



Prospective, Veille  
et Recherche Economique

# Bulletin Trimestriel de Conjoncture Economique et Monétaire



**N°5 - Août 2023**



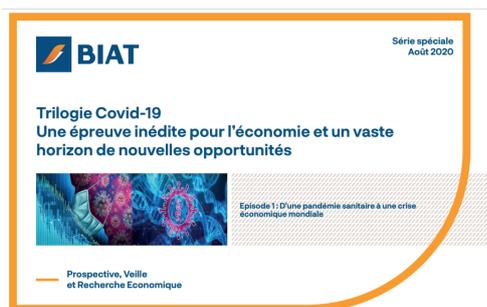
## Catalogue de publications



Bulletin trimestriel de conjoncture Economique et Monétaire



Note de conjoncture Economique Semestrielle



### Etudes « thématiques »

- Trilogie Covid-19
- Démonétisation des billets de banque en Inde, 20 mois après
- Economie Tunisienne : Analyse multidimensionnelle et propositions.
- Classement PISA et Système Educatif Tunisien
- Pourquoi la Fed a augmenté son taux directeur ?



Infographies d'éclairage Economique



Edito Economique

Toutes nos publications sont disponibles sur [le site institutionnel de la BIAT](#)



## Abréviations, acronymes et sigles

Bbl	Baril
BC	Bulletin trimestriel de Conjoncture Economique et Monétaire de la BIAT
BCT	Banque Centrale de Tunisie
CAF	Coût, Assurance, Fret
DLF	Décret-loi de finances
Dmtu	Dry Metric Ton Units
DT	Dinar Tunisien
DTS	Droits de Tirage Spéciaux
FMI	Fonds Monétaire International
FOB	Sans coûts de transport et autres frais (assurance) et taxes y afférant
FOMC	Federal Open Market Committee
GA	Glissement annuel
GT	Glissement trimestriel
K	Mille
LF	Loi de finances
M	Millions
mb/j	Millions de barils par jour
NC	Note de Conjoncture économique de la BIAT
Pcs	Pouvoir Calorifique Supérieur
PIB	Produit Intérieur Brut
PNB	Produit Net Bancaire
PP	Point de Pourcentage
RAS	Retenue à la Source
T	Trimestre
TD	Taux Directeur
TEP	Tonne d'Equivalent Pétrole
TMM	Taux moyen du marché monétaire (mensuel)
TRE	Tunisiens Résidents à l'Etranger
VA	Valeur ajoutée
\$US	Dollar américain
€	Euro

## 1. Synthèse des principaux indicateurs

### a. Trajectoire du PIB et valeurs ajoutées sectorielles

- Au T1 2023, le PIB a évolué de 2.1%, en GA soit un taux supérieur au taux annuel de croissance prévu au niveau du budget de l'Etat (1.8%) et à celui estimé récemment par le FMI (1.3%) lors de la dernière actualisation des perspectives de croissance mondiales (avril 2023).
- Cette croissance a été principalement impulsée par l'évolution de la **demande intérieure** qui a augmenté de 1.8% en GA et dont la contribution à la croissance s'élève 1.9%, et ce malgré les tensions inflationnistes qui persistent.
- Il est à noter que malgré cette évolution, le niveau du PIB au T1 2023 aux prix de l'année 2015 est **inférieur** à celui enregistré au T1 2019.

#### Evolution de la croissance économique, en GA, en %

Aux prix de l'année précédente	T1	T2	T3	T4	Annuelle
2021	-0.9	+16.9	+1.7	+2.7	+4.3
2022	+2.2	+2.5	+2.8	+1.7	+2.4
2023	+2.1	-	-	-	-

Aux prix de l'année de base 2015	T1	T2	T3	T4	Annuelle
2021	-1.3	+16.3	+1.6	+2.7	+4.4
2022	+2.3	+2.7	+3	+1.8	+2.4
2023	+2.1	-	-	-	-

Source : Données site INS

NB.

- Les taux de croissance historiques ont été mis à jour par l'INS, et demeurent provisoires.
- Les taux de croissance aux prix de l'année précédente sont différents des taux de croissance aux prix de l'année 2015.

### Evolution des valeurs ajoutées sectorielles, au T1 2023, en GA, (aux prix de l'année précédente)

#### Agriculture et pêche

-3.1%

#### Industries manufacturières

+5.6%	+13.8%	+2.3%	-8.5%	-9%
Mécaniques et électriques	Textile, Habillement & Cuir	Industries chimiques	I. Agro- alimentaires	Raffinage du pétrole

#### Industries non manufacturières

-15.7%	-9.6%	-1.6%
Extraction de pétrole et gaz naturel	Mines	Construction

#### Services marchands

+16.3%	+5.3%	+4.8%
Services d'hôtellerie et de restauration	Transports	Information et communication

Source : Données site INS

Au niveau sectoriel, les VA des secteurs de **l'agriculture et des industries agroalimentaires** ont enregistré respectivement une baisse de 3.1% en GA et de 8.5% en GA. La contre-performance du secteur **d'extraction de pétrole et de gaz naturel** se poursuit et s'accroît (-15.7% au T1 2023, en GA versus -9.5% au T1 2022 en GA).

Toutefois, les secteurs du **transport** (+5.3% en GA), du **tourisme** (+16.3% en GA) et du **textile** (13.8% en GA) ont suivi une tendance haussière, témoignant des prémices de reprise de la demande à l'échelle mondiale.

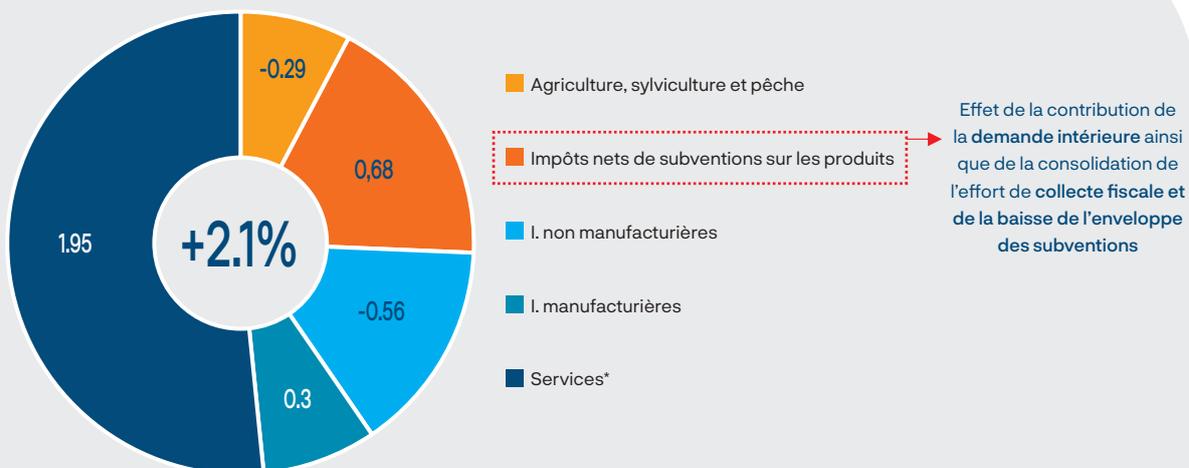
#### Evolution de la croissance économique, en GT, en %

Aux prix de l'année précédente	T1	T2	T3	T4
2021	+0.5	-0.7	0	+1.6
2022	+0.6	0	+0.4	+0.6
2023	+0.7	-	-	-

Aux prix de l'année de base 2015	T1	T2	T3	T4
2021	+1	-0.5	+0.3	+2
2022	+0.5	0	+0.5	+0.7
2023	+0.8	-	-	-

Source : Données site INS

#### Contribution sectorielle à la croissance, au T1 2023, aux prix de l'année 2015, en %

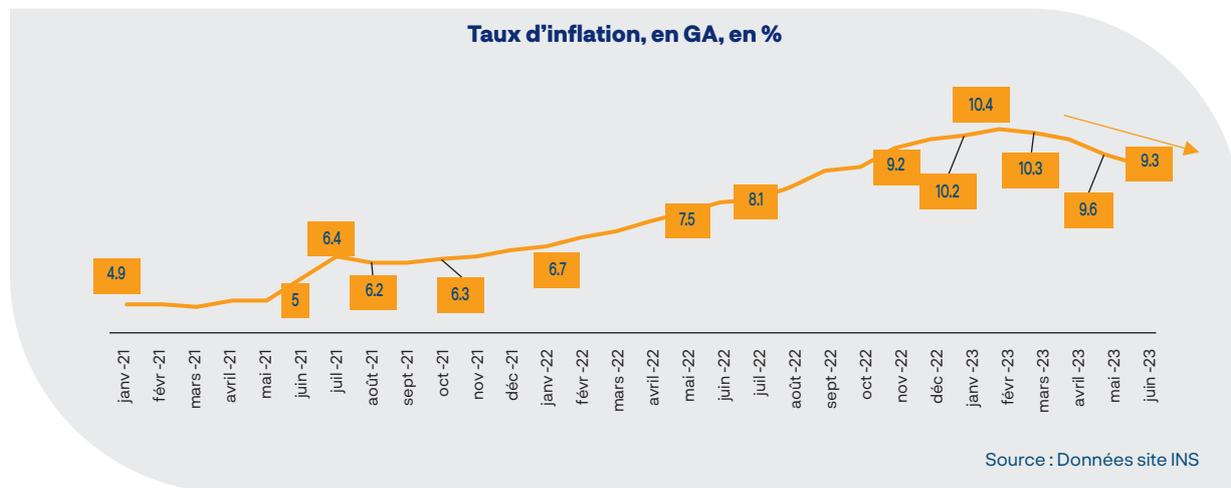


Source : Données site BCT, Calcul Equipe Prospective, veille et Recherche Economique

\*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).

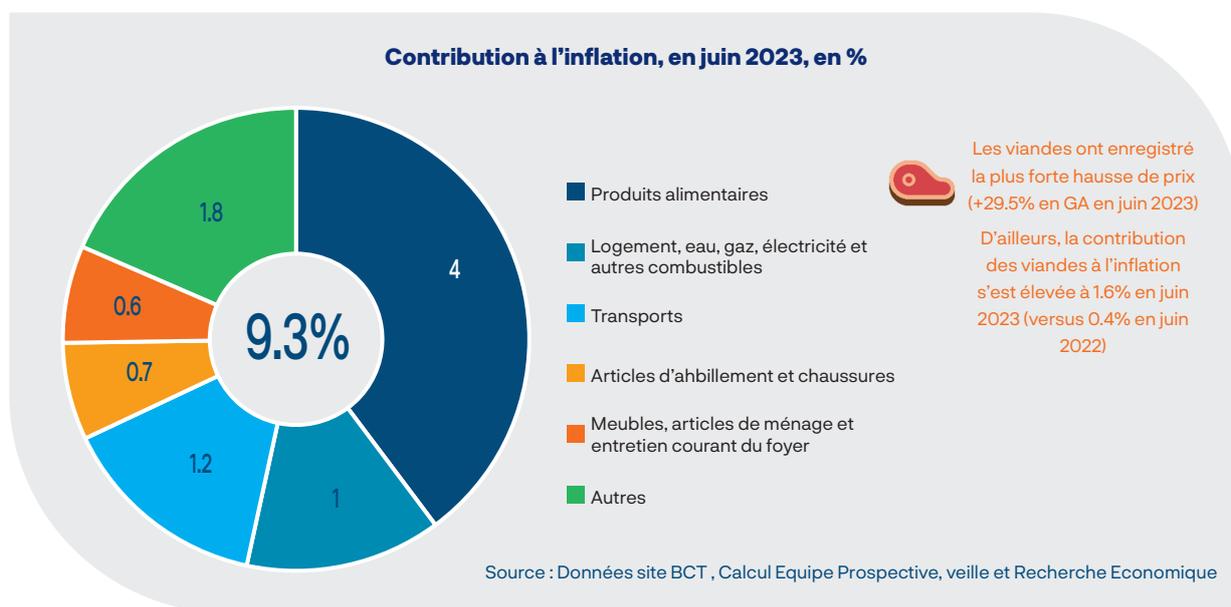
## b. Inflation

- L'inflation a emprunté une **tendance baissière depuis mars 2023** mais la **moyenne demeure supérieure** à celle du 1<sup>er</sup> semestre 2022. D'ailleurs, la baisse de l'inflation n'est pas proportionnelle à celle des prix mondiaux des matières premières. Cet anachronisme est en partie expliqué par le **"Profit -Led Inflation"** un mécanisme qui semble être observé mondialement (cf. encadré 1 ; page 9).



	6 mois 2023	6 mois 2022	2022	2021
Moyenne du taux d'inflation, en %	10	7.4	8.3	5.7

Source : Données site INS



- L'inflation sous-jacente (hors produits alimentaires et énergie) a également suivi un trend baissier depuis mars 2023 :

	Juin 2023	Mai 2023	Avril 2023	Mars 2023	Février 2023	Janvier 2023	Décembre 2022
Taux d'inflation sous-jacente, en %	7.4	7.5	7.7	7.8	7.9	8.1	7.7

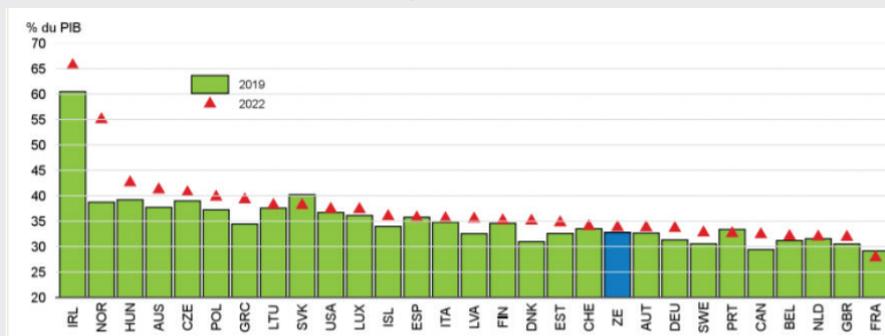
**Encadré 1 : Profit-led inflation (L'inflation par le profit)**

- Profitant du contexte inflationniste et de l'élasticité de la demande par rapport aux prix, certaines entreprises **augmentent les prix au-delà de l'inflation observée au niveau des intrants de production**, ce qui se traduit par une hausse du bénéfice unitaire. Cette hausse de prix, et par ricochet du bénéfice (profit), se répercute sur le taux d'inflation créant une "inflation par le profit" ou "profit-led inflation".



- Bien qu'il soit difficile d'estimer avec exactitude la contribution de la hausse du bénéfice à l'augmentation de l'inflation, le recours à des proxys et le croisement d'un ensemble d'observations confirment que l'évolution de l'inflation ne provient pas uniquement de la hausse des prix des matières premières et des salaires :

- Le taux d'inflation décélère à un rythme nettement inférieur à celui des prix des matières premières et de l'énergie (cf. page 12)
- La proportion des bénéfices bruts dans le PIB a augmenté dans la plupart des pays depuis 2019 (cf. tableau ci-dessous)

**Excédent Brut d'exploitation (EBE) en % du PIB**

"Moreover, in some sectors firms have been able to increase their profit margins on the back of mismatches between supply and demand and the uncertainty created by high and volatile inflation."

Christine Lagarde, Présidente de la BCE, 4 mai 2023



- Selon une étude récente du FMI\*, 45% du déflateur dans la zone euro provient de la hausse des bénéfices des entreprises locales, alors que la hausse des prix des produits importés n'en représente que 30%.
- La contribution accrue des bénéfices unitaires est en grande partie imputable aux activités extractives et aux services d'utilité publique.
- Certains experts\*\* estiment que la hausse des prix s'explique principalement par " le pouvoir de marché des grandes entreprises et les accords implicites conclus entre elles " (Weber et Wasner, 2023). D'autres estiment que " l'accroissement des marges bénéficiaires au cours de la période 2021-22 tenait à l'anticipation par les entreprises d'une hausse future des coûts plutôt qu'à un renforcement du pouvoir de monopole ou à une intensification de la demande (Glover et al., 2023).
- Il importe de noter qu'une hausse du bénéfice unitaire ne signifie pas forcément une augmentation de la marge bénéficiaire : en raison de la hausse des coûts des intrants, les bénéfices par unité de valeur ajoutée et les bénéfices sur la production brute (chiffre d'affaires) peuvent évoluer différemment.

\*Sources : Euro Area Inflation after the Pandemic and Energy Shock: Import Prices, Profits and Wages, Working papers IMF, June 2023 ; \*\*Perspectives économiques de l'OCDE, Juin 2023 ; Inflation and corporate profits, a further discussion, Institute for New Economic thinking, Servaas Storm, June 15, 2023



### Croissance et inflation à l'échelle mondiale

L'analyse de la croissance à l'échelle mondiale dresse un tableau contrasté : la croissance a bondi en Chine et au Japon, a ralenti aux Etats-Unis et au Royaume Uni et s'est contractée au niveau de la Zone Euro.

La contre-performance de la Zone Euro est imputable principalement à la récession technique observée en Allemagne (-0.5% au T4 2022 en GT et -0.3% au T1 2023 en GT) en relation avec l'impact du recul de la demande orientée vers le secteur manufacturier.

#### Evolution trimestrielle du PIB, en GT, en %



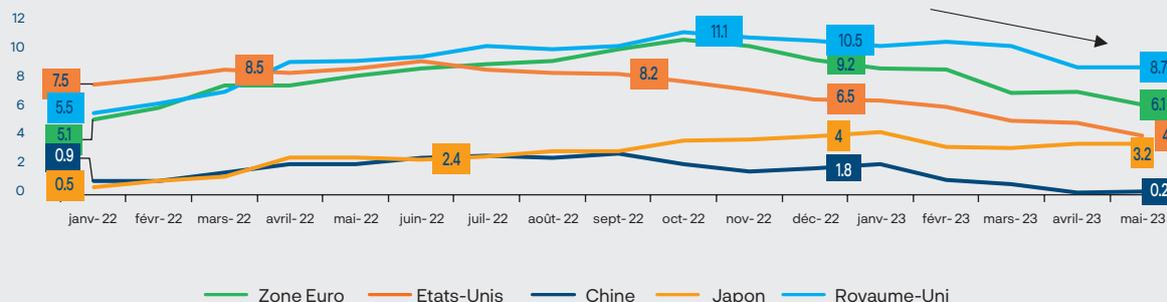
#### Evolution du PIB, en GA, en %

	T1 2023	T4 2022	T3 2022
Zone Euro	1.3	1.8	2.5
Royaume-Uni	0.2	0.6	2
Etats-Unis	1.6	0.9	1.9
Chine	4.5	2.9	3.9
Japon	1.8	0.4	1.6

Source : Données site OCDE

Quant au taux d'inflation, et malgré la baisse constatée depuis janvier 2023, il reste nettement au-delà de la cible préétablie par les différentes banques centrales qui s'emploient à trouver le dosage de politique monétaire adéquat, en tenant compte des réalisations, des projections et du sequencing des décisions prises pour éviter notamment des trajectoires non souhaitables au niveau de l'évolution des taux de change respectifs.

#### Taux d'inflation, en %



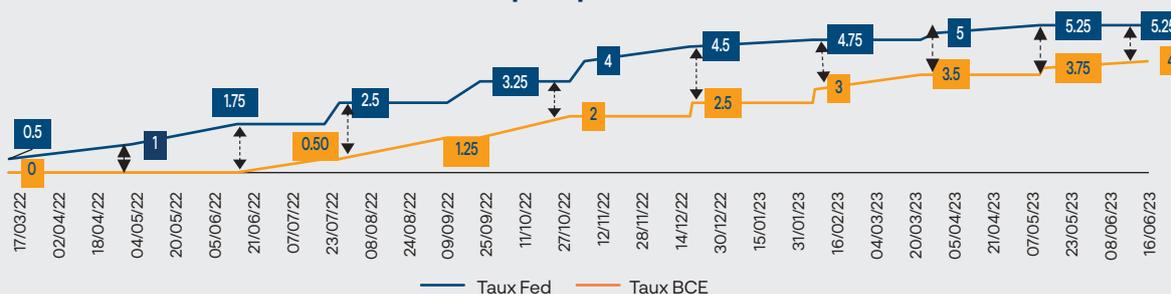
Source : Données site Trading Economics

## Juin 2023 : BCE-FED: un début de divergence ou juste une parenthèse de déphasage ?

## Récapitulatif des comités de politique monétaire de la BCE et de la FED-Juin 2023

	Zone Euro	Etats-Unis
	Etat des lieux	
Croissance du PIB réel T1 2023, en GA	+1.3%	+1.6%
Croissance du PIB réel T1 2023, en GT	-0.1%	+0.3%
Inflation	6.1% en mai 2023 versus 7% en avril 2023 ↓	4% en mai 2023 versus 4.9% en avril 2023 ↓ (soit un plus bas depuis 2 ans)
Inflation sous-jacente*	5.3% en mai 2023 versus 5.6% en avril 2023 ↓	5.3% en mai 2023 versus 5.5% en avril 2023 ↓
Taux de chômage	6.5% en avril 2023 versus 6.7% en mars 2023 ↓	3.7% en mai 2023 versus 3.4% en avril 2023 ↑
	Prévisions atterrissage 2023	
Croissance du PIB réel	0.9% (soit - 0.1 pp par rapport aux prévisions de mars 2023) ↓	1% (soit +0.6% pp par rapport aux prévisions de mars 2023) ↑
Inflation	5.4% (soit + 0.1 pp par rapport aux prévisions de mars 2023) ↑	3.2% (soit -0.1% pp par rapport aux prévisions de mars 2023) ↓
Inflation sous-jacente*	5.1% en 2023 (soit + 0.4 pp par rapport aux prévisions de mars 2023) ↑	3.9% (soit +0.3% pp par rapport aux prévisions de mars 2023) ↑
Taux de chômage	-	4.1% (soit -0.4% pp par rapport aux prévisions de mars 2023) ↓
	Décision	
Taux directeur	15 juin 2023 : relèvement des taux de 25 pbs	14 juin 2023 : pas d'augmentation (une première depuis 15 mois)

## Evolution des principaux taux de référence



- La zone euro connaît une récession technique, principalement en raison de la récession observée en Allemagne (PIB de l'Allemagne représente 27.2% du PIB de la zone euro en 2022) depuis le T4 2022 (-0.5% au T4 2022, et -0.3% au T1 2023). La récession en Allemagne est attribuable à l'impact significatif de l'inflation et des mesures de resserrement monétaire qui ont considérablement affecté la demande intérieure et fragilisé le secteur de l'industrie manufacturière (26.6% du PIB en 2021). D'ailleurs, la production industrielle en Allemagne a connu une baisse de 3.4% en mars 2023 en GA et les commandes industrielles ont chuté de 10.7%.
- L'inflation montre des signes de ralentissement dans la majorité des économies, mais le rythme de décélération demeure en deçà des attentes et des objectifs fixés par les Banques Centrales.
- De même, l'inflation sous-jacente demeure élevée et sa dynamique d'évolution témoigne d'une certaine résistance quant au degré de transmission des mesures de resserrement monétaire (inflation sous-jacente\* en baisse d'uniquement 0.3 pp au niveau de la zone Euro et 0.2 pp au niveau des Etats-Unis par rapport à avril). D'ailleurs, les deux économies ont revu à la hausse leurs projections relatives à l'inflation sous-jacente.
- Malgré des similitudes au niveau des indicateurs macroéconomiques aux États-Unis et dans la Zone Euro, les réunions des banques centrales en juin ont abouti à des décisions divergentes. Cette divergence pourrait s'expliquer par :

- Un différentiel important au niveau du taux d'inflation (2.1 pp)
- Un écart conséquent au niveau du taux directeur (cf. graphique ci-dessus)

Ces écarts ont un impact négatif sur le taux de change de l'euro ce qui explique, entre autres, la décision de la BCE de poursuivre le relèvement du taux directeur.

\* L'inflation sous-jacente (core inflation) est un indice désaisonnalisé qui traduit l'évolution profonde des coûts de production et la confrontation de l'offre et de la demande. Il exclut les prix soumis à l'intervention de l'État (électricité, gaz, tabac...) et les produits à prix volatils (produits pétroliers, produits frais, produits laitiers,...) qui subissent des mouvements très variables dus à des facteurs climatiques ou à des tensions sur les marchés mondiaux. (Source : INSEE).

## Evolution des prix des matières premières

	Moyenne 6 mois 2023 (A)	Moyenne 6 mois 2022 (B)	Variation (A/B)
Pétrole brut Brent \$US/bbl	80	106	-25%
Indice du gaz naturel (2010=100)	107	237	-55%
Phosphate brut \$US/TM	334	219	+53%
Phosphate DAP \$US/TM	575	827	-30%
Phosphate TSP \$US/TM	513	760	-33%
Minerai de fer \$US/dmtu	119	140	-15%
Indice <sup>1</sup> des prix des métaux de base (2016=100)	197	220	-10%
Huile d'olive <sup>2</sup> \$US/TM	6 155	4 253	+45%
Blé tendre \$US/TM	278 <sup>3</sup>	393	-29%
Blé dur \$U/TM	393	455	-14%

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

NB. A partir de mai 2023, les prix des dérivés de phosphate ont connu une baisse significative en raison de la forte diminution des prix des engrais. Il s'agit d'un phénomène généralisé dans l'industrie, induit par la fin de la saison de plantation du printemps.

	Juin 2023	Mai 2023	Avril 2023	Mars 2023
DAP	455 ↘	510 ↘	637 ↗	606
TSP	390 ↘	486 ↘	550 ↗	538

## c. Taux de change

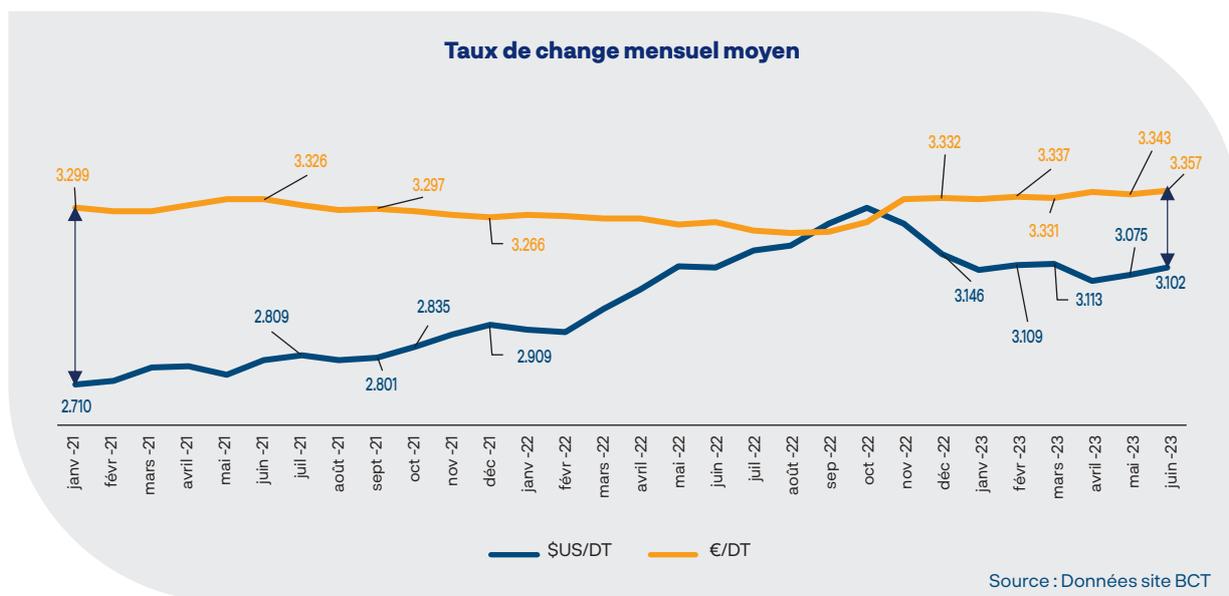
En moyenne, l'€ et le \$US se sont appréciés par rapport au dinar de 2.5% et 3.2% respectivement.

	6 mois 2023 (A)	6 mois 2022 (B)	Variation (A/B)
Taux de change €/DT (moyenne)	3.341	3.261	+2.5%
Taux de change \$US/DT (moyenne)	3.091	2.995	+3.2%

1- Dont Aluminium, cuivre, minerai de fer, plomb, uranium et zinc

2- Donnée de janvier 2023 non disponible, ainsi la moyenne a été calculé sur la base des données mensuelles à partir de février

3-Moyenne 5 mois



Le rétrécissement de l'écart entre les taux de change des principales devises par rapport au dinar est expliqué par l'effet du « sequencing » des relèvements des taux directeurs de la BCE et de la FED et de son impact sur le taux de change \$US/€.

	Jun 2023	Mai 2023	Avril 2023	Mars 2023	Février 2023	Janvier 2023
Taux de change moyen \$US/€	0.917 ↓	0.935 ↑	0.901 ↓	0.917 ↓	0.943 ↑	0.917

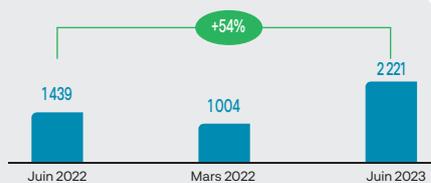
## d. Paiements courants

	T1 2023	T1 2022	Variation
Balance Commerciale de biens (FOB/FOB)	-3 145	-3 408	-8%
Balance des services	1 002	182	+451%
Revenus de facteurs et transferts courants	1 128	1 019	+11%
Solde paiements courants (en MDT)	-1 015	-2 207	-54%
Solde paiements courants (en % du PIB)	-0.6%	-1.5%	-0.9 pp

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

La contraction du déficit des paiements courants est attribuable à l'évolution notable de l'excédent de la balance des services (principalement recettes du tourisme) et à la contraction du déficit commercial (FOB/CAF) qui a diminué de 524 MDT ou 12% au cours du 1<sup>er</sup> trimestre 2023 pour revenir à 3 846 MDT. Ce résultat s'explique par la hausse des exportations à un rythme plus accentué que celui des importations, soit +10.9% versus +5.5%. Cette tendance s'est consolidée durant les mois d'avril, mai et juin. Ainsi, le déficit de la balance commerciale (FOB/CAF) pour le 1<sup>er</sup> semestre 2023 s'élève à 8 687 en baisse de 26%. Les importations ont enregistré une baisse de 0.6% alors que les exportations ont augmenté de 10% sous l'effet principalement de la hausse des exportations du secteur des industries agro-alimentaires de 9.3% en GA, celles des textiles de 13.7% en GA et celles des industries mécaniques et électriques de 18.6%.

### Recettes touristiques, en MDT

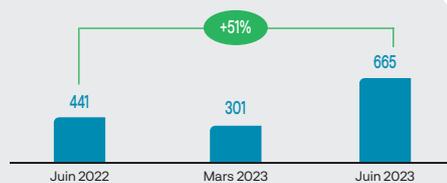


Source : Données site BCT



3 millions de touristes à fin mai 2023 soit une hausse de **89% en GA**

### Recettes touristiques, en M€



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

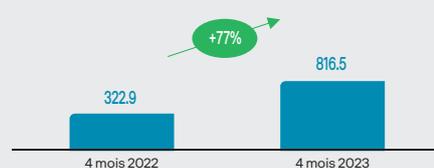
### Recettes du transport, en MDT



Source : Données site BCT

Dont redevance gaz algérien

### Redevance du gaz algérien, en MDT



Source : Données site BCT

### Revenus du travail en espèces, en MDT



### Latest news

A fin mai 2023 :

- Solde des paiements courants en % du PIB : -2.2% versus -4.6% à fin mai 2022.

## Focus : Balance Commerciale

### Balance commerciale par groupement sectoriel (FOB/CAF)

	5 mois 2023	5 mois 2022	Variation
Agriculture et Industries Agroalimentaires	-1 458	-1 703	-14%
Energie et Lubrifiants	-4 684	-3 465	+35%
Mines, Phosphates et Dérivés	532	382	+39%
Textiles, Habillements et cuirs	1 431	759	+89%
Industries Mécaniques et Elect.	-669	-2 312	-71%
Autres Industries Manufacturières	-3 255	-3 591	-9%
<b>Solde Balance Commerciale (FOB/CAF)</b>	<b>-8 102</b>	<b>-9 929</b>	<b>-18%</b>

Source : Données site INS

Une contraction du déficit commercial et **ce malgré le creusement du déficit énergétique.**

	4 mois 2023	4 mois 2022	Variation
Taux d'indépendance (y compris la redevance)	51%	52%	-1 pp
Production pétrole (1000 bbl /j)	33.7	37.4	-10%
Production gaz (Ktep-pci)	573	655	-13%
Redevance gaz algérien (Ktep/pci)	334	333	+0.3%

Source : Bulletin de conjoncture économique énergétique, avril 2023, Ministère de l'Industrie

Une évolution notable a été observée au niveau des exportations des textiles, habillements et cuirs (+15% en GA) et des industries mécaniques et électriques (+21% en GA).

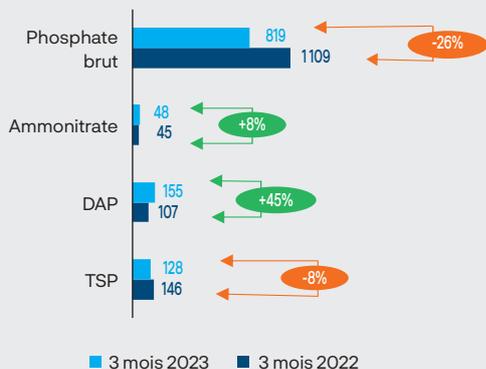
### Latest news

**A fin Juin 2023** : déficit commercial (FOB/ CAF) : 8 687 MDT versus 11 775 MDT, soit une baisse de 26%.

**Encadré 2 : Tunisie : quelle évolution pour la production du phosphate en 2023 ?**

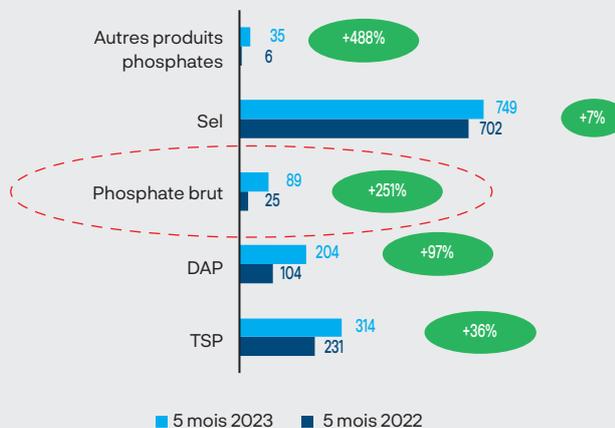
**Production**

**Evolution des principales productions, en 1000 T**



**Exportations**

**Evolution des exportations, en 1000 T**



- Selon des déclarations officielles<sup>4</sup>, l'objectif de production du phosphate brut fixé pour 2023 est de 5.6 millions. L'analyse de la production des principaux produits dérivés dresse un tableau contrasté.
- Au bout des 5 mois premiers mois, une augmentation a été observée au niveau des exportations du phosphate brut et ses dérivés.
- Stratégiquement, la Tunisie a axé ses efforts vers la transformation et la valorisation du phosphate, principalement au sein du groupe chimique afin d'optimiser la rentabilité des quantités produites. D'ailleurs, la Tunisie est classée deuxième au niveau mondial en termes de valorisation de la production de phosphate<sup>5</sup>.
- L'évolution notable au niveau des exportations du phosphate brut serait expliquée notamment par la hausse de son prix et la baisse de ceux de ses principaux produits dérivés (cf. page 12).
- La relance de la production de phosphate constitue un défi majeur étant donné l'impact des exportations sur les réserves en devises qui sont actuellement sous pression en raison du retard dans la mobilisation de ressources extérieures. D'ailleurs, le manque à gagner durant la période entre 2011 et 2019 est estimé à 5.25 milliards \$US<sup>6</sup>.

	Moyenne 2011-2019 (A)	Moyenne 2000-2010 (B)	Variation (A/B)
Production de phosphate	3 197	7 823	-59%
Cours DAP <sup>7</sup>	385	241	+60%
Cours TSP <sup>7</sup>	352	211	+67%
Exportations (en M\$US) <sup>7</sup>	576	709	-19%

Source : Calcul Equipe Prospective, Veille et Recherche Economique

4- Déclaration de M. Charfeddine Ben Yahya, directeur conseiller auprès de la direction générale de la Compagnie des Phosphates de Gafsa, Shems FM, 28 avril 2023

5-Source : Site de la Compagnie de Phosphate de Gafsa

6-Estimation sur la base d'une évolution des exportations en valeur égale à la moyenne de l'évolution des prix durant cette période (+63.5%) appliquée à la moyenne d'exportation sur la période 2000-2010.

7- Exclusion faite des données 2008 vu la hausse exceptionnelle des prix durant cette année pouvant biaiser l'analyse

## e. Avoirs en devises

Avoirs en devises *	30-06-2023 (A)	31-12-2022	30-06-2022 (B)	Variation (A/B)
En Equivalent M\$US (*)	7 341	7 379	7 758	-9%
En Equivalent M€ (*)	6 766	6 933	7 439	-5.4%
En jours d'importation	98	100	122	-24 jours
Valeur du jour d'importation en M\$US	75 M\$US/j	74 M\$US/j	64 M\$US/j	+11 M\$US/j

(\*) Conversion au taux de change interbancaire du jour d'observation de la valeur

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



Le 15 juin, les avoirs en devises, exprimés en jours d'importation, sont passés de 91j à 98j. Cette augmentation est expliquée principalement par le déblocage de la 1<sup>ère</sup> tranche du crédit de l'**AfreximBank** (montant total 500 M\$).

Il s'agit du 1<sup>er</sup> déblocage d'un financement extérieur pour l'**Etat Tunisien** en 2023, représentant 10% uniquement de l'enveloppe d'endettement (extérieur) prévue au niveau du budget 2023 (14.9 Milliards de dinars).

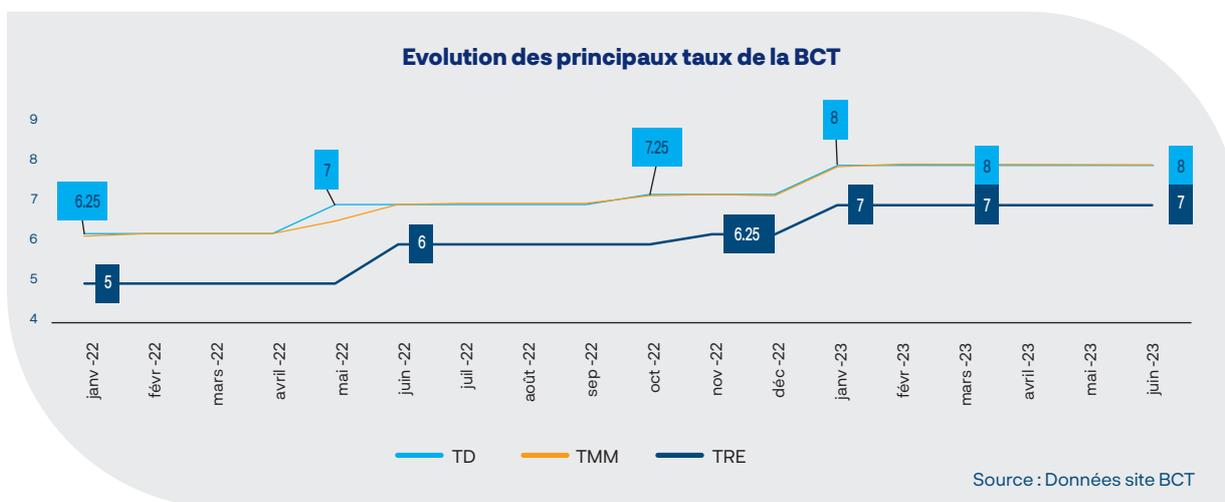
Ce crédit est à taux **variable** (Taux SOFR 3 mois + 5.25%) soit actuellement 10.28%.

Le **SOFR** (Secured Overnight Financing Rate) est une mesure du coût d'emprunt de fonds en \$US pour un jour sur le marché des opérations de pension **garanties par des titres du Trésor américain**.

L'une des critiques que l'on fait au SOFR est qu'il est **volatil** et peut fluctuer. Toutefois, en règle générale ce n'est pas la mesure du SOFR à un jour qui est utilisée, mais plutôt celle fondée sur une **moyenne** de taux quotidiens, ce qui en atténuerait partiellement la volatilité.

## f. Politique monétaire

La BCT a maintenu le taux directeur ainsi que le taux de rémunération de l'épargne inchangés durant le 1<sup>er</sup> semestre 2023.



## g. Liquidité

### g.1. Evolution du volume global du refinancement

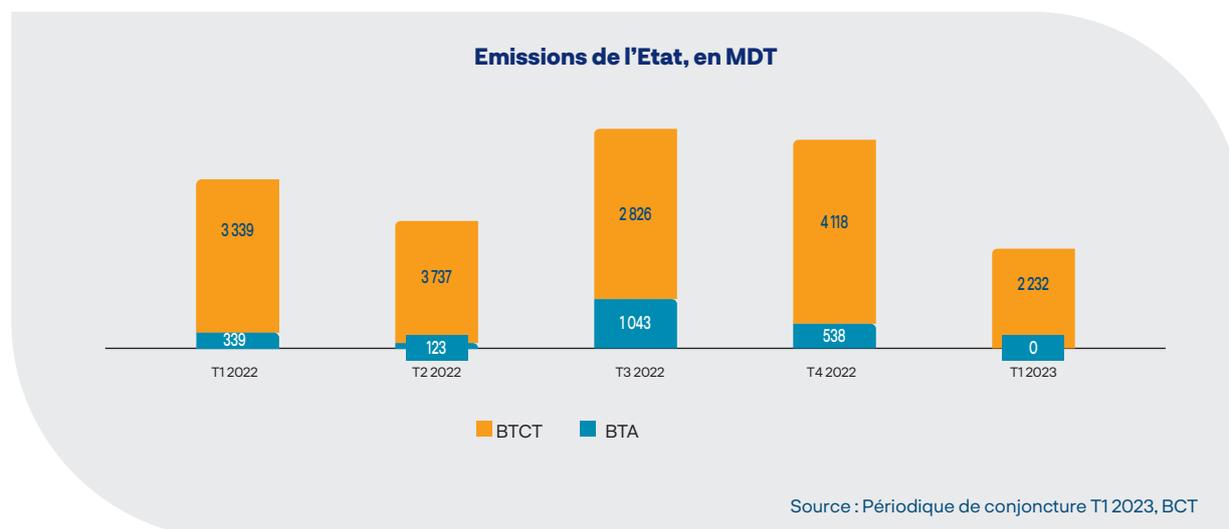
- Sur l'ensemble du 1<sup>er</sup> semestre, la moyenne du volume global de refinancement a augmenté de 49%.

En MDT, En moyenne	6 mois 2023 (A)	6 mois 2022 (B)	Variation (A/B)
Appel d'offre	8 002	4 420	+81%
Open Market	5 875	3 668	+60%
Swap de change	42	672	-94%
Opération de refinancement à plus long terme (1 mois)	888	1 020	-13%
Facilité de prêt à 24h	369	460	-20%
Autres	-12	-91	-87%
<b>Volume Global de refinancement</b>	<b>15 164</b>	<b>10 148</b>	<b>+49%</b>

	Au 30-06-2023 (A)	Au 30-06-2022 (B)	Variation (A/B)
<b>Refinancement des banques auprès BCT</b>	<b>16 094</b>	<b>11 451</b>	<b>+41%</b>

### g.2. Facteurs autonomes de liquidité

- Les facteurs autonomes de liquidité expliquent l'évolution des besoins de liquidité du système bancaire et par ricochet, son recours au refinancement.
- Au cours du T1 2023, la liquidité bancaire a subi un **effet restrictif** engendré par :
  - La hausse des opérations d'achat nettes de devises par les banques auprès de la BCT. Ces opérations ont exercé un effet restrictif sur la liquidité bancaire estimé à 446 MDT. A partir du 2<sup>ème</sup> trimestre, le marché des changes est devenu "long" exerçant un effet expansif sur la liquidité bancaire.
  - Le recours récurrent de l'Etat à la dette intérieure, principalement à travers les émissions de bons du trésor afin de répondre au besoin de financement du déficit budgétaire. D'ailleurs la composante "open market" a vu son solde moyen augmenté de 60%.



- Par ailleurs, les souscriptions à l'emprunt obligataire national à hauteur de 715 MDT a exacerbé davantage l'effet restrictif sur la liquidité bancaire.
- Il convient de noter que cet effet restrictif a été relativement atténué grâce au remboursement par l'Etat de 1368 MDT au titre BTCT venus à échéance et de 337 MDT au titre d'intérêts sur BTA.
- Les BMC ont également exercé un effet restrictif sur la liquidité bancaire compte tenu de l'augmentation de ≈1 493 MDT par rapport à la même période en 2022. A fin juin 2023, l'accroissement s'élève à ≈ 2 400 MDT en GA.

## h. Système bancaire

Panel 10 banques cotées (en MDT)	31-03-2023 (A)	31-03-2022 (B)	Variation (A/B)	31-03-2021 (C)	Variation (B/C)
Total Dépôts	82 437	77 505	+6.4%	71 039	+9.1%
Dépôt à vue	30 989	30 345	+2.1%	27 897	+8.8%
Epargne	26 800	24 408	+9.8%	22 336	+9.3%
Autres dépôts	24 648	22 752	+8.3%	20 805	+9.4%
Crédits Nets	80 420	76 175	+5.6%	71 305	+6.8%
Marges en Intérêts	780	717	+8.8%	654	+9.7%
Charges en Intérêts	1 328	966	+37.5%	894	+8.1%
Produits en Intérêts	2 108	1 683	+25.3%	1 547	+8.8%
Portefeuille titres commercial et d'investissement	21 475	18 193	+18%	15 896	+14.5%
PNB	1 617	1 422	+13.7%	1 272	+11.8%

- Un ralentissement au niveau du rythme d'évolution de la distribution des crédits qui serait expliquée, en partie, par l'évolution du volume du portefeuille titres commercial et d'investissement.
- Un ralentissement du rythme d'évolution des dépôts. Toutefois, les différentes composantes de dépôts n'ont pas évolué selon la même trajectoire :
  - Le rythme d'évolution des dépôts à vue a enregistré une décélération notable (+2.1% Versus 8.8%).
  - La progression de l'épargne demeure solide.
  - Affichant une évolution de 8.3%, la trajectoire des autres dépôts (principalement des dépôts à termes) s'inscrit légèrement en baisse par rapport au 1<sup>er</sup> trimestre 2022.

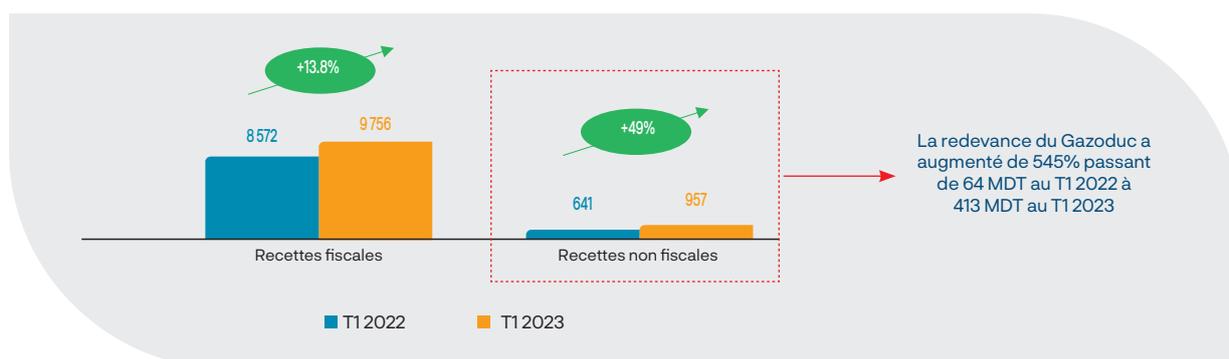
## i. Finances publiques

Sur la base des données d'exécution du budget à fin mars 2023, il en ressort un excédent budgétaire de 1496 MDT.

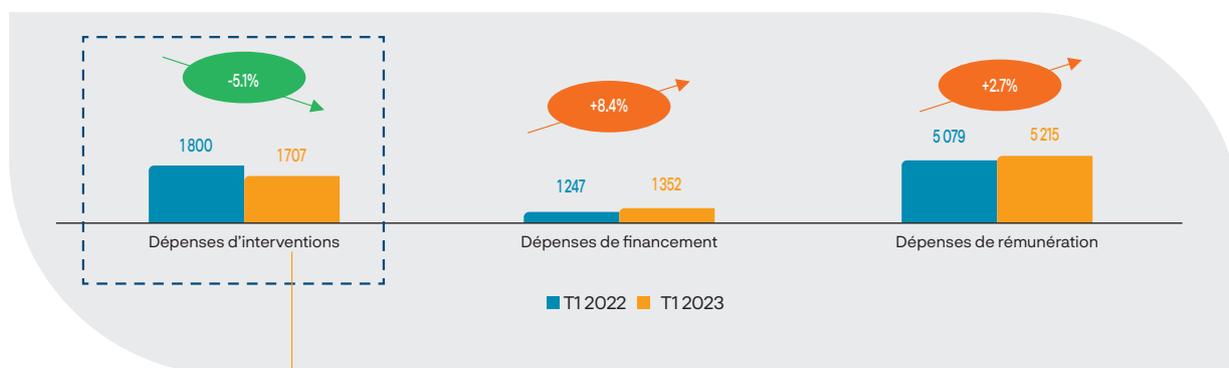
	T1 2023 (A)	T1 2022 (B)	Variation (A/B)
Solde Budgétaire en MDT (*)	1496	276	+441%
Solde Budgétaire en % du PIB	+0.9%	+0.2%	+0.7 pp

(\*) Hors dons et ressources exceptionnelles (privatisation et cession des biens confisqués)

- Les ressources budgétaires de l'Etat ont augmenté de 14.7% notamment grâce à la hausse des recettes fiscales (+13.8%) et les recettes non fiscales (+49%) :

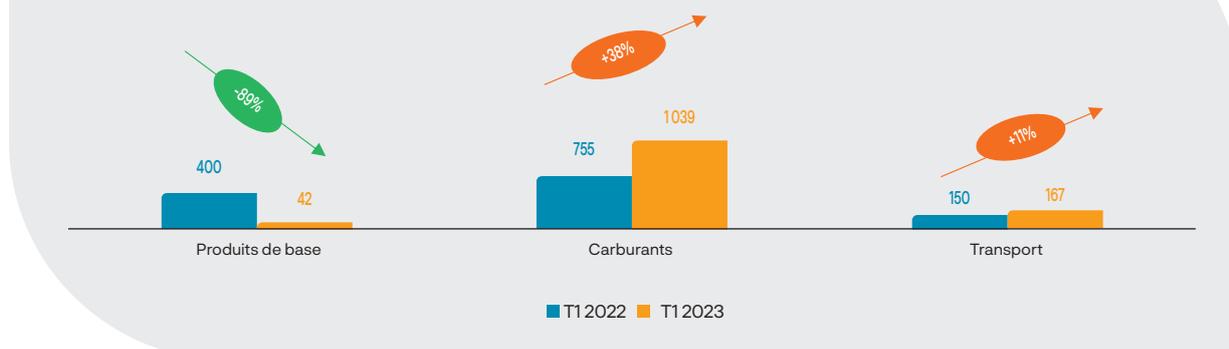


- Les dépenses budgétaires ont connu une augmentation modérée de 3.1%. La décélération de l'évolution des dépenses a été réalisée grâce au ralentissement de la croissance des dépenses de rémunération (+2.7% au T1 2023, en GA) ainsi qu'à la diminution des dépenses d'intervention (-5.1% au T1 2023, en GA).



Dont 1248 MDT dépenses de compensation au T1 2023 (-4% en GA)

### Evolution des dépenses de compensation



Source : Résultats provisoires de l'exécution du Budget à fin Mars 2023, Ministère des Finances

	T1 2023 (A)	T1 2022(B)	Variation (A/B)
Dettes publiques en MDT	115 700	105 884	+9%
Dettes publiques en % du PIB	71%	73%	-2 pp

Source : Résultats provisoires de l'exécution du Budget à fin Mars 2023, Ministère des Finances

## j. Chômage

Taux de chômage en GA, en %	T1	T2	T3	T4
2023	16.1	-	-	-
2022	16.1	15.3	15.3	15.2
2021	17.8	17.9	18.4	16.2

### Encadré : éclairage sur l'évolution du taux de chômage

Jeunes de moins de 15 ans dont le travail est interdit par la loi.



Etudiants ne travaillant pas en complément de leurs études



Retraités ne travaillant pas en complément de leurs retraites

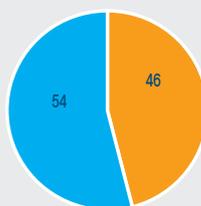


Personnes en âge de travailler qui ne recherchent pas d'emploi (chômage volontaire)



Individus qui ne sont pas en emploi et qui n'en recherchent pas

#### Population totale



■ Population inactive

■ Population active

Individus qui ont un emploi ou qui en recherchent un (Ensemble des personnes participant au marché du travail)



Population active occupée : Ensemble des personnes qui ont un emploi.



Population active inoccupée (chômeurs) : Ensemble des personnes qui n'ont pas d'emploi et qui en recherchent un

$$\text{Taux d'activité} = \frac{\text{Population active}}{\text{Population totale}}$$

$$\text{Taux de chômage} = \frac{\text{Population active inoccupée}}{\text{Population active}}$$

	T1 2023 (A)	T4 2022 (B)	(A/B)
Population active (en millier)	4 078	4 124	-77 mille
Population en chômage (en millier)	651	625	+31 mille
Taux de chômage (en %)	16.1%	15.2%	+0.9 pp

La baisse de la population active (dénominateur), en relation avec des départs à la retraite ou le chômage volontaire, a contribué à la hausse du taux de chômage

## k. Situation des barrages

### Situation des barrages

Taux de remplissage	30-06-2023	31-03-2023	30-06-2022
Nord	44%	36.6%	51.6%
Centre	15.7%	12.2%	17.5%
Cap bon	9.1%	10.5%	21.1%
Niveau global	37.5%	31.3%	44.2%

Source : Données site ONAGRI

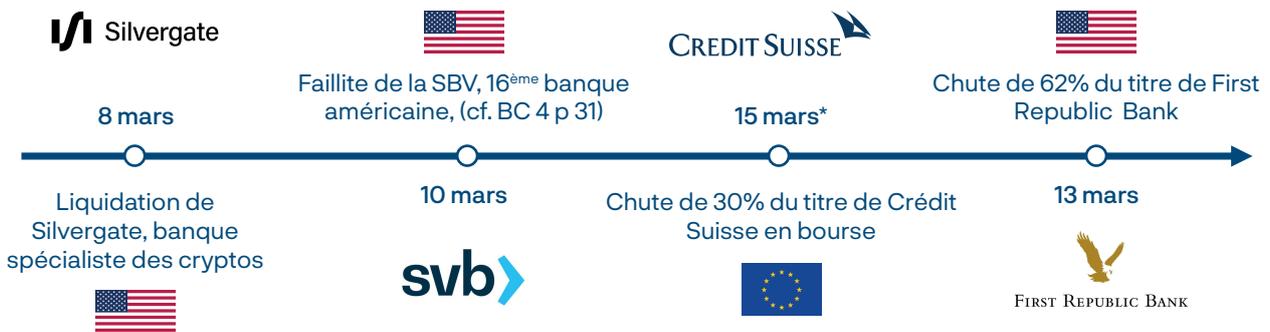
## 2. Perspectives

	2021	2022	Prévisions 2023 et facteurs déterminants
Variation PIB (aux prix de l'année précédente)	+4.3%	+2.4%	[1.6%-3.2%] La borne inférieure correspond à l'acquis de croissance tel qu'estimé par l'équipe Prospective, Veille et Recherche économique sur la base du PIB du T1 2023 aux prix de l'année 2015 La borne supérieure est estimée en maintenant la même évolution en GT sur le reste de l'année.
Solde des paiements courants, en % du PIB	-5.9%	-8.5%	[(5.5%)-(6.5%)] (Calcul Equipe Prospective, Veille et Recherche Economique) <ul style="list-style-type: none"> <li>La trajectoire des prix des matières premières aura un impact sur la balance commerciale, et donc sur le solde des paiements courants.</li> <li>La reprise significative de l'activité touristique aura également un impact direct positif sur l'évolution du solde des paiements courants.</li> <li>Au-delà des paiements courants, le service de la dette extérieure (en principal) représente la rubrique qui va peser sur le solde global de la balance des paiements</li> </ul>
Inflation (Moyenne)	+5.7%	+8.3%	[8.5%-9.5%] (Calcul Equipe Prospective, Veille et Recherche Economique) <ul style="list-style-type: none"> <li>La trajectoire des prix des matières premières est un facteur déterminant quant à l'évolution du taux d'inflation, notamment que le DLF 2023 prévoit la levée progressive de la compensation.</li> </ul>
Solde budgétaire en % du PIB (hors dons et ressources exceptionnelles)	-7.9%	-7.6%	 DLF 2023 : -5.2% (décembre 2023)
Dette publique en % du PIB	79.9%	79.4%	 DLF 2023 : 76.6% (décembre 2023) <ul style="list-style-type: none"> <li>La trajectoire du taux de change reste un facteur déterminant quant à la projection du niveau de la dette publique en % du PIB au 31-12-2023.</li> </ul>
Prix du Baril Brent (moyenne)	70 \$US/bbl	100 \$US/bbl	[75\$US/bbl -78 \$US/bbl] (Calcul Equipe Prospective, Veille et Recherche Economique)

### 3. Faits saillants

#### Le système financier mondial dans la tourmente ... mais l'onde de choc s'est estompée

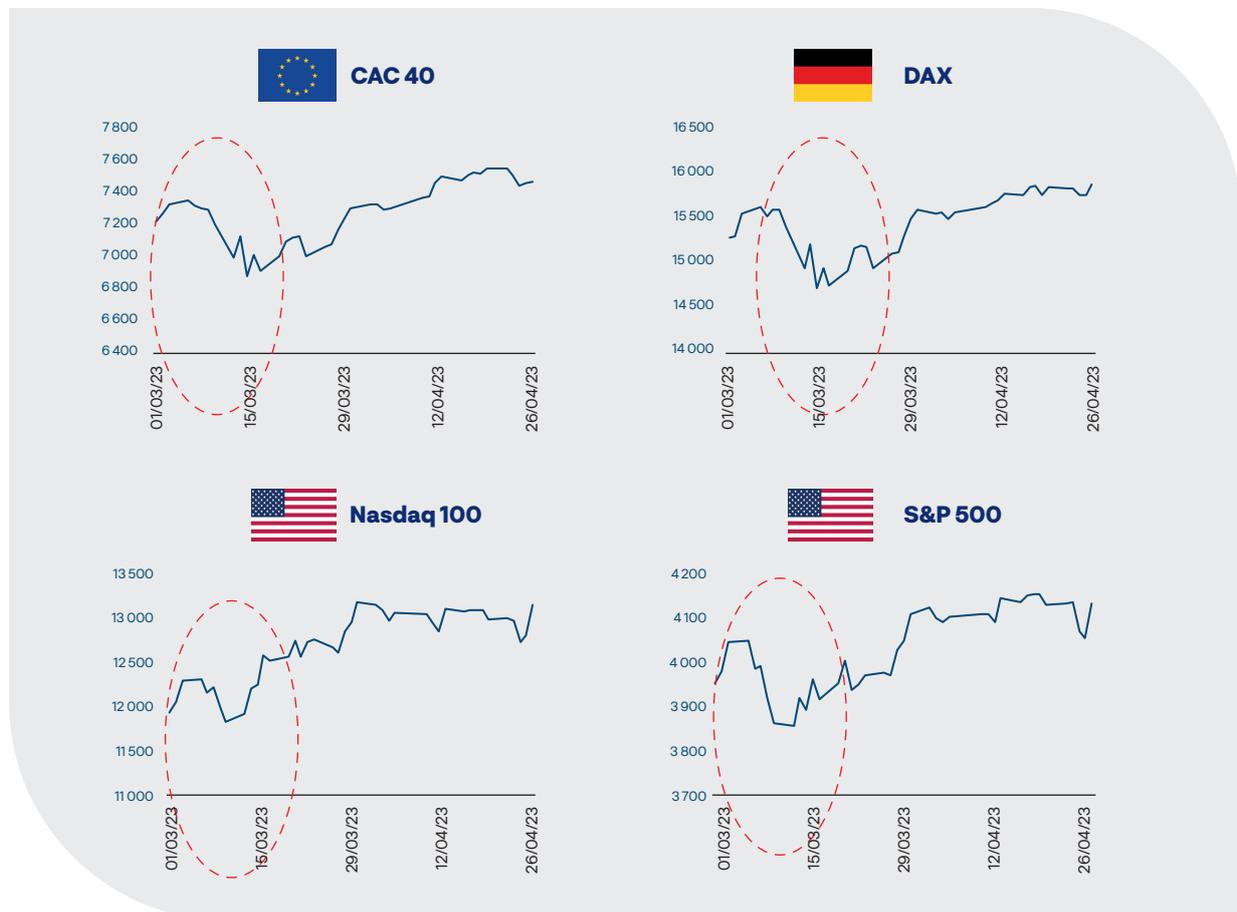
Depuis le traumatisme de la crise financière 2008-2009, et les chocs engendrés par la crise Covid-19 et par la suite le conflit, la stabilité financière internationale continue à susciter une préoccupation majeure, qui a été exacerbée par les récentes faillites de certaines banques aux États-Unis et l'épisode du sauvetage in extremis du Crédit Suisse.



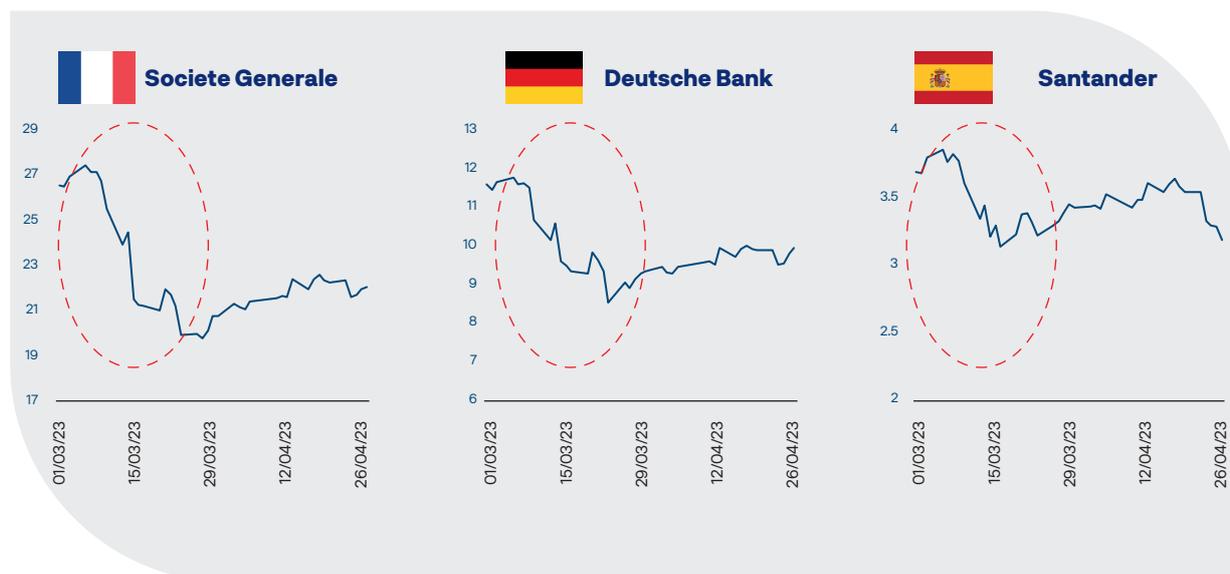
\*Le 15 mars, le cours de Deutsche Bank a chuté de 9%.

De prime abord, un effet de contagion semblait se profiler et les opérateurs craignaient un remake de la crise financière 2008-2009. Cependant, une analyse plus approfondie des circonstances émaillant cette parenthèse met en exergue des faisceaux non convergents et une crise rapidement circonscrite : plus de peur que de mal !

Certes, l'effet de panique a perturbé le marché boursier, induisant des baisses temporaires de la majorité des indices



Le système bancaire a été particulièrement impacté, mais la baisse observée au cours de mars a été suivie d'une reprise progressive.



Il est indéniable que le contexte général, marqué par des facteurs de resserrement monétaire, d'inflation et d'incertitude, a exercé des tensions sur le système financier dans son ensemble. Cependant, il est judicieux de relever que le type d'activité des banques américaines concernées (startups, crypto-monnaies, technologies) ainsi que les décisions de gestion prises par le passé (Crédit Suisse) ont précipité ces banques dans l'épilogue qu'on connaît mais aussi ont permis à ce que l'onde de choc soit limitée.

D'ailleurs, il est essentiel de faire une distinction nette entre la faillite de la SVB et l'épisode du Crédit Suisse qui a été contrainte, dans un premier temps, d'emprunter 50.6 milliards € à la Banque Centrale helvétique et finalement a été rachetée par UBS (1<sup>ère</sup> banque suisse). Alors que la SVB a supporté les conséquences d'une forte concentration sectorielle (technologie et santé)<sup>8</sup>, le Crédit Suisse a souffert des conséquences de défaillances structurelles qui ont débuté avant même la crise Covid-19 :

## CREDIT SUISSE

- **2014** : Condamnation du Crédit Suisse par la justice américaine. La banque a été rendue coupable d'avoir incité plusieurs riches contribuables à dissimuler leur fortune en Suisse.
- **2018** : L'ancien Premier ministre géorgien Bidzina Ivanichvili a accusé la banque de dilapider ses fonds en falsifiant sa signature pour effectuer des transactions spéculatives en bourse.
- **2020** : Elle a été accusée de négliger ses obligations de vérification et d'avoir financé un cartel de drogue bulgare. Des poursuites pénales ont été engagées contre la banque dans le cadre de cette affaire.
- **2020** : Démission de son PDG Tidjiane Thiam en relation avec un scandale d'espionnage des employés de la banque
- **2022** : Démission de son PDG António Horta-Osório qui a été accusé d'avoir violé les règles sanitaires relatives au confinement
- **Mars 2023** : Au cœur de la tourmente, Ammar Al-Khudrairy, président de la Saudi National Bank, premier actionnaire de Credit Suisse, a annoncé qu'il ne prévoyait plus d'investir dans cette dernière, ce qui a entraîné une baisse de 30 % du cours de l'action de Crédit Suisse. Deux semaines après cette déclaration, M. Al-Khudrairy a démissionné pour des « raisons personnelles ».

Finalement, pour le Crédit Suisse c'est l'accumulation d'erreurs de gouvernance et non respects des règles de non-conformité, conjugués au contexte de frilosité observé qui ont précipité cette banque dans des difficultés extrêmes qui auraient pu aboutir à la faillite n'eût été l'intervention de la Banque Nationale Suisse (BNS) et de l'UBS.

In fine, l'onde de choc a été atténuée grâce à des réponses rapides et ciblées de la part des autorités monétaires. La dynamique et les causes sous-jacentes de ces turbulences confirment qu'il s'agit d'une épreuve distincte de la crise de 2008-2009, mais qui requiert autant de vigilance et de surveillance.

8- Cf. Bulletin de conjoncture N°4, BIAT, p 31

Sources : Crédit Suisse, la banque qui paie le prix de ses 1 001 scandales, France 24, mars 2023 ; Ces 15 jours de panique qui ont ébranlé le système bancaire, Les Echos, mars 2023

## 4. So What ? : Retour sur les constats du bulletin de conjoncture Num 4

Vecteur	So What ?
<p><b>Prix du baril</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• La volatilité du prix du baril présente toujours un enjeu de taille pour l'économie tunisienne.</li> <li>• En dépit du risque de récession économique mondiale, les principaux pays exportateurs de pétrole ont pris la décision de poursuivre les réductions de production.</li> </ul> <p>Principales annonces -juillet 2023 :</p> <p><b>Arabie Saoudite</b> : prolongation de la réduction volontaire de la production pétrolière de 1 million bbl/j pour un mois supplémentaire<sup>9</sup>, jusqu'à août. Cette réduction pourrait être prolongée au-delà de ce mois.</p> <p><b>Russie</b> : réduction de ses exportations pétrolières de 500 000 bbl/ j qui entre en vigueur en août.</p> <p><b>Algérie</b> : réduction volontaire de la production de 20 000 bbl/j (en plus de celle décidée en avril et qui s'élève à 48 000 bbl/j).</p> <p><i>«OPEC+, which pumps around 40% of the world's crude oil, already has in place cuts of 3.66 million bpd, amounting to 3.6% of global demand, including 2 million bpd agreed last year and voluntary cuts of 1.66 million bpd agreed in April and extended to December 2024.»</i></p> <p><i>Saudi Arabia, Russia deepen oil cuts, sending prices higher, Reuters, July, 2023</i></p>
<p><b>Tunisie : Révision du mécanisme de la compensation des prix de l'énergie</b></p>	<p>Durant le premier semestre, l'ajustement automatique des prix des carburants, qui constitue un pilier de la stratégie de révision du mécanisme de la compensation, n'a pas été mis en œuvre.</p> <p>! Rappelons que la levée progressive de la compensation est une condition pour la conclusion de l'accord de financement avec le FMI</p>
<p><b>Secteur financier Mondial</b></p>	<p>L'onde de choc a été atténuée grâce à des réponses rapides et ciblées de la part des autorités monétaires.</p> <p>Une reprise progressive des principaux indices et cours boursiers a été observée depuis le début d'avril 2023.</p> <p>La dynamique et les causes sous-jacentes de ces turbulences confirment qu'il s'agit d'un épisode sans commune mesure avec la crise de 2008-2009, mais qui requiert autant de vigilance et de surveillance. (cf. focus page 23).</p>

9-l'Arabie Saoudite a déjà réduit sa production de 1 million bbl/j en juillet 2023

## 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 12 juillet 2023.

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](https://www.biat.com.tn-recherches-et-analyses-recherche-economique)