



Note de conjoncture économique N°3 - Novembre 2022

 Prospective, Veille
et Recherche Economique



Prospective, Veille
et Recherche Economique

Note de conjoncture économique N°3 - Novembre 2022

Sommaire

Edito Eco	9
A. Evolution de la conjoncture économique	11
I. Synthèse.....	12
II. Conjoncture internationale	14
III. Conjoncture nationale	20
1. Croissance économique	20
2. Position extérieure	23
a. Paiements courants.....	23
b. Balance commerciale.....	23
c. Investissements étrangers.....	24
d. Solde balance des paiements.....	24
e. Avoirs en devises	25
f. Taux de change	26
3. Inflation	26
4. Politique monétaire	27
5. Liquidité.....	27
6. Système bancaire.....	29
7. Finances publiques	31
B. Perspectives nationales	35
C. At a glance.....	37
D. Focus	41



Liste des tableaux

Tableau 1. Prix des matières premières	19
Tableau 2. Croissance des VA aux prix de l'année 2015, en %, en GA	20
Tableau 3. Situation des barrages	21
Tableau 4. Evolution de la VA par secteur d'activité, aux prix de l'année 2015	21
Tableau 5. Evolution de la production trimestrielle du phosphate en 1000 tonnes	22
Tableau 6. Evolution de la VA par secteur d'activité, aux prix de l'année 2015	22
Tableau 7. Balance commerciale selon le groupement sectoriel (FOB/CAF)	23
Tableau 8. Principaux emprunts à MLT mobilisés durant S1.....	24
Tableau 9. Volume global de refinancement	27
Tableau 10. TIEX août 2022	30
Tableau 11. Réalisations 6 mois 2022- 6 mois 2021	31
Tableau 12. Dépenses de compensation par catégorie, en MDT.....	31
Tableau 13. Dette publique	33

Liste des graphiques

Graphique 1. Evolution de la croissance mondiale, en GA, en %,	14
Graphique 2. Evolution de la croissance du PIB à prix constant, en%, en GA	14
Graphique 3. Evolution de la croissance du PIB à prix constant, en%, en GT	14
Graphique 4. Taux d'inflation en %	15
Graphique 5. Evolution des taux directeurs	15
Graphique 6. Evolution des taux de change	15
Graphique 7. Différentiel entre les courbes du taux long (10 ans) et du taux court (2 ans).....	16
Graphique 8. Evolution du taux de change du CHF	17
Graphique 9. Taux d'inflation en Suisse, en GA	17
Graphique 10. Taux d'inflation et taux directeur en Pologne, en %	18
Graphique 11. Evolution de la croissance en Pologne, en GT.....	18
Graphique 12. Evolution des principaux indices	19
Graphique 13. Evolution de la croissance trimestrielle, en GA, en %, aux prix de l'année précédente.....	20
Graphique 14. Evolution de la croissance trimestrielle, en GT, en %, aux prix de l'année précédente	20
Graphique 15.E Evolution de la collecte des céréales, en mille quintaux	20
Graphique 16. Evolution de la production des olives.....	20
Graphique 17. Production du pétrole et du gaz	21
Graphique 18. Production mensuelle du phosphate, en 1000 tonnes.....	22
Graphique 19. Contribution sectorielle à la croissance du PIB, T2 2022	22
Graphique 20 : Evolution de la balance des paiements courants, en MDT.....	23
Graphique 21 : Evolution du solde des paiements courants en devises	23
Graphique 22 : Evolution des recettes touristiques et des revenus du travail	23
Graphique 23 : Evolution des investissements étrangers en MDT	24
Graphique 24 : Evolution des investissements étrangers en €.....	24

6 - Note de conjoncture économique N°3 - Novembre 2022

Graphique 25 : Evolution des composantes de la balance des paiements	24
Graphique 26. Evolution des avoirs en devises	25
Graphique 27. Evolution du taux de change des principales monnaies face au dinar	26
Graphique 28. Evolution du taux de change des principales devises par rapport au dinar	26
Graphique 29. Taux d'inflation, en GA, en %	26
Graphique 30. Hausse des prix des produits alimentaires, septembre 2022, en %, en GA	26
Graphique 31. TMM et taux directeur, en %.....	27
Graphique 32. Ventes nettes de devises par les banques à la BCT, en MDT	28
Graphique 33. Evolution de l'effet cumulé des BMC sur la liquidité bancaire, en MDT.....	28
Graphique34. Evolution des crédits et des dépôts d'un panel de 10 banques cotées, en MDT et en %.....	29
Graphique 35. Recettes fiscales	31
Graphique 36 Taux de réalisation des dépenses	31
Graphique 37. Dépenses de compensation	32
Graphique 38. Dette publique.....	33
Graphique 39. Cartographique de la position prise par pays à la date du 24 février 2022	42
Graphique 40. Evolution du taux de change du rouble face aux principales devises	44
Graphique 41. Avoirs libellés en devises étrangères et métaux précieux, en milliards de roubles	44
Graphique 42. Billets et monnaies en circulation, en milliards de roubles	44
Graphique 43. Evolution de la position de liquidité nette du système bancaire auprès de la BCR, en milliards de roubles	44
Graphique 44. Taux directeur BCR en %	46
Graphique 45. Taux d'inflation, Russie, en %	46
Graphique 46. Evolution du taux de change du rouble face aux principales devises.....	46
Graphique 47. Volume de prêts accordés, en milliards de roubles.....	47
Graphique 48. Principaux importateurs du pétrole, du gaz et du charbon russes, en milliards d' €	48
Graphique 49. Avoirs en devises et en Or de la Banque de Russie (en pourcentage de leur valeur marchande)	49
Graphique 50. Répartition géographique des avoirs libellés en devises étrangères et métaux précieux, au 30 juin 2021	49
Graphique 51. Réserves de la Russie en or, en Tonnes.....	49
Graphique 52. Evolution du solde budgétaire de la Russie, en % du PIB	49

Liste des encadrés

Encadré 1. Les éventuelles répercussions de la politique monétaire américaine	16
Encadré 2. La force de la monnaie helvétique atténue les effets de l'inflation importée	17
Encadré 3. Pologne ... inflation, hausse des taux et risques sur la capacité de remboursement	18
Encadré 4. Hausse de l'inflation et marchés boursiers	19
Encadré 5. Relèvement du taux directeur et Taux d'intérêt Excessif (TIEX)	30
Encadré 6. Le SWIFT ... le carton rouge du système financier	43
Encadré 7. Quels sont les facteurs et décisions ayant permis de soutenir le rouble ?	46
Encadré 8. L'énergie ... un bouclier des équilibres extérieurs	48
Encadré 9. Qui est Elvira Nabioullina, la gouverneure de la BCR ?	50

Abréviations, acronymes et sigles

BA	Banque d'Angleterre
BAD	Banque Africaine de Développement
Bbl	Baril
BCE	Banque Centrale Européenne
BCR	Banque Centrale de Russie
BCT	Banque Centrale de Tunisie
BDJ	Banque du Japon
BM	Banque Mondiale
BMC	Billets et Monnaies en Circulation
BPR	Banque Populaire de Chine
BT	Bulletin de conjoncture (BIAT)
BTA	Bons du Trésor Assimilables
BTCT	Bons du Trésor à Court Terme
CAF	Coût, Assurance, Fret
DT	Dinar Tunisien
FED	Réserve Fédérale des États-Unis
FMI	Fonds Monétaire International
FOB	Free on board ou sans frais à bord : sans frais de transport, taxes et coûts d'assurances
GA	Glissement annuel
GT	Glissement trimestriel
IDE	Investissements Directs Etrangers
INS	Institut National de la Statistique
INSEE	Institut National de la Statistique et des Etudes Economiques (France)
KTEP	Mille Tonnes d'Equivalent Pétrole
LF	Loi de Finances
M	Millions
NC	Note de conjoncture (BIAT)
OCDE	Organisation de Coopération et de Développement Economiques
ONAGRI	Observatoire National de l'Agriculture
Pbs	Points de base
S	Semestre
STEG	Société Tunisienne d'Electricité et du Gaz
T	Trimestre
TEP	Tonne d'Equivalent Pétrole
TMM	Taux Moyen Mensuel du Marché Monétaire
UE	Union Européenne
VA	Valeur ajoutée

Edito Eco

Une pandémie et une guerre ! Dans l'espace de moins de trois ans, le monde a connu deux épisodes qui ont ébranlé voire brisé un pan de certitudes... Emmanuel Macron a bien décrit ce cycle que nous sommes en train de vivre en évoquant les trois fins : la fin de l'abondance, la fin des évidences et la fin de l'insouciance ! Et c'est la fin de l'abondance, qui semble être la mère de ce bouleversement inédit, et sur laquelle revient le Président Français avec profondeur, pragmatisme et perspicacité «Au fond, nous vivons la fin de l'abondance, celle des liquidités sans coût - on devra en tirer les conséquences économiques - celle de produits et de technologies qui nous paraissaient perpétuellement disponibles, la rupture des chaînes de valeurs. La rareté de telle ou telle matière ou technologie réapparaît, comme celle de l'eau. »

Le cycle qui a suivi la crise de 2008, avec son lot d'abondance de liquidité sous l'étendard du "Quantitative Easing", a touché à sa fin... je dirais plutôt mis entre parenthèses car aussi bien la Banque Mondiale que le FMI (certes dans une moindre mesure) ne cessent d'avertir quant aux risques de récession qui pourraient se matérialiser si le durcissement des politiques monétaires va se poursuivre sans répit et sans accommodement aux circonstances actuelles. Selon une nouvelle étude approfondie de la Banque mondiale¹, la hausse générale et simultanée des taux directeurs en réponse à l'inflation accentue le spectre d'une récession mondiale en 2023 et menace les économies émergentes et en développement de crises financières qui engendreraient des dommages durables.

Alors que la Tunisie avait particulièrement souffert des retombées économiques de la pandémie Covid-19, avec une contraction du PIB à hauteur de 8.7% (l'une des plus fortes à l'échelle mondiale), et alors qu'un plan de relance post-pandémie n'avait pas encore été mis en place ; voilà que la guerre Russo-Ukrainienne ramène son lot de contraintes aussi bien économiques que budgétaires.

Dans ce troisième numéro de la Note de Conjoncture Economique, nous nous attarderons sur la situation économique mondiale où l'inflation joue les premiers rôles et son antidote le taux d'intérêt cherche à lui voler la vedette dans un contexte où le débat sur l'efficacité de la politique monétaire restrictive et surtout sur son «sequencing» est fortement polarisé. La question de l'impact de cette politique sur la stabilité financière constitue un élément fondamental de ce débat.

Un focus est consacré à la banque centrale de la Fédération de Russie pour comprendre les choix adoptés et qui se sont avérés jusqu'à ce jour payants malgré le contexte de guerre et l'ampleur des sanctions qui ont particulièrement et durement visé la banque centrale et le système financier russe.

¹ Is a Global Recession Imminent ? World Bank Group (September 2022)

Sur le plan national, les chiffres de la croissance du PIB au 2^{ème} trimestre 2022 annoncés par l'INS ne sont pas décevants, ne déchantent pas et confirment la résilience de l'économie Tunisienne dans un contexte particulièrement adverse. En glissement annuel (comparativement au 2^{ème} trimestre 2021) ; le PIB a enregistré une croissance de 2.8%, consolidant ainsi la performance enregistrée durant le 1^{er} Trimestre (2.4%).

Notre voisin, le Maroc, dont l'économie présente des similitudes structurelles avec la nôtre, a vu son PIB croître de 2% durant ce deuxième trimestre (après une faible évolution de 0.3% uniquement durant le 1^{er} trimestre). Mais l'analyse de la croissance, pour qu'elle soit objective, pragmatique et alerte, doit aussi tirer les enseignements ressortant du taux de croissance en glissement trimestriel (comparativement au trimestre précédent), et le tableau à ce niveau est moins reluisant : en effet, le taux d'évolution trimestriel (2^{ème} trimestre par rapport au 1^{er} trimestre 2022) a été négatif (-1%) ce qui reflète un grippage de la dynamique de croissance intra-annuelle.

Néanmoins, la croissance mondiale en glissement trimestriel a été aussi mitigée à l'échelle internationale. Certaines économies majeures ont accusé un recul au niveau du PIB du 2^{ème} trimestre : la Chine (-2.6%), les Etats-Unis (-0.1%), l'Inde (-1.4%) et l'Afrique du Sud (-0.7%), alors que d'autres ont affiché un faible taux de croissance en glissement trimestriel à l'instar de l'Allemagne (+0.1%) et du Royaume Uni (+0.2%). Par ailleurs, la Turquie, la France, l'Italie et la Corée du Sud ont enregistré une croissance plus forte que le trimestre précédent.

Evidemment, les pressions inflationnistes et l'impact disruptif de la guerre russo-ukrainienne sur la «supply chain» ont été déterminants dans le ralentissement des principaux moteurs de croissance. Mais l'économie Tunisienne pourrait tirer son épingle du jeu et faire face à ces vents contraires en faisant preuve d'agilité pour saisir les opportunités qui se présentent compte tenu du changement de paradigme portant notamment sur la «supply chain».

En effet, amorcé en post-Covid 19, ce changement de paradigme s'est consolidé avec le déclenchement et la poursuite de la guerre russo-ukrainienne : sécuriser la chaîne d'approvisionnement en privilégiant la proximité au détriment des faibles coûts. En d'autres termes, ce qui se passe aujourd'hui remet fondamentalement en question le positionnement de l'Europe de l'Est en tant qu'usine de l'Europe. Il s'agit là d'une grande opportunité pour le site Tunisie qui deviendrait une destination pour les IDE européens offrant sécurité mais aussi expertise et coûts compétitifs dans plusieurs secteurs à l'instar du textile, les composants automobiles et l'industrie pharmaceutique.

10 - Note de conjoncture économique N°3 - Novembre 2022

Le monde vit un moment critique et les temps sont certes difficiles ; néanmoins l'économie Tunisienne continue de faire preuve d'une résilience remarquable qui interpelle et donne des motifs d'espoir pour continuer d'y croire fortement nonobstant les contraintes de la conjoncture mondiale.

«Un pessimiste voit la difficulté dans chaque opportunité, un optimiste voit l'opportunité dans chaque difficulté...» Winston Churchill

— A.

Evolution de la conjoncture économique



I. Synthèse

Conjoncture internationale



- **Ralentissement de la croissance** économique mondiale passant de 6% en 2021 à 3.2%¹ en 2022.
- **L'inflation poursuit sa tendance haussière** depuis le début de 2022, poussant les banques centrales à **resserrer, voire durcir, leurs politiques monétaires**. Selon les prévisions, **l'inflation devrait baisser à partir de 2023**.

Croissance économique Tunisie



- Au T2 2022, la croissance économique a atteint 2.8% en GA ce qui confirme la **résilience de l'économie Tunisienne** dans un contexte particulièrement adverse.
- Baisse des VA des secteurs de l'énergie (-15.7% au T2, en GA) et de la construction (-11.6%, au T2, en GA).
- Des prémices de reprise du secteur minier, mais le niveau de production reste en deça des objectifs.
- La reprise au niveau du secteur touristique a rejailli sur la performance du secteur des services d'hôtellerie, de café et de restauration (+42.5%).

Position extérieure Tunisie



- **Dégradation du solde des paiements courants** au 1^{er} semestre à cause du creusement du déficit commercial.
- Le niveau des investissements étrangers libellés en dinar a enregistré une **hausse de 38% au bout des 5 premiers mois**. Cette évolution a été principalement impulsée par la **hausse des investissements dans les services** (de 90 MDT à fin mai 2021 à 289 MDT à fin mai 2022 soit +226%) en relation avec **l'augmentation du capital de «Qatar National Bank-Tunisia» (QNB-Tunisie)** pour une enveloppe de 240 MDT.
- **Une baisse des avoirs en devises** (exprimés en \$US) en relation, principalement, avec la dégradation du solde des paiements courants.
- Les **tendances opposées** de l'évolution du taux de change du dinar face aux principales devises se poursuivent : **une dépréciation du dinar face au \$US** versus **une appréciation face à l'€**.

Inflation Tunisie



- L'inflation poursuit son trend haussier : au bout des 9 premiers mois 2022, la moyenne de l'inflation a été de 7.8% versus 5.4% durant la même période en 2021.
- L'inflation sous-jacente a également emprunté une tendance haussière mettant en exergue la transmission de la hausse des prix aux coûts de production des différents produits.

¹ Estimation FMI (octobre 2022)

Politique monétaire



- **Relèvement du taux directeur pour la deuxième fois durant l'année 2022.** Le 05 octobre 2022, la BCT a relevé le taux directeur de 25 pbs pour le ramener à 7.25%. La hausse cumulée du taux directeur s'élève à 100 pbs.
- Les taux des facilités de dépôt et de prêt marginal ainsi que celui de rémunération de l'épargne ont été également relevés de 25 pbs (le 05 octobre 2022).

Liquidité



- Les besoins des banques en liquidité poursuivent leur trend haussier.
- Un effet restrictif sur la liquidité a été exercé par la mobilisation des fonds sous la forme de Bons de Trésor (2726 MDT : 2 607 MDT BTCT et 119 MDT de BTA) ainsi que des souscriptions à la deuxième tranche de l'emprunt national (639 MDT).
- Les opérations **d'achat** de devises par les banques auprès de la BCT ont suivi un trend haussier.
- L'évolution des BMC a permis d'atténuer l'effet restrictif exercé par les deux autres facteurs dans la mesure où l'effet trimestriel cumulé des BMC sur la liquidité s'est élevé à +1348 MDT.

Système bancaire



- Sur l'ensemble des 6 premiers mois, le rythme d'évolution des crédits nets a enregistré une hausse remarquable par rapport à la même période en 2021. Par ailleurs, les dépôts ont enregistré une croissance presque égale à celle de l'année dernière.
- Une hausse importante de l'évolution des autres dépôts (principalement des dépôts à terme) qui serait expliquée par la réinstauration du caractère « déductible » de la retenue à la source due sur les revenus de capitaux mobiliers.
- Ralentissement du rythme d'évolution des dépôts à vue et de l'épargne. L'impact des hausses du taux de rémunération de l'épargne (16 juin et 22 septembre 2022) sur le volume de collecte serait observé au cours du 2^{ème} semestre.

Finances publiques



- Le déficit budgétaire s'est nettement contracté à fin juin 2022. Cette contraction est expliquée principalement par la hausse des recettes fiscales (+19%) qui a atténué l'effet de la hausse des dépenses (+13.5%).
- Ce constat est à relativiser compte tenu du faible taux de réalisation des dépenses, qui pourrait biaiser l'analyse de la performance budgétaire. Le déficit affiché ne visualise pas l'effet des retards des transferts et de la compensation, ainsi que l'effet de la hausse des prix des matières premières sur le budget.

II. Conjoncture Internationale

a. Croissance et faits saillants :

- Après un rebond technique² en 2021, la croissance mondiale en 2022 s'amenuise. Les raisons sont multiples : la guerre en Ukraine, le ralentissement de la croissance américaine et chinoise (24% et 18.5% du PIB mondial en 2021, respectivement) ainsi qu'une demande qui s'affaiblit en raison de l'inflation et de son impact sur le pouvoir d'achat et donc sur la consommation.

Graphique 1. Evolution de la croissance mondiale, en GA, en %



* Prévisions FMI octobre 2022

Source : Données site FMI

- En perspective, l'économie mondiale est confrontée à un **risque de récession** :
 - D'un côté, les hausses des taux directeurs pour endiguer l'inflation ont érodé le pouvoir d'achat et donc la consommation
 - La crise covid-19 a eu des répercussions profondes sur les finances publiques (hausse des dettes publiques et des déficits). En l'occurrence, la réponse budgétaire serait limitée, voire timide dans certains pays.

Lexique Eco : la récession

Selon l'INSEE, la récession est une période de recul temporaire de l'activité économique d'un pays. Le plus souvent, on parle de récession si l'on observe un recul du PIB sur au moins deux trimestres consécutifs (le taux de croissance en GT est négatif pour au moins deux trimestres consécutifs).

2- Une hausse qui intervient après une période de forte baisse

Graphique 2. Evolution de la croissance du PIB, à prix constant, en%, en GA



Prévisions croissance annuelle 2022

Source : Site trading Economics ; Site OCDE, Perspectives de l'Economie mondiale FMI octobre 2022

Graphique 3. Evolution de la croissance du PIB, à prix constant, en%, en GT



Ils ont dit ...

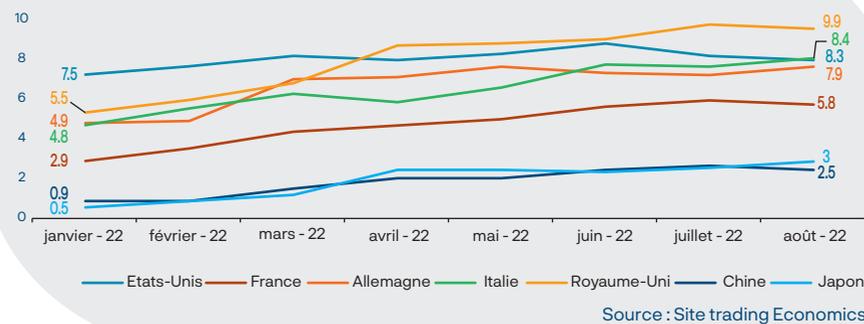
« Pour parvenir à de faibles taux d'inflation, à la stabilité monétaire et à une croissance plus rapide, les responsables publics devraient réorienter leurs priorités, afin de s'attacher non pas à réduire la consommation mais à augmenter la production. Ils devraient aussi chercher à générer des investissements supplémentaires et à améliorer la productivité et la répartition du capital, des conditions essentielles pour la croissance et la réduction de la pauvreté. »

David Malpass
Président du Groupe Banque mondiale

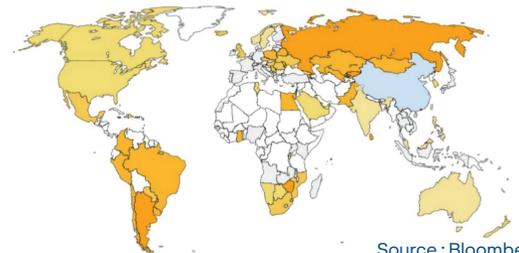
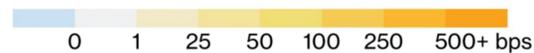
b. Inflation et réponses:

- L'inflation poursuit sa tendance haussière depuis le début de 2022. Les banques centrales s'obstinent à user du levier monétaire pour l'endiguer, mais les niveaux demeurent élevés. Selon les dernières mises à jour du FMI (octobre 2022), les effets du resserrement des politiques monétaires désinflationnistes devraient se sentir en 2023.
- Selon une récente déclaration³ de Mme Christine Lagarde, il serait hâtif de confirmer que l'inflation a atteint un pic. Elle réitère que la BCE est obstinée à ramener l'inflation à 2%, même si cela serait « douloureux ». Elle a également précisé qu'il ne faut pas stimuler davantage la demande.

Graphique 4. Taux d'inflation en %



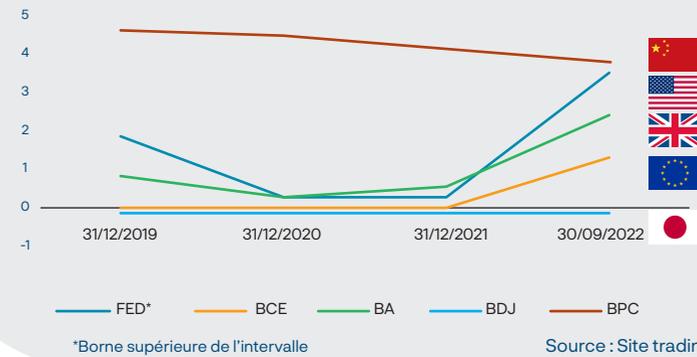
Plus de 50 banques centrales ont augmenté le taux cette année



La carte illustre le niveau d'augmentation du taux directeur par les banques centrales en pbs depuis le début de 2022

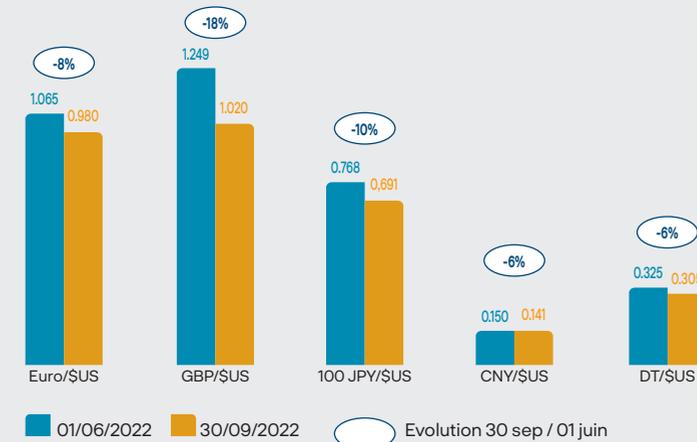
3-Rencontre avec des étudiants organisée à la banque centrale de Chypre le 05 octobre 2022

Graphique 5. Evolution des taux directeurs



- L'écart entre les taux directeurs gratifie le \$US qui se présente en tant que valeur refuge pour les investisseurs. Ceci s'est traduit par la dépréciation de plusieurs monnaies face au \$US (y compris le DT).

Graphique 6. Evolution des taux de change



Ce que dit Jerome Powell ...

L'inflation finira par s'ajuster ...

“Despite elevated inflation, longer-term inflation expectations appear to remain well anchored ... But that is not grounds for complacency; the longer the current bout of high inflation continues, the greater the chance that expectations of higher inflation will become entrenched.”

Over coming months, we will be looking for compelling evidence that inflation is moving down, consistent with inflation returning to 2 percent. We anticipate that ongoing increases in the target range for the federal funds rate will be appropriate; the pace of those increases will continue to depend on the incoming data and the evolving outlook for the economy.

We are taking forceful and rapid steps to moderate demand so that it comes into better alignment with supply.”

Jerome Powell, président du Conseil des gouverneurs de la Réserve fédérale des États-Unis (FED)
Press Conference September 21, 2022



Encadré 1. Les éventuelles répercussions de la politique monétaire américaine

- La FED a opté pour un resserrement monétaire « agressif » et « intensif » : l'effet cumulé des relèvements du taux directeur a atteint 325 pbs en 6 mois. La hausse du taux, conjugué au ralentissement de l'économie américaine, alerte quant à un avènement d'une nouvelle crise similaire de celle des « Subprimes » de 2008.
- En effet, sur la période 2004-2007, le taux directeur de la FED est passé de 1% à 5.25% soit une augmentation de 425 bps.
- En outre, l'indice des prix à l'immobilier aux Etats-Unis (FHFA House Price Index) a enregistré pour la 1^{ère} fois depuis mai 2020 une baisse en glissement mensuel. 8 régions sur 9 ont été concernées par cette baisse et 5 régions sur 9 ont vu leurs indices baisser durant deux mois successifs.
- Par ailleurs, l'inversion de la courbe des taux est un indicateur qui hèle et interrompte quant au risque d'une éventuelle récession.

Graphique 7. Différentiel entre les courbes du taux long (10 ans) et du taux court (2 ans)



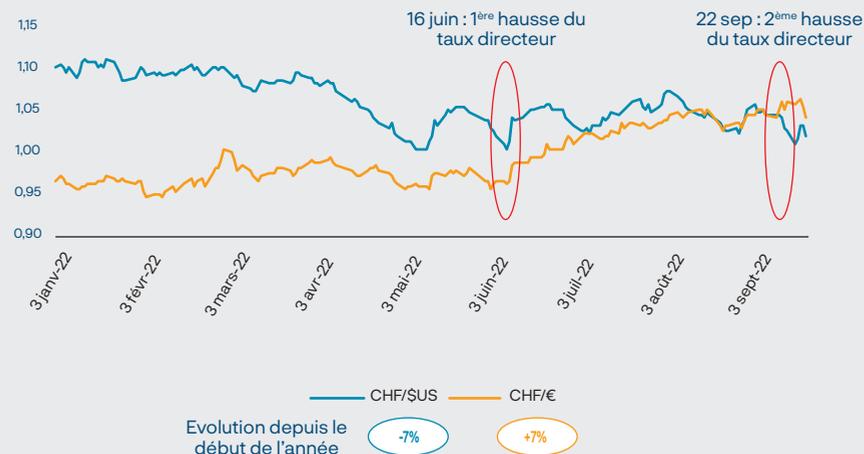
Si le différentiel est négatif, cela veut dire que les taux longs sont inférieurs aux taux courts



Encadré 2. La force de la monnaie helvétique atténue les effets de l'inflation importée

- Bien qu'elle ait pénalisé la compétitivité des exportations, la force du Franc Suisse a permis de maintenir un niveau d'inflation relativement faible par rapport aux autres pays.
- Grâce à un taux de change favorable, la progression des prix à l'importation est cantonnée, et l'effet sur le taux d'inflation est réduit.

Graphique 8. Evolution taux de change du CHF



Graphique 9. Taux d'inflation en Suisse, en GA



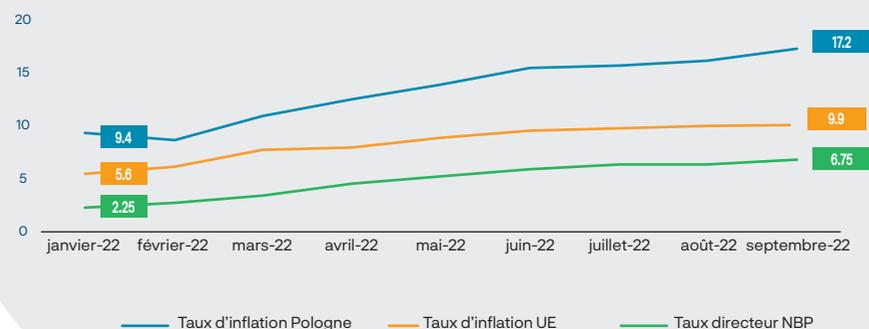
- En réponse à cette tendance, la Banque Centrale Suisse (BNS) n'est intervenue que récemment en augmentant à 2 reprises son taux directeur (le 16 juin 2022 +50 bps et le 22 septembre 2022 +75 pbs) pour le situer ainsi à 0.5%. Ce resserrement ne s'inscrirait pas sur le long terme tenant compte de la réactivité du marché par rapport à ces mesures et de son éventuel impact sur le taux de change du franc (appréciation) et par ricochet sur les exportations.



Encadré 3. Pologne ... inflation, hausse des taux et risques sur la capacité de remboursement

- Depuis mars 2022, l'économie polonaise subit une inflation à deux chiffres, qui a même franchi des niveaux records (17.2%, le plus haut depuis 26 ans).
- En réponse, la **Banque nationale de Pologne (NBP)** a relevé son taux directeur de **450 pbs en 9 mois**. Une réponse qui pourrait être jugée « agressive » et « dangereuse », et qui, en plus de son impact sur les moteurs de la croissance, risque de mettre en péril la **capacité de remboursement des crédits**, plus particulièrement les crédits des ménages qui sont généralement adossés à des taux variables (plus de 95% des crédits hypothécaires en Pologne sont à taux variable)
- En l'occurrence, une loi a été votée en juillet 2022, accordant un **moratoire de 8 mois pour les mensualités des crédits entre 2022 et 2023**. Ce choix de politique monétaire permettrait d'atténuer « provisoirement » la pression sur les ménages, mais il risque d'impacter négativement la rentabilité du système bancaire.
- Le 05 octobre 2022, la banque centrale a décidé de temporiser et de maintenir son taux directeur inchangé et a annoncé qu'elle interviendrait sur le marché pour soutenir le taux de change du zloty ce qui permettrait, entre autres, d'agir sur l'inflation.

Graphique 10. Taux d'inflation et taux directeur en Pologne, en %



Graphique 11. Evolution de la croissance en Pologne, en GT



“The Council assessed, that the hitherto significant monetary policy tightening by NBP and the expected economic activity growth slowdown, which in part stems from external shocks, will contribute to curbing demand growth in the Polish economy, which will support a decline in inflation in Poland towards the NBP inflation target. ... The decrease in inflation would also be supported by appreciation of zloty exchange rate, which, in the Council's assessment, would be consistent with the fundamentals of the Polish economy ... NBP may intervene in the foreign exchange market, in particular to limit fluctuations of the zloty exchange rate that are inconsistent with the direction of monetary policy.”

National Bank Of Poland (NBP) Press Release from the meeting of the Monetary Policy Council held on 5 October 2022

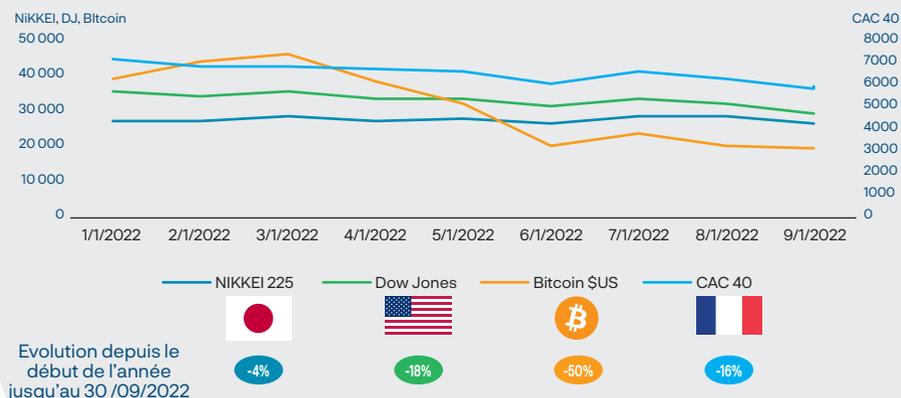
Encadré 4. Hausse de l'inflation et marchés boursiers

L'envolée de l'inflation a eu des répercussions négatives sur le marché boursier. En effet, la hausse des prix incite les banques centrales à relever le taux directeur. Quand les taux directeurs augmentent, la valeur des obligations en portefeuille baisse (mouvement de cession pour minimiser les pertes). A contrario, la rentabilité des obligations **nouvellement émises** augmente et les investisseurs sont enclins à se positionner sur ces obligations d'autant plus qu'elles sont moins risquées que les actions.

Il est à noter que cet arbitrage n'est pas systémique dans la mesure où certains secteurs d'activités, à l'instar de l'industrie pharmaceutique, ont fait preuve de résilience bénéficiant d'une demande inélastique.

D'un autre côté, l'inflation limite la marge de manœuvre pour les entreprises cotées (notamment si l'entreprise est très endettée). D'ailleurs, afin d'attirer les investisseurs, l'entreprise doit offrir une meilleure rémunération du risque moyennant des dividendes plus élevés. Mais ceci n'est pas évident dans un contexte inflationniste : l'augmentation des prix de vente ne permet pas forcément de dégager un profit supérieur car l'entreprise fait face à la hausse des charges (matières premières, salaires, coût de la dette).

Graphique 12. Evolution des principaux indices



Sources : Données Site Investing.com

Inflation et Bitcoin

Le Bitcoin est la cryptomonnaie la plus importante en terme de capitalisation. La hausse de l'inflation en 2022 a mis à l'épreuve⁴ le Bitcoin et a remis en question l'axiome selon lequel il représente un moyen de couverture contre l'inflation dans la mesure où il s'agit d'un actif « rare » : l'offre du Bitcoin est plafonnée à 21 millions unités, ainsi la hausse de la demande pourrait créer une pénurie ce qui augmenterait son prix. D'ailleurs, durant les derniers mois, le Bitcoin a emprunté une tendance baissière.

NB. Le mécanisme de fonctionnement de la cryptomonnaie et la genèse de sa création feront l'objet d'une infographie au cours du 1^{er} trimestre 2023.

Tableau 1. Prix des matières premières

	Moyenne T3 2022 (A)	Moyenne T2 2022 (B)	Variation (A/B)	T4 2021
Pétrole brut Brent \$US/bbl	99	113	-12%	80
Indice du gaz naturel (2010=100)	396	252	+57%	221
Phosphate brut \$US/TM	320	264	+21%	159
Phosphate DAP \$US/TM	762	860	-11%	715
Phosphate TSP \$US/TM	716	810	-12%	657
Minerai de fer \$US/dmtu	106	138	-23%	112
Blé dur \$U/TM	394	492	-20%	370

Sources : Données Banque Mondiale, Calcul Equipe Prospective, Veille et Recherche Economique

Last News

Le 05 octobre 2022, les membres de l'OPEP+ ont décidé de **réduire leur production de pétrole de 2 millions bbl/j** ce qui doperait les prix du pétrole. Il s'agit de la réduction la plus importante depuis le début de la crise Covid-19. Suite à ces déclarations, Goldman Sachs a revu à la hausse ses prévisions du prix pour 2022 de 90\$US bbl à 104\$US bbl.

Parallèlement, la Russie a interrompu⁵ les livraisons de gaz par le gazoduc Nord Stream 1, ce qui représente un risque quant à l'approvisionnement de l'Europe et particulièrement l'Allemagne (30% de ses approvisionnements en gaz proviennent de la Russie).

4-il s'agit du premier épisode inflationniste mondial depuis la création du Bitcoin en 2009.

5-La compagnie nationale russe Gazprom justifie cette décision par des problèmes techniques

III. Conjoncture Nationale

1. Croissance économique

a. Réalisations

- Au T2 2022, la croissance économique a atteint 2.8% en GA ce qui confirme la résilience de l'économie Tunisienne dans un contexte particulièrement adverse. Toutefois, le PIB peine encore à retrouver son niveau précédant la crise (2019). D'ailleurs, au bout du T2, le PIB se limite à 96% du PIB du T2 2019.

Graphique 13. Evolution de la croissance trimestrielle, en GA, en %, aux prix de l'année précédente



Source : Données site INS

- En glissement trimestriel, l'évolution est négative au T2 (-1%). Cette contraction serait expliquée en partie par les répercussions de la crise internationale sur la demande extérieure.

Graphique 14. Evolution de la croissance trimestrielle, en GT, en %, aux prix de l'année précédente



Source : Données site INS

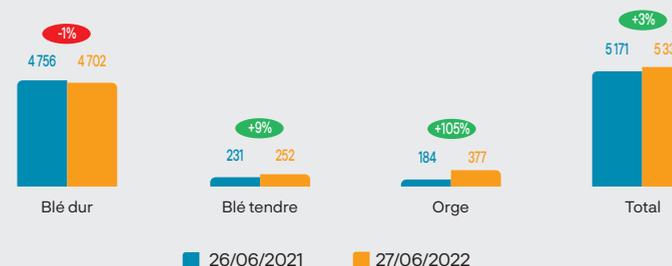
Tableau2. Croissance des VA, aux prix de l'année 2015, en %, en GA

	T2 2022	T1 2022
Agriculture et pêche	+2	+3.3
Industries manufacturières	+4.4	+4.3
Industries non manufacturières	-10.4	-6.3
Services marchands & non marchands ⁶	+4.9	+3.8
PIB	+3.1	+2.6

Agriculture :

- Légère hausse de la quantité de céréales collectée à fin juin 2022. :

Graphique 15. Evolution de la collecte des céréales, en mille quintaux



Source : Données site ONAGRI

- S'agissant de l'olive, une nette amélioration a été enregistrée durant la saison 2021/2022 :

Graphique 16. Evolution de la production des olives, en mille tonnes



* Prévisions

Source : Données site ONAGRI

⁶ Les services marchands et non marchands ont été regroupés puisque les données sectorielles disponibles au niveau de l'INS regroupent certaines activités publiques et privées (telles que l'enseignement et la santé)

Tableau 3. Situation des barrages

Taux de remplissage	30/09/2022	30/09/2021
Nord	37.5%	34.1%
Centre	14.9%	13.7%
Cap bon	13.1%	18.3%
Niveau global	32.4%	29.7%

Ils ont dit ...

« Compte tenu de son poids dans la consommation d'eau, l'agriculture demeure un champs d'investigation privilégié des politiques de gestion des ressources en eau. Aujourd'hui, les recherches s'orientent vers la collecte des eaux de pluie via des techniques d'irrigation plus performantes, la plantation des semences résistantes à la sécheresse, le développement des techniques modernes de conservation de l'eau pour l'agriculture. »



Stress hydrique : Une prise de conscience qui tarde à voir le jour, L'Economiste Maghrébin, Moez Laabidi⁷, 04 septembre 2022

7- Conseiller auprès de la direction de l'Institut arabe de planification au Koweït, Ex membre du conseil d'administration de la BCT (2 mandats)

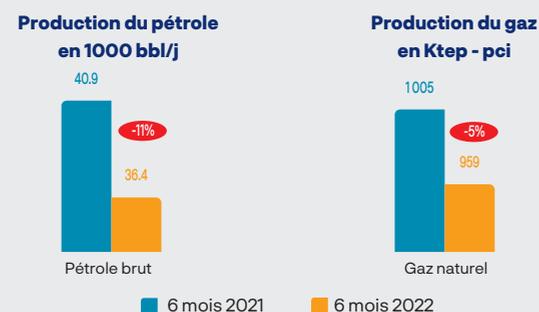
Industrie :

Tableau 4. Evolution de la VA par secteur d'activité, aux prix de l'année 2015

	T2 2022	T1 2022
Extraction du pétrole et du gaz naturel	-15.7%	-9.5%
Construction	-11.6%	-12.2%
Extraction des produits miniers	+6.3%	+57.9%

✘ Dans un contexte où les prix sont particulièrement élevés, la baisse de la production du pétrole et du gaz complique davantage la situation de la balance énergétique.

Graphique 17. Production du pétrole et du gaz



Source : conjoncture énergétique à fin juin 2022

✘ L'activité du secteur de construction aurait été impacté par la hausse des prix de matériaux de construction notamment le fer. L'évolution de ce secteur est subordonnée aussi bien aux prix (la baisse stimulerait la demande), mais également à la résolution des difficultés structurelles du secteur (Note de conjoncture N°2 BIAT, p 37).

✔ S'agissant du phosphate, la production au T2 a augmenté de 12% en GA, témoignant des prémices d'une reprise.

- Toutefois, la production cumulée à fin juin reste en deçà des objectifs. Rappelons que l'objectif est d'atteindre 5 millions de tonnes à fin 2022. D'ailleurs, des données plus récentes confirment l'écart par rapport aux prévisions : la production à fin septembre s'est limitée à 2.8 millions de tonnes soit à 56% de l'objectif.

Graphique 18. Production mensuelle du phosphate, en 1000 tonnes



Source : Données site INS

Graphique 19. Contribution sectorielle à la croissance du PIB, T2 2022 (aux prix de l'année 2015)

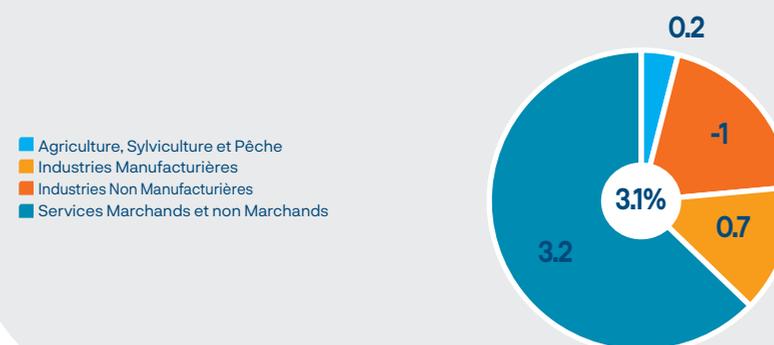


Tableau 5. Evolution de la production trimestrielle de phosphate en 1000 tonnes

	T1 2021	T2 2021	T3 2021	T4 2021	T1 2022	T2 2022
Production	356	911	1184	1275	994	1019

Services:

Tableau 6. Evolution de la VA par secteur d'activité, aux prix de l'année 2015

	T2 2022	T1 2022
Services d'hôtellerie, de café et de restauration	+42.5%	+11.2%

Tourisme :

- La reprise au niveau du secteur touristique a rejailli sur la performance du secteur des services d'hôtellerie, de café et de restauration. La VA devrait poursuivre cette tendance au T3 en relation avec la haute saison.

2. Position extérieure

a. Paiements courants :

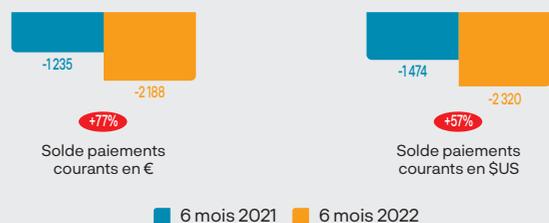
- Le solde des paiements courants s'est nettement dégradé au cours du premier semestre. Ceci est imputable à l'élargissement conséquent du déficit commercial en relation avec la guerre en Ukraine et son impact sur les prix des matières premières.

Graphique 20 : Evolution de la balance des paiements courants, en MDT



Source : Données « Périodique de conjoncture N°136, juillet 22, BCT »

Graphique 21 : Evolution du solde des paiements courants en devises



Source : Données site BCT, Calcul Equipe, Prospective, Veille et Recherche Economique

- N'eût été la progression notable de la balance des services et des revenus du travail, le creusement du déficit aurait été plus important.

Graphique 22 : Evolution des recettes touristiques et des revenus du travail



Source : Données site BCT

b. Balance commerciale :

- Le déficit de la balance commerciale des biens (FOB/CAF) a augmenté de 61% durant les 8 premiers mois 2022 en GA. Cette détérioration est attribuable au creusement abyssal du déficit de la balance alimentaire et celle de l'énergie, en relation avec la hausse des prix des matières premières.

Tableau 7. Balance commerciale selon le groupement sectoriel (FOB/CAF)

Groupement sectoriel	8 mois 2022	8 mois 2021	Variation
Agriculture et Industries Agroalimentaires	-2 882	-1 795	+61%
Energie et Lubrifiants	-6 036	-2 886	+109%
Mines, Phosphates et Dérivés	813	434	+87%
Textiles, Habillements et cuirs	1 289	1 443	-11%
Industries Mécaniques et Elect.	-4 142	-3 394	+22%
Autres Industries Manufacturières	-5 942	-4 282	+39%
Solde Balance Commerciale (FOB/CAF)	-16 899	-10 480	+61%

Source : Données site INS

Last News

A fin août :

- Selon la BCT, le déficit courant a atteint 5.8% en GA versus 3.6% un an auparavant

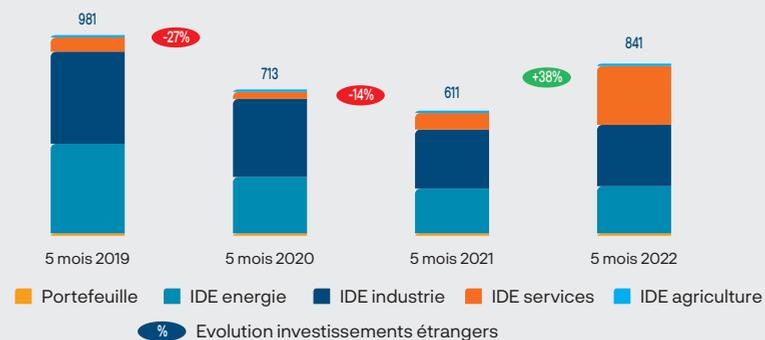
A fin septembre :

- Les recettes touristiques ont évolué de 89% passant de 1 685 (sep 2021) à 3 125 MDT (sep 2022)
- Les revenus du travail ont évolué de 15% passant de 5 799 (sep 2021) à 6 339 MDT (sep 2022)
- Le déficit commercial (FOB/CAF) a atteint 19 240 MDT, soit +61% en GA.

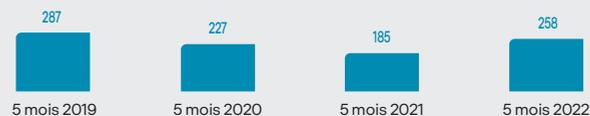
c. Investissements étrangers :

- Le niveau des investissements étrangers libellés en dinar a enregistré une hausse de 38% au bout des 5 premiers mois.
- Cette évolution a été principalement impulsée par la hausse des investissements dans les services (de 90 MDT à fin mai 2021 à 289 MDT à fin mai 2022 soit +226%) en relation avec l'augmentation du capital de « Qatar National Bank-Tunisia » (QNB-Tunisie) pour une enveloppe de 240 MDT. N'eût été cette opération exceptionnelle, les investissements étrangers auraient baissé de 1.6%.
- Aussi, Il est important de préciser que malgré cette hausse « exceptionnelle » le niveau des investissements étrangers demeure inférieur à celui de 2019.

Graphique 23 : Evolution des investissements étrangers en MDT



Graphique 24 : Evolution des investissements étrangers en €

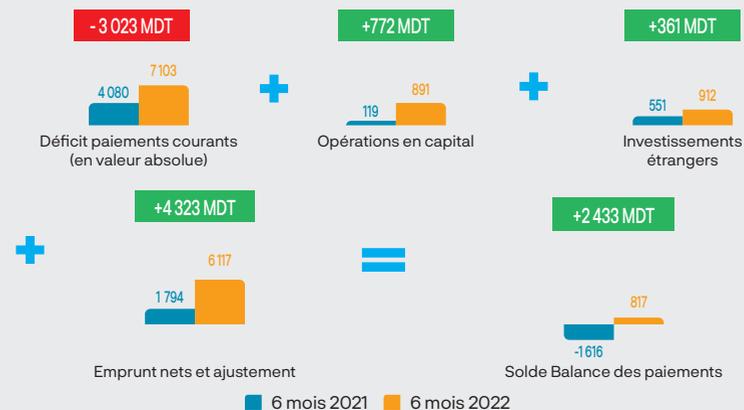


d. Solde balance de paiements :

- Au bout du premier semestre, la balance des paiements a dégagé un excédent de 817 MDT versus un déficit de 1 616 MDT un an auparavant, et ce malgré la dégradation du solde des paiements courants.

- En effet, cet excédent est attribuable à la hausse des opérations en capital, des investissements étrangers et aux emprunts nets et ajustements⁸.

Graphique 25 : Evolution des composantes de la balance des paiements



- Opérations en capital** : plus de 200 millions d'€ ont été reçus sous forme de dons de la part de la commission de l'Union Européenne (essentiellement dans le cadre de l'appui budgétaire).
- Emprunts nets et ajustements** : principaux emprunts à MLT mobilisés durant le 1^{er} semestre :

Tableau 8. Principaux emprunts à MLT mobilisés durant S1

Date	Montant	Cadre
Janvier 2022	326 MDT (100 M€)	Allemagne : programme d'appui aux réformes du secteur bancaire et financier
Avril 2022	2 099 MDT (700 M\$US)	AFREXIMBANK : programme de financement des imports stratégiques
Mai 2022	460 MDT (143 M€)	BIRD : projet de réponse d'urgence COVID-19 pour la protection sociale en Tunisie
Mai 2022	971 MDT (300M€)	Union européenne : programme d'assistance macro-financière III

Source : Données « Périodique de conjoncture juillet 2022, BCT »

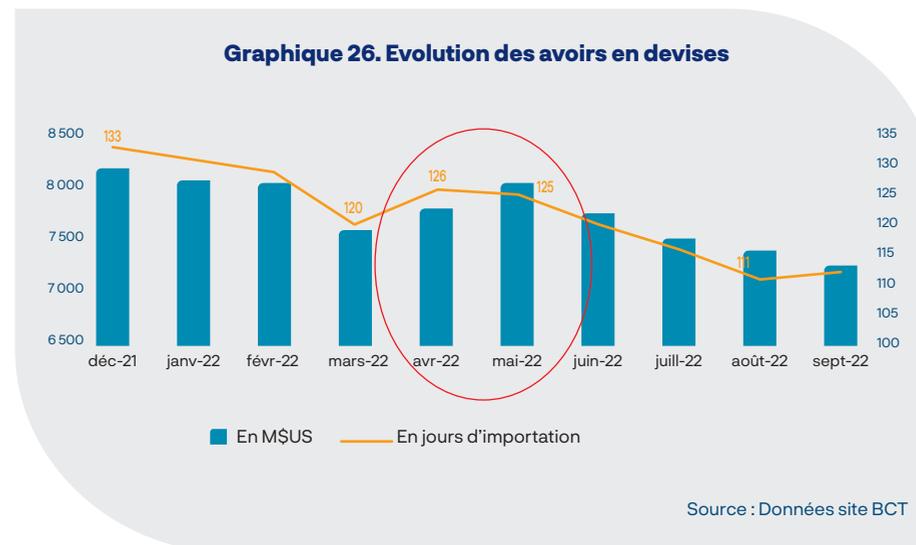
8- Il s'agit des opérations ayant trait aux capitaux de prêts-emprunts à moyen et long termes, aux dépôts auprès de la BCT et aux autres avoirs et engagements à CMLT.

e. Avoirs en devises :

- Une baisse des avoirs en devises (exprimés en \$US) en relation, principalement, avec la dégradation du solde des paiements courants.
- Les réserves en devises en nombre de jours d'importation ont également baissé passant de 131 jours le 31 janvier 2022 à 112 le 30 septembre 2022.
- Il est envisageable que les réserves en devises en \$US et en jours d'importations n'évoluent pas dans le même sens. A titre d'exemple, en mai 2022, alors que les avoirs en devises ont augmenté en \$US, une baisse a été observée au niveau des avoirs en jours d'importation. Cette divergence est expliquée par l'évolution du coût moyen d'une journée d'importation : ainsi, plus le coût moyen augmente, plus le nombre de jours diminue.

$$\text{Nbre de jours d'importation} = \frac{\text{Réserves actuelles en devises}}{\text{Coût moyen d'une journée d'importation}}$$

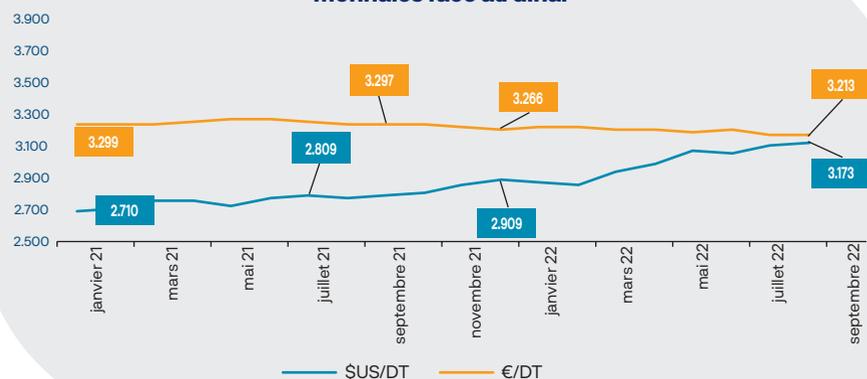
- La hausse observée au niveau des prix des matières premières (céréales, énergie, etc.) à l'international a un impact direct sur la valorisation des jours d'importation.



f. Taux de change :

- Les tendances opposées de l'évolution du taux de change du dinar face aux principales devises se poursuivent : une dépréciation du dinar face au \$US versus une appréciation face à l'€. Cet écart est la résultante de la divergence des politiques monétaires entre la FED et la BCE (cf. Bulletin de Conjoncture BIAT n°3 p9) et son impact sur le taux de change €/US\$ (cf. p 15).

Graphique 27. Evolution du taux de change des principales monnaies face au dinar



Source : Données site BCT

Graphique 28. Evolution du taux de change des principales devises par rapport au dinar

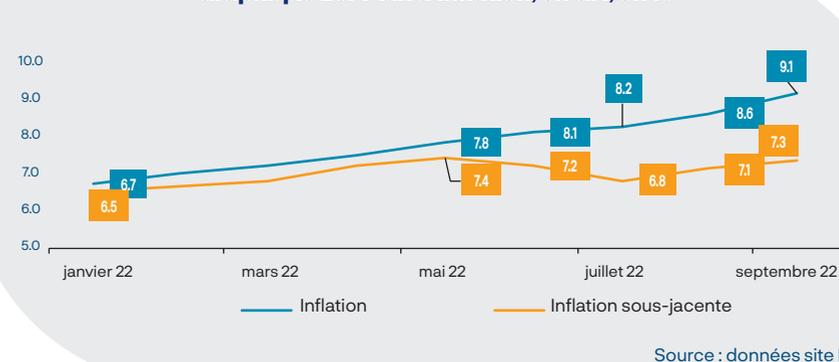


Source : Données site BCT, Calcul Equipe Prospective, Veille et Recherche Economique

3. Inflation

- L'inflation poursuit son trend haussier : au bout des 9 premiers mois 2022, la moyenne de l'inflation a été de 7.8% versus 5.4% durant la même période en 2021.
- L'inflation sous-jacente a également emprunté une tendance haussière mettant en exergue la transmission de la hausse des prix aux coûts de production des différents produits.

Graphique 29. Taux d'inflation, en GA, en %



Source : données site INS

- En septembre 2022, la hausse des prix a particulièrement concerné les produits alimentaires (+13% en GA) les meubles et articles de ménage (+11.6% en GA), et l'enseignement (10% en GA) en relation avec la hausse des prix des fournitures et livres scolaires.

Graphique 30. Hausse des prix des produits alimentaires, septembre 2022, en %, en GA



Source : données site INS

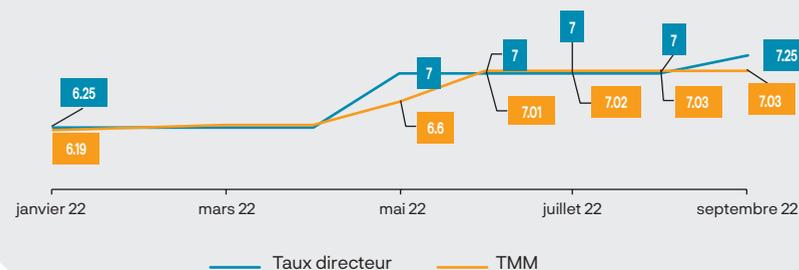
4. Politique monétaire

- Le 05 octobre 2022, la BCT a relevé le taux directeur de 25 pbs pour le ramener à 7.25%.
- Les taux des facilités de dépôt et de prêt marginal ainsi que celui de rémunération de l'épargne ont été également relevés de 25 pbs.

	05/10/2022	17/05/2022
Taux de facilité de dépôt	6.25	6
Taux de facilité de prêt	8.25	8
Taux de rémunération de l'épargne	6.25	6

- Eu égard aux circonstances actuelles, la décision de la BCT de **se limiter à une hausse** de 25 pbs pourrait être considérée comme « pragmatique » et « sage » dans la mesure où :
 - Elle tient compte des recommandations du FMI et de la BM qui avertissent sur le fait qu'un resserrement rigoureux de la politique monétaire puisse lamener les moteurs de croissance et contribuer à précipiter la réalisation du scénario d'une récession économique généralisée
 - Elle intègre implicitement des prévisions de baisse de l'inflation en 2023.
- La hausse cumulée du taux directeur s'élève à 100 pbs. Pour rappel, le 17 mai 2022, la BCT a procédé à une hausse du taux directeur de 75 pbs, le ramenant ainsi de 6.25% à 7%. Elle a également, relevé le taux minimum de rémunération de l'épargne de 100 pbs, passant de 5% à 6%.

Graphique 31. TMM et taux directeur, en %



Source : données site BCT

5. Liquidité

5.1. Evolution du volume global du refinancement :

- Les besoins des banques en liquidité poursuivent leur trend haussier. En effet, sur l'ensemble des 9 mois, la moyenne du volume global du refinancement des banques auprès de la BCT a progressé de 12%.

Tableau 9. Volume global du refinancement

En MDT, Moyenne	9 mois 2022 (A)	9 mois 2021 (B)	Variation (A/B)
Appel d'offre	4 989	4 422	13%
Open Market	3 752	3 560	5%
Swap de change	536	266	102%
Opération de refinancement à plus long terme (1 mois)	995	842	18%
Facilité de prêt à 24h	466	624	-25%
Autres	-63	-223	-72%
Volume global du refinancement	10 675	9 491	+12%

	Au 30-09-2022 (B)	Au 30-09-2021 (B)	Variation (A/B)
Volume global du refinancement	12 575	10 542	+19%

- L'analyse par source de refinancement, révèle que les hausses les plus importantes ont été enregistrées au niveau des opérations d'appel d'offre et du swap de change.

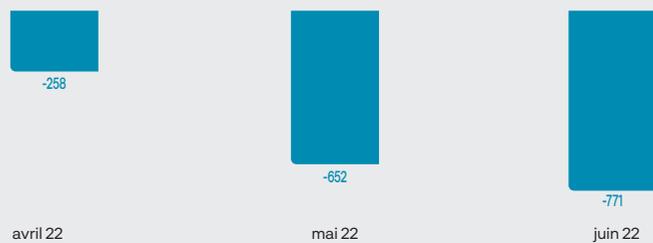
5.2. Facteurs autonomes de liquidité :

L'évolution des facteurs autonomes de liquidité durant le T2⁹ expliquent les besoins de liquidité du système bancaire et par ricochet son recours au refinancement :

- Compte du Trésor** : un effet restrictif sur la liquidité a été exercé par la mobilisation des fonds sous la forme de Bons de Trésor (2 726 MDT : 2 607 MDT BTCT et 119 MDT de BTA) ainsi des souscriptions à la deuxième tranche de l'emprunt national (639 MDT). Cet effet restrictif a été partiellement atténué grâce au remboursement du Trésor de 1 896 MDT au titre d'échéances de la dette intérieure.
- Opération de change de devises** : les opérations d'achat de devises par les banques auprès de la BCT ont suivi un trend haussier reflétant ainsi une position courte. Cette tendance est principalement expliquée par le creusement du déficit commercial.

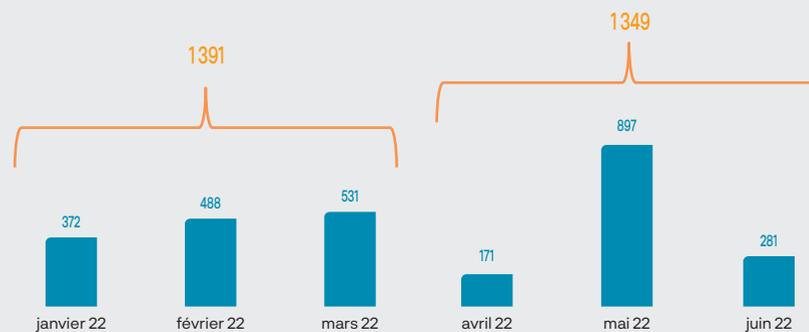
9-Dernières données détaillées disponibles concernant les facteurs autonomes de liquidité

Graphique 32. Ventes nettes de devises par les banques à la BCT, en MDT



Source : Données « Périodique de conjoncture N°136 – Juillet 2022, BCT »

Graphique 33. Evolution de l'effet cumulé des BMC sur la liquidité bancaire, en MDT



Source : Données « Périodique de conjoncture N°136 – Juillet 2022, BCT »

- BMC : L'évolution des BMC a permis d'atténuer l'effet restrictif exercé par les deux autres facteurs dans la mesure où l'effet trimestriel cumulé des BMC sur la liquidité s'est élevé à 1348 MDT (retour de cash aux guichets).

6. Système bancaire

Panel de 10 banques cotées :

- Sur l'ensemble des 6 premiers mois, le rythme d'évolution des crédits nets a enregistré une hausse remarquable par rapport à la même période en 2021. Par ailleurs, les dépôts ont enregistré une croissance presque égale à celle de l'année dernière.
- Une hausse importante de l'évolution des autres dépôts (principalement des dépôts à terme) qui serait expliquée par la réinstauration du caractère « déductible » de la retenue à la source due sur les revenus de capitaux mobiliers.
- Ralentissement du rythme d'évolution des dépôts à vue et de l'épargne. L'impact des hausses du taux de rémunération de l'épargne (17 mai et 05 octobre 2022) sur le volume de collecte serait observé au cours du 2^{ème} semestre.

Graphique34. Evolution des crédits et des dépôts d'un panel de 10 banques cotées, en MDT et en %



Encadré 5. Relèvement du taux directeur et Taux d'intérêt Excessif (TIEX)

Tableau 10. TIEX août 2022

#	Catégorie de crédit	TIEX août 2022	Différence par rapport au TMM ^{P (*)}
1	Leasing mobiliers et Immobiliers	15.99	8.74
2	Crédits à la consommation	12.67	5.42
3	Découverts matérialisés ou non pas des effets	12.75	5.5
4	Crédits à l'habitat	11.16	3.91
5	Affacturage	12.44	5.19
6	Crédits à LT	10.72	3.47
7	Crédits à MT	11.16	3.91
8	Crédits à CT découverts non compris	10.6	3.35

(*) TMM^P : TMM prévisionnel ~ TD

- Selon l'article 5 du Décret n° 2000-462, pour chaque catégorie de crédits accordés, la BCT détermine semestriellement le taux d'intérêt effectif moyen à partir de la moyenne arithmétique simple des taux d'intérêts effectifs globaux observés durant le même semestre. Ce taux ainsi déterminé est utilisé au cours du semestre suivant pour la détermination du taux d'intérêt excessif (TIEX) prévu par l'article premier de la loi n° 99-64 du 15 juillet 1999. Le TIEX est publié par arrêté (Ministère des Finances),

- Selon l'article 1 de la loi n° 99-64, constitue un prêt consenti à un taux d'intérêt excessif, tout prêt conventionnel consenti à un taux d'intérêt effectif global qui excède, au moment où il est consenti, de plus du cinquième le taux effectif moyen pratiqué au cours du semestre précédent par les banques et les établissements financiers pour des opérations de même nature.
- Pour la détermination du taux d'intérêt effectif global du prêt, il est tenu compte en plus des intérêts, des frais, commissions ou rémunérations de toute nature, directes ou indirectes intervenus dans l'octroi du prêt.
- Le relèvement du TD décidé le 5 octobre par le Conseil d'Administration de la BCT, va se répercuter quasi-intégralement au niveau du TMM du mois de novembre et intégralement au niveau des mois suivants. La question qui se pose est relative à la capacité des banques de répercuter cette hausse intégralement au niveau de la tarification des crédits compte tenu du niveau du TIEX qui n'intègre ni la hausse de 25 pbs, ni le relèvement précédent de 75 pbs (dans la mesure où la BCT procède au cours du dernier mois de chaque semestre au calcul des taux d'intérêt effectifs moyens).
- Ainsi, en fonction des catégories de crédit, et en dehors des financements bénéficiant de tarification préférentielles, les banques seraient amenées à réviser leur tarification en agissant sur les commissions intervenues à l'octroi et/ou sur les marges.

7. Finances Publiques

- Le déficit budgétaire s'est nettement contracté à fin juin 2022. Cette contraction est expliquée principalement par la hausse des recettes fiscales (+19%, en partie expliquée par l'amnistie fiscale prévue par la LF 2022) qui a atténué l'effet de la hausse des dépenses (+13.5%).

Tableau 11. Réalisations 6 mois 2022- 6 mois 2021

Ressources	6 mois 2022	6 mois 2021	Evolution 22/21	Dépenses	6 mois 2022	6 mois 2021	Evolution 22/21
Recettes fiscales	17 472	14 688	+19%	Rémunération	10 551	10 019	+5.3%
				Gestion	685	582	+17.7%
				Interventions	4 052	3 592	+12.8%
Recettes non fiscales	1 038	1 086	+4.4%	Investissement	1 520	1 415	+7.4%
				Opérations Financières	4	85	-95.3%
				Intérêts de la dette	2 168	1 931	+12.3%
Total recettes propres (A)	18 510	15 774	+17.3%	Total dépenses hors principal de la dette (B)	18 981	17 624	+7.7%
Dons	813	44	+1748%	Remboursement principal (C)	5 842	4 243	+37.7%
Total ressources	19 323	15 818	+22	Total dépenses	24 823	21 867	+13.5%
				Solde budgétaire (A)*-(B)	-471	-1 900	-74.5%
				Solde primaire (A)* - (B) + (C)	5 371	2 393	+124%

*Hors dons et ressources exceptionnelles

Graphique 35. Recettes fiscales



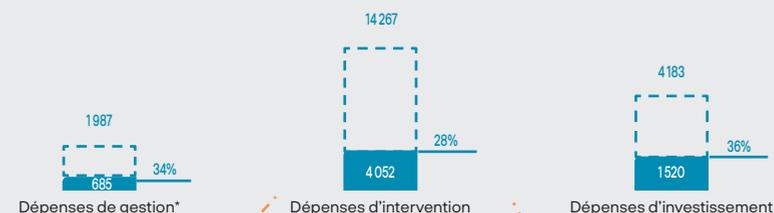
Source : Résultats provisoires de l'exécution du budget de l'Etat à fin juin 2022

Points d'attention relatifs aux dépenses :

- Un taux de réalisation faible qui pourrait biaiser l'analyse de la gestion budgétaire :

Les taux de réalisation¹⁰ sont inférieurs aux 50% théoriques qui devraient être atteints durant les 6 premiers mois.

Graphique 36. Taux de réalisation des dépenses



Source : Résultats provisoires de l'exécution du budget de l'Etat à fin juin 2022

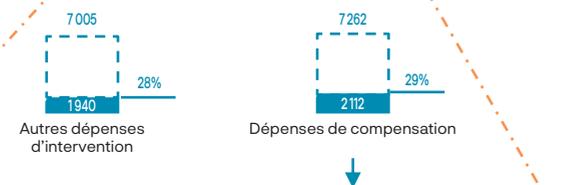


Tableau 12. Dépenses de compensation par catégorie, en MDT

	Réalisation 6 mois 2022	LF 2022	Taux de réalisation
Produits de base	400	3 771	11%
Carburants	1 415	2 891	49%
Transport	297	600	50%

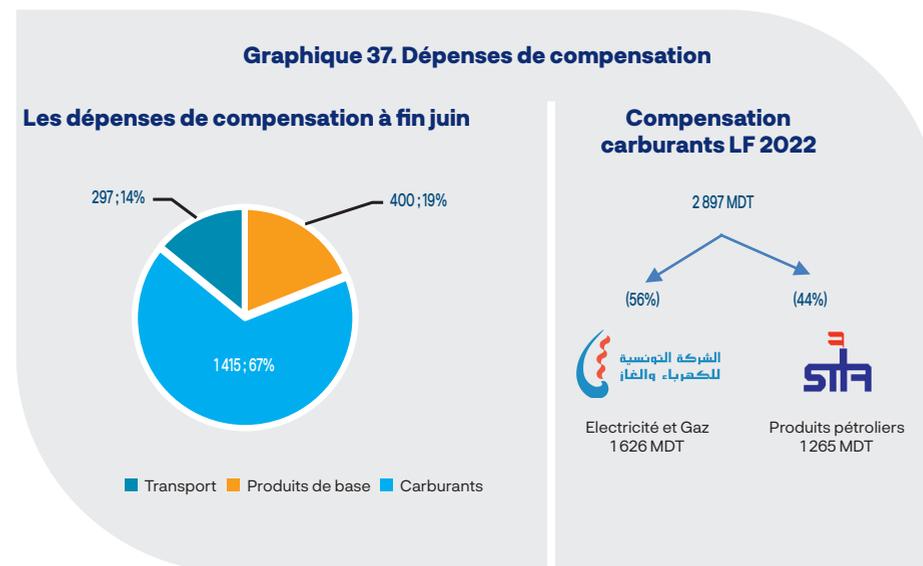
¹⁰-Les taux de réalisation sont exprimés en % du total des dépenses par catégorie telles que prévu par la LF 2022

- Le taux de réalisation des dépenses de compensation décèle un **risque de décalage budgétaire conséquent** dans la mesure où il n'intègre pas la hausse des **prix des matières premières** (notamment les céréales et l'énergie cf. page 19) et la dépréciation du taux change du dinar face au \$US.

	Hypothèses LF 2022	Moyenne 9 mois 2022	Ecart	Impact estimé selon LF 2022
Prix du baril du pétrole brut Brent	75\$US/bbl	101 \$US/bbl	+ 26 \$US	+ 1\$US au prix du Brent → +137 MDT au niveau de la compensation
Taux de change DT/\$US	2.920 DT	3.061 DT	+141 millimes	+10 millimes au taux change → +40 MDT au niveau de la compensation

- En effet, tenant compte de l'écart entre les prix réels et les hypothèses de la LF, les dépenses à fin décembre seront supérieures aux objectifs prédéfinis, ce qui se traduira par une hausse des besoins de financement et une dégradation du déficit budgétaire.
- D'ailleurs, l'agence de notation **Fitch Ratings**¹¹ prévoit que le déficit budgétaire devrait atteindre 8.6% du PIB au lieu de 6.7% prévu au niveau de la LF 2022 (objectif ne tenant pas compte des répercussions de la guerre en Ukraine).
- Elle a également mis en exergue les retards accusés en terme de transferts de la compensation aux sociétés qui en bénéficient. Par exemple, l'office des céréales n'a pas reçu de transferts entre mars et juin et a eu recours à un emprunt bancaire. Aussi, des retards ont été enregistrés en termes de transferts de la compensation au profit de la STEG. D'ailleurs, selon Fitch ratings, les arrières de paiements s'élèvent à 800 MDT¹¹.

Quid d'une loi de finances rectificative ?



11-Tunisia's Wage Agreement Raises Likelihood of IMF, Fitch Ratings, 15 septembre 2022.

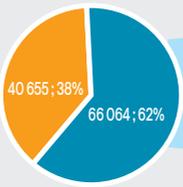
Dettes publiques :

Tableau 13. Dette publique

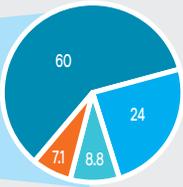
	LF 2022	6 mois 2022	2021
Dettes publiques en MDT	114 142	106 718	103 649
Dettes publiques en % du PIB	82.6	77.7	79.2

Graphique 38. Dette publique

Répartition de la dette publique à fin juin 2022



Encours de la dette extérieure par Devise



La trajectoire du taux de change reste un facteur déterminant quant au niveau de la dette publique en % du PIB au 31/12/2022

■ Dettes Intérieures ■ Dettes Extérieures ■ Euro ■ \$US ■ Yen Japonais ■ Autres

Last News



- Les autorités tunisiennes parviennent à un accord avec les services du FMI (Staff Level agreement) au titre du **mécanisme élargi de crédit** (Extended Fund Facility).
- Le montant de l'accord est de 1.9 milliard \$US (soit 26% des avoirs en devises à fin septembre 2022) et s'étend sur une durée de 4 ans.
- Cet accord sera soumis à l'approbation du conseil d'administration du FMI en décembre 2022.

B.

Perspectives nationales



Perspectives nationales

	Réalisations 2021	Atterrissage 2022	Fondements et éléments sous-jacents
Croissance ¹²	3.1%	[2.1%* - 2.6%]	<ul style="list-style-type: none"> La borne inférieure correspond à l'acquis de croissance tel que estimé par l'Equipe Prospective, Veille et Recherche Economique. La borne supérieure correspond à taux de croissance tel que prévue selon la LF 2022.
Déficit des paiements courants en % du PIB	-6.1%	[7.6% - 8.7%]	<ul style="list-style-type: none"> La borne inférieure est estimée sous l'hypothèse que le déficit des paiements courants durant le reste de l'année (de septembre à décembre) serait égal à la moyenne du déficit observé en juillet et août (Estimation Equipe Prospective, Veille et Recherche Economique). La borne supérieure est estimée sous l'hypothèse que le déficit des paiements courants durant le reste de l'année (de septembre à décembre) serait égal à la moyenne mensuelle des 8 premiers mois.
Inflation moyenne	5.7%	[8% - 8.5%]	<ul style="list-style-type: none"> Estimation Equipe Prospectives, Veille et Recherche Economique
Solde budgétaire en % du PIB	-7.5%	-8.5%	<ul style="list-style-type: none"> Estimation Fitch Rating tenant compte des répercussions de la hausse des prix des matières premières en son impact sur les dépenses de l'Etat. (source : Tunisia's Wage Agreement Raises Likelihood of IMF, Fitch Ratings, 15 septembre 2022.)
Dettes publique en % du PIB	79.2%	79%	<ul style="list-style-type: none"> Estimation Equipe Prospective, Veille et Recherche Economique tenant compte de la hausse de l'inflation et son impact sur le PIB courant. Ainsi, la baisse du taux d'endettement qui serait observée à fin décembre, serait la résultante d'une hausse du PIB courant sous l'effet de l'inflation et non pas grâce à la réduction de l'encours de la dette.
Prix du Brent en \$US/bbl	69	[98 - 101]	<ul style="list-style-type: none"> Estimation Equipe Prospectives, Veille et Recherche Economique.

 Les perspectives et les tendances comportent aussi bien les prévisions actualisées des institutions de références (BCT, FMI, BM, etc.), ainsi qu'une esquisse d'analyse de l'équipe Prospective, Veille et Recherche Economique-BIAT

¹²- Aux prix de l'année précédente

— C.

At a glance



Climat des affaires en Tunisie : Des îlots de bonnes pratiques réglementaires à consolider et à mettre en exergue...

C. At a glance

La perception du climat des affaires en Tunisie demeure entachée par la dégradation observée au niveau des classements internationaux durant les dernières années et par un parcours jugé parfois difficile et complexe par les investisseurs. Néanmoins, de bonnes pratiques réglementaires existent et elles seraient un exemple pour enclencher un processus vertueux d'amélioration concomitamment avec la digitalisation de l'administration publique.

L'opérateur économique Agréé

« L'opérateur économique agréé est un statut accordé à toute entreprise établie en Tunisie, exerçant une activité en relation avec le commerce extérieur, ayant la confiance de l'administration des douanes et remplissant des conditions minimales. »

Les entreprises ayant obtenu ce statut bénéficient d'un parcours fluide et rapide moyennant plusieurs services mis à leurs dispositions. Pour obtenir ce label, l'entreprise doit répondre à des critères liés aussi bien à son historique de transactions avec la douane qu'à sa situation de fiscale et financière, qui font d'elle un opérateur fiable.

Le statut OEA peut être accordé selon 2 catégories :

1. Simplification des procédures douanières :

- Enlever immédiatement les marchandises sans être soumises à des contrôles physiques
- Domiciliation de toutes les opérations douanières à un "bureau de rattachement" régional
- Mise à disposition d'interlocuteur unique dans le bureau de rattachement chargé de la résolution des difficultés ...

2. Sécurité et sûreté

- **Priorité** dans le traitement des dossiers et des déclarations douanières
- Possibilité d'accomplir les formalités douanières **en dehors des horaires normaux de travail** ...

En sus des facilitations accordées aux deux catégories précédentes «Simplification des procédures douanières» et «Sécurité et sûreté», les titulaires du statut de l'opérateur économique agréé catégorie «Complet » bénéficient des facilitations suivantes :

- Accomplissement des formalités de dédouanement de la marchandise avant son arrivée.

- Facilitation des procédures de contrôles techniques après accord des organismes concernés.

L'administration des douanes peut accorder d'autres facilitations à l'entreprise ayant obtenu le statut de l'opérateur économique agréé catégorie «Complet » et ce selon la nature de l'activité de l'entreprise concernée.

D'une manière générale, ce statut d'OEA dont bénéficient actuellement 122 entreprises, consacre deux principes importants qui sont susceptibles de d'améliorer sensiblement les services administratifs en Tunisie : **le contrôle a posteriori et la valorisation des « bons élèves »**. En sus de leur impact sur l'efficacité opérationnelle et la productivité, ces deux principes favorisent une relation de partenariat avec l'administration et incitent les entreprises à l'autodiscipline, tenant compte des avantages qui pourraient en découler.

Quid d'un OEA au niveau de l'administration fiscale ?



Comptes en devises de Personnes Physiques Résidentes (PPR)

Bien qu'il ait été instauré il y a 5 ans par la circulaire n° 2017-04 du 23 juin 2017, le Compte en devises ou en dinar convertible pour les Personnes Physiques Résidentes (PPR) mérite plus de vulgarisation et qu'il soit encensé en tant que «best practice réglementaire».

Le Compte de Personnes Physiques Résidentes (PPR) en devise ou en dinar convertible, a été conçu pour regrouper les différents comptes en devises dont peuvent disposer les personnes physiques **sous un compte unique**.

La circulaire vise à simplifier les conditions d'ouverture et d'alimentation du compte, et offre plus de « **liberté dans l'utilisation des fonds qui y sont logés** ».

Par exemple, le compte PPR offre la possibilité d'effectuer un transfert pour l'acquisition par le titulaire du compte **de biens meubles et Immeubles situés à l'étranger**.

La réforme de la réglementation de change tant attendue permettra certainement de généraliser le «mindset» sous-jacent à cette circulaire..



Ce que nous apprend le Japon au-delà des opportunités d'investissement...

Le Japon, 3^{ème} économie mondiale, est reconnu comme un investisseur majeur (3^{ème} au niveau mondial en termes de stock IDE sortants). A l'occasion de la Conférence internationale de Tokyo sur le développement de l'Afrique (TICAD), tenue en Tunisie en août 2022, le gouvernement japonais a réitéré son intérêt pour l'investissement en Afrique. D'ailleurs, la conférence était une occasion pour promouvoir la Tunisie en tant que destination favorable à l'investissement et aussi comme partenaire pour s'engager encore plus dans le continent africain.

Mais au-delà des opportunités d'investissement, le Japon nous inspire et nous donne l'exemple en termes de leadership et d'innovation.

Sauriez-vous que le QR code (Quick Response Code) est une invention japonaise inspirée d'un jeu de stratégie ?

C'était en 1994, que Masahiro Hara, un ingénieur japonais, a eu l'idée de remplacer les codes à barres classiques¹³ par un seul code pouvant stocker un nombre important d'informations, et de suivre ainsi l'itinéraire des pièces détachées d'une manière optimale.

Bien qu'il ait été breveté, le QR code demeure à accès libre et son utilisation est gratuite. Seuls les QR dynamiques sont payants.

Aujourd'hui le QR code est omniprésent dans tous les secteurs (commerce, industrie pharmaceutique, santé, alimentation). Outre son impact sur l'efficacité des processus, le QR code est désormais un moyen de lutte contre la fraude et la contrefaçon.

Le progrès n'a pas de secret et c'est l'innovation qui en est le moteur.

¹³- La capacité des codes à barre classiques est limitée, ne pouvant pas dépasser une vingtaine de données (taille, poids, etc.)

— D.

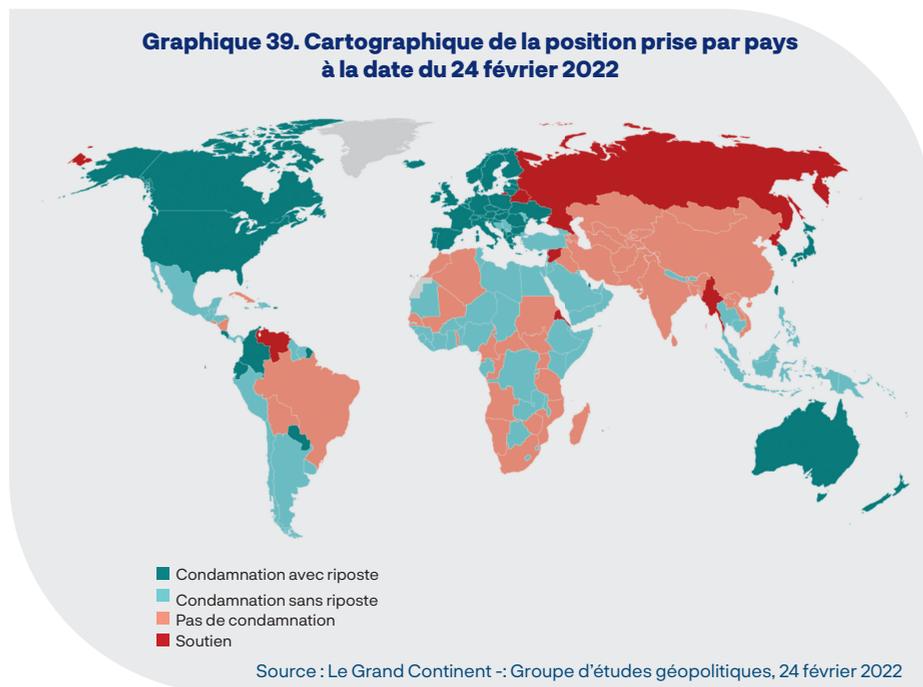
Focus



La Banque Centrale Russe face à un contexte inédit : les enseignements et les perspectives

- Suite à l'invasion de l'Ukraine par la Russie ; l'Union européenne, les Etats-Unis, le Canada, le Royaume-Uni et le Japon ont imposé rapidement une salve de sanctions, dans une tentative de dissuasion de Vladimir Poutine. Plus Poutine prônait l'escalade, plus les sanctions ont été alourdies, et le cercle des pays condamnant la Russie s'élargissait (Taïwan, Singapour, Suisse, Australie, etc.).

Graphique 39. Cartographique de la position prise par pays à la date du 24 février 2022



- Dans l'ensemble, les sanctions visent à restreindre la marge de manœuvre de la Russie, en agissant sur ses flux monétaires et ses échanges internationaux de biens. Néanmoins, la Russie semble être bien préparée pour éviter un coup « d'échec double », et le « mat » escompté ne serait pas pour demain.

*En date du 15 octobre 2022 selon le Haut-Commissariat des Nations Unies aux droits de l'homme (HCDH)

Une salve de sanctions économiques et financières

Récapitulatif des principales sanctions économiques et financières à l'encontre de la Russie (non exhaustif)

Sanctions

- Exclusion de 7 banques russes du système SWIFT.
- Restrictions d'accès de la Russie aux marchés de capitaux et aux marchés financiers.
- Interdiction des transactions avec la banque centrale russe.
- Gel des avoirs à l'étranger de la Banque Centrale de Russie (BCR)
- Interdiction des importations du pétrole, du charbon, du ciment, de l'acier, du fer, de l'or venant de la Russie.
- Interdiction des exportations de technologies et de biens vers la Russie.

Eventuelles répercussions sur la Russie

- Les banques exclues du SWIFT ne peuvent plus échanger des fonds avec un Etat pour le compte de leurs clients. Ceci a un impact direct sur le commerce international et donc sur le taux de change du rouble.
- Interdiction de lever des ressources externes en devises.
- Epuisement des réserves en devises disponibles
- Impact sur le taux de change du rouble (l'intervention via l'injection de devises serait limitée)
- Dégradation du solde de la balance commerciale
- Impact négatif sur les avoirs en devises
- Défaut de paiement des crédits libellés en devises
- Retard, voire arrêt de plusieurs projets tributaires d'une technologie externe
- Arrêt, voire fermeture de plusieurs entreprises dépendantes de ces produits.

Zoom sur les principales sanctions appliquées aux banques

	Avoirs (milliards de roubles)	Etats-Unis			Union Européenne			Royaume-Uni	
		Sanctions de blocage complètes (SDN*)	Compensation en \$US (CAPTA**)	Restrictions relatives à la dette et aux capitaux propres	Gel des avoirs	Blocage SWIFT*	Restrictions relatives à la dette et aux capitaux propres	Gel des avoirs	Compensation en £
Sberbank	41 166	✓	✓	✓			✓	✓	✓
VTB	20 859	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	
Gazprombank	8 722		✓	✓			✓	✓	
Alfa-Bank	5 346	✓		✓			✓	✓	
Russian Agricultural Bank	3 886		✓	✓			✓	✓	
Otkritie Bank	3 780	✓			✓	✓	✓	✓	
Promsvyazbank	3 678	✓			✓	✓	✓	✓	
Credit Bank of Moscow	3 286		✓	✓				✓	
Sovcombank	1 913	✓			✓	✓		✓	
Raiffeisenbank	1 598								

*D'autres banques à l'instar de Novikombank, Bank Rossiya,VEB ont été aussi exclues du SWIFT

Source : Russian Banking Sector Continues To Avoid Crisis Amid Slowdown, Fitch Rating, 31 août 2022



Encadré 6. Le SWIFT ... le carton rouge du système financier



- Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication (SWIFT) est une société, basée en Belgique, qui fournit « des services de messagerie et de connectivité aux établissements financiers et aux infrastructures de marché ».
- Concrètement, SWIFT est un intermédiaire de communication qui offre à ses participants un réseau permettant la transmission des informations relatives à la transaction, s'assure du respect des normes et codes prédéfinis (prix, quantité, dates, etc.) et de la sécurité de l'échange. Le recours au SWIFT est ainsi quasi systémique.
- Sur le plan pratique, quand une banque est exclue du SWIFT, son code BIC (Bank Identification Code) est retiré du registre et cela signifie qu'elle est bannie du système financier conventionnel.
 - Bien que certaines solutions alternatives existent (à l'instar du SFPS russe ou le CIPS chinois), elles demeurent risquées et compliquées en termes d'utilisation.
 - Le blocage SWIFT n'a pas été uniforme pour toutes les banques russes dans un objectif de facilitation de règlement des transactions portant sur l'énergie.

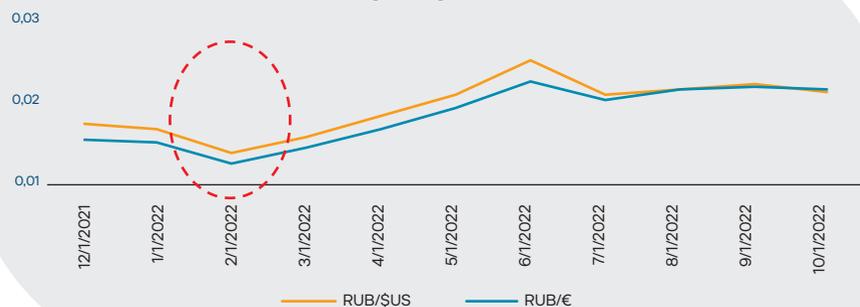
*SDN : « Le Specially Designated Nationals and Blocked Persons List, aussi connue sous le titre SDN List, est une mesure de sanctions/embargos du Gouvernement fédéral des États-Unis qui cible des terroristes, des hauts fonctionnaires et des bénéficiaires de certains régimes politiques autoritaires, ainsi que des criminels internationaux ».

**CAPTA : List of Foreign Financial Institutions Subject to Correspondent Account or Payable-Through Account Sanctions (US department of the treasury)

Répercussions sur le système financier

- Le système financier russe a été confronté à un contexte inédit. Le gel des réserves de change de la BCR est une sanction particulièrement contraignante dans la mesure où elle limite la marge de manœuvre pour endiguer la baisse du taux de change du rouble. D'ailleurs, au bout d'environ 2 semaines, le rouble a perdu 43% de sa valeur.

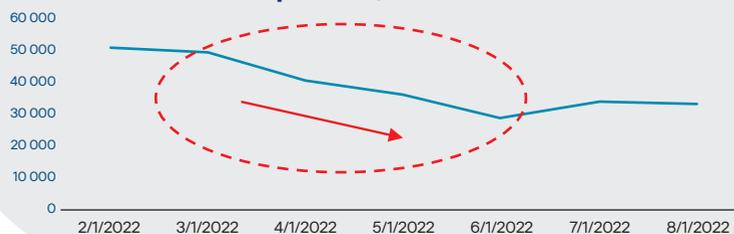
Graphique 40. Evolution du taux de change du rouble face aux principales devises



Source : Données site Investing.com

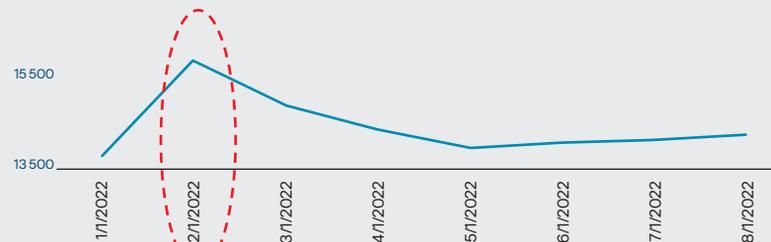
- Quant au système bancaire, il a subi un retrait massif de dépôts aussi bien en roubles qu'en devises. Ceci est dû aussi bien au départ des investisseurs étrangers du marché financier russe, qu'à la perception du risque et de l'incertitude par les investisseurs et les ménages locaux. Ainsi, les avoirs en devises et en métaux précieux ont baissé et les BMC ont augmenté, induisant un effet restrictif sur la liquidité bancaire.

Graphique 41. Avoirs libellés en devises étrangères et métaux précieux, en milliards de roubles



Source : Données site BCR

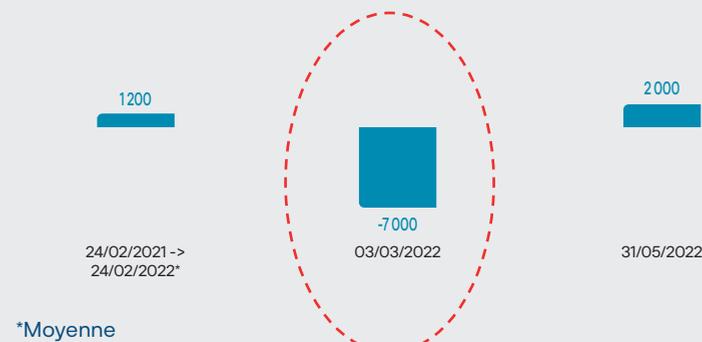
Graphique 42. Billets et monnaies en circulation, en milliards de roubles



Source : Données site BCR

- Rapidement, le système bancaire est passé d'une position de net placeur à net emprunteur.

Graphique 43. Evolution de la position de liquidité nette du système bancaire auprès de la BCR, en milliards de roubles

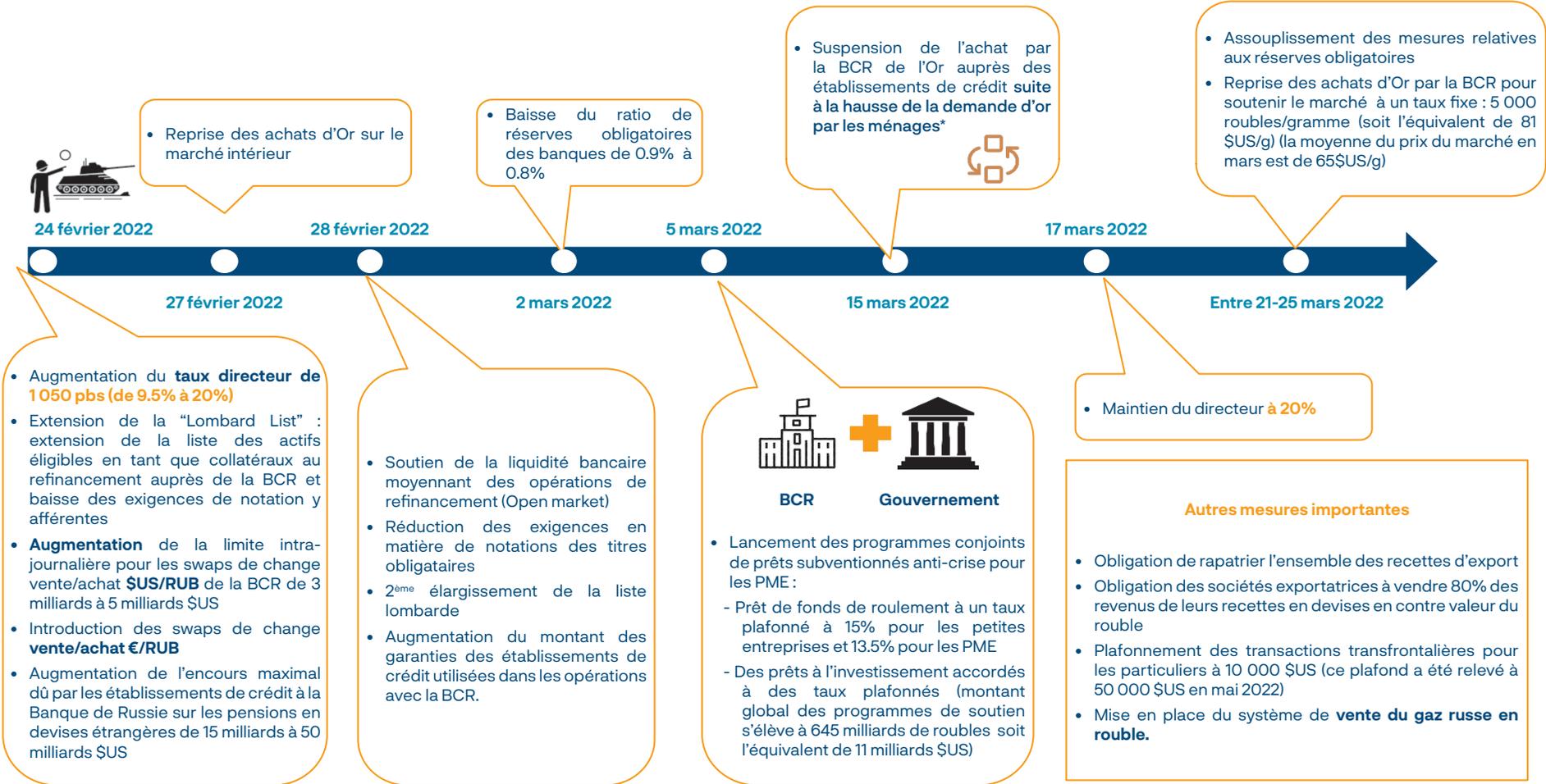


Source : Russian Banking Sector Continues To Avoid Crisis Amid Slowdown, Fitch Solutions, 31 août 2022

Quelle était la réponse de la Banque Centrale Russe face à ces sanctions ?

La BCR, présidée par Elvira Nabioullina, a élaboré conjointement avec le Gouvernement (policy-mix) une réponse « de sauvetage » visant à rassurer les déposants et à soutenir les entreprises et les établissements de crédit.

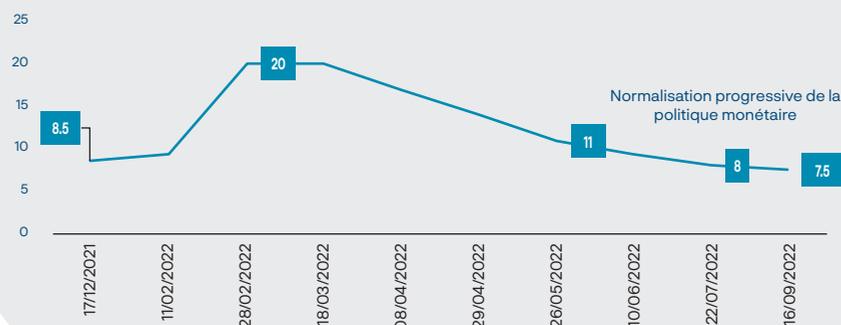
Récapitulatif des mesures prises par la BCR durant le 1^{er} mois suivant l'invasion (non exhaustif)



* La demande d'or par les ménages a augmenté suite la décision prise par le Gouvernement, le 09 mars 2022, annulant la TVA sur les achats physiques d'Or par les ménages. Cette décision a été prise dans le but d'attirer les ménages vers les investissements en Or au lieu des achats de devises (notamment le \$US).

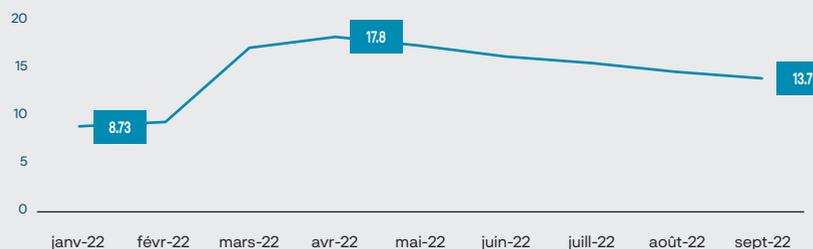
- Le relèvement drastique du taux directeur était une **mesure de choc** visant notamment à rassurer les déposants et éviter une fuite de capitaux, atténuer la pression sur la liquidité bancaire et soutenir le taux de change du rouble. A partir du 8 avril 2022, la BCR a commencé à **baisser le taux directeur** et à **normaliser progressivement sa politique monétaire**.

Graphique 44. Taux directeur BCR en % ★



Source : Données site BCR

Graphique 45. Taux d'inflation, Russie, en %

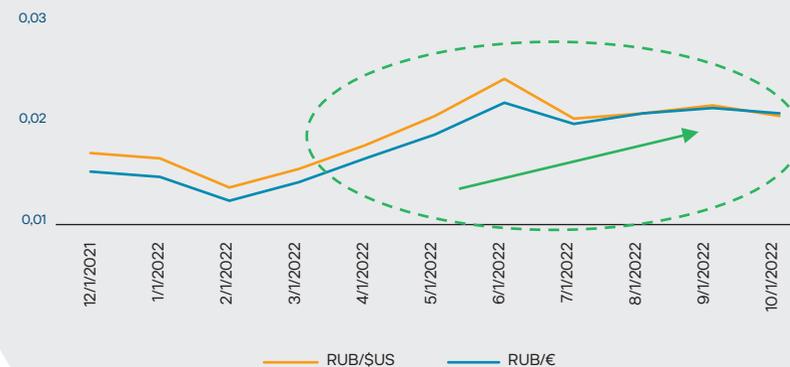


Source : Données site BCR

Encadré.7 : Quels sont les facteurs et décisions ayant permis de soutenir le rouble ?

- Relèvement du taux directeur de 9.5% à 20%
- Interdiction d'achat des devises étrangères aux particuliers
- Plafonnement des retraits en devises étrangères
- Plafonnement des transactions transfrontalières pour les particuliers à 10 000 \$US (ce plafond a été relevé à 50 000 \$US en mai 2022)
- Imposition d'une commission de 30 % sur les achats de devises étrangères en bourse pour les particuliers
- Obligation des sociétés exportatrices à vendre 80% les revenus de leurs recettes en contre valeur du rouble
- Obligation de rapatrier l'ensemble des recettes d'export
- Interdiction aux investisseurs internationaux de vendre leurs actifs russes
- Mise en place du système de vente du gaz russe en rouble (suite à cette décision, l'Allemagne et la Russie ont autorisé aux entreprises d'acheter le gaz russe en rouble)
- Excédent de la balance des paiements courants.

Graphique 46. Evolution du taux de change du rouble face aux principales devises



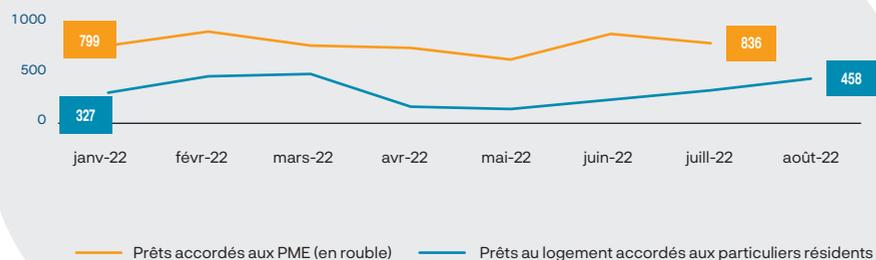
Source : Données site Investing.com

“A package of measures was taken to stabilise the situation. They included a brief but sharp increase by the Bank of Russia of the key rate on 28th February, an introduction of restrictions on capital flows, a suspension of trades on the Moscow Exchange, regulatory easing for banks, and a borrower support. These measures made it possible to curb the volatility in the domestic financial market, return depositors’ funds to banks, and support the banking sector.”

Extrait du discours de Alexey Zabolotkin vice gouverneur BCR, 12 août 2022

- Dans l’ensemble, le système financier et monétaire russe a bien résisté face à la crise : le taux de change du rouble s’est redressé (cf. graphique 46) et a même enregistré un plus haut depuis 2 ans et le taux d’inflation emprunte une tendance baissière (cf. graphique 45).
- Par ailleurs, un retour des billets et monnaies en circulation au système bancaire a été enregistré (près de 3 milliards de roubles entre le 9 mars et le 30 mai), reflétant la restauration de la confiance des ménages et des entreprises.
- La résilience du système financier a permis de juguler, pour le moment, l’impact sur la sphère réelle. Malgré une baisse relative du volume des prêts accordés, les banques russes continuent à soutenir les entreprises et les ménages, avec l’impulsion de la BCR et l’autorité publique dans le cadre notamment du programme de bonification de crédits et du package dédié.

Graphique 47. Volume de prêts accordés, en milliards de roubles



Source : Données

- D’ailleurs, les prévisions du niveau de récession de l’économie russe ont été révisées à la baisse à plusieurs reprises.

Date de publication des prévisions	Avril 2022	Juillet 2022	Octobre 2022
Prévisions croissance 2022	-8.5%	-6%	-3.4%

Source : FMI, Octobre 2022

- Il est à noter que l’efficacité des mesures prises par la BCR est tributaire de la synchronisation et la coordination avec le Gouvernement dans le cadre d’une politique de dosage macroéconomique et monétaire (Policy-mix). D’ailleurs, au niveau de ses publications, la BCR, met souvent en exergue **la coopération et l’échange avec les différentes structures de l’Etat et leur impact sur la corrélation et la cohérence des mesures.**

“Representatives of the Bank of Russia take part in the work of dedicated committees and working groups for various state policy areas to achieve the correlation and consistency of measures, as well as provide expert opinions on economic issues. In 2022, this interaction expanded to overcome the consequences of considerable changes in external economic conditions”

“The correlation and consistency of monetary policy and fiscal policy measures are achieved owing to the continuous communication between the Bank of Russia and Russia’s Ministry of Finance and Ministry of Economic Development. Namely, they hold regular joint meetings to cross-check estimates and factors impacting key macroeconomic indicators and to discuss macroeconomic forecast assumptions and scenarios. Furthermore, consistent communications on related topics are also essential to enhance confidence in monetary policy and fiscal policy”

Extraits du «Monetary Policy Guidelines for 2023–2025», 27 septembre 2022

Encadré 8. L'énergie ... un bouclier des équilibres extérieurs

- Il est incontestable que l'énergie est un vecteur principal de la tactique Russe. Grâce au pétrole et au gaz, la Russie a pu atténuer les effets des sanctions sur le taux de change du rouble.
- Alors que les importations ont baissé, les exportations restent solides, impulsées par la hausse des prix des hydrocarbures, permettant ainsi de dégager un excédent commercial record (106 M\$US à fin avril 2022 versus 35 milliards \$US un an auparavant).

- Au-delà de cet aspect classique des échanges, un montage ingénieux a été mis en place permettant de vendre le gaz à la Turquie en rouble (cf. illustration ci-dessous). Un mécanisme non conventionnel que la Russie souhaiterait répliquer à d'autres partenaires et qui peut être, in fine, un moyen pour soutenir le rouble et tenter de le positionner comme une monnaie de référence.

Graphique 48. Principaux importateurs du pétrole, du gaz et du charbon russes, en milliards d'€ (entre 24 février et 24 août 2022)



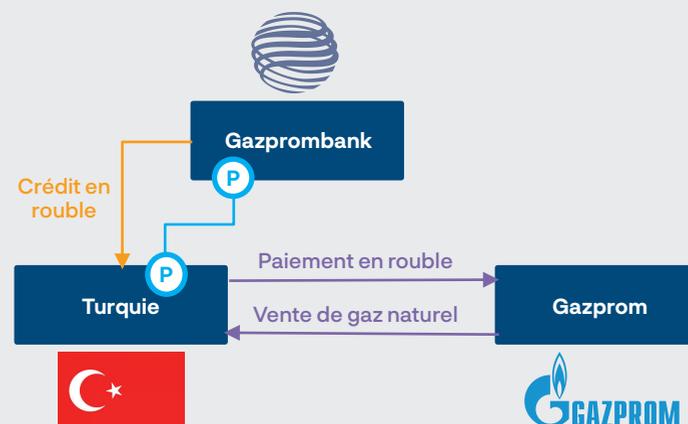
1. Allemagne : 19
2. Pays-Bas : 11.1
3. Italie : 8.6
4. Pologne : 7.4
5. France : 5.5
6. Bulgarie : 5.2
7. Belgique : 4.5

A partir du mois d'avril, le volume des exportations du pétrole brut russe vers l'Inde est compris entre 0.6 et 1.5 millions bbl/j soit un niveau 6 à 15 fois plus élevé que le niveau moyen de 2021

Source : Center for research on energy and clean air

- Afin de combler la baisse de la demande de l'UE, la Russie a augmenté ses exportations vers la Chine, la Turquie et l'Inde en proposant des prix plus bas que ceux appliqués à l'UE (décote en moyenne entre 20 et 25 \$US /bbl) .
- Par ailleurs, la décision de Poutine imposant la vente du gaz en rouble, est une sorte de « hedging non conventionnel » permettant aussi bien de soutenir le taux de change du rouble, que de consolider les avoirs en devises.

Illustration du montage de vente de gaz à la Turquie en rouble



3 étapes de paiements :

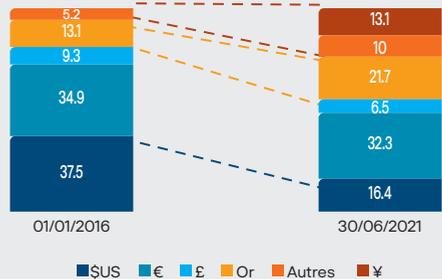
1. Gazprombank octroie un crédit en rouble pour les importateurs turcs
2. Les importateurs turcs achètent le gaz de Gazprom en rouble
3. Le Gouvernement russe offre à Gazprombank une garantie de crédit explicite ou implicite pour l'octroi du crédit à la Turquie

Source : Bloomberg Economics, Equipe Prospective, Veille et Recherche Economique

Facteurs ayant permis d'atténuer les effets des sanctions

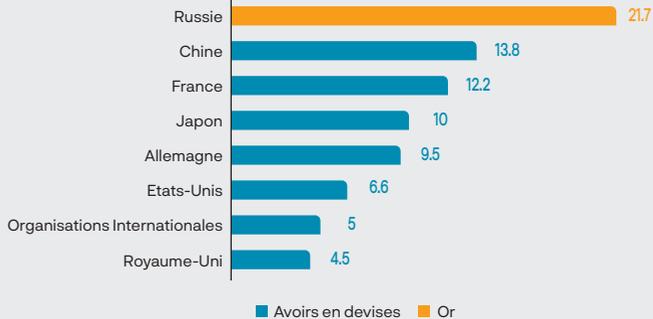
- Plusieurs indices convergent vers le constat que l'invasion de l'Ukraine n'est pas un coup à l'aveuglette. La Russie, à travers sa banque centrale, avait déjà préparé sa défense depuis des années, et ce en agissant sur 2 axes :
 - La réduction de sa dépendance aux devises et particulièrement au \$US : dédollarisation des échanges internationaux d'hydrocarbures. Alors qu'en 2013, 95% de ces transactions s'effectuaient en \$US, uniquement 10% le sont en 2020.

Graphique 49. Structure des Avoirs de Réserve de la Banque de Russie (en pourcentage)



Source : Rapports annuels BCR 2021 et 2016

Graphique 50. Répartition géographique des avoirs libellés en devises étrangères et métaux précieux, au 30 juin 2021



Source : Statista

- L'augmentation des réserves en Or qui représentent aujourd'hui plus du double des réserves de la Suisse et sont presque égales à celles de la France.

Graphique 51. Réserves de la Russie en or, en Tonnes



Source : Trading Economics

- En outre, la structure du secteur bancaire russe, conjuguée à l'effort d'assainissement du secteur déployé depuis 2014, aurait également permis d'atténuer significativement les effets des sanctions :
 - Le secteur est dominé par les banques publiques ayant des capitaux propres relativement solides : Sberbank, VTB et Gazprombank représentent collectivement près de 60% du total des actifs du secteur bancaire.
 - Les bilans des banques russes étaient relativement solides avant l'invasion et plusieurs d'entre elles ont enregistrés des bénéfices records en 2021.
 - Le niveau des crédits non performants (NPL) se limitait à 7.9% du total des crédits alors qu'il était à 17.7% en mars 2017.
 - Le ratio de couverture des risques par les fonds propres du secteur (Capital adequacy ratio CAR) était de 12.3% en décembre 2021, largement supérieur au taux réglementaire de 8%
 - L'excédent de liquidité bancaire déposé auprès de la BCR a offert une marge d'intervention confortable pour atténuer la pression sur la liquidité bancaire
 - L'isolement croissant du secteur bancaire russe depuis les sanctions appliquées en 2014 aurait également contribué à atténuer les effets directs des sanctions infligées en 2022.
- Outre ces facteurs, la rigueur budgétaire passée représente un avantage de taille, offrant à la Russie une marge de manœuvre importante pour l'atténuation des répercussions financières et économiques :
 - Taux d'endettement particulièrement faible (20.4% du PIB en 2021) dont uniquement 3.9% de dette extérieure.
 - Excédent budgétaire de 0.8% en 2021
 - Solde des paiements courants : 250 milliards de \$US, attendu d'ici à la fin de l'année, soit le 2^{ème} excédent courant important après la Chine, ce qui permettrait de soutenir le rouble.

Graphique 52. Evolution du solde budgétaire de la Russie, en % du PIB



*Prévisions

Source : Trading Economics

Encadré 9. Qui est Elvira Nabioullina, la gouverneure de la BCR ?



- Titulaire d'un doctorat en économie
- Ayant occupé plusieurs postes de responsabilité. **Son long passage** au sein du **ministère de développement économique et du Commerce**, où elle a gravi les échelons jusqu'à devenir vice-ministre et ensuite ministre, lui a permis de se rendre compte de l'importance de l'échange et de la coordination entre le Gouvernement et la BCR (policy-mix)
- Ancienne conseillère économique de Vladimir Poutine
- **Gouverneure de la BCFT depuis 2013** (Première femme à la tête d'une banque centrale dans le G8)
- Depuis 2014 : elle a mis en place **plusieurs réformes du système bancaire et financier russe** :
 - Mise en place du régime de change flottant
 - Assainissement du secteur bancaire en retirant des centaines d'agréments.
 - Mise à niveau de la politique de communication et des équipes de recherche et de prévision de la BCR.
- 2015 : Elue «Central Bank Governor of the year» par le magazine « Euromoney »
- 2017 : Elue « meilleure banquière centrale » par le magazine « the Banker »
- Citée comme l'une des 100 femmes les plus influentes du monde par **Forbes** (depuis 2015).

Enseignements et perspectives

Enseignements

- **Traitement de choc** : si le système financier résiste encore malgré l'ampleur des sanctions infligées, c'est en grande partie grâce à une réponse rapide et massive de la BCR. En effet, le « séquençage » et la « contextualisation » des décisions ont permis à la Banque Centrale, conjointement avec le Gouvernement, de réussir leur première ligne de défense en soutenant leur monnaie et évitant un scénario de « chaos ».
Dans un contexte de crise, **un traitement de « choc », suivi d'une normalisation progressive serait-il parfois plus efficace que des mesures à doses homéopathiques ?**
- **Policy mix** : la corrélation des mesures et la coordination exemplaire entre la BCR et le Gouvernement ont été des facteurs de succès et de force de la réponse russe face à la crise. Bien qu'elle soit efficace, cette politique ne remettrait-elle pas en question **l'indépendance de la Banque Centrale ?**
- **Communication et transparence** : bien qu'il s'agisse d'un contexte particulièrement critique, la BCR s'est obstinée à maintenir les niveaux de communication et de transparence habituels notamment en évoquant la question du budget, ou en détaillant le raisonnement sous-jacent aux décisions prises. Ce niveau de détail est remarquable : par exemple la gouverneure a déclaré que le pilotage du **solde budgétaire structurel**¹⁴ serait un facteur déterminant quant aux décisions relatives au taux directeur.
- **Flexibilité et dynamisme** : les décisions prises par la BCR ont fait preuve de flexibilité et de dynamisme. Un changement et/ou un ajustement ont été apportés pour s'adapter au contexte et prendre la décision la plus adéquate. Exemple : les décisions relatives à l'achat de l'or sur le marché intérieur (cf. page 45).
- **Retard accusé au niveau de la transition énergétique** : la dépendance énergétique a accablé l'UE. D'ailleurs, son plan de réduction des importations de gaz russe s'étend jusqu'à 2027 laissant suffisamment de marge à la Russie pour trouver des alternatives et disposer d'un moyen de pression. N'eût été cette dépendance, une réduction drastique et rapide des importations du gaz russe, aurait porté un coup fatal à l'économie et au système financier russes.

14- Cf. Infographie N°2- BIAT Solde budgétaire : indicateurs, contraintes et enjeux, P 5

Perspectives

- Le contexte global de la Russie est toujours fragile, et un éventuel durcissement des sanctions pourrait compliquer davantage la situation.
- A la date du 16 septembre 2022, la BCR estime que le taux d'inflation suivrait une tendance baissière.

	2022	2023	2024
Prévisions inflation	[11% -13%]	[5% -7%]	4%

- La baisse de l'inflation observée depuis mai 2022 serait expliquée principalement par la poursuite de l'ajustement des prix des biens et services, notamment grâce à la dynamique du taux de change du rouble (effet pass-thourgh) et le niveau modéré de la consommation (demande).
- A court terme, les facteurs pouvant alimenter l'inflation seraient aussi importants que ceux favorisant une désinflation. A moyen terme, ce sont les pressions inflationnistes qui semblent être plus prépondérantes.

Facteurs atténuant les pressions inflationnistes	Facteurs alimentant les pressions inflationnistes
Dynamique du taux de change du rouble (effet pass-thourgh) : taux de change du rouble ↗, inflation importée ↘ taux de change du rouble ↘, inflation importée ↗	
Niveau modéré de la consommation (demande) : propension à épargner	Assouplissement de la politique monétaire
	Evolution des crédits à la consommation
Abondance de l'offre de certains produits dans le marché intérieur, en relation avec les restrictions d'exportation	Baisse de la demande extérieure en relation avec la récession au niveau mondial, ce qui impacterait les exportations, et par ricochet, le taux de change du rouble (dépréciation)
Anticipations d'une nouvelle baisse des prix tenant compte de l'appréciation du taux de change du rouble	Durcissement des restrictions commerciales et financières extérieures
Une bonne récolte de produits agricoles en 2022	Baisse de l'offre de certains produits en relation avec les contraintes d'approvisionnement
	Creusement du déficit budgétaire

- Malgré la baisse récente du taux directeur (7.5%), une normalisation de la structure de l'épargne a été observée : les ménages ont transformé leurs dépôts à CT en des dépôts à long terme (épargne) et en des comptes courants¹⁵.
- La baisse du taux directeur, conjuguée à la bonification des taux de crédit, s'est traduite par une reprise au niveau de l'octroi des financements (aux entreprises, à la consommation et crédits hypothécaires).
- La reprise de l'activité économique serait tributaire de la capacité d'adaptation des entreprises russes aux conditions d'approvisionnement actuelles, en diversifiant leurs fournisseurs, et parfois en procédant à une révision de leur "business-model".
- Le niveau de la récession prévue de l'économie russe a été révisé à la baisse.
- Au-delà de l'évolution du conflit sur le plan militaire, le degré d'efficacité des sanctions économiques et financières demeure un élément clé et déterminant pour la trajectoire du conflit. Selon N.Mulder¹⁶ « Alors que dans la période 1985-1995, à un moment de grande puissance occidentale relative, les chances de succès des sanctions étaient encore de l'ordre de 35 à 40 %, en 2016, elles sont tombées en dessous de 20 %. En d'autres termes, alors que le recours aux sanctions a bondi, leurs chances de succès se sont effondrées.»

15- (Equivalence ricardienne, cf. - Trilogie Covid-19 : Episode 2 - Juillet 2021, p 56

16- Historien et auteur du livre "The Economic Weapon: The Rise of Sanctions as a Tool of Modern War"

AVERTISSEMENT

L'Equipe Prospective, Veille et Recherche Economique - BIAT ne fait aucune déclaration ou garantie et ne prend aucun engagement envers les lecteurs de ce document, de quelque manière que ce soit au titre des décisions prises sur la base des analyses qui y figurent.

Nos publications se basent sur des données et informations publiques. L'Equipe Prospective, Veille et Recherche Economique - BIAT n'est en mesure de garantir ni leur véracité ni leur exhaustivité. Les opinions formulées émanent uniquement des rédacteurs.

Les conclusions formulées reflètent une opinion constituée d'éléments disponibles et publics pendant la période de préparation de ladite note. Les avis, opinions et toute autre information figurant dans ce document sont indicatifs et peuvent être modifiés ou retirés à tout moment sans préavis.

La date limite retenue pour la prise en compte des données et l'élaboration des prévisions est le **17 octobre 2022**.

Ce document est la propriété de la Banque Internationale Arabe de Tunisie. Il ne peut être dupliqué, copié en partie ou en globalité sans l'accord écrit de la BIAT.

Equipe Prospective, Veille et Recherche Economique - Banque Internationale Arabe de Tunisie

Chief Economist

Oualid Jaafar

Senior Research Project Manager

Asma Bejaoui Karoui

Follow us

 <https://www.linkedin.com/company-biat-mycompany->

 **BIAT** <https://www.biat.com.tn-recherches-et-analyses-recherche-economique>