,1% du PIB) en 2018. Hors énergie, le solde courant s'est mieux comporté comparativement aux années antérieures avec seulement -2% du

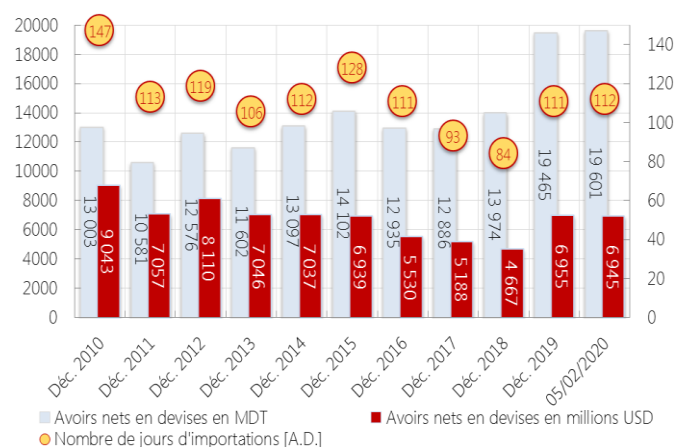
PIB (Cf. graph 30), contre une moyenne de -5,3% pour la période comprise entre 2011-2018.

Graph. 30 : Soldes courants total et hors énergie en pourcentage du PIB

Dernières observations : Année 2019.

Source : BCT.

Les réserves de change se sont significativement consolidées en 2019, en se situant à 6.955 millions de dollars américains (ou 111 jours d'importation), et ce, après trois ans de baisses continues (Cf. graph 31). Depuis le début de l'année 2020 et jusqu'au 5 février, les réserves de change se sont maintenues proches des niveaux de fin 2019.

Graph. 31 : Evolution des avoirs nets en devises (en MDT et en millions de dollars US)

Dernières observations : 05 février 2020.

L'appréciation du taux de change du Dinar vis-à-vis des principales devises entamée depuis avril 2019, s'est poursuivie au début de l'année 2020 (Cf. graph 32). Durant le mois de janvier 2020, le taux de change mensuel moyen du dinar s'est

apprécié de 10,2% (en G.A.) et de 7,2% (en G.A.) vis-à-vis de l'euro et du dollar américain, respectivement.

Graph.32 : Evolution des taux de change



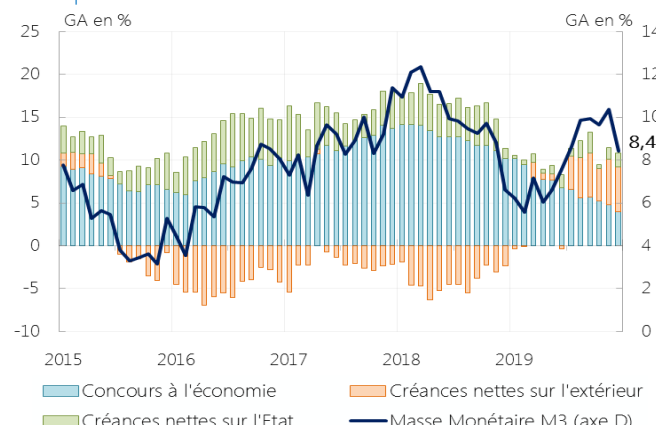
Dernières observations : 5 février 2020.

Sources : BCT et Banque de France.

II.4 MONNAIE ET CREDITS

Comparativement à la même période de l'année précédente, la masse monétaire au sens de M3 s'est accélérée en décembre 2019 (+8,4%, en G.A. contre +6,6% à fin 2018). Cette évolution porte la marque, notamment, de la reprise de la contribution des créances nettes sur l'extérieur (5,2pp après -2,3pp) (Cf. Graph 33).

Graph. 33 : Evolution de la masse monétaire et de ses contreparties



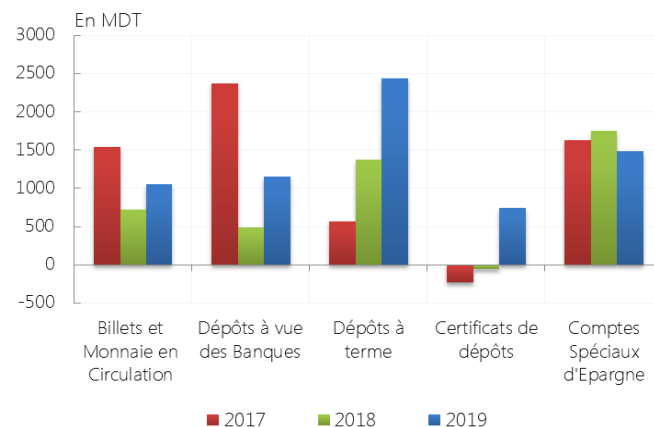
Dernières observations: Décembre 2019.

Source : BCT.

Quant aux ressources monétaires, une hausse notable des dépôts à terme et à un moindre

degré, des certificats de dépôts a été relevée en 2019, traduisant un engouement vers cette catégorie d'actifs monétaires compte tenu de leurs rémunérations attractives (Cf. Graph 34).

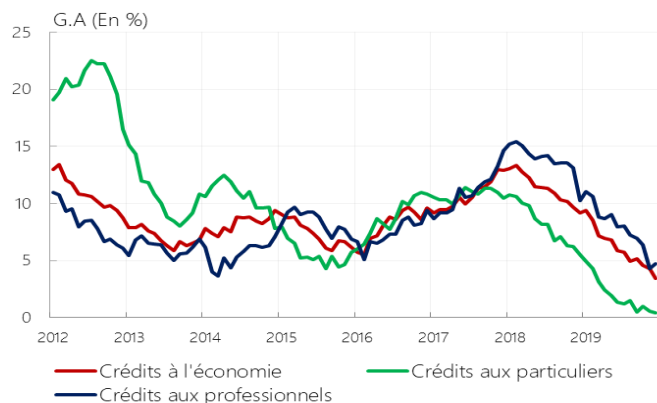
Graph. 34 : Evolution des ressources monétaires par catégorie au cours du mois de décembre durant les trois dernières années



Dernières observations: Décembre 2019.

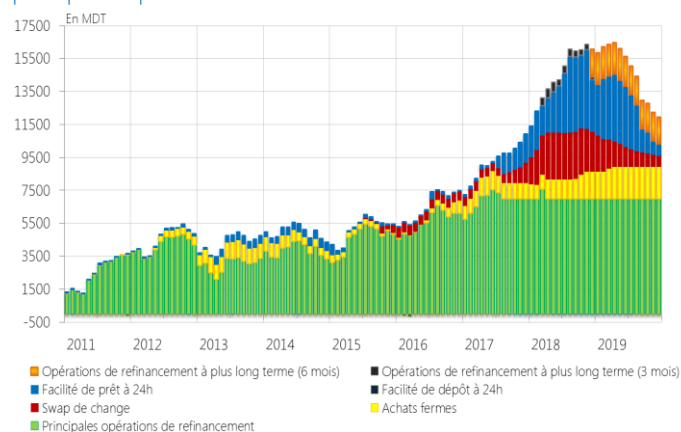
Source : BCT

Concernant les crédits à l'économie, ils ont connu un fort ralentissement en évoluant de 3,6% en G.A. à fin 2019 après 8,9% une année auparavant. Cette évolution s'explique par la forte décélération des crédits aux particuliers (0,4% en décembre 2019 contre 5,5% en 2018) et des crédits aux professionnels (4,7% en 2019 contre 10,2%). (Cf. Graph 35). La décélération des crédits aux particuliers a concerné, à la fois, les crédits à la consommation (1,9% à fin 2019 contre 10,3%) et au logement (1,9% à fin 2019 contre 6,5%) en relation avec l'effet du resserrement de la politique monétaire sur la capacité d'endettement des ménages. Pour les crédits aux professionnels, le ralentissement a revêtu un caractère généralisé en touchant tous les secteurs d'activité, notamment le secteur industriel.

Graph. 35 : Evolution des crédits à l'économie

Dernières observations: 2019.

Source : BCT.

Graph. 36 : Evolution du volume global de refinancement par principales opérations

Dernières observations : Décembre 2019.

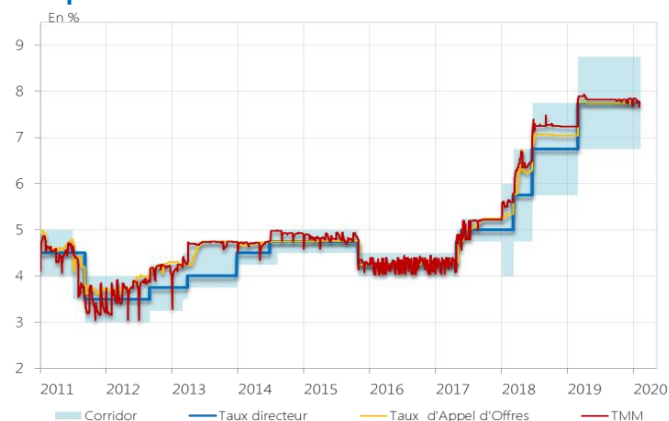
II.5 LIQUIDITE ET TAUX D'INTERET

Les besoins moyens des banques en liquidité se sont maintenus, en décembre 2019, sur une tendance baissière pour avoisiner 11,8 milliards de dinars après 12,2 milliards le mois précédent et contre 16 milliards un an auparavant. Cette évolution a été soutenue, notamment, par la poursuite des opérations de vente de devises par les banques à la BCT (opérations nettes de 643 MDT) et les effets expansifs exercés par le retour des billets de banques (129 MDT).

Ainsi, les interventions de la BCT se sont contractées, d'un mois à un autre, de 173 MDT en décembre 2019, pour s'établir à 11,3 milliards de dinars. Cette baisse s'explique par la réduction des opérations de refinancement à plus long terme (6 mois) de 96 MDT et des opérations de swap de change, pour des fins de politique monétaire, de 77 MDT.

Le recours des banques à la facilité permanente de prêt à 24H a également poursuivi sa contraction, en décembre 2019, de 102 MDT par rapport au mois de novembre, pour se situer à 704 MDT contre 3.159 MDT un an auparavant.

S'agissant des taux d'intérêt, le taux moyen pondéré (TMP) des opérations principales de refinancement s'est maintenu, en décembre 2019, inchangé à 7,75%. Quant au TMM, il a quasiment stagné au voisinage du niveau enregistré un mois auparavant, soit 7,81% après 7,80% en novembre 2019 (Cf. graph 37).

Graph. 37: Evolution des taux d'intérêt

Dernières observations : 5 février 2020.

II.6 PERSPECTIVES DE L'INFLATION A MOYEN TERME

Le *taux d'inflation* s'est atténué à 6,7% en 2019, après un pic à 7,3% en moyenne en 2018. Les dernières prévisions de la BCT laissent entrevoir une poursuite de cette graduelle détente du rythme de progression des prix à la

consommation dans les mois à venir. Elles tablent sur un taux d'inflation moyen de 5,3% en 2020, niveau auquel il devrait se stabiliser aussi en 2021 (Cf. Tab 3).

Tab 3: Prévisions de l'inflation (moyennes annuelles)

En %	2018	2019	2020	2021
Inflation	7,3	6,7	5,3	5,3
Inflation sous-jacente*	8,2	7,2	5,8	6,3

(*) Inflation hors produits alimentaires frais et produits administrés.

Source : Calculs BCT.

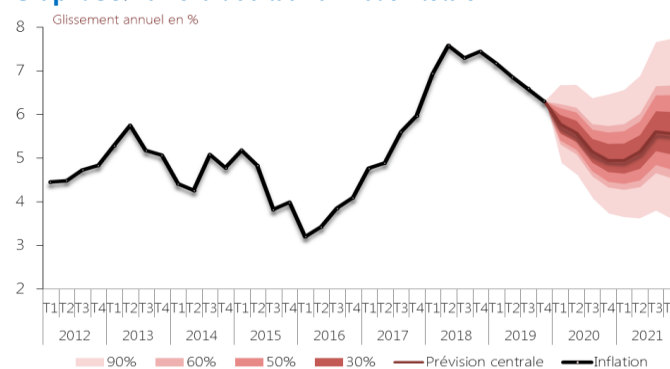
Par principale composante, *l'inflation des produits administrés* devrait poursuivre son ascension durant le premier trimestre 2020, pour atteindre un niveau historiquement élevé de 5,5%, et serait portée par la hausse des prix de certains produits à prix administrés, prévue dans la LF2020 et un effet de base haussier important. Au-delà, l'inflation des produits administrés devrait s'atténuer graduellement pour avoisiner 3,9%, sur l'ensemble de l'année 2020 et 2,7% en 2021, après avoir atteint des niveaux historiquement élevés durant les deux dernières années (4,6% en 2018 et 4,7% en 2019).

Quant à l'inflation des produits alimentaires frais, elle devrait s'inscrire en baisse graduelle, revenant de 8,3% en 2019 à 6% en 2020 et 5% en 2021. Le renforcement progressif de la production et l'absence de tensions importante au niveau de la demande devraient contribuer à la décélération de cette composante de prix à la consommation.

L'inflation sous-jacente, mesurée par l'indice des prix à la consommation hors produits frais et produits à prix administrés, devrait s'atténuer graduellement pour s'établir, en moyenne, à 5,8% en 2020 après 7,2% en 2019. Cette

décélération serait favorisée par l'appréciation récente et passée du taux de change du dinar et les perspectives modérées de la demande, ainsi que la contribution importante de la baisse des prix de l'huile d'olive (estimée à -0,4 p.p.). En revanche, d'autres facteurs inflationnistes devraient freiner la poursuite de la décélération de l'inflation sous-jacente en 2021, tels que l'orientation haussière des prix internationaux des principaux produits de base et les pressions sur le budget de l'Etat et la balance des paiements. Les récentes prévisions laissent présager une hausse de l'inflation sous-jacente à 6,3% en moyenne en 2021.

Graph. 38: Fan chart du taux d'inflation totale



Dernière prévision : T4-2021. Source : Calculs BCT.

La persistance de l'inflation sous-jacente à des niveaux encore élevés, à court et à moyen terme en dépit d'une certaine détente, et les risques entourant la trajectoire future de l'inflation appellent à la vigilance. D'ailleurs, le Conseil d'Administration de la Banque centrale réuni le 6 février 2019, a jugé que le niveau actuel du taux directeur de 7,75% reste approprié et a décidé de le maintenir inchangé.

Tab. 4 : Facteurs de risque sur les perspectives d'évolution de l'inflation.

Zone du risque	Description	Sens
Prix internationaux	- Prix des produits alimentaires de base. - Prix du pétrole et du gaz naturel. - Prix des autres matières premières (métaux, cotons,...).	
Coûts de production	- Coûts des intrants. - Effets indirects des hausses des prix de l'énergie.	
Finances publiques	- Relèvement des prix à la pompe. - Relèvement des prix administrés (électricité et gaz de ville, autres produits).	
Demande de consommation	- Hausse des salaires dans les secteurs privé et public. - Perspectives d'une demande étrangère en biens et services en hausse modérée.	
Balance des paiements et taux de change	- Maintien des pressions sur la balance des opérations courantes. - Hausse du service de la dette extérieure. - Pressions sur le taux de change du dinar.	