

## EVOLUTIONS ECONOMIQUES ET MONETAIRES ET PERSPECTIVES A MOYEN TERME

### Contexte international

- Révision à la baisse de la croissance mondiale touchant la majorité des économies des pays avancés.
- Orientation globalement à la baisse des principaux indices des prix internationaux des produits de base et des matières premières au cours du troisième trimestre 2019.
- Nette décélération de l'inflation dans les principales économies avancées.

### Contexte national

- Stabilisation de l'inflation globale, en septembre 2019, au même niveau du mois précédent, soit 6,7% en G.A après 7,4% une année auparavant.
- Poursuite de la décélération de l'inflation sous-jacente « hors produits alimentaires frais et produits à prix administrés », revenant de 8,7% en septembre 2018 à 7% en août 2019 puis à 6,9% en septembre 2019.
- Les prévisions tablent sur une progression de l'inflation de 6,4% au terme du dernier trimestre et de 6,8%, en moyenne, pour l'ensemble de l'année 2019.
- Accélération du rythme de progression de la masse monétaire M3 en août 2019 tirée, notamment, par la hausse des créances nettes sur l'Extérieur et sur l'Etat.
- Atténuation du déficit courant (6,4% à fin septembre 2019 contre 8% une année auparavant), à la faveur du resserrement de la politique monétaire qui s'est conjugué à la bonne tenue des recettes touristiques et des revenus du travail.
- Baisse sensible des besoins des banques en liquidité en septembre 2019 occasionnée, d'une part, par un retour important des billets de banques, et d'autre part, par la hausse des opérations de vente de devises par les banques à la BCT.
- Relative détente du TMM, au mois de septembre 2019, en s'établissant à 7,82%, traduisant l'amélioration graduelle de la liquidité bancaire

**Octobre 2019**

## I. CONJONCTURE INTERNATIONALE

### I.1 ACTIVITE ECONOMIQUE

Le ralentissement de l'activité économique mondiale, observé depuis l'année 2018, s'est poursuivi au cours de la période récente, dans un contexte caractérisé par l'aggravation des conflits commerciaux entre les Etats-Unis d'Amérique, la Chine et l'Union Européenne, l'incertitude accrue qui entoure les échanges commerciaux, l'affaiblissement de l'industrie manufacturière mondiale, l'accroissement des tensions géopolitiques et la faiblesse de la demande extérieure qui pèse sur l'investissement.

D'ailleurs, les chiffres de la croissance économique mondiale de l'année 2019 ont été, encore une fois, révisés à la baisse<sup>1</sup> pour s'établir à 3,0% après 3,6% en 2018 et 3,8% en 2017, soit leur plus bas niveau depuis la crise financière internationale (Cf. Tab1). Cette révision a touché la majorité des économies avancées à l'instar de la Zone Euro (1,2% après 1,9% en 2018), les Etats-Unis (2,4% après 2,9%) et le Royaume-Uni (1,2% après +1,4%). Pour sa part, la croissance chinoise s'inscrirait à la baisse en 2019, en évoluant de 6,1% après 6,6% estimée en 2018 et ce, sous l'effet des mesures prises afin de maîtriser la dette. A contrario, il est attendu que l'activité économique japonaise enregistre un léger mieux en 2019 (0,9 % après 0,8% en 2018) et ce, grâce notamment au dynamisme de la consommation domestique.

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

|                             | Croissance Annuelle |      |               |               | Var. Trim. |       |      |       |
|-----------------------------|---------------------|------|---------------|---------------|------------|-------|------|-------|
|                             | 2017                | 2018 | 2019          |               | 2018       |       | 2019 |       |
|                             |                     |      | PREV. Juillet | PREV. Octobre | T3         | T4    | T1   | T2    |
| <b>ECONOMIES AVANCEES</b>   |                     |      |               |               |            |       |      |       |
| <b>Etats-Unis</b>           | 2,4%                | 2,9% | 2,6%          | 2,4%          | 0,7%       | 0,3%  | 0,8% | 0,5%  |
| <b>Zone Euro</b>            | 2,5%                | 1,9% | 1,3%          | 1,2%          | 0,2%       | 0,2%  | 0,4% | 0,2%  |
| France                      | 2,3%                | 1,7% | 1,3%          | 1,2%          | 0,3%       | 0,4%  | 0,3% | 0,3%  |
| Allemagne                   | 2,5%                | 1,5% | 0,7%          | 0,5%          | -0,1%      | 0,2%  | 0,4% | -0,1% |
| Italie                      | 1,7%                | 0,9% | 0,1%          | 0,0%          | -0,1%      | -0,1% | 0,1% | 0,1%  |
| Espagne                     | 3,0%                | 2,6% | 2,3%          | 2,2%          | 0,5%       | 0,6%  | 0,7% | 0,4%  |
| <b>Royaume-Uni</b>          | 1,8%                | 1,4% | 1,3%          | 1,2%          | 0,7%       | 0,2%  | 0,5% | -0,2% |
| <b>Japon</b>                | 1,9%                | 0,8% | 0,9%          | 0,9%          | -0,5%      | 0,4%  | 0,7% | 0,4%  |
| <b>ECONOMIES EMERGENTES</b> |                     |      |               |               |            |       |      |       |
| <b>Chine</b>                | 6,8%                | 6,6% | 6,2%          | 6,1%          | 1,6%       | 1,5%  | 1,4% | 1,6%  |

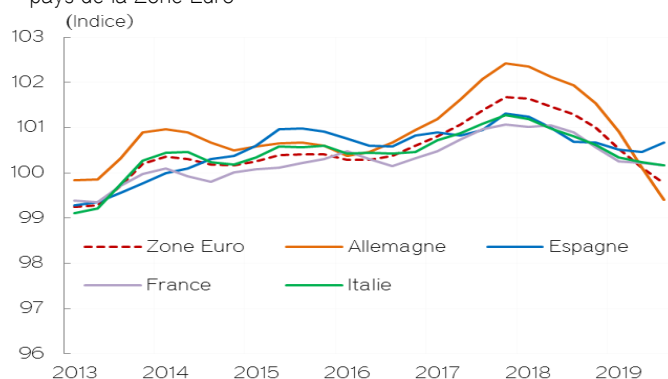
Dernières observations: T3-2019

Source des variations trimestrielles : OCDE – EUROSTAT

Source des données annuelles : World Economic Outlook – FMI – Octobre 2019

En se focalisant sur la conjoncture économique dans la Zone Euro, principal partenaire commercial de la Tunisie, il est attendu que l'activité progresse au même rythme que celui enregistré au T2-2019<sup>2</sup>, soit 0,2% en V.T, au cours des troisième et quatrième trimestres de l'année courante, portant la marque d'une croissance atone en Italie et en Allemagne, relativement résiliente en France et modérée en Espagne.

Graph. 1 : Indices de confiance des entreprises dans les principaux pays de la Zone Euro



Dernières observations: 2019-T3. Source : OCDE.

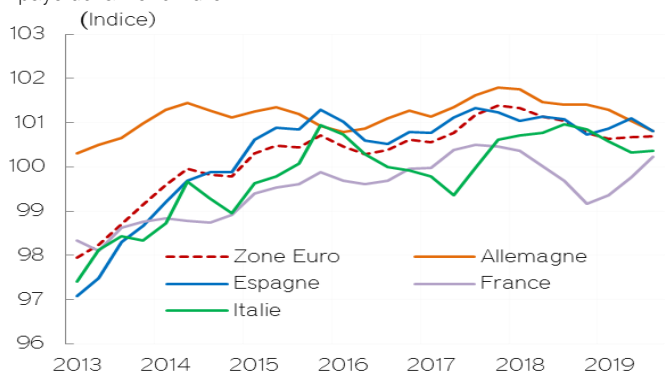
<sup>1</sup> "World Economic Outlook", FMI (Octobre 2019).

<sup>2</sup> Prévisions de l'INSEE – Institut National de la Statistique et des Etudes Economiques – France – Octobre 2019.

Au cours du troisième trimestre de l'année 2019, l'indice de confiance des entreprises manufacturières s'est dégradé davantage dans l'ensemble des pays de la Zone Euro. Cette dégradation a été fortement perceptible en Allemagne bien que le moral des industriels se soit quelque peu amélioré en Espagne (Cf. graph 1).

Du côté des ménages, le climat de confiance est demeuré fragile au cours du T3-2019. Parmi les principales évolutions, on notera l'accentuation du repli en Allemagne et le retour à la hausse en France. Cette dernière évolution est en liaison directe avec la vigueur du pouvoir d'achat qui serait encore soutenu, au 4<sup>ème</sup> trimestre, par la réduction de la taxe d'habitation (Cf. graph 2).

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

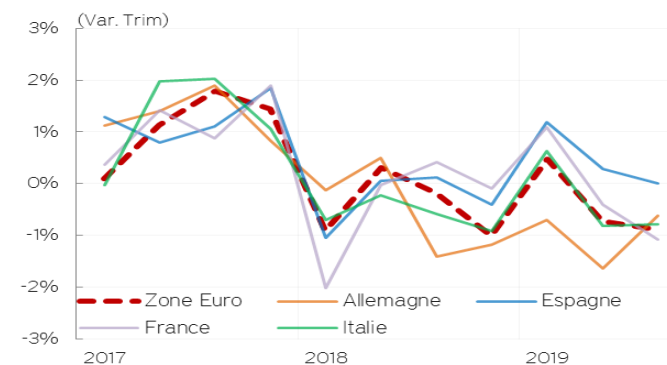


Dernières observations: 2019-T3. Source : OCDE

Quant à la production industrielle manufacturière, l'acquis de croissance de l'IPI, pour le 3<sup>ème</sup> trimestre 2019, laisse entrevoir une baisse supplémentaire de 0,9% (en V.T) pour l'ensemble des pays de la Zone Euro et ce, après avoir reculé de 0,7% au T2-2019 (Cf. graph 3). A l'exception de l'Espagne où l'indice connaîtrait plutôt une stagnation (après +0,3% au T2-2019), la France, l'Italie et l'Allemagne devraient

enregistrer une baisse de leur production manufacturière de l'ordre de 1,1%, 0,8% et 0,6% respectivement (après -0,4%, -0,8% et -1,6% au T2-2019).

**Graph. 3 :** Indice de la production industrielle manufacturière dans les principaux pays de la Zone Euro

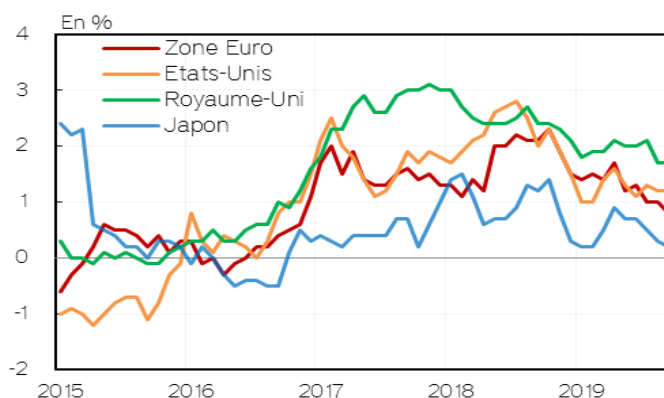


Dernières observations: 2019-T3 (Acquis). Source : EUROSTAT.

## I.2 INFLATION ET PRIX DES PRODUITS DE BASE

Sur l'ensemble du troisième trimestre de l'année 2019, l'inflation dans la plupart des économies avancées s'est inscrite en nette décélération et s'est fortement ressentie, d'une part, de la baisse des prix du pétrole et d'autre part, d'une conjoncture internationale défavorable (Cf. graph 4).

**Graph. 4 :** Evolution du taux d'inflation dans les principales économies avancées



Dernières Observations: Septembre 2019. Source : Datastream

Du côté de la Zone Euro, l'inflation (calculée sur la base de l'IPCH trimestriel en G.A) s'est encore éloignée de sa cible de 2,0% pour s'établir à 0,9% au troisième trimestre après 1,4% un

trimestre auparavant. Pour ce qui est des Etats-Unis et du Royaume-Uni, l'inflation est revenue, respectivement, de 1,3% et 2,0% au T2-2019 à 1,2% et 1,8% au T3-2019. Ces évolutions ont bien induit une révision à la baisse des perspectives de l'inflation pour l'ensemble de l'année 2019. D'ailleurs, d'après les prévisions les plus récentes du Fonds Monétaire International (FMI), l'inflation moyenne des économies avancées devrait se situer à 1,5% durant l'année en cours, et ce, après 2,0% en 2018.

Au niveau des principales économies émergentes et en développement, l'inflation est demeurée relativement modérée au cours du troisième trimestre de l'année 2019, à l'exception de celle de la Turquie dont les niveaux sont restés relativement élevés (13,7%, contre 18% au T2-2019) malgré la décélération observée au courant du mois de septembre (9,3%), enregistrant son plus bas niveau depuis janvier 2017 et ce, en liaison avec la stabilité de sa monnaie nationale. Selon les dernières projections du FMI, l'inflation des économies émergentes et en développement devrait évoluer, en 2019, à un rythme similaire à celui de l'année 2018, soit 4,7% après 4,8% (Cf. Tab 2).

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

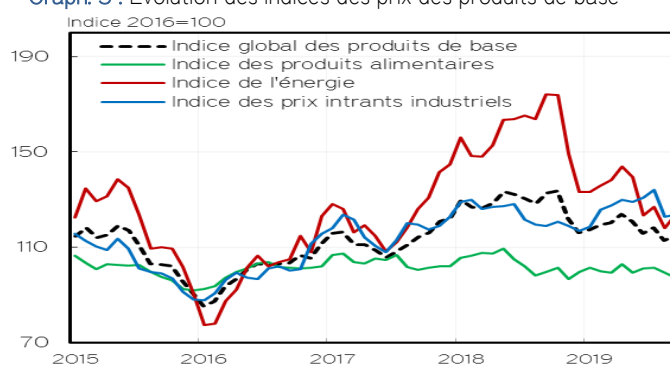
|                                         | Moyenne de la période |         |           |           |      | 2018 | 2019 <sup>(*)</sup> |
|-----------------------------------------|-----------------------|---------|-----------|-----------|------|------|---------------------|
|                                         | 2019                  |         |           |           |      |      |                     |
|                                         | T2-2019               | T3-2019 | Août-2019 | Sept-2019 |      |      |                     |
| ECONOMIES AVANCEES                      |                       |         |           |           |      |      |                     |
| Etats-Unis                              | 1,3                   | 1,2     | 1,2       | 1,2       | 2,4  | 1,8  |                     |
| Zone Euro                               | 1,4                   | 0,9     | 1,0       | 0,8       | 1,8  | 1,2  |                     |
| France                                  | 1,3                   | 1,2     | 1,3       | 1,1       | 2,1  | 1,2  |                     |
| Italie                                  | 0,9                   | 0,3     | 0,5       | 0,2       | 1,2  | 0,7  |                     |
| Allemagne                               | 1,6                   | 1,0     | 1,0       | 0,9       | 1,9  | 1,5  |                     |
| Espagne                                 | 1,0                   | 0,4     | 0,4       | 0,2       | 1,7  | 0,7  |                     |
| Royaume-Uni                             | 2,0                   | 1,8     | 1,7       | 1,7       | 2,5  | 1,8  |                     |
| Japon                                   | 0,8                   | 0,3     | 0,3       | 0,2       | 1,0  | 1,0  |                     |
| ECONOMIES EMERGENTES & EN DEVELOPPEMENT |                       |         |           |           |      |      |                     |
| Russie                                  | 5,0                   | 4,3     | 4,3       | 4,0       | 2,9  | 4,7  |                     |
| Chine                                   | 2,6                   | 2,9     | 2,8       | 3,0       | 2,1  | 2,3  |                     |
| Turquie                                 | 18,0                  | 13,7    | 15,0      | 9,3       | 16,3 | 15,7 |                     |
| Inde                                    | 3,1                   | 3,5     | 3,3       | 4,0       | 3,4  | 3,4  |                     |
| Maroc                                   | 0,2                   | 0,5     | 0,8       | 0,3       | 1,9  | 0,6  |                     |

Dernières observations: Septembre 2019. Source des réalisations : Datastream

(\*) World Economic Outlook – FMI – Octobre 2019

*Les prix internationaux des matières premières* se sont, globalement, orientés à la baisse au cours du troisième trimestre de l'année 2019, dans un contexte caractérisé par l'escalade des tensions commerciales, l'accroissement des incertitudes et le ralentissement de l'activité industrielle (Cf. graph 5).

Graph. 5 : Evolution des Indices des prix des produits de base

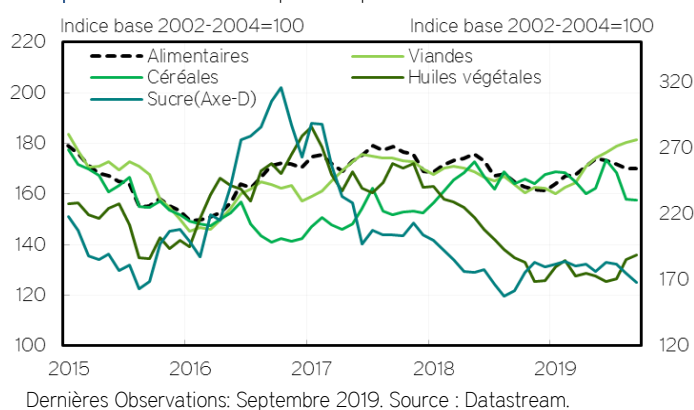


Dernières Observations: Septembre 2019. Source : Datastream.

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), une baisse de 1,2% (en V.T) a été enregistrée au cours du troisième trimestre de l'année 2019, portant la marque de la décélération des prix du sucre et de celle des

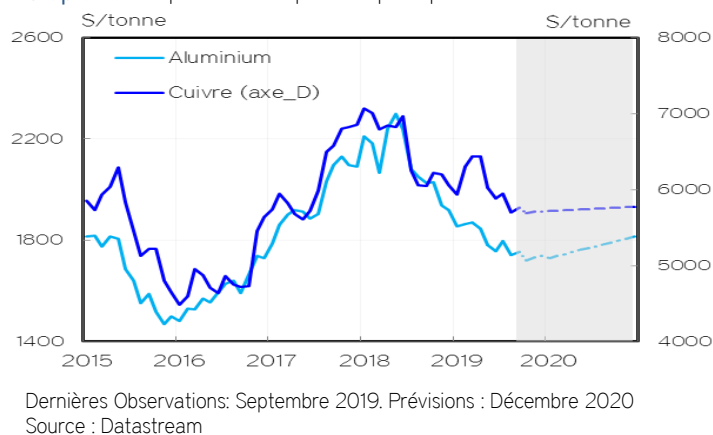
céréales en relation avec la hausse saisonnière de la disponibilité à l'exportation de ces dernières, notamment, en provenance des États-Unis. Toutefois, ce ralentissement a été partiellement compensé par la hausse plus soutenue des prix des huiles végétales et de ceux de la viande suite à la propagation des épidémies qui a provoqué un resserrement de l'offre (Cf. graph 6).

Graph. 6 : Indice FAO des prix des produits alimentaires



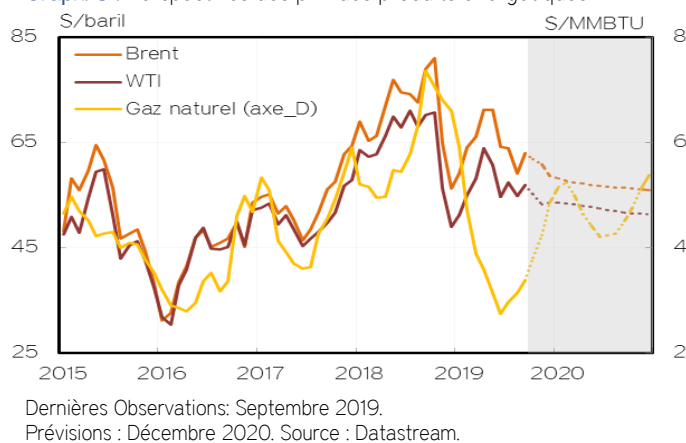
En ce qui concerne les prix des métaux, ils ont connu globalement une baisse sur l'ensemble du 3<sup>ème</sup> trimestre, tirée principalement par le recul des prix du cuivre, malgré les récentes baisses de la production en République du Congo, et des prix de l'aluminium et ce, sous l'effet du repli de la demande chinoise pour les besoins du marché automobile. De leur part, les prix du minerai de fer se sont davantage accrus au T3-2019, suite aux ruptures d'approvisionnement provoquées par la catastrophe du barrage des résidus miniers de Vale au Brésil survenue en janvier, et par les répercussions du cyclone tropical Veronica qui a frappé l'Australie, en mars dernier. Les derniers contrats à terme (au 15 octobre 2019) laissent entrevoir un renforcement graduel des prix internationaux de l'aluminium et une quasi-stabilité des prix du cuivre (cf. graph 7).

Graph. 7 : Perspectives des prix des principaux métaux



Pour ce qui est des prix du pétrole, la tendance haussière observée depuis le début de l'année 2019 s'est interrompue en juin, et le Brent a atteint un creux de 59 dollars le baril en août et ce, sous l'effet de la baisse de la demande mondiale du brut qui a été conjuguée à des niveaux record de la production américaine. En septembre, l'attaque contre deux installations pétrolières saoudiennes, vers la fin de la première quinzaine dudit mois, a contribué à accroître légèrement les prix du baril de Brent pour se situer à 62,8 dollars. Selon les contrats à terme de la première quinzaine du mois d'octobre, le prix du baril de Brent devrait se situer à 63 dollars en 2019 avant de revenir à 57 dollars en 2020 (Cf. graph 8).

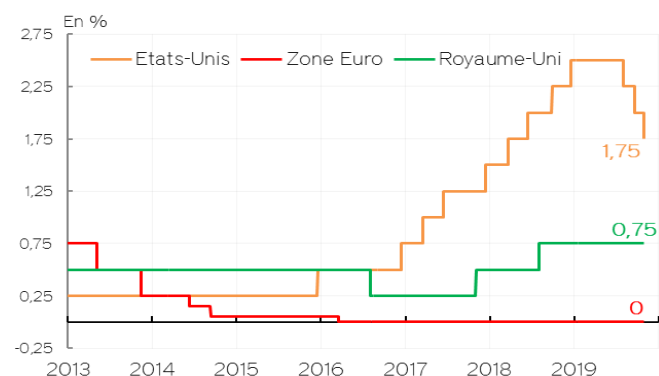
Graph. 8 : Perspectives des prix des produits énergétiques



### I.3 CONDITIONS MONÉTAIRES ET FINANCIÈRES :

En réponse au ralentissement économique mondial, les banques centrales se sont orientées vers l'assouplissement de leurs politiques monétaires. La Réserve Fédérale Américaine (Fed) a baissé, le 30 octobre, son taux directeur de 25 points de base pour la 3<sup>ème</sup> fois consécutive durant les trois derniers mois, évoluant ainsi dans la fourchette de 1,5% à 1,75%, après avoir entériné une fourchette allant de 1,75% à 2% en septembre dernier. Egalement, la Banque Centrale Européenne (BCE) a baissé, le 12 septembre 2019, le taux d'intérêt de la facilité de dépôt à 24H de -0,4% à -0,5%. De son côté, la Banque d'Angleterre (BOE) a annoncé, à l'issue de la réunion du Comité de politique monétaire en date du 19 septembre 2019, le maintien de son taux directeur à 0,75%.

Graph. 9: Evolution des taux directeurs dans les principales économies avancées



Dernières observations: Octobre 2019. Source : BIS

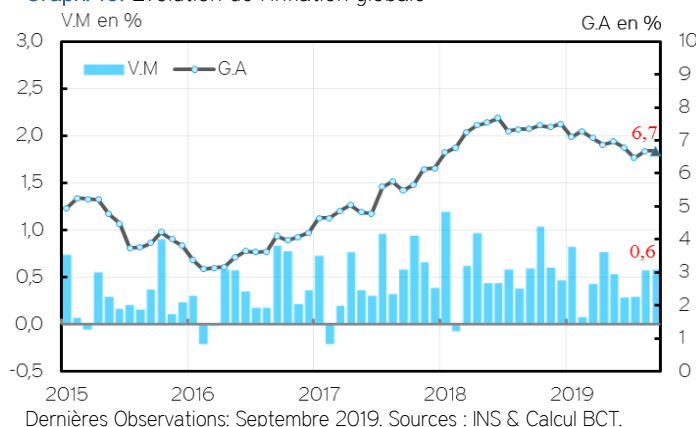
*Pour ce qui est des principaux indices boursiers internationaux*, ils se sont orientés à la hausse au cours du mois de septembre 2019, gagnant +2,9% pour S&P, +1,9% pour FTSE 100, +4,6% pour DOW JONES et +5,0% pour CAC 40.

## II. CONJONCTURE NATIONALE

### II.1 ÉVOLUTION DE L'INFLATION

La dynamique de l'inflation a préservé, en septembre 2019, le même rythme que celui du mois précédent, soit 6,7% contre 7,4% une année auparavant (Cf. graph.10). La détente de l'inflation, sur un an, porte la marque de la nette décélération de l'inflation sous-jacente et dans une moindre mesure, l'atténuation du rythme de progression des prix des produits administrés. En revanche, les prix des produits alimentaires frais ont poursuivi leur ascension amorcée depuis le mois de juin 2019.

Graph. 10: Évolution de l'inflation globale

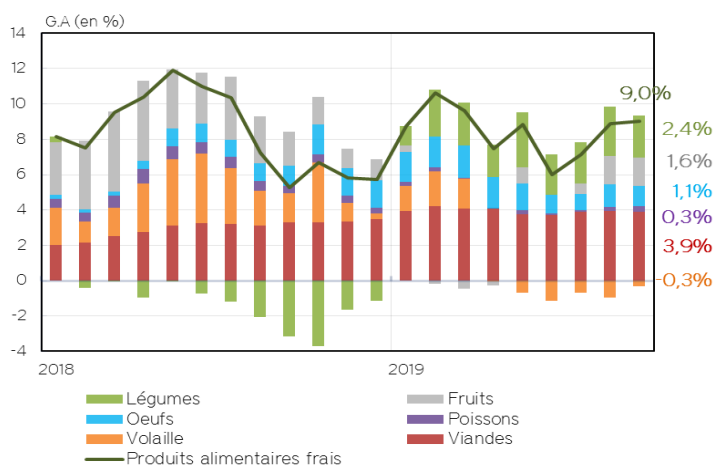


Dernières Observations: Septembre 2019. Sources : INS & Calcul BCT.

*Du côté des produits alimentaires frais*, les prix ont progressé de 9,0%, en septembre 2019, sur un an, contre 5,2% une année auparavant. Cette hausse a revêtu un caractère quasi-généralisé à l'exception pour la volaille. En effet, les prix des légumes se sont nettement affermis, en progressant de 9,6% en G.A après avoir baissé de 10,9% en septembre 2018. L'accélération a concerné également les prix de la viande rouge qui ont augmenté de 14,5% sur un an, contre 13,4% enregistré durant le même mois de l'année précédente. En revanche, les prix de la volaille, en

baisse depuis le mois d'avril 2019, ont poursuivi leur descente en septembre (-2,0% en G.A contre +11,2% en septembre 2018), contribuant ainsi à raison de -0,3pp à l'inflation des produits alimentaires frais et ce, après -1,0pp le mois précédent et +0,2pp une année auparavant (Cf. graph.11).

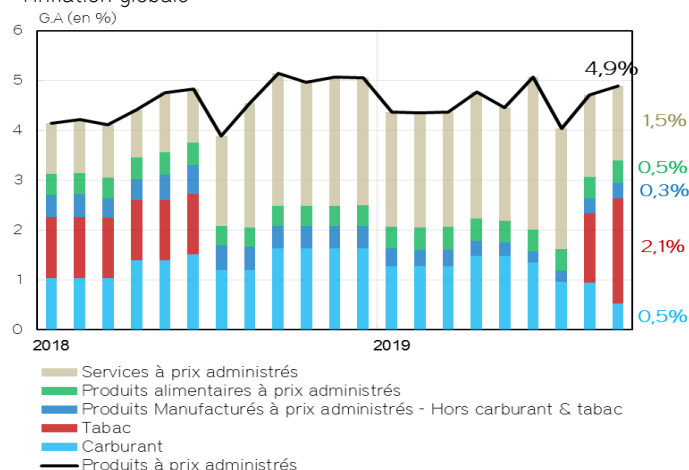
**Graph. 11:** Contributions des produits alimentaires frais à l'inflation globale



Dernière Observations: Septembre 2019. Source : INS & Calcul BCT.

*Quant aux produits à prix administrés*, leur inflation s'est inscrite, en septembre 2019, en légère décélération par rapport au même mois de l'année précédente (4,9% contre 5,1% en septembre 2018) et ce, en dépit de la hausse récente liée à l'intégration, pour le deuxième mois consécutif, de l'augmentation des prix du tabac relevés sur le marché (22,3% en G.A après 14,6% en août, soit une contribution de 2,1pp, après 1,4pp) (Cf. graph.12).

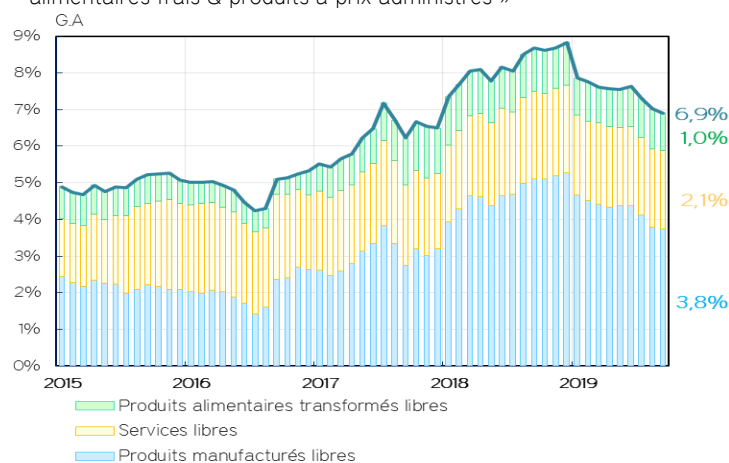
**Graph. 12:** Contributions des produits à prix administrés à l'inflation globale



Dernières Observations: Septembre 2019. Sources : INS & Calcul BCT.

S'agissant de la principale mesure de l'inflation sous-jacente, à savoir « *l'inflation hors produits alimentaires frais et produits à prix administrés* », elle a poursuivi sa décélération pour revenir de 8,7% en septembre 2018 à 7,0% en août 2019 puis à 6,9% en septembre 2019 et ce, sous l'effet du ralentissement du rythme de progression des prix des produits alimentaires transformés libres (7,4% après 8,6% en septembre 2018) (Cf. graph.13).

**Graph. 13:** Contributions à l'inflation sous-jacente « hors produits alimentaires frais & produits à prix administrés »

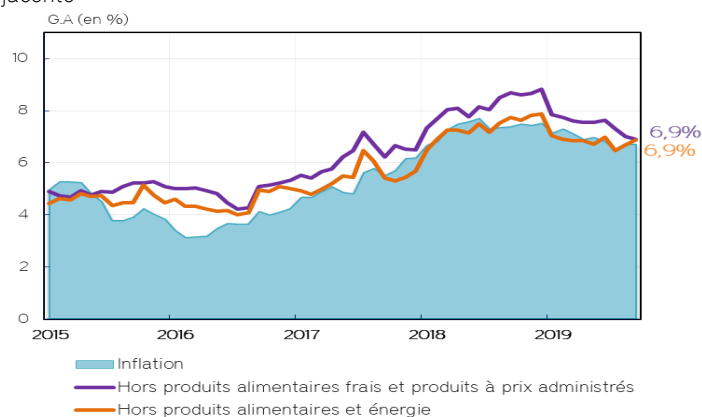


Dernières Observations: Septembre 2019. Source : INS & Calcul BCT.

Il y a lieu de noter la convergence de la deuxième mesure de l'inflation sous-jacente, « hors produits alimentaires et énergie », qui s'est plutôt affirmée, en septembre 2019, pour s'établir également à 6,9% et ce, après 6,7% en août 2019 et 7,7% en septembre 2018. (Cf. graph. 14).

*Vraisemblablement, l'inflation sous-jacente, mesurée par les deux indices susmentionnés, demeure à un niveau élevé, dénotant du caractère persistant de l'inflation.*

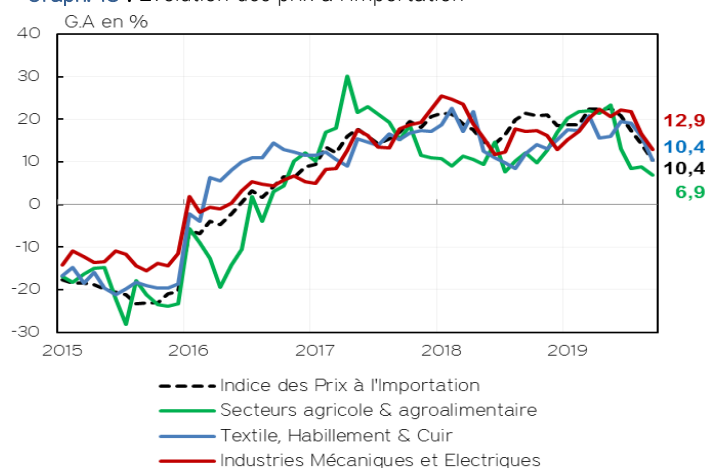
Graph. 14: Évolution des différentes mesures de l'inflation sous-jacente



Dernières Observations: Septembre 2019. Sources : INS & Calcul BCT.

Sur un autre volet, l'indice des prix à l'importation a poursuivi son trend baissier entamé depuis le mois d'avril 2019, tirant profit de l'appréciation du dinar vis-à-vis des principales devises. Sur un an, il a évolué de 10,4%, en septembre 2019, contre 14,2% enregistré un mois auparavant (Cf. graph.15). Cette détente a concerné la totalité des secteurs, en particulier, le secteur du textile, habillement et cuir (+10,4% après +15,9%), celui de l'énergie et des lubrifiants (+7,8% après +13,1%) et celui des industries mécaniques et électriques (+12,9% après +16,6%).

Graph. 15 : Évolution des prix à l'importation

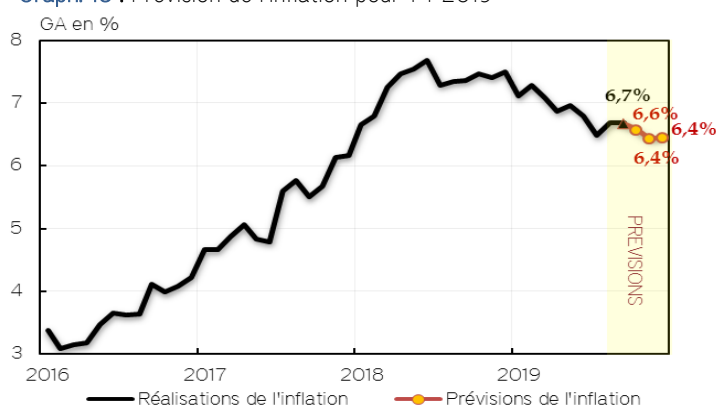


Dernières Observations: Septembre 2019. Source : INS & Calcul BCT.

## Perspectives de l'inflation à court terme

L'inflation devrait poursuivre, au cours du quatrième trimestre de l'année 2019, son trend baissier entamé depuis juin 2018, pour clôturer l'année à 6,4% (Cf. Graph 16). *En termes de moyenne annuelle, l'inflation est attendue à 6,8% en 2019 et ce, après 7,3% enregistré en 2018.*

Graph. 16 : Préviation de l'inflation pour T4-2019



Dernières Observations: Septembre 2019.

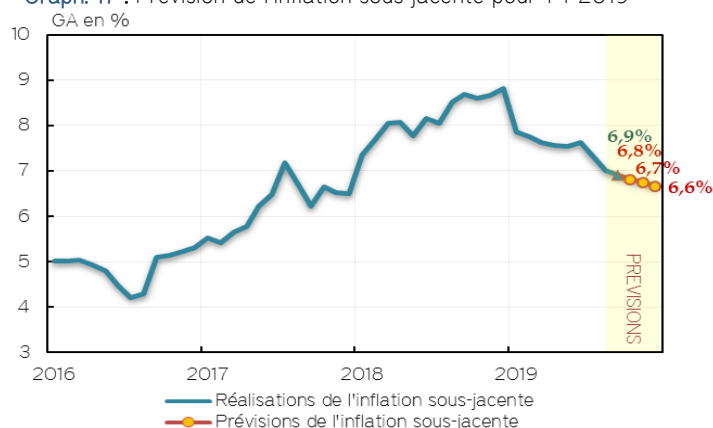
Dernière prévision : Décembre 2019.

Sources : INS & Calcul BCT

En outre, il y a lieu de noter que l'effet de base serait favorable au 4<sup>ème</sup> trimestre 2019, contribuant ainsi à la l'atténuation de la progression de l'inflation.

En ce qui concerne les perspectives de l'inflation sous-jacente, les récentes prévisions à court terme tablent sur une poursuite du ralentissement graduel de l'inflation « hors produits alimentaires frais et produits à prix administrés » au cours du T4-2019 pour atteindre 6,6% à fin décembre 2019 (Cf. Graph 17). Bien qu'en décline, *l'inflation sous-jacente, jugée encore bien élevée, s'établirait à 7,3%, en moyenne pour toute l'année 2019 contre 8,2% une année auparavant.*

Graph. 17 : Prévision de l'inflation sous-jacente pour T4-2019

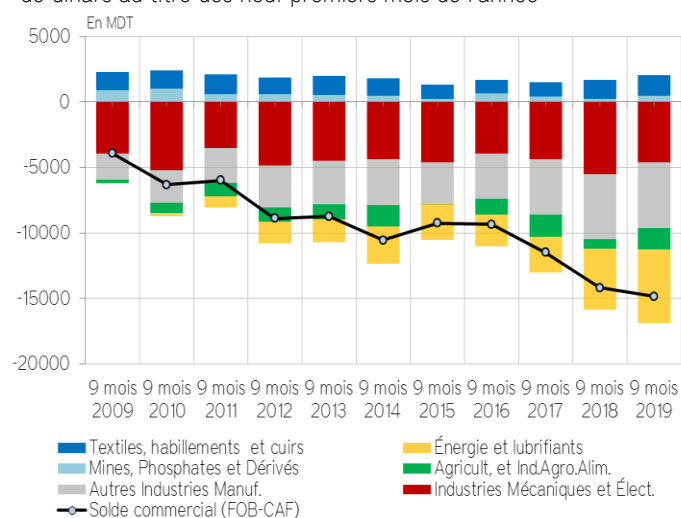


Dernières Observations: Septembre 2019. Dernière prévision : Décembre 2019. Sources : INS & Calcul BCT.

## II.2 PAIEMENTS EXTERIEURS ET TAUX DE CHANGE

Au terme des neuf premiers mois de 2019, le déficit commercial (FOB-CAF) s'est établi à 14,8 milliards de dinars contre 14,2 milliards un an auparavant (cf. graph 18). Ce creusement porte la marque, notamment, de la poursuite de la détérioration du solde de la balance énergétique qui a atteint 5,6 milliards de dinars, après 4,7 milliards de dinars à fin septembre 2018. Hors énergie, le déficit commercial s'est légèrement atténué, en s'élevant à 9,2 milliards de dinars contre 9,5 milliards une année auparavant.

Graph. 18: Evolution du déficit commercial (FOB-CAF) en millions de dinars au titre des neuf premiers mois de l'année

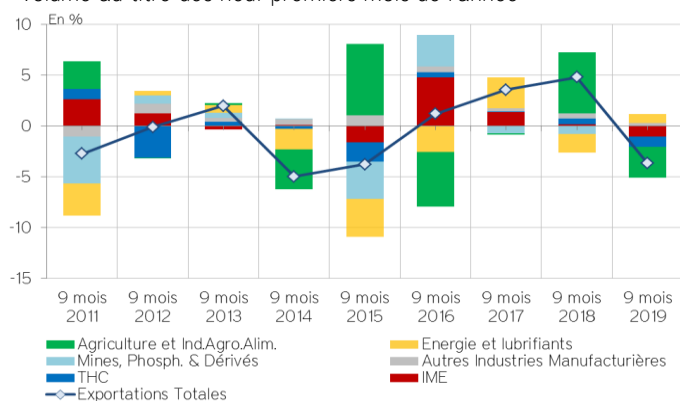


Dernière observation : Septembre 2019. Source : INS.

Aux prix courants, les exportations ont enregistré, au terme du mois de septembre 2019, une hausse de 12% (contre 19,8% un an auparavant) pour totaliser 33 milliards de dinars. L'augmentation des recettes des exportations est due essentiellement à la hausse du rythme de progression des prix à l'export de 15,9%, favorisée par la dépréciation du taux de change du dinar face aux principales devises (de 8,1% face à l'Euro et 13,6% face au dollar américain en moyenne sur les 9 premiers mois de 2019 comparativement à la même période de 2018). Hors effet prix, les exportations en volume ont accusé une baisse de 3,4% contre une hausse de 4,5% un an auparavant (Cf. graph 19). En détail, le recul des exportations en volume a été quasi-généralisé, touchant particulièrement les produits manufacturés (THC de -4,7% et IME de -2,1%), ainsi que les produits agricoles et agroalimentaires (de -18,8%), largement affaiblis par la baisse des ventes de l'huile d'olive (119,8 mille tonnes contre 176,9 mille tonnes à fin septembre 2018). Les exportations des « mines et

phosphate et dérivés » ont également accusé une baisse de -1,1% par rapport à la même période de l'année passée.

**Graph. 19 :** Contribution à la croissance des exportations en volume au titre des neuf premiers mois de l'année

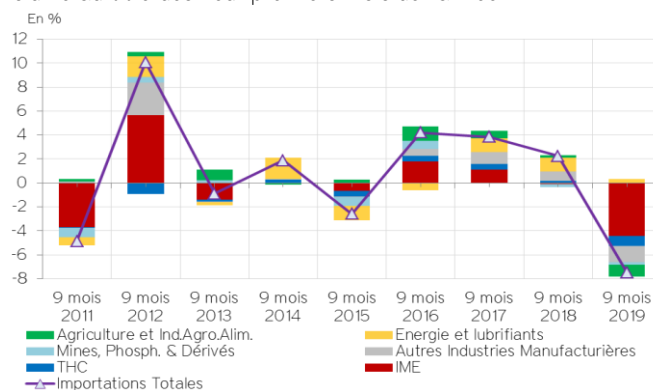


Dernière observation : Septembre 2019. Source : INS.

S'agissant des importations, la facture totale s'est élevée, à fin septembre 2019 à 47,9 milliards de dinars, en hausse de 4,2 milliards (ou 9,6%) par rapport aux réalisations d'une année auparavant. La hausse des prix à l'import s'est poursuivie en 2019, avec une progression moyenne de 18,5% sur l'ensemble des neuf premiers mois de l'année, après 18,6% à fin septembre 2018. En volume, les importations se sont contractées de 7,5% contre une hausse de 2% un an auparavant (Cf. graph 20). Hormis le secteur de l'énergie, quasiment tous les secteurs ont affiché des baisses du volume de leurs importations. En particulier, les importations des IME (qui accaparent plus de 40% du total) ont chuté de 10,5%, soit la plus forte baisse enregistrée depuis 2009. Egalement, les industries de THC ont reculé de 7,4% contre une hausse de 1,4% il y a un an. Cette évolution traduit les effets du ralentissement de la demande, tant extérieure (en provenance notamment de la Zone Euro) qu'intérieure (orientation restrictive de la politique monétaire et introduction du ratio crédit/dépôt). Par ailleurs, les

importations en volume du secteur de l'énergie et lubrifiants ont poursuivi leur hausse, quoiqu'à un rythme moins soutenu que par le passé (1,6% contre 9,4%, à fin septembre 2018).

**Graph. 20:** Contribution à la croissance des importations en volume au titre des neuf premiers mois de l'année



Dernière observation : Septembre 2019. Source : INS.

Au niveau de la balance des services, la bonne performance de l'activité touristique, durant la saison estivale de 2019, a induit une amélioration notable des flux des recettes touristiques. *Au terme du mois de septembre 2019, ces recettes, exprimées en euro, ont totalisé 1.352 millions d'euros, mais demeurent légèrement en deçà de leur niveau enregistré en 2010* qui a été de 1.401 millions d'euros sur les 9 premiers mois de ladite année (Cf. graph 21).

**Graph. 21:** Recettes touristiques exprimées en euro (données cumulées)

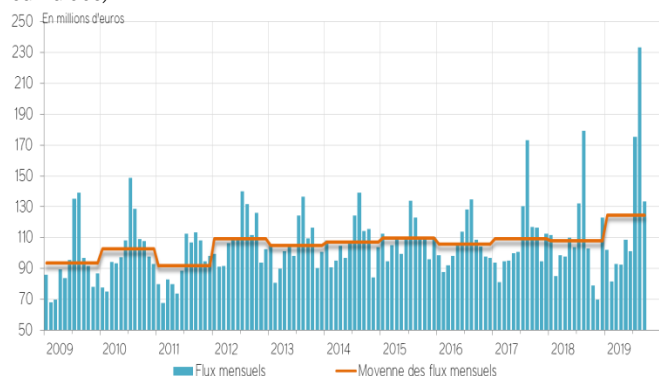


Dernières observations : Septembre 2019. Source : BCT.

S'agissant des revenus du travail (en espèces) qui ont enregistré, rappelons-le, en août 2019, un flux

mensuel record de 233 millions d'euros (Cf. graph 22), ils ont totalisé 1.121 millions d'euros, sur l'ensemble des neuf premiers mois de 2019, contre 1.022 millions un an auparavant.

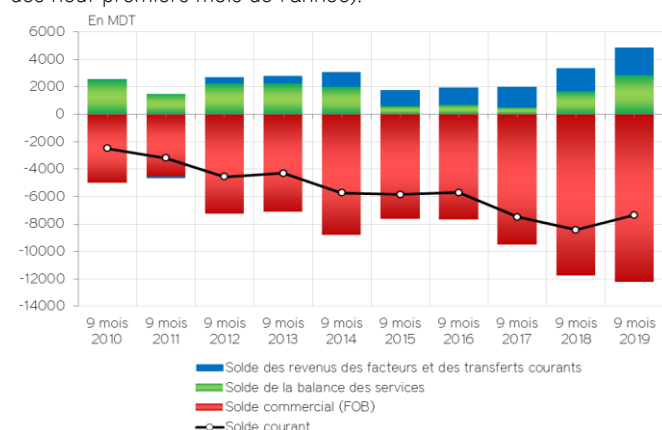
**Graph. 22:** Revenus du travail exprimés en euro (données cumulées)



Dernières observations : Septembre 2019. Source : BCT.

L'amélioration notable des balances des services, des revenus des facteurs et des transferts courants, durant les derniers mois, a contribué significativement à l'atténuation du déficit courant. *A fin septembre 2019, le déficit des opérations courantes s'est établi à 7.349 MDT (ou 6,4% du PIB) contre 8.423 MDT (ou 8% du PIB) durant la même période de 2018, laissant entrevoir, pour toute l'année 2019, un déficit courant en deçà de 10% du PIB.*

**Graph. 23 :** Solde courant en MDT et par principal poste (données des neuf premiers mois de l'année).

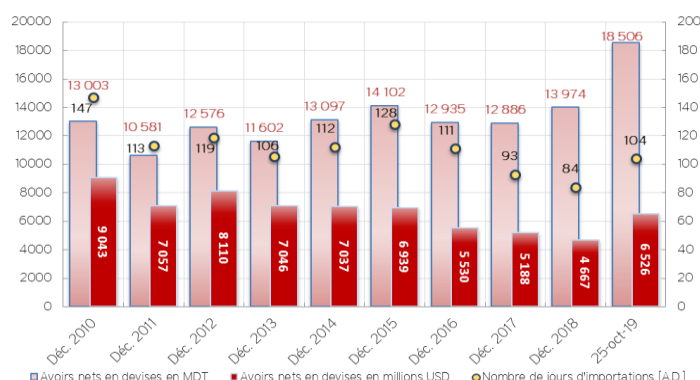


Dernières observations : Septembre 2019. Source : BCT.

Les réserves de change ont poursuivi leur consolidation, grâce notamment à la mobilisation

de ressources d'emprunts extérieurs et au renforcement des investissements directs étrangers. Elles se sont élevées, au 25 octobre 2019, à 6,5 milliards de dollars américains, soit l'équivalent de 104 jours d'importations (contre 4,7 milliards de dollars américains et 84 jours à fin 2018).

**Graph. 24 :** Evolution des avoirs nets en devises (en MDT et en millions de dollars US)



Dernières observations : 25 octobre 2019.

Le « retracement » du taux de change du dinar, amorcé depuis le mois de mars 2019, s'est poursuivi à la faveur de l'amélioration de l'offre sur le marché des changes. En effet, entre le 1<sup>er</sup> janvier et le 24 octobre 2019, le taux de change du dinar s'est apprécié de 9,1% et de 5,1% vis-à-vis de l'euro et du dollar américain, respectivement.

**Graph.25 :** Evolution des taux de change



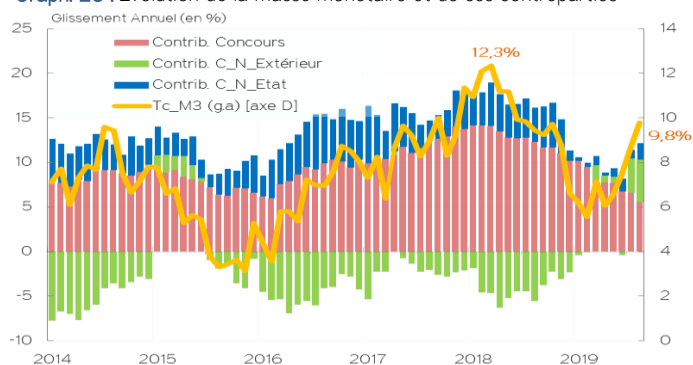
Dernières observations : 24 octobre 2019.

Sources : BCT et Banque de France.

## II.3 MONNAIE ET CREDITS

En Août 2019, la masse monétaire au sens de M3 a progressé de 9,8% en G.A contre +8,7% en juillet 2019. Cette évolution est principalement attribuée à la hausse notable des créances nettes sur l'extérieur (+4,7pp après +3,9pp en juillet) mais également à celle des créances nettes sur l'Etat (+1,9pp après +1,0pp). A l'opposée, la contribution des concours à l'économie s'est nettement affaiblie (+5,6pp après +6,6pp).

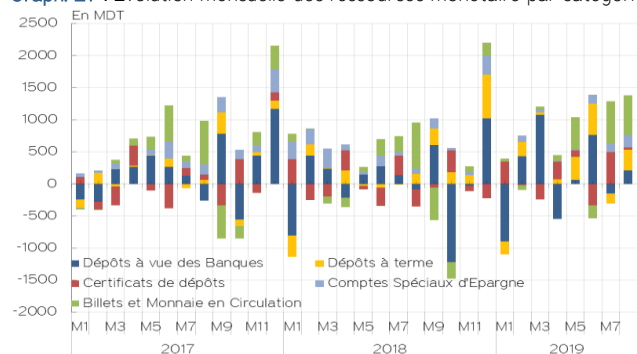
Graph. 26 : Evolution de la masse monétaire et de ses contreparties



Dernières observations: Août 2019. Source : BCT

Quant aux ressources monétaires, elles se sont inscrites en hausse en août 2019. Cette évolution porte la marque d'une reprise des dépôts à vue chez les banques et les dépôts à terme. Toutefois, l'encours des certificats de dépôts a connu un ralentissement après la nette reprise observée en juillet 2019.

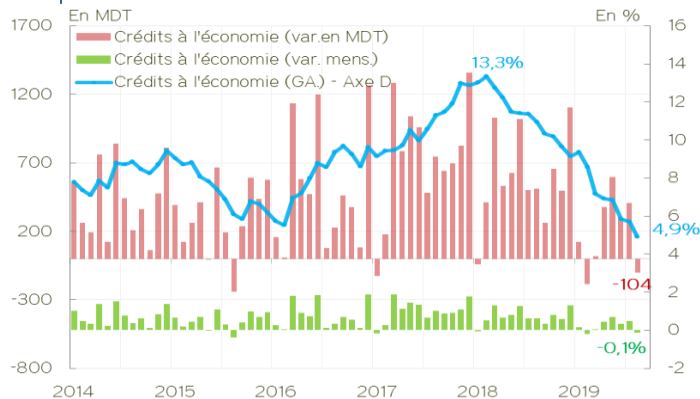
Graph. 27 : Evolution mensuelle des ressources monétaire par catégorie



Dernières observations: Août 2019. Source : BCT

Le rythme de progression des crédits à l'économie a poursuivi son ralentissement, en août 2019, pour atteindre 4,9% en G.A contre 5,7% en juillet et 10,9% en août 2018.

Graph. 28 : Evolution des crédits à l'économie

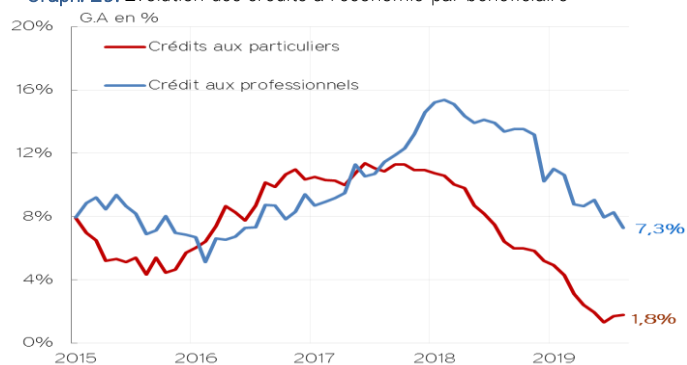


Dernières observations: Août 2019. Source : BCT

Cette tendance baissière a été perceptible au niveau des crédits aux professionnels (7,3% en août 2019, en G.A contre 8,3% en juillet et 13,4% en août 2018). Quant à l'évolution des crédits aux particuliers, elle s'est relativement stabilisée à des niveaux historiquement bas de 1,8%.

*En somme, la politique monétaire restrictive poursuivie par la Banque centrale de Tunisie, depuis 2017 (avec les 5 hausses du taux directeur pour un total de 350 points de base), et qui vise à juguler l'inflation, par son action sur la demande, a induit des effets très perceptibles sur la consommation et sur l'inflation.*

Graph. 29: Evolution des crédits à l'économie par bénéficiaire

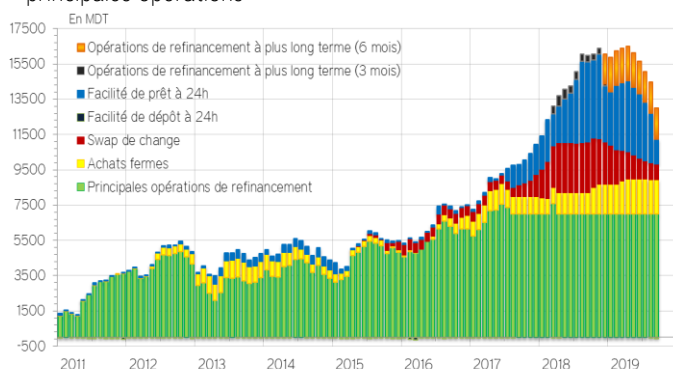


Dernières observations: Août 2019. Source : BCT.

## II.4 LIQUIDITE ET TAUX D'INTERET

Les besoins moyens des banques en liquidité ont sensiblement baissé, en septembre 2019, par rapport au mois précédent (-1.567 MDT) pour s'établir à 12.848 MDT. Cette atténuation a été favorisée par les effets expansifs engendrés par le retour marquant des billets de banques aux caisses des banques (de 620 MDT) et la hausse des opérations de vente de devises par les banques à la BCT (achats nets de 295 MDT en septembre). Le volume d'interventions de la Banque centrale sur le marché monétaire a diminué, en septembre 2019, pour atteindre 11.581 MDT après 11.662 MDT en août 2019, tiré par la baisse continue des opérations de swap de change (pour des fins de politique monétaire), qui se sont établies à 863 MDT en septembre 2019 après 943 MDT en août dernier et 2.855 MDT un an auparavant. Egalement, le recours des banques à la facilité permanente de prêt à 24H a sensiblement diminué pour s'établir à 1.413 MDT contre 2.798 MDT un mois auparavant.

Graph. 30 : Evolution du volume global de refinancement par principales opérations

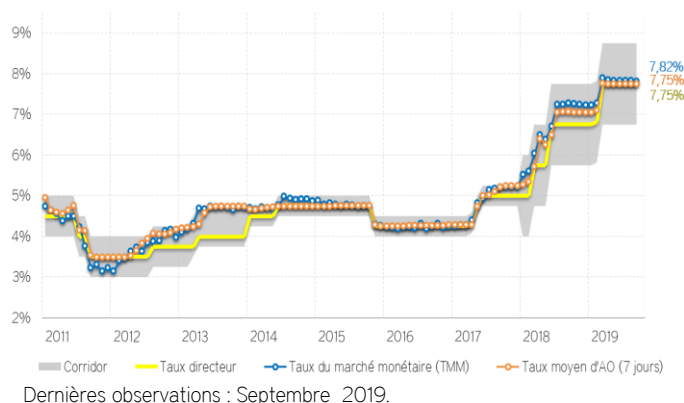


Dernières observations : Septembre 2019.

S'agissant de taux d'intérêt, le taux moyen pondéré (TMP) des opérations principales de refinancement s'est maintenu, en septembre

2019 à 7,75% et ce, pour le cinquième mois consécutif. Par ailleurs, le TMM a légèrement diminué pour s'établir à 7,82% en septembre 2019, traduisant l'amélioration graduelle de la liquidité bancaire.

Graph. 31: Evolution des taux d'intérêt



## II.5 PERSPECTIVES DE L'INFLATION A MOYEN TERME

Au vu de la dynamique de l'inflation et des évolutions économiques récentes, les projections à moyen terme de l'inflation ont été légèrement revues à la baisse pour la période 2019-2021. Elles tablent désormais sur une progression annuelle de l'indice général des prix à la consommation de 6,8% en 2019, 6,1% en 2020 et 5,7% en 2021 (Cf. Tab 3).

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

|                         | Réal. | Prévisions |      |      |  |
|-------------------------|-------|------------|------|------|--|
|                         | 2018  | 2019       | 2020 | 2021 |  |
| Inflation               | 7,3   | 6,8        | 6,1  | 5,7  |  |
| Inflation sous-jacente* | 8,2   | 7,3        | 6,8  | 6,8  |  |

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

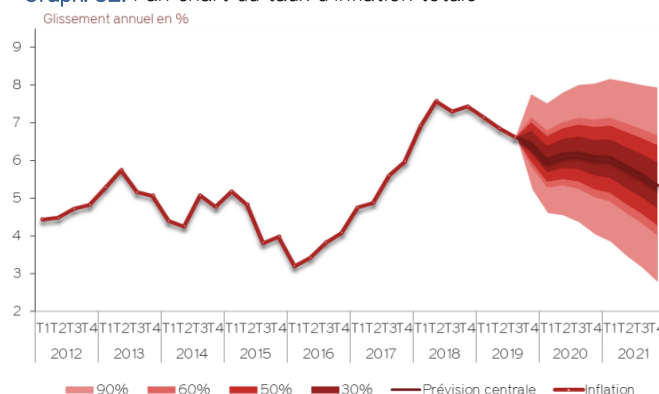
Source : Calculs BCT.

Par principale composante, l'inflation des produits à prix administrés devrait se maintenir à des niveaux relativement élevés comparativement à son niveau de long terme, à cause des pressions à la hausse des prix de l'énergie et des tarifs publics. Quant aux produits alimentaires frais, la

décélération récente du rythme de progression des prix devrait se poursuivre graduellement durant les deux années à venir, après avoir atteint des niveaux historiquement élevés depuis 2018 (dépassant 8% en moyenne annuelle). La détente de l'inflation des produits alimentaires frais serait soutenue notamment par le renforcement progressif de la production agricole et de l'approvisionnement du marché local. Les prévisions tablent sur une hausse des prix des produits frais de 8,4% en 2019 avant de revenir à 6% en 2020 et 5,5% en 2021.

L'inflation sous-jacente, mesurée par l'indice des prix à la consommation « hors produits alimentaires frais et produits à prix administrés », devrait poursuivre sa décélération graduelle, favorisée par l'orientation restrictive de la politique monétaire et l'appréciation du taux de change du dinar. *Néanmoins, cette trajectoire désinflationniste pourrait être entravée par la matérialisation de plusieurs facteurs inflationnistes importants, tels que les augmentations des salaires et les pressions sur la balance des paiements.* Après avoir atteint un record de 8,2% en 2018, l'inflation sous-jacente serait de l'ordre de 7,3% en moyenne, en 2019 et de 6,8% aussi bien pour 2020 que pour 2021.

Graph. 32: Fan chart du taux d'inflation totale



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

Au vu de ces évolutions, *la Banque centrale resterait regardante quant à l'évolution de l'inflation au cours de la période à venir, et ne ménagerait aucun effort pour assurer sa convergence vers des niveaux soutenables, en usant de tous les instruments à sa disposition.* Faut-il préciser, à cet égard, que *la Banque centrale a constamment œuvré, au cours de ces dernières années, à la stabilisation des fondamentaux de l'économie et la préservation des équilibres macroéconomiques et qu'il est impératif, pour la période à venir et compte tenu de la délicatesse de la situation par laquelle passe le pays, de mener les réformes structurelles qui s'imposent afin de renouer avec l'investissement et de relever le potentiel à des niveaux permettant de sortir l'économie de la trappe de faible croissance.*

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

| Zone du risque                          | Description                                                                                                                                                                                                             | Sens                                                                                |
|-----------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------|
| Prix internationaux                     | <ul style="list-style-type: none"> <li>Prix des produits alimentaires de base.</li> <li>Prix du pétrole et du gaz naturel.</li> <li>Prix des autres matières premières (métaux, cotons,...).</li> </ul>                 |  |
| Coûts de production                     | <ul style="list-style-type: none"> <li>Coûts des intrants.</li> <li>Effets indirects des hausses des prix de l'énergie.</li> </ul>                                                                                      |  |
| Finances publiques                      | <ul style="list-style-type: none"> <li>Relèvement des prix à la pompe.</li> <li>Relèvement des prix administrés (électricité et gaz de ville, autres produits).</li> </ul>                                              |  |
| Demande de consommation                 | <ul style="list-style-type: none"> <li>Hausse des salaires dans les secteurs privé et public</li> <li>Perspectives d'une demande étrangère en biens et services en hausse modérée.</li> </ul>                           |  |
| Balance des paiements et taux de change | <ul style="list-style-type: none"> <li>Maintien des pressions sur la balance des opérations courantes.</li> <li>Hausse du service de la dette extérieure.</li> <li>Pressions sur le taux de change du dinar.</li> </ul> |  |