

Prospective, Veille
et Recherche Economique

Note de conjoncture économique N°2 - Avril 2020

Sommaire

Edito Eco	13
A. Evolution de la conjoncture économique	15
I. Synthèse.....	16
II. Conjoncture internationale	19
III. Conjoncture nationale	33
1. Croissance économique	33
2. Position extérieure	40
a. Paiements courants.....	40
b. Balance commerciale.....	41
c. Investissements étrangers.....	44
d. Solde balance des paiements.....	45
e. Avoirs en devises.....	46
f. Taux de change	46
3. Inflation	48
4. Politique monétaire	49
5. Liquidité.....	50
6. Système bancaire.....	52
7. Finances publiques	57
B. Perspectives nationales	63
C. At a glance.....	69
D. Focus	77



Liste des tableaux

Tableau 1. Evolution de la production industrielle, en %, en GA.....	20
Tableau 2. Evolution de la fourchette des taux de la FED, 2019	20
Tableau 3. Evolution de la fourchette des taux de la FED, 2020	21
Tableau 4. Evolution de la croissance et de l'emploi Zone Euro et États-Unis sur les 10 dernières années	26
Tableau 5 : Principales mesures monétaires et budgétaires	29
Tableau 6. Croissance des VA au prix de l'année précédente, en %, en GA.....	34
Tableau 7. Indice de la Production Industrielle - Base 100 en 2010	34
Tableau 8. Variation des exportations à prix constant par secteur d'activité, en%, en GA	42
Tableau 9. Variation des importations à prix constant par secteur d'activité en% en GA	42
Tableau 10. Ecart taux de change \$US/DT au comptant et à terme.....	47
Tableau 11. Ecart taux de change €/DT au comptant et à terme.....	47
Tableau 12. Nombre des BEF ne respectant pas les normes prudentielles à fin 2018	55
Tableau 13. Dépenses de gestion (LF 2019 versus réalisations 2019)	59
Tableau 14. Moyenne d'inflation 2000-2019	71
Tableau 15. Paiements courants, Solde budgétaire et Dette publique en % PIB	82

Liste des graphiques

Graphique 1. Evolution de la croissance du PIB réel mondial, en %, en GA	19
Graphique 2. Evolution de la croissance du PIB réel, en %, en GA	19
Graphique 3. Evolution de la croissance du PIB réel, en %, en GT.....	19
Graphique 4. Croissance de la production manufacturière mondiale, en%, en GA	20
Graphique 5. Indice ISM manufacturier américain et exportations chinoises (variation annuelle).....	21
Graphique 6. Exportations en % du PIB, 2018	21
Graphique 7. Purchasing Manager's Index PMI composite, 2019	22
Graphique 8. Variation des commandes de l'industrie en Allemagne, en %, en GA.....	22
Graphique 9. Allemagne : Solde budgétaire, en % du PIB	23
Graphique 10. Allemagne : Dette publique, en % du PIB	23
Graphique 11. Royaume-Uni - perte cumulée du PIB réel en milliards £	25
Graphique 12. Brexit : quel impact sur l'UE ?.....	25
Graphique 13. Taux trimestriel des créances douteuses.....	26
Graphique 14. Le cycle de croissance économique des pays du G20	27
Graphique 15. Matrice des secteurs impactés par le Covid-19	29
Graphique 16. Les vecteurs de récession	30
Graphique 17. Evolution quotidienne du prix du baril Brent, \$US/bbl	31
Graphique 18. Bénéfice net, en milliards \$US, 2018	33
Graphique 19. Evolution de la croissance annuelle, en %, au prix de l'année précédente	33
Graphique 20. Evolution de la croissance trimestrielle, en GT, en %, au prix de l'année précédente.....	33

Graphique 21. Evolution de la croissance trimestrielle en GA, en %, au prix de l'année précédente	34
Graphique 22. Production annuelle de phosphate, en 1000 tonnes.....	36
Graphique 23. Promotion immobilière : Encours de crédits, en MDT.....	37
Graphique 24. Promotion immobilière : créances classées, en %	37
Graphique 25. Evolution de la production de céréales, en 1000 tonnes	38
Graphique 26. Evolution des importations de céréales, en 1000 tonnes.....	38
Graphique 27. Contribution sectorielle dans la croissance du PIB.....	39
Graphique 28. Prévisions de croissance des VA sectorielles, en %, 2020.....	39
Graphique 29. Evolution de la demande additionnelle moyenne et du chômage	40
Graphique 30. Evolution de la balance des paiements courants, en devises combinées.....	40
Graphique 31. Recettes touristiques, en millions €	41
Graphique 32. Balance commerciale au prix courant FOB-CAF, en MDT	41
Graphique 33. Variation de la balance commerciale à prix constant, en %.....	42
Graphique 34. Exportations du phosphate, en M\$US et cours des produits, en \$US/TM	43
Graphique 35. Variation des importations par type de produits à prix courant, en devises combinées	43
Graphique 36. Investissements étrangers, en MDT.....	44
Graphique 37. Investissements étrangers en € et en \$US.....	44
Graphique 38. Défalcation du solde des paiements	45
Graphique 39. Evolution des avoirs en devises.....	46
Graphique 40. Evolution du taux de change mensuel	46
Graphique 41. Evolution du taux change, en moyenne et par rapport au début de l'année	46
Graphique 42. Evolution de l'inflation, en %	48

Graphique 43. Benchmark. Taux d'inflation moyen, en %	48
Graphique 44. Evolution du TMM et du taux directeur, en %	49
Graphique 45. Moyenne du volume global de refinancement, en milliards de dinars.....	50
Graphique 46. Moyenne trimestrielle du volume global de refinancement, en milliards de dinars, 2019	50
Graphique 47. Moyenne trimestrielle de la facilité de prêt à 24 heures, en milliards de dinars, 2019	50
Graphique 48. Moyenne trimestrielle du Swap de change, en milliards de dinars, 2019.....	50
Graphique 49. Moyenne trimestrielle de l'appel d'offres de la BCT, en milliards de dinars, 2019.....	50
Graphique 50. Moyenne trimestrielle d'opération d'open market, en milliards de dinars, 2019	50
Graphique 51. Evolution des émissions de bons du trésor, en MDT.....	51
Graphique 52. Monnaie fiduciaire, en MDT	51
Graphique 53. Rythme d'évolution des crédits, en %	52
Graphique 54. Rythme d'évolution des dépôts, en %.....	52
Graphique 55. Evolution des crédits et des dépôts d'un panel de 10 banques cotées, en MDT et en %.....	53
Graphique 56. Evolution du PNB, en MDT et en %.....	54
Graphique 57. Marge en intérêts, en MDT et en %.....	54
Graphique 58. Evolution du TMM moyen.....	54
Graphique 59. Evolution des créances classées, en MDT et en %.....	55
Graphique 60. Evolution des créances classées, en MDT et en %	56
Graphique 61. Trajectoire du solde budgétaire	58
Graphique 62. Trajectoire du solde primaire	58
Graphique 63. LF 2019 versus réalisations 2019 (Analyse Ressources)	58
Graphique 64. LF 2019 versus réalisations 2019 (Analyse Dépenses).....	59
Graphique 65. Répartition des revenus des entreprises et institutions publiques, en MDT et en %	59

Graphique 66. Evolution des ressources, en MDT	60
Graphique 67. Evolution des dépenses de gestion, en MDT	60
Graphique 68. Evolution des dépenses budgétaires par département ministériel (échantillon de 7 ministères)	61
Graphique 69. Répartition des zones.....	70
Graphique 70. Déficit budgétaire et inflation moyenne par pays, en %	72
Graphique 71. Répartition du Capital & Droits de Vote avant privatisation	78
Graphique 72. Evolution du cours de l'action FDJ	80
Graphique 73. Evolution du poids du secteur public dans l'économie.....	82
Graphique 74. Evolution du nombre de sociétés contrôlées majoritairement par l'État	82
Graphique 75. Dette publique et solde budgétaire	83
Graphique 76. Pression fiscale (en % PIB)	83
Graphique 77. Intérêt dette publique en % recettes propres hors dons.....	84
Graphique 78. Paiements courants et réserves en devises	85
Graphique 79. Taux de croissance PIB.....	87
Graphique 80. Structure de la VA globale par secteur d'activité.....	87

Liste des encadrés

Encadré 1. Le “schwarze Null” Allemand.....	23
Encadré 2. Le Covid-19 et l'économie mondiale... premières analyses	29
Encadré 3. La volatilité du cours du baril	31
Encadré 4. Aramco, le géant pétrolier : une introduction en bourse qui bat tous les records	33
Encadré 5. L'industrie 4.0	35
Encadré 6. “Quand l'immobilier va, tout va”!	37
Encadré 7. La stabilisation du taux de chômage, n'est pas un exploit, mais plutôt une aubaine de la dynamique démographique.....	40
Encadré 8. Exportations phosphate et produits phosphatés ... un manque à gagner à méditer	43
Encadré 9. Une baisse inquiétante du volume des importations ?	43

Abréviations, acronymes et sigles

ANETI	Agence Nationale de l'Emploi et du Travail Indépendant
AMF	Autorité du Marché Financier (France)
BAD	Banque Africaine de Développement
BCT	Banque Centrale de Tunisie
BCE	Banque Centrale Européenne
BM	Banque Mondiale
BEF	Banques et Etablissements Financiers
Bbl	Baril
BMC	Billets et Monnaies en Circulation
BTCT	Bons du Trésor à Court Terme
BTA	Bons du Trésor Assimilables
CAF	Coût, Assurance, Fret
DT	Dinar Tunisien
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
IPI	Indice de Production Industrielle
INS	Institut National de la Statistique
INSEE	Institut National de la Statistique et des Etudes Economiques (France)
IDE	Investissements Directs Etrangers
LF	Loi de Finances
LFC	Loi de Finances Complémentaire
MENA	Middle East and North Africa
KTEP	Mille Tonnes d'Equivalent Pétrole
M	Millions
MDICI	Ministère du Développement, de l'Investissement et de la Coopération Internationale
NC	Note de conjoncture (BIAT)
ONAGRI	Observatoire National de l'Agriculture
OCDE	Organisation de Coopération et de Développement Economiques
PME	Petites et Moyennes Entreprises
PNB	Produit Net Bancaire
S	Semestre
STEG	Société Tunisienne d'Electricité et du Gaz
TMM	Taux Moyen Mensuel du Marché Monétaire
TEP	Tonne d'Equivalent Pétrole
T	Trimestre
UE	Union Européenne
VA	Valeur ajoutée

Avant propos

Depuis la fin de 2019, la propagation du Covid-19 et les mesures de protection sanitaire intensifient les incertitudes quant aux perspectives d'évolution de l'économie mondiale et nationale. Les analyses se multiplient en intégrant des variables et des données qui changent au quotidien, attestant ainsi de la complexité de l'exercice.

Bien qu'il intègre une première analyse des répercussions du Covid-19, ce numéro (arrêté au 31 mars) est dédié principalement à l'analyse de la conjoncture économique précédant la propagation du Covid-19. En effet, dans le cadre d'une analyse rétrospective, il est primordial de comprendre la dynamique précédant la phase du Covid-19 et ce afin de dissocier ce qui est structurel de ce qui advient pour pouvoir in fine apporter les réponses adéquates et efficaces.

Edito Eco

Covid-19 ; un nom de code effroyable d'un virus qui tient l'humanité en haleine. En attendant la découverte d'un vaccin et d'un traitement pour s'en prévenir et s'en guérir, le Covid-19 endiablé profite de ces moments pour savourer une triste gloire, certes éphémère, mais les âmes volées (à jamais) ont été nombreuses : au moment où je suis en train d'écrire ces lignes, plus de 40 000 vies humaines ont été éteintes à cause de ce maudit Covid-19, un triste bilan... qui s'aggrave de jour en jour.

Ce 2^{ème} numéro de la note de conjoncture BIAT-Eco, va comporter les premiers éléments d'éclairage concernant l'impact du Covid-19 sur la sphère économique et les principales mesures prises aussi bien en Tunisie qu'à l'échelle mondiale.

Mais le Covid-19 ne doit pas nous priver de l'opportunité (voire la nécessité) de revenir sur la fin de l'année 2019 (et le début de l'année 2020), car un fragment de l'histoire ne doit pas être " jeté aux oubliettes " d'autant plus que cette période est porteuse d'enseignements et d'éclairages extrêmement judicieux pour pouvoir analyser suivant une approche juste et pertinente la situation économique durant cette crise sanitaire mondiale et surtout pour esquisser le cap nécessaire pour le post-Covid-19. Deux éléments-clés sont à retenir : tout d'abord, les signes d'un ralentissement économique structurel étaient déjà là en 2019 et continuaient à se confirmer d'un mois à un autre. Ainsi, la baisse du rythme de croissance de la production industrielle mondiale observée devenait un motif de préoccupation et certains pays sont passés par un épisode " récessionniste " (l'Italie) et d'autres y ont échappé de justesse (l'Allemagne et aussi ... la Tunisie). Ensuite, et là il s'agit à notre avis d'un enseignement majeur : plus l'état des finances publiques d'un pays ne ressort pas de dérapages et de déficits excessifs (l'Allemagne et sa rigueur budgétaire) conjugué à une politique d'investissement public ciblée et efficace, plus les chances de pouvoir apporter une réponse forte aux défis instantanés imposés par le Covid-19 deviennent réelles.

Mais revenons justement au Covid-19... cette pandémie lance finalement un grand défi à l'humanité et nous rappelle la vulnérabilité intrinsèque de notre espèce, une vulnérabilité que nous avons, semble-t-il, oubliée pensant prétentieusement et avec une vanité déconcertante que le progrès technologique sans limites pourrait nous épargner de telles déconvenues.

Le modèle de développement mondial est aujourd'hui mis à l'épreuve, voire ébranlé et l'humanité devrait se poser les justes questions pour être en mesure à l'avenir d'apporter des réponses adéquates synchronisées à des scénarios extrêmes dont

¹ La croissance aux 3^{ème} et 4^{ème} trimestres de l'année 2019, en glissement trimestriel, a été respectivement de 0% et 0.1%

la réalisation ne peut plus désormais être considérée comme invraisemblable et du ressort de la fiction.

L'humanité est aujourd'hui en état de guerre contre le Covid-19, mais il s'agit d'une guerre non conventionnelle.

Une guerre non conventionnelle, parce qu'elle a rangé tous les êtres humains du même côté, parce que l'ennemi est invisible et enfin une guerre non conventionnelle parce que son issue n'est pas fonction uniquement de la puissance (dans l'absolu) d'une nation mais surtout elle dépendrait des choix historiques des politiques publiques, de leur agilité et de leur efficacité. Aussi le fonctionnement de la société et les mécanismes de solidarité y sont particulièrement déterminants.

Ne perdons pas de vue l'essentiel : sauver des femmes et des hommes n'est pas une question d'élan sentimental mais plutôt d'efficacité et de choix de politiques publiques mettant l'Homme au centre ; et cette "Human Centricity", pour qu'elle devienne effective nécessite des moyens déclinés d'une manière optimale d'où l'importance d'une gestion rationnelle et clairvoyante des deniers publics.

L'histoire de l'humanité nous a toujours montré que les crises d'envergure de tout genre, une fois surpassées, donnent un élan nouveau et surtout nous amènent par la force des choses à donner le meilleur de nous-mêmes et de découvrir des aires de créativité et d'ingéniosité jamais explorées par le passé.

Et les signes annonciateurs d'une telle trajectoire sont déjà là : la digitalisation et l'intelligence artificielle ont permis d'apporter des réponses rapides et concrètes aux problématiques soulevées dans le cadre de cette lutte contre le Covid-19. Pour la Tunisie, c'est le moment ou jamais pour libérer les initiatives dans ces domaines et s'engager dans des innovations de rupture qui s'imposent par elles-mêmes.

Quid de l'impact sur l'économie ? La facture va être certainement lourde. Et c'est une réponse exceptionnelle et non conventionnelle qui est requise aujourd'hui. L'économiste Esther Duflo, prix Nobel d'économie (2019) a estimé que "**c'est vraiment le moment keynésien par excellence**".

Pour Esther Duflo, il s'agit de savoir si on aura plutôt une crise similaire à celle de 2008 ou à celle de 1929, et la différence viendra, selon, elle, de l'existence d'une volonté effective de dépenser beaucoup d'argent aujourd'hui, de manière juste. Et c'est ce qualificatif " juste " qui cristallise à notre avis l'essence de la démarche à engager et qui porte les deux vecteurs essentiels pour la survie et le rebond espéré : **l'équité** pour sauvegarder la dignité des citoyens les plus démunis et vulnérables et

l'efficacité et là c'est le tissu économique qui est en première ligne et derrière lui les emplois menacés : l'entreprise doit être supportée et secourue vigoureusement et rapidement.

In fine, il s'agira de ne pas hésiter un instant à “dépenser plus d'argent à la fois pour lutter contre le virus et pour essayer de mitiger au maximum l'impact économique” car “cette démarche volontariste et multidimensionnelle fait économiser de l'argent en perspectives”. **Faute de quoi, Esther Duflo considère d'une manière catégorique que la crise risque de devenir “plus mortelle, et d'un point de vue strictement financier, plus grave”, avec un effet domino ravageur et dans ce cas “on passerait d'une récession à une dépression, dont les impacts économiques sont beaucoup plus forts et plus longs”.**

Les institutions de Bretton Woods seraient aussi au premier plan pour supporter particulièrement les économies des pays pauvres et à revenus intermédiaires pour éviter le cauchemar d'une dépression.

Que Dieu bénisse de sa miséricorde nos frères et sœurs de l'humanité foudroyés par ce Covid-19. Demain est un autre jour...demain sera certainement meilleur !

Oualid Jaafar, Responsable Prospective, Veille et Recherche Economique
Le 31 Mars 2020

— A.

Evolution de la conjoncture économique



I. Synthèse

Conjoncture internationale



- Ralentissement de l'économie mondiale en 2019 : 2.9% versus 3.6% en 2018, soit le **taux le plus bas depuis 2008**.
- Par ailleurs, et tenant compte de l'éventuel impact du Covid-19, les prévisions de la croissance mondiale **ont été révisées à la baisse pour 2020** (0.4% versus une estimation initiale de 3.6%), suivie d'un rebond de 4.9% en 2021.
- **Le recul du secteur de l'industrie**, premier moteur de l'économie mondiale (~25% du PIB mondial en 2018), figure parmi les **principales sources du ralentissement de la croissance**. La poursuite de cette tendance constitue un **facteur de risque** en relation avec une éventuelle récession économique.
- **États-Unis et Chine** : Signature de la **1^{ère} phase d'un accord** portant sur une **tentative de rééquilibrage** des relations commerciales entre les deux pays (Le déficit commercial entre les États-Unis et la Chine s'élève à -419 milliards \$US en 2018 en faveur de la Chine).
- **Allemagne** : une **récession technique** a été évitée de justesse, néanmoins, des symptômes préoccupants persistent (PMI composite au-dessous de 50 durant 4 mois successifs (de septembre à novembre).
- **Royaume-Uni** : signature de l'accord du Brexit après 3 ans et demi de blocage, mais la concrétisation opérationnelle dépendra largement de la **période de transition**.
- **Italie** : les mesures adoptées pour **sauver le secteur bancaire** semblent fructueuses. Le **taux des créances douteuses a été divisé par 2** entre 2017 et fin 2019, mais demeure néanmoins supérieur à moyenne européenne.

Croissance économique Tunisie



- Sur l'ensemble de l'année, la croissance économique **s'est limitée à 1% versus 2.7% en 2018**. Il s'agit du **taux le plus bas depuis 2011**.
- La **contre-performance du secteur de l'industrie se confirme** aussi bien pour les industries manufacturières (-0.7% en GA) que non manufacturières (-1.8% en GA). Autant les **facteurs de blocage** en relation avec l'industrie **non manufacturière** sont connus et se situent **au-delà de la sphère strictement économique**, la situation de l'industrie **manufacturière** relève de **facteurs endogènes** en plus de la stagnation des marchés classiques auxquels sont destinés les produits exportés.
- La VA de l'agriculture s'est limitée à 0.8% notamment à cause de la baisse de production d'olives durant la saison 2018-2019 (-53% en GA). N'eut été la production record de céréales, la VA sur l'ensemble de l'année aurait pu être nettement moindre.
- La VA du secteur **des services marchands a affiché une croissance de 2.2%** impulsée notamment par **les activités d'hôtellerie et de restauration** (+6.8 % en 2019 en GA) et celle de la **poste et télécommunications** (+3.7% en 2019 en GA).

Position extérieure Tunisie



- Baisse du déficit des paiements courants en % du PIB (de 11.1% du PIB en 2018 à 8.8% du PIB en 2019). Une performance particulièrement louable, d'autant plus que la baisse a été de plus de 2%.
- Le déficit des paiements courants en valeur exprimé en dinar et en devises combinées a également baissé respectivement de 14.6% et de 21%.
- Hausse du déficit de la balance commerciale exprimé en dinar d'uniquement 2% en 2019 versus 22% en 2018.
- Baisse des investissements étrangers exprimés en dinar de 8% pour la première fois depuis 2015. La baisse en devises est encore plus importante : -17% en \$US et -12% en €.
- Hausse de l'excédent de la balance des paiements (5 226 MDT versus 1 653 MDT en 2018). Cette hausse est attribuable à une baisse du déficit de la balance des paiements courants, et aussi à une hausse significative de la rubrique "Prêts-emprunts et autres engagements" dont notamment les Prêts-emprunts à MLT de l'Administration et de l'autorité monétaire.
- Reprise du niveau des avoirs en devises observée depuis avril, pour atteindre 111 jours d'importation à fin décembre 2019, soit le niveau le plus élevé depuis 2015.
- Poursuite du retracement du dinar sur le marché interbancaire depuis avril 2019. Néanmoins, l'évolution de la moyenne du taux de change sur l'ensemble de l'année 2019 fait ressortir une dépréciation du dinar.

Inflation



- Baisse de la moyenne de l'inflation en 2019 à 6.7% versus 7.3% en 2018. Cette tendance baissière se confirme en début de 2020, le taux d'inflation s'est inscrit encore en baisse et en deçà de 6% (5.9% en janvier et de 5.8% en février).
- Baisse de la moyenne de l'inflation sous-jacente (hors produits alimentaires et énergie) à 6.8% en 2019 versus 7.4% en 2018. En début de 2020, elle s'est stabilisée en se situant à 6.8% en janvier et 6.9% en février.

Politique monétaire



- Le TMM s'est inscrit dans un trend baissier depuis avril 2019 passant de 7.9% en mars 2019 à 7.81% en janvier 2020.
- Baisse significative du volume global de refinancement observée durant T3 et T4, aboutissant à une diminution de 4 milliards de dinars entre T4 2019 et T1 2019, soit une baisse de 25%, expliquée par les mesures restrictives de politique monétaire édictées par la BCT.

Liquidité



- Un recul a été constaté au niveau du volume global de refinancement sur l'ensemble de l'année 2019. Le trend baissier du niveau de refinancement s'est particulièrement matérialisé au T3 et T4 de l'année 2019. In fine, la baisse considérable constatée à fin 2019 comparativement à fin 2018 constitue une réalisation de taille qui va rejaillir sur l'ensemble de l'année 2020.
- La baisse a été principalement observée au niveau du recours au swap de change (-63% entre T1 et T4 2019) et de la facilité de prêt à 24h (-76% entre T1 et T4 2019). Les 3 facteurs autonomes de liquidité se sont comportés comme suit :
 - Poursuite de la tendance haussière de vente de devises par les banques à la BCT : une position longue en 2019 (moyenne quotidienne : 50 M\$US) versus une position courte en 2018 (moyenne quotidienne : -150 M\$US).
 - Baisse progressive de l'émission/souscription de bons du trésor, qui s'est accélérée à partir du T2 2019.
 - Hausse du volume des BMC (+9% en moyenne en 2019 en GA), exerçant un effet relativement restrictif sur la liquidité.

Systeme bancaire



- Poursuite de la décélération du **rythme d'évolution des crédits**, aussi bien pour les **crédits aux professionnels** (de 10.2% en 2018 à 4.7% en 2019) que pour les **crédits aux particuliers** (de 5.5% en 2018 à 0.4% en 2019).
- Le **rythme d'évolution des dépôts s'est inscrit légèrement en hausse par rapport** à 2018 (9.4% en 2019 versus 9% en 2018) et ce grâce à une **hausse notable** du rythme d'évolution des **dépôts à terme** (16.8% en 2019 versus 9.4% en 2018).
- Toutefois, les **rythmes d'évolution des dépôts à vue** (5.3% en 2019 versus 7.8% en 2018) et de **l'épargne** (7.8% en 2019 versus 10.6% en 2018) ont **décéléré**.
- Moody's Investors a publié en **décembre 2019** un rapport sur les perspectives des banques africaines. Le rating des 5 banques tunisiennes n'a fait l'objet **d'aucune modification ou révision**. Par la suite, et compte tenu de l'amélioration des perspectives souveraines de la Tunisie de négatives à stables (tout en maintenant la notation B2) en **février 2020**, Moody's a **amélioré les perspectives** des 5 banques tunisiennes tout en maintenant leurs notations.

Finances publiques



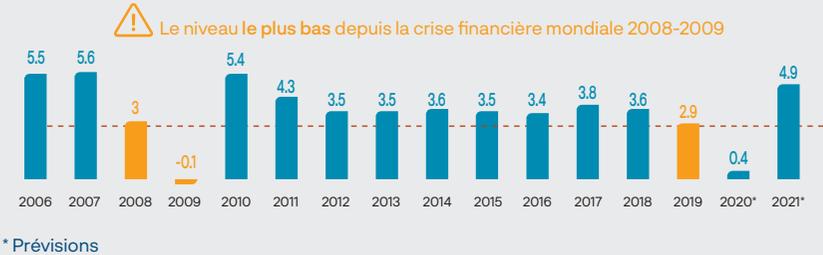
- **Réduction du déficit budgétaire** à 3.5% du PIB en 2019 versus 4.8% en 2018.
- Hausse considérable des **recettes fiscales** (+18%), qui a compensé l'augmentation des **dépenses de gestion** (+12%).
- Augmentation de la pression fiscale qui a atteint **25.3%** versus 23.2% en 2018 (21.9 en 2017 et 20.8 en 2016) témoignant d'un accroissement de recettes fiscales nettement supérieur à celui du PIB courant.

II. Conjoncture Internationale

a. Croissance et faits saillants :

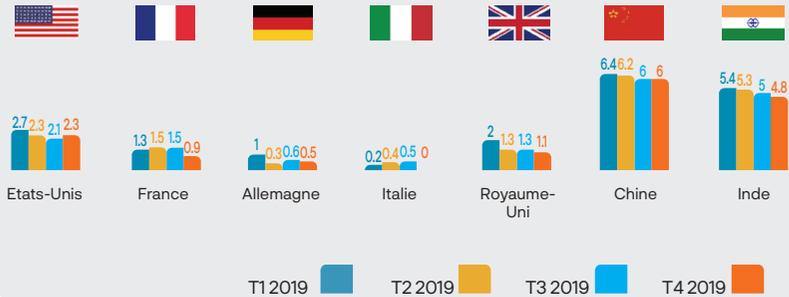
- Le ralentissement observé durant le 1^{er} semestre 2019 s’est poursuivi, confirmant l’impact de l’environnement géopolitique sur l’économie mondiale et l’absence de la réponse adéquate pour relancer la croissance (2.9% en 2019 versus 3.6% en 2018).
- Par ailleurs, et tenant compte de l’éventuel impact du Covid-19, les prévisions de croissance mondiale ont été révisées à la baisse pour 2020 (0.4% versus une estimation initiale de 3.6%)¹, suivie d’un rebond de 4.9% en 2021.

Graphique 1. Evolution de la croissance du PIB réel mondial, en%, en GA



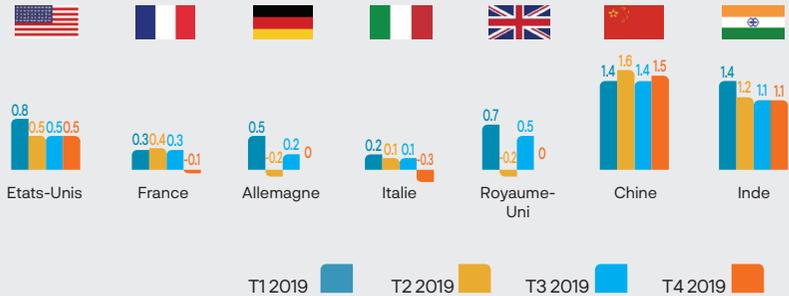
Source : S&P Economic Research: The Escalating Coronavirus Shock Is Pushing 2020 Global Growth Toward Zero, 30 mars 2020

Graphique 2. Evolution de la croissance du PIB réel, en%, en GA



Source : OCDE, dernières observations 31 mars 2020

Graphique 3. Evolution de la croissance du PIB réel, en%, en GT

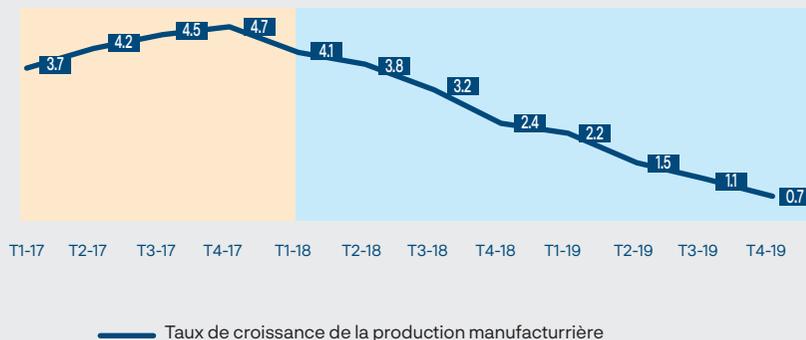


Source : OCDE, dernières observations 31 mars 2020

¹ S&P Economic Research: The Escalating Coronavirus Shock Is Pushing 2020 Global Growth Toward Zero (30th March 2020) & Global Growth Is Down But Not Out (1st October 2019)

- Le ralentissement observé en 2019 est expliqué principalement par le recul du secteur de l'industrie (~25% du PIB mondial en 2018) :
- Le rythme de croissance de la production manufacturière mondiale s'est inscrit dans un **trend baissier** (cf. graphique 4). Cette décélération a touché toutes les régions et tous les groupes de pays.

Graphique 4. Croissance de la production manufacturière mondiale, en%, en GA



Source : United Nations Industrial Development Organization, World Manufacturing Production Report

Cette tendance est particulièrement accentuée au niveau des économies industrielles les plus avancées comme l'Allemagne et le Japon, et avec un moindre degré les États-Unis (cf. tableau 1).

Tableau 1. Evolution de la production industrielle, en %, en GA

Pays	T1	T2	T3	T4
Allemagne	-2.3	-5	-4.4	-5.7
Japon	-1.1	-1.2	-1.1	-6.3
États-Unis	+1.6	+0.2	-0.6	-1.2

Source : United Nations Industrial Development Organization, World Manufacturing Production Report

- L'impact de cette baisse a été également observé au niveau des pays émergents comme l'Inde, le Mexique et la Turquie.
- Le ralentissement mondial de l'industrie manufacturière qui est considérée comme un **moteur de la croissance économique globale**, constitue un facteur de risque qui pourrait contribuer à une éventuelle récession économique.

 États-Unis et Chine

- L'impact du conflit commercial entre les États-Unis et la Chine se précise et se matérialise :
 - La Chine a enregistré en 2019 son **taux de croissance le plus bas depuis 1990 (6.1%)**. Ce repli est expliqué par la baisse des exportations, couplée à un ralentissement de la demande interne.
 - L'économie américaine a ralenti. L'industrie est en berne : l'indice ISM manufacturier² s'est limité à seulement **47.2** (le niveau le plus bas depuis 10 ans). En guise de réponse, la Fed a baissé sa fourchette de taux à **3 reprises en 2019** :

Tableau 2. Evolution de la fourchette des taux de la FED, 2019

Juillet	De 2.25% - 2.5% à 2% et 2.25%	(-0.25) point
Septembre	1.75% - 2%	(-0.25) point
Octobre	1.5% - 1.75%	(-0.25) point

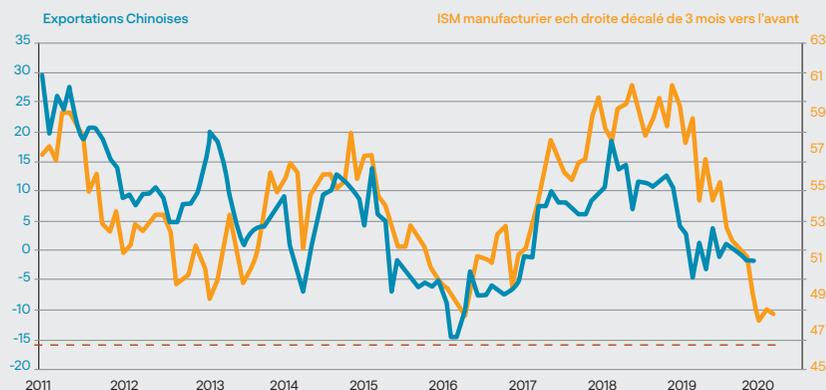
² Un indice composite calculé à partir d'une enquête mensuelle auprès des directeurs d'achat d'environ 300 entreprises manufacturières américaines

-Elle a également procédé à **2 baisses imprévues** (en dehors de la réunion ordinaire de son comité monétaire) en mars 2020 respectivement de **0.5 et 1 point** (dans une tentative d'anticipation de l'impact du Covid-19) :

Tableau 3. Evolution de la fourchette des taux de la FED, 2020

03 mars	De 1.5% -1.75% à 1%-1.25%	(-0.5) point
10 mars	0 et 0.25%	(-1) point

Graphique 5. Indice ISM manufacturier américain et exportations chinoises (variation annuelle)



Source : Datastream, Ostrum AM ; Ostrum.philippewaechter.com

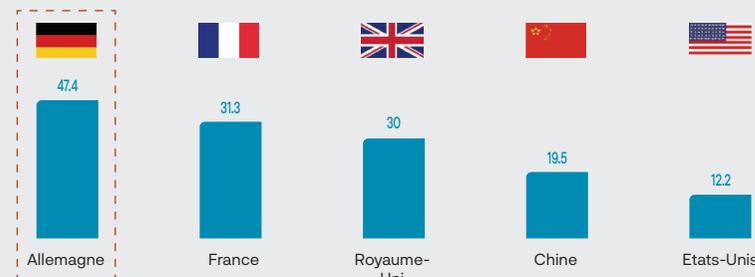
- Mais voilà que la sagesse ou le pragmatisme semblent avoir primé ; pour l'une et l'autre puissance économique, un arrangement serait opportun. Balzac disait "Un mauvais arrangement vaut mieux qu'un bon procès".
- Ainsi, les deux parties ont signé le 15 janvier la **1^{ère} phase d'un accord** portant sur une tentative de rééquilibrage des relations commerciales entre les deux pays.

Allemagne

- Une récession technique³ a été évitée de justesse, néanmoins, les symptômes préoccupants persistent en relation avec deux vecteurs de force (de l'économie allemande) qui deviennent sources de vulnérabilité :

- L'économie allemande est fortement corrélée à la demande extérieure (cf. graphique 6).

Graphique 6. Exportations en % du PIB, 2018



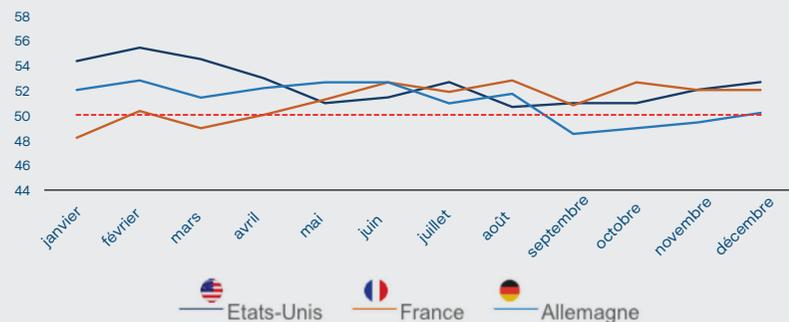
Source : Banque Mondiale

D'autant plus qu'environ le ¼ des exportations est destiné à 3 pays : États-Unis (8.6%), la France (8%) et la Chine (7.1%)⁴. La contraction des échanges mondiaux a impacté le secteur manufacturier et les services (PMI composite au-dessous de 50 durant les 4 mois allant de septembre à novembre) (cf. graphique 7).

³ Un pays entre en récession technique quand son PIB se replie pendant au moins deux trimestres consécutifs en GT.

⁴ Source : Comtrade, United Nations International Trade Statistics Database.

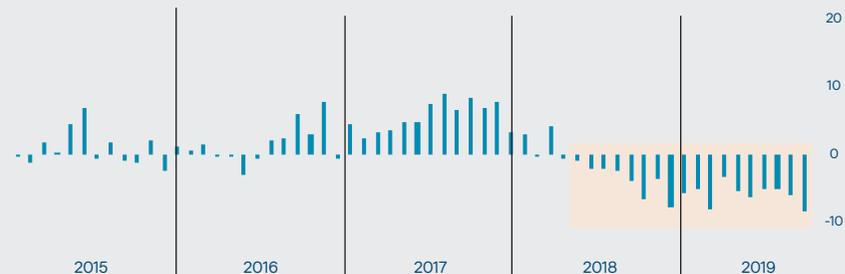
Graphique 7. Purchasing Manager's Index PMI composite*, 2019



*PMI composite = 0.4 x PMI manufacturier + 0.6 PMI services

Source : Markit Economics

Graphique 8. Variation des commandes de l'industrie en Allemagne, en %, en GA



Source : Office allemand de la statistique

- Par ailleurs, la métamorphose progressive de la demande mondiale des voitures, orientée désormais vers **les voitures électriques**, a également contribué à ce ralentissement, d'autant plus que l'industrie automobile (voitures et autres véhicules ainsi que leurs accessoires) représente ~14% des exportations en 2018⁵. Comparé à d'autres pays, notamment les États-Unis et la Chine, l'Allemagne a **accusé un retard** en termes de transition vers l'électrification des voitures.
- Tentant de rattraper ce retard, l'Allemagne multiplie les efforts pour "forcer" les acteurs du secteur de l'industrie automobile à s'aligner sur le nouveau modèle de la demande. A titre d'exemple, la loi climat votée en décembre 2019 prévoit plusieurs subventions pour les véhicules électriques.
- Enfin, l'Allemagne se prive toujours du levier budgétaire pour impulser la croissance (cf. encadré 1).

⁵ Source : Comtrade, United Nations International Trade Statistics Database.

Encadré 1. Le “schwarze Null” Allemand

- Le “schwarze Null” ou “zéro noir” est une règle qui s’applique au budget de l’État, imposant un solde budgétaire quasi-nul ou excédentaire, soit au maximum un déficit structurel de 0.35% du PIB.
- Ce principe date de 1949, et a été même inscrit dans la loi fondamentale de la République fédérale (art 115). Bien qu’il soit édicté par la loi, celle-ci, n’a pas empêché historiquement le pays d’y déroger.

Extrait de la loi fondamentale de la République fédérale

Toutes les recettes et dépenses de la Fédération doivent être inscrites au budget ; dans le cas des entreprises fédérales à gestion commerciale et des patrimoines à affectation spéciale, il suffit d’inscrire les crédits venant du budget général ou les versements au budget général. Les recettes et les dépenses doivent s’équilibrer.

- Le “schwarze Null” a été ensuite appuyé par l’ancien Ministre des Finances, **Wolfgang Schäuble** à la suite de la **crise économique 2008-2009**, notamment après le vote de la loi “Schuldenbremse” (Frein à l’endettement), aussi bien par la droite (CDU/CSU)⁶ que par la gauche (SPD)⁷.
- En 2012, Wolfgang Schäuble a réussi à atteindre le Zéro déficit pour la première fois depuis la crise. Cette réussite a consolidé sa popularité. D’ailleurs, il est aujourd’hui **président du Bundestag** (parlement allemand).

⁶ Démocratie-chrétienne et conservatrice/ l’Union chrétienne-démocrate d’Allemagne.

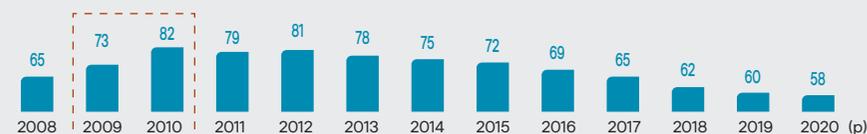
⁷ Parti social-démocrate d’Allemagne (en allemand : Sozial demokratische Partei Deutschlands, abrégé en SPD).

Graphique 9 : Allemagne : Solde budgétaire en % du PIB



Source : OCDE, German Draft Budgetary Plan 2020

Graphique 10 : Allemagne : Dette publique en % du PIB



Source : Eurostat, German Draft Budgetary Plan 2020

Risque de récession ... le dogme budgétaire sera-t-il remis en question ?

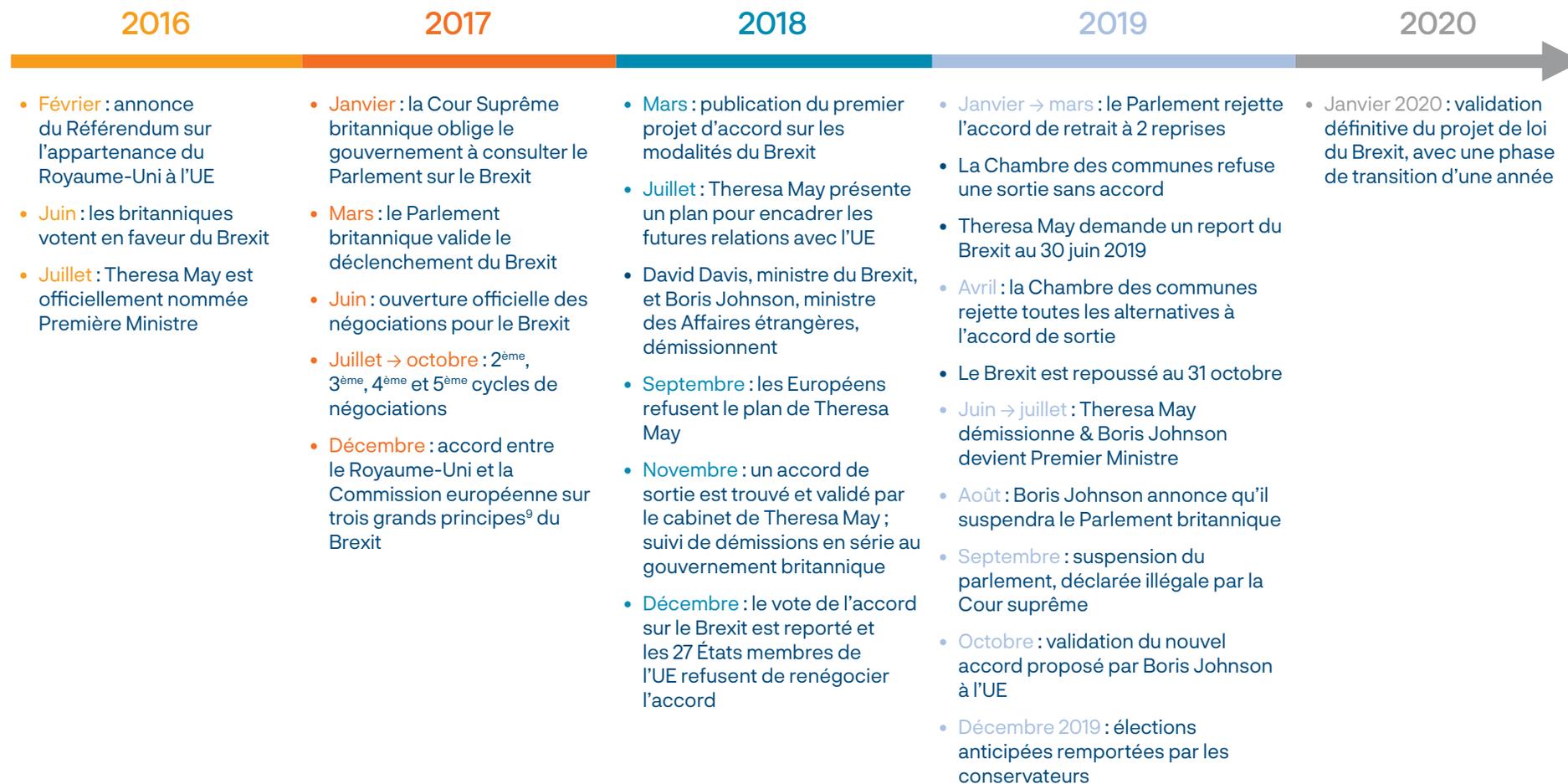
- L’évolution de la croissance durant les derniers trimestres atteste de l’impact limité des instruments de la politique monétaire pour impulser la croissance, et déclenche le débat sur le recours au déficit budgétaire pour atteindre cet objectif.
- Le principe du “schwarze Null” (érigé en dogme) serait-il remis en question ? Entre les sociaux-démocrates, poussant vers une hausse des investissements publics (hôpitaux, écoles et infrastructures) et la droite allemande militant pour une baisse des impôts, le débat n’est pas encore tranché.
- D’ailleurs, **Christine Lagarde** a déclaré récemment⁸ que les pays membres de l’UE qui ont des excédents budgétaires doivent investir davantage pour soutenir la croissance économique, et ce en citant l’Allemagne et les Pays-Bas comme exemples. Elle explique que ces pays n’ont pas vraiment fait les efforts nécessaires en matière de relance budgétaire pour impulser la croissance.
- Néanmoins, les circonstances actuelles semblent recadrer la réflexion quant à l’intérêt de la rigueur budgétaire. Bien qu’elle soit critiquée, la politique budgétaire allemande, aboutissant à un taux d’endettement modéré, représente un avantage de taille, offrant au pays une marge de manœuvre importante pour l’atténuation des répercussions économiques et sociales du Covid-19.

⁸ RTL, Octobre 2019

 Royaume-Uni

L'accord du Brexit semble enfin se concrétiser après 3 ans et demi de blocage. La transition devrait durer jusqu'au 31 décembre 2020, période prévue pour fixer le cadre et les conditions des futures relations commerciales et de coopération avec l'UE.

La concrétisation du BREXIT, serait pourvoyeuse enfin de visibilité, fondamentale pour la dynamique économique et dont l'absence a eu un impact négatif depuis le référendum (juin 2016).



⁹ Les 3 principes : 1) Les Britanniques acceptent de payer à l'UE tous les engagements déjà pris au titre du budget 2014-2020, 2) Préservation de l'intégralité des droits des citoyens européens déjà établis, 3) Pas de frontière physique entre l'Irlande du Nord (qui fait partie du Royaume Uni) et la république d'Irlande.

Principales dispositions du Brexit :

- Les élus et autorités britanniques **ne prennent plus part** aux décisions européennes dans la mesure où les représentants du Royaume-Uni **quittent l'ensemble des institutions** et organes consultatifs de l'UE.
- Le Royaume-Uni est désormais **autorisé à signer des accords** de libre-échange.
- Le Royaume-Uni **reste soumis**, jusqu'à la fin de la période de **transition**, aux **accords internationaux signés** par l'Union européenne.
- La **libre circulation** entre l'Ulster (Irlande du Nord) et la République d'Irlande **reste effective** après le Brexit, et même après la période de transition (de février à décembre 2020).

Brexit : la lourde facture économique des tergiversations... Et que des perdants en perspectives...

- La croissance économique au Royaume-Uni a chuté de 2.4% en 2015 à 1.4% en 2019.
- En valeur, la perte cumulée sur le PIB réel est estimée à **133 milliards £ à fin 2019**, et **attendrait 203 milliards £ en 2020**.

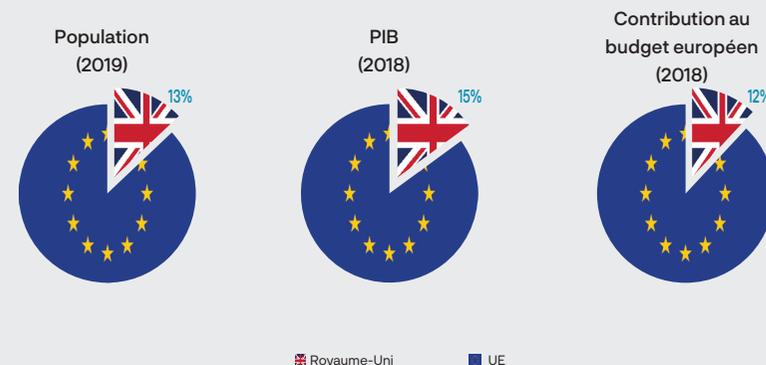
Graphique 11. Royaume-Uni - perte cumulée du PIB réel en milliards £



Source : Bloomberg Economics

- Quant à l'UE, la sortie du Royaume-Uni aurait également un **impact économique** (cf. graphique 12).

Graphique 12. Brexit : quel impact sur l'UE ?
Part du Royaume-Uni dans l'économie de l'UE



Sources : EuroStat, Commission Européenne, Gov.UK, Statista

- In fine, les perspectives d'un Royaume-unis orphelin de l'UE seraient tributaires de l'aboutissement de la **phase de transition** (de février à décembre 2020) jugée insuffisante par certains économistes. Quid de l'impact du Covid-19 sur l'issue de cette phase de transition ?

Italie

- Les mesures adoptées pour redresser le secteur bancaire commencent à donner des résultats encourageants. Le taux des créances douteuses a été divisé par 2 entre 2017 et 2019.
- Toutefois, ce taux reste supérieur à la moyenne de l'UE (~3%).

Graphique 13. Taux trimestriel des créances douteuses



Source : CEIC: Global Economic Data, Indicators, Charts & Forecasts

MENA-news

Novembre 2019 : Le Maroc a réussi sa sortie sur le marché international

- L'opération a porté sur 1 milliard € levé avec une maturité de 12 ans et un taux d'intérêt facial de 1.5%.
- La réponse du marché financier a été particulièrement favorable dans la mesure où un grand intérêt s'est exprimé (demande supérieure de 5 fois le montant proposé).

b. Perspectives :

- En plus des facteurs déjà relevés en 2019 et dont l'impact va encore se matérialiser en 2020, la pandémie du Covid-19 est venue renforcer les craintes quant aux perspectives de la croissance mondiale.
- Au niveau européen, Christine Lagarde a déclaré récemment¹⁰ que "L'économie européenne reste cernée par une série de risques, mais les données indiquent une certaine stabilisation".
- Ainsi, elle a exprimé sa volonté de transformer l'Euro en une monnaie de croissance. Elle a aussi annoncé sa décision d'engager une revue stratégique "complète" de la politique monétaire européenne durant son mandat.

Tableau 4. Evolution de la croissance et de l'emploi Zone Euro et États-Unis sur les 10 dernières années

	Zone Euro	États-Unis
Croissance totale cumulée	14.5%	26 %
Croissance annuelle moyenne	1.1 %	2.1 %
Emplois créés	9.6 millions	21.9 millions

- En effet, il ressort de l'analyse une évolution différentielle significative entre la Zone Euro et les États-Unis en ce qui concerne aussi bien la croissance que l'emploi. Un constat qui représente une forte interrogation quant à la pertinence et l'efficacité de la politique monétaire de la BCE durant les 10 dernières années.

¹⁰ 10 Novembre 2019-1^{ère} conférence en tant que présidente de la BCE

Ce que dit Christine Lagarde

“La revue stratégique de la BCE doit être complète, doit couvrir tous les sujets, soulever chaque pierre, et cela prendra du temps, mais pas trop (...) et notre but est de l’achever avant la fin 2020.”

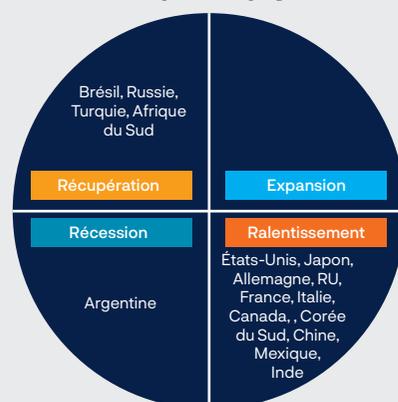
“(La revue) portera également sur les changements majeurs qui sont intervenus au cours des 16 dernières années. Par cela, j’inclus les changements technologiques massifs auxquels nos sociétés sont confrontées”

“La faiblesse prolongée du commerce international dans un environnement d’incertitudes mondiales persistantes pèse sur le secteur manufacturier de la Zone Euro et freine la croissance de l’investissement”



- Selon le FMI¹¹, la croissance des **pays avancés devrait ralentir** pour s’établir à 1.6% en 2020 et 2021, tandis que celle des pays émergents et des pays en développement devrait s’accélérer, passant de 3.7 % en 2019 à 4.4 % en 2020 et 4.6 en 2021. Les perspectives seraient certainement revues à la baisse compte tenu de l’impact du Covid-19 sur l’économie mondiale.
- Le **ralentissement** économique concernerait les **économies développées** : États-Unis, Japon, Allemagne, Royaume-Uni.
- Par ailleurs, le cas de **l’Argentine**, qui n’arrive pas à s’extirper de ses difficultés économiques et financières est particulièrement préoccupant.

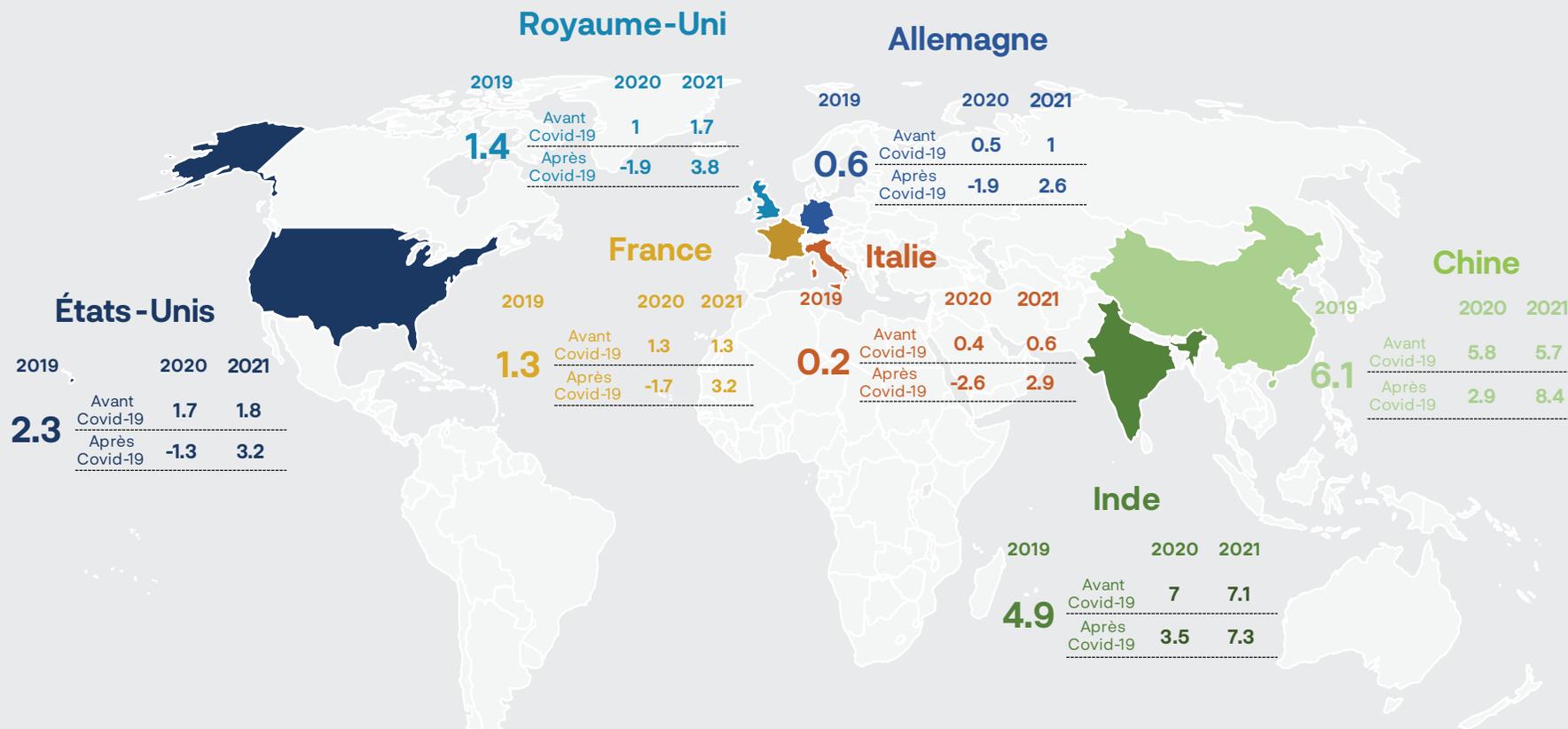
Graphique 14. Perspectives du cycle de croissance économique des pays du G20



Source : Moody's Investors Service

11 World Economic outlook Janvier 2020

Prévisions provisoires (au 31-03) de la croissance en 2020 et 2021 (avant et après Covid-19) en %, en GA

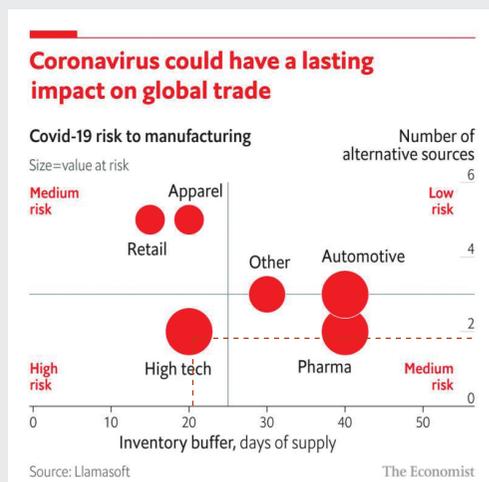


Source : S&P Economic Research : Analyses publiées jusqu'au 31-03

Encadré 2. Le Covid-19 et l'économie mondiale ... premières analyses

- Le passage d'une crise sanitaire à une crise économique mondiale était très rapide. Confinement, mises en quarantaine, ou même fermeture des frontières, cet ensemble de mesures a **pesé lourdement sur la production** et donc sur l'économie. D'ailleurs, les prévisions de croissance ont été révisées à la baisse à maintes reprises (cf. page 28).
- L'**interconnectivité des chaînes d'approvisionnement** (supply chain) à l'échelle mondiale, conjuguée à un **modèle de production à faible stock de sécurité**, a paralysé l'industrie.

Graphique 15. Matrice des secteurs impactés par le Covid-19



- A l'évidence, les répercussions seraient différentes d'un secteur à un autre. Le rythme de la reprise serait corrélé à l'éventuel changement du mode de consommation après le Covid-19.
- Dans l'attente d'un retour progressif au mode de vie habituel, les opérateurs économiques sont amenés à apporter des réponses rapides mais surtout innovantes.

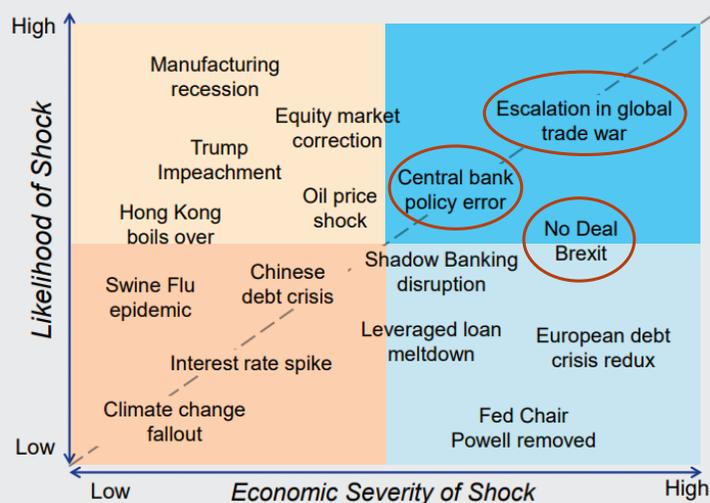
- De son côté, la riposte des banques centrales était rapide moyennant principalement des baisses des taux, et le recours massif au quantitative Easing (cf. tableau 5). Toute la question demeure celle de la BCE, puisque les taux sont déjà négatifs ce qui ôte la marge de manœuvre d'une réaction de politique monétaire classique au niveau des taux. La BCE devrait probablement innover avant même de boucler sa revue stratégique et s'inscrire aussi dans un recours massif au Quantitative Easing.
- Le levier budgétaire est également sollicité pour contenir le cirse sanitaire, et soutenir les secteurs impactés et les citoyens vulnérables. Toutefois, ceci impliquerait un recours à l'endettement, qui pourrait être problématique (à terme) pour les pays ayant franchi des seuils d'endettement assez élevés. Ainsi, les pays les plus regardants en termes de rigueur budgétaire (comme l'Allemagne) ont plus de marge de manœuvre pour exploiter le volet budgétaire. Néanmoins, les institutions de Bretton Woods (particulièrement le FMI) semblent avoir changé (provisoirement ?) de paradigme en exprimant leur intention de soutenir rapidement les économies vulnérables.

Tableau 5 : Principales mesures monétaires et budgétaires

	Politique monétaire		Politique budgétaire
	Quantitative Easing	Taux	Dépenses directes + exemptions fiscales
Chine	Non engagé et écarté de la panoplie des mesures	30 mars : baisse de 0.2 point du " Loan prime rate " Baisse du taux de réserve obligatoire libérant 550 milliards de yuans	Plan de soutien de 1 000 milliards de yuans (dépense directe ou exemption fiscale)
États-Unis	Illimité	2 baisses consécutives en mars : • 3 mars : 0.5 point • 10 mars : 1 point ramenant ainsi la fourchette des taux de (1.5% -1.75%) à (0%-25%)	2 000 milliards \$US
Royaume-Uni	645 milliards £	11 mars : baisse de 0.5 point passant de 0.75% à 0.25% 19 mars : baisse de 0.15 point passant de 0.25% à 0.1%	30 milliards £
France	BCE : 750 milliards €	Aucune intervention sur les taux	45 milliards €
Allemagne			156 milliards €
Italie			25 milliards €

- Novembre 2019, Moody's Analytics a identifié 16 facteurs de risque qui pourraient induire une récession, classés selon leur probabilité et leur impact économique :
- L'escalade de la guerre commerciale mondiale est classée comme le facteur le plus percutant en termes de probabilité et d'impact économique.
- L'absence d'un accord du Brexit et une erreur d'appréciation de la politique monétaire de la BCE sont également considérés comme probables avec un impact économique qui serait assez sévère.
- Certes, un scénario de pandémie mondiale à l'instar du Covid-19 n'a pas été prévu, mais parmi les vecteurs de récession exposés, nous relevons l'épidémie de grippe porcine, c'est dire que le risque sanitaire faisait partie des vecteurs potentiels de récession (avec un impact sous-estimé au niveau de la matrice de Moody's).

Graphique 16. Les vecteurs de récession



Haute probabilité / Faible impact économique
 Haute probabilité / Haut impact économique
 Faible probabilité / Faible impact économique
 Faible probabilité / Haut impact économique

Source : Moody's Analytics

Des scénarios de Récession avec 1% de probabilité, quel intérêt ?

Chaque année, la banque danoise " Saxo banque " publie des prévisions " choc " avec une probabilité de réalisation de 1%.

L'équipe Prospective, Veille et Recherche Economique vous en a sélectionné quelques unes :

- Trump annonce une Taxe "America First" : une TVA de 25% sur les produits fabriqués à l'étranger.
- Le budget de l'Afrique du Sud sera lourdement impacté par la dette d'Eskom¹².
- Remise en question de la rentabilité des énergies vertes, et retour en force des énergies fossiles.

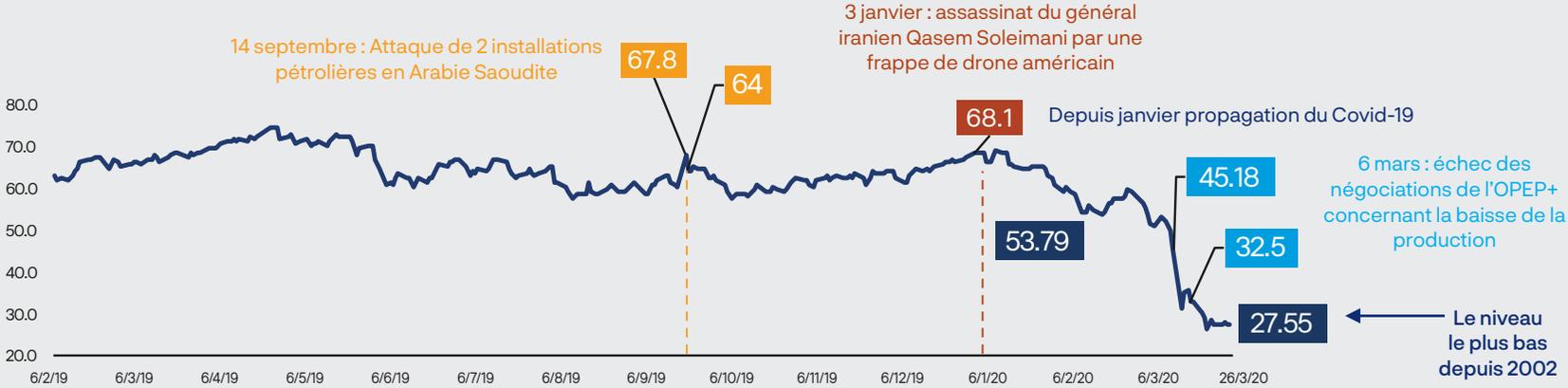
Bien qu'ils soient peu probables, les scénarios élaborés par Saxo banque se basent sur la théorie prospective des signaux faibles, et méritent l'intérêt des décideurs notamment dans le cadre d'une analyse anticipative et de sécurisation de la continuité d'activité. Il s'agit d'un exercice fondamental d'autant plus que les faits récents confirment la pertinence d'une telle démarche.

¹² Cf. NC1, page 40

Encadré 3. La volatilité¹³ du cours du baril

- Pendant ces dernières années, le prix du baril a fortement fluctué. Et ce sont les évolutions géopolitiques et la conjoncture économique, impactant l’offre et la demande, qui se reflètent sur le prix de “l’Or noir”.
- La dépendance et la fragilité face à cette volatilité concernent aussi bien les pays importateurs que exportateurs. Les enjeux sont considérables : équilibre budgétaire, balance commerciale, réserves en devises, etc.
- Sur les 6 derniers mois, 3 évènements majeurs ont impacté les cours pétroliers :
- 14 septembre 2019 : attaque de 2 installations pétrolières en Arabie Saoudite. Lundi 16 septembre, le prix a bondi à 67.8 \$US/bbl soit une augmentation de 12% en une journée, pour revenir à 64 \$US/bbl le lendemain.
- 3 janvier 2020 : assassinat du général iranien Qasem Soleimani par une frappe de drone américain. Le cours s’est élevé à 68 \$US/bbl pendant 3 jours. Ensuite, il s’est inscrit progressivement dans un trend baissier.
- Depuis janvier 2020 : propagation du Covid-19 et son impact sur la demande mondiale, conjuguée à la guerre des prix engagée entre l’Arabie Saoudite et la Russie concernant l’ajustement des quantités produites.

Graphique 17. Evolution quotidienne du prix du baril brent, \$US/bbl



Source : Boursorama

¹³ La volatilité est l'ampleur des variations du cours d'un actif financier

Evolution des prix des matières premières

Phosphate		
Phosphate brut		
Moy 2019	88 \$US/TM	↘ -0.1% en GA
Moy T3 2019	78.5 \$US/TM	↘ -10% en GA
Moy T4 2019	74.7 \$US/TM	↘ -21% en GA
Janvier 2020	72.5 \$US/TM	↘ -29% en GA
Février 2020	72.5 \$US/TM	↘ -29% en GA

DAP		
Moy 2019	306.4 \$US/TM	↘ -22% en GA
Moy T3 2019	295.4 \$US/TM	↘ -28% en GA
Moy T4 2019	254.5 \$US/TM	↘ -37% en GA
Janvier 2020	264.90 \$US/TM	↘ -31% en GA
Février 2020	279.4 \$US/TM	↘ -22% en GA

TSP		
Moy 2019	294.6 \$US/TM	↘ -15% en GA
Moy T3 2019	276.3 \$US/TM	↘ -23% en GA
Moy T4 2019	259 \$US/TM	↘ -31% en GA
Janvier 2020	239 \$US/TM	↘ -33% en GA
Février 2020	245 \$US/TM	↘ -29% en GA

Pétrole Brent		
Moy 2019	64 \$US/bbl	↘ -10% en GA
Moy T3 2019	61.9 \$US/bbl	↘ -18% en GA
Moy T4 2019	62.7 \$US/bbl	↘ -7% en GA
Janvier 2020	63.6 \$US/bbl	↗ +7% en GA
Février 2020	55 \$US/bbl	↘ -14% en GA

Huile d'olive		
Moy 2019	3 166 \$US/TM	↘ -19% en GA
Moy T3 2019	3 120 \$US/TM	↘ -14% en GA
Moy T4 2019	2 916 \$US/TM	↘ -19% en GA
Janvier 2020	2 687 \$US/TM	↘ -24% en GA
Février 2020	2 738 \$US/TM	↘ -43% en GA

Blé tendre		
Moy 2019	211.3 \$US/TM	↗ +4% en GA
Moy T3 2019	201.1 \$US/TM	↘ -4% en GA
Moy T4 2019	224.7 \$US/TM	↗ +6% en GA
Janvier 2020	248 \$US/TM	↗ +13% en GA
Février 2020	239 \$US/TM	↗ +10% en GA

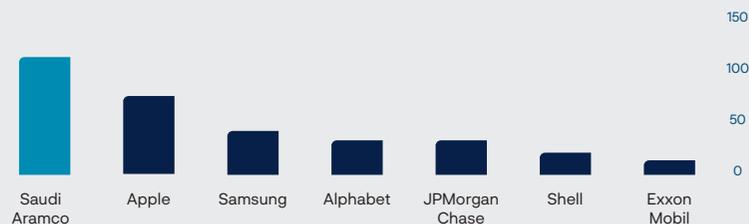
Blé dur		
Moy 2019	201.7 \$US/TM	↘ -23% en GA
Moy T3 2019	189 \$US/TM	↗ +7% en GA
Moy T4 2019	204.5 \$US/TM	↘ -6% en GA
Janvier 2020	224.5 \$US/TM	↗ +7% en GA
Février 2020	215.3 \$US/TM	↘ -2% en GA

Source : Banque Mondiale -World Bank Commodities Price Data (The Pink Sheet), FMI -Commodity Data Portal

Encadré 4. Aramco, le géant pétrolier : une introduction en bourse qui bat tous les records

- La compagnie pétrolière saoudienne Aramco a levé 25.6 milliards de \$US lors de son introduction à la Bourse de Riyad. Cette performance supplante celle de Ali baba, la multinationale chinoise du commerce en ligne, qui avait levé 25 milliards de \$US lors de son introduction à Wall Street en 2014. D'autant plus que Aramco a placé uniquement 1.5% de son capital au prix unitaire de 32 riyals (8.53 \$US) l'action, versus 13% du capital placé par Alibaba.
- En termes de valorisation, Aramco bat aussi tous les records avec une valorisation de 1 700 milliards de \$US et éclipse ainsi celle d'Appel (1 180 milliards de \$US).
- Cette réussite pourrait être expliquée par les enjeux économiques et financiers relatifs à la compagnie et à son secteur d'activité, ainsi qu'à sa profitabilité exceptionnelle. En effet, la compagnie a réalisé le bénéfice le plus élevé au monde en 2018 (111 milliards \$US) :

Graphique 18. Bénéfice net, en milliards \$US, 2018



Source : Moody's Investots Service, Bloomberg

- Par ailleurs, Aramco couvre 10% de la production mondiale de pétrole et détient des réserves de pétrole et de gaz estimées à 256.9 milliards de barils équivalent pétrole, soit l'équivalent de 52 ans au rythme actuel de production.

III. Conjoncture Nationale

1. Croissance économique

a. Réalisations

- Sur l'ensemble de l'année, la croissance économique s'est limitée à 1% versus 2.7% en 2018, une évolution bien en deçà des prévisions de la LF (3.1%) et même de celles de la LFC (1.4%). En effet, il s'agit du taux le plus bas depuis 2011.

Graphique 19. Evolution de la croissance annuelle, en %, au prix de l'année précédente



Sources : INS, Ministère des Finances, MDICI

- Il est à noter également que certains chiffres de la croissance (2018 et 2019) ont été révisés par l'INS (cf. graphiques 19 et 20). A la suite de ces mises à jour, il s'avère que le pays a évité de justesse une récession technique.

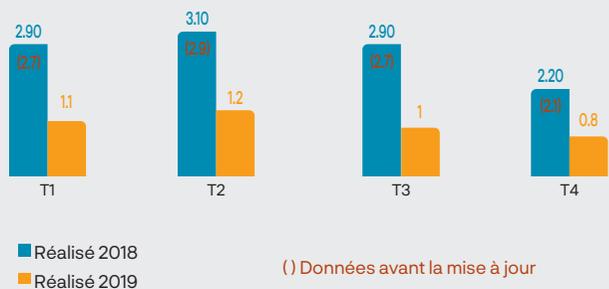
Graphique 20. Evolution de la croissance trimestrielle, en GT, en %, au prix de l'année précédente



() Données avant la mise à jour

Source : INS

Graphique 21. Evolution de la croissance trimestrielle en GA, en %, au prix de l'année précédente



() Données avant la mise à jour

Source : INS

Tableau 6. Croissance des VA au prix de l'année précédente, en %, en GA

	T1 2019	T2 2019	T3 2019	T4 2019	2019
Agriculture et pêche	-0.7	2.8	3.1	-1.9	0.8
Industries manufacturières	-0.5	-0.5	-1.3	-0.1	-0.7
Industries non manufacturières	-1	-2.8	-2.8	-0.3	-1.8
Services marchands	2.8	2.3	1.8	1.8	2.2
Services non marchands	0.4	0.9	1	1.6	1
PIB	1.1	1.2	1	0.8	1

- La contre-performance du secteur de l'industrie se confirme au 2^{ème} semestre aussi bien pour les industries manufacturières que non manufacturières. N'eut été cette double contreperformance, la croissance globale aurait pu atteindre 1.3%¹⁴.
- L'indice de production industrielle confirme cette tendance et apporte des éléments explicatifs.

¹⁴ Estimation sur la base d'une croissance nulle aussi bien pour les secteurs des industries manufacturières que non manufacturières

Tableau 7. Indice de la Production Industrielle - Base 100 en 2010

	Poids dans l'indice	12 mois 2018	12 mois 2019	Variation en %	
Industries manufacturières	68.5%	104.2	100.5	-3.5	↘
Agro-alimentaires	12.1%	124	123	-0.5	↘
Matériaux de construction	5.7%	95.1	96.4	+1.3	↗
Mécaniques et électriques	20.1%	110	107.7	-2	↘
Industries chimiques	8.4%	70.8	72.8	+2.8	↗
Textile, Habillement & Cuir	13.7%	95.8	92.4	-3.5	↘
Mines	3.1%	54.7	65	+19	↗
Energie	23.2%	53.4	49.2	-7.9	↘
Indice d'ensemble	100%	92.3	89.4	-3.1	↘
Indice d'ensemble (hors énergie)	77%	104.1	101.5	-2.4	↘

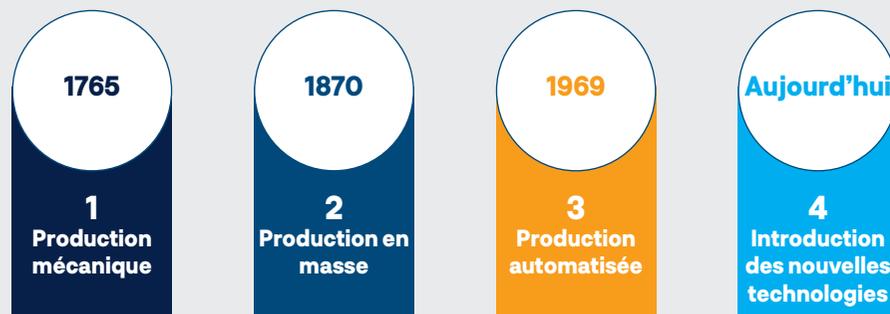
Source : INS

- Une situation préoccupante justifiant les interrogations sur un éventuel processus de désindustrialisation de l'économie tunisienne¹⁵. Autant les facteurs de blocage en relation avec l'industrie non manufacturière sont connus et se situent au-delà de la sphère strictement économique, la situation de l'industrie manufacturière relève de facteurs endogènes en plus de la stagnation des marchés classiques auxquels sont destinés les produits exportés.
- Certes, il est important de rappeler que l'industrie manufacturière connaît, à l'échelle mondiale, des difficultés qui se confirment au fil des mois (cf. page 20). Néanmoins, et au-delà de cette tendance de fond globale, l'industrie manufacturière tunisienne semble aussi payer le prix du retard accusé dans l'engagement de sa mutation technologique, ce qu'on appelle communément l'industrie 4.0 (cf. encadré 5).

¹⁵ Cf. NC1, page 15

Encadré 5. L'industrie 4.0

- L'industrie 4.0 désigne la 4^{ème} révolution industrielle. Le terme est apparu au forum mondial de l'Industrie de Hanovre en 2011. Il fait référence à une nouvelle façon d'imaginer les moyens de production.



- La digitalisation a changé les moyens de communication : les machines sont d'ores et déjà capables d'échanger entre elles et d'utiliser des données relatives au changement du comportement et des demandes des consommateurs.
- Les avantages de l'industrie 4.0 sont diverses et combinées :
 - Optimisation des ressources : la vision globale des outils de production permet de réallouer les ressources en fonction de la dynamique de la demande.
 - Gain de temps : le producteur peut appliquer les changements demandés par son client instantanément, et même durant une réunion de travail chez le client.
 - Economie de coût : l'automatisation de la gestion logistique permet de réduire le coût de production.

- En résumé, l'industrie 4.0 implique un changement considérable et nécessite une mise à niveau des différents maillons de la chaîne de production ainsi qu'une réadaptation du type de gouvernance de culture d'entreprise : passer d'une culture d'entreprise hiérarchique à une culture de responsabilité transversale et tendre vers une culture d'apprentissage itératif¹⁶.



¹⁶ Ministère de l'économie et l'innovation- Québec

Industries manufacturières

- La VA des industries manufacturières ne cesse de **baïsser depuis le début de l'année 2019 (alignant 4 trimestres consécutifs de contraction)**. Sur l'ensemble de l'année, une baisse de 0.7% a été enregistrée.
- Cette baisse est expliquée par les évolutions négatives enregistrées au niveau des VA des secteurs du textile (-3% en 2019 en GA), du raffinage du pétrole (-51% en 2019 en GA), des industries mécaniques (-1.5% en 2019 en GA).
- Toutefois, des progressions positives ont été enregistrées et ont atténué l'ampleur de la baisse :
 - Hausse de la VA du **secteur des matériaux de construction** réalisée grâce à l'augmentation de la production du ciment. La hausse de la production du ciment est due à l'évolution des commandes extérieures (les exportations du ciment ont augmenté de 20% en 2019 en GA). D'ailleurs, l'évolution de la VA du secteur du **Bâtiment et génie civil** (-0.4 en 2019 en GA) confirme que la demande intérieure est en berne.
 - Hausse de la VA du secteur **agroalimentaire notamment au T4** (10.7% en GA), permettant de réaliser une croissance annuelle positive (0.6% en GA). Cette progression est expliquée par l'impact corrélatif de la **production record des céréales**. Selon l'INS, cette hausse serait également expliquée par l'évolution importante de la production d'huile d'olive durant T4.
 - Hausse de la VA du secteur des **industries chimiques** (3.4% en 2019 en GA) qui ont bénéficié de la reprise de la production du phosphate.

Industries non manufacturières

- Le secteur du bâtiment et génie civil a affiché une baisse de 0.4%.

	2016	2017	2018	2019
Evolution VA	1	-1.5	0.5	-0.4

- L'extraction du pétrole et du gaz poursuit son trend baïssier (-8.1% en 2019 en GA) :
 - Pétrole : chute de **7%** en 2019 en GA (une moyenne de 35.4 mille barils versus 38.2 mille barils un an auparavant)¹⁷.
 - Gaz naturel : **une baisse de 9%** en 2019 (4.98 millions de m3/j en moyenne versus 5.48 millions de m3/j un an auparavant)¹⁷.
 - Le projet du champ gazier Nawara contribuerait à redresser significativement la production dans la mesure où la production journalière est estimée à 2.7 m3/j (soit +50% de la production actuelle).
- La VA du **secteur des mines** a enregistré une hausse de 21%. Sur l'ensemble de l'année, la production a affiché une reprise considérable, mais elle peine à rebondir au niveau précédant 2011 (Production 2019 représente la moitié de la production de 2010).

Graphique 22. Production annuelle de phosphate, en 1000 tonnes¹⁸



Source : Open data, ministère de l'industrie, BCT

¹⁷ Conjoncture énergétique-ministère de l'Industrie décembre 2019.

¹⁸ Les données de production du phosphate relatives à l'année 2018 ont été mises à jour passant de 3 333 à 2 803 (1000 tonnes).

Encadré 6. "Quand l'immobilier va, tout va"

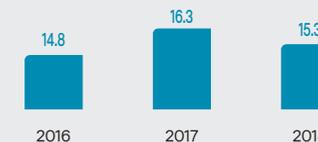
- Selon M. Walid Ben Salah¹⁹, le **secteur de l'immobilier** en Tunisie est en train de **s'effondrer**. Ce constat se base sur les statistiques relatives à la VA des secteurs de l'industrie de matériaux de construction et de BTP qui ont affiché respectivement **une baisse de 0.6% et 1.6% au T3 2019**. Même si la VA du secteur des matériaux de construction a affiché une hausse sur l'ensemble de l'année, il n'en demeure pas moins que la vigilance demeure requise **d'autant plus qu'il s'agit d'une hausse induite par le demande extérieure**.
- M. Ben Salah explique que la forte baisse de la demande et l'absence de grands projets de bâtiments et de travaux publics figurent parmi les principales causes de ce recul observé au niveau du secteur de l'immobilier.
- La baisse de la demande est due notamment à **l'arrêt et les retards** de plusieurs projets en raison de **la mévente** qui est due, à son tour, à plusieurs facteurs :
 - L'évolution importante de l'inflation dans le secteur aussi bien au niveau des intrants (matériaux de construction, entrepreneurs, main d'œuvre, etc..) qu'au niveau des sortants (prix des logements).
 - L'augmentation de la pression fiscale à travers la soumission des acquisitions à la **TVA de 13%**.
 - L'évolution des taux d'intérêt qui a affecté sensiblement le coût des logements chez les promoteurs et le coût de possession chez les particuliers.
 - Les difficultés d'accès aux crédits (aussi bien pour les promoteurs que pour les particuliers) en raison des restrictions imposées par les banques suite aux mesures de politique monétaire de la BCT. En effet, l'encours de crédits alloués au secteur de promotion immobilière n'a augmenté que de 4% par rapport à 2017 et le taux de créances classées demeure élevé (le plus élevé après celui du tourisme et de l'agriculture).

¹⁹ Expert comptable, spécialiste des finances publiques et analyste averti des évolutions économiques

Graphique 23. Promotion immobilière : encours de crédits, en MDT



Graphique 24. Promotion immobilière : créances classées, en %



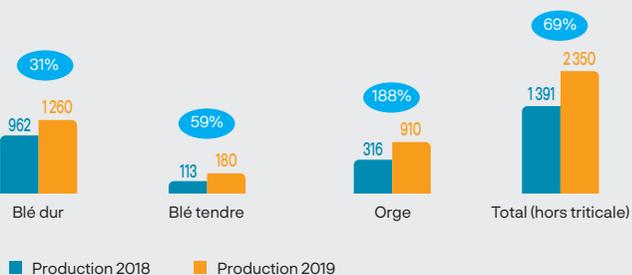
Source : Rapport Annuel sur la Supervision Bancaire 2018, BCT

- L'abandon, l'arrêt ou la limitation des programmes de logements sociaux
- Les restrictions imposées par la réglementation et les autorités **sur les ventes aux étrangers**.
- En termes de solutions, M. Ben Salah propose plusieurs mesures. L'équipe Prospective, Veille et Recherche Economique vous a sélectionné 3 propositions phares :
 - **L'assainissement du secteur de la promotion immobilière** et de l'entrepreneuriat de l'exercice clandestin.
 - **L'allègement des formalités administratives**, l'accélération de leur accomplissement ainsi que des livraisons de compteurs, de raccordements et autres (principalement liées au secteur public).
 - **L'allongement des durées de remboursement** en vue d'adapter les échéances de remboursement à la capacité financière réelle du débiteur et de se rapprocher à l'équivalent en loyer.

Agriculture et pêche :

- La croissance de la VA du secteur de l'agriculture et de la pêche s'est limitée à **0.8% en 2019 en GA**. La hausse de la VA observée durant T2 et T3 n'a pas permis de compenser les baisses accusées durant les T1 et T4.
- En effet, n'eut été la production record de céréales, la VA sur l'ensemble de l'année aurait pu être nettement moindre. La production de céréales (hors triticales) a atteint **2 350 mille tonnes en 2019** contre **1 391 mille tonnes en 2018**.

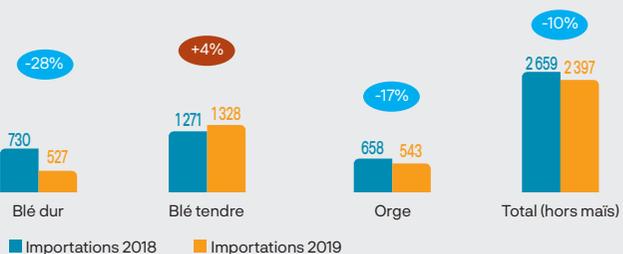
Graphique 25. Evolution de la production de céréales, en 1000 tonnes



Sources : BCT, périodique de conjoncture octobre 2019 ; ONAGRI, Le Tableau de Bord T4 2018

- D'ailleurs, cette récolte exceptionnelle a permis de baisser les importations de céréales de 10% par rapport à 2018 (hors maïs²⁰).

Graphique 26. Evolution des importations de céréales, en 1000 tonnes



Sources : Source : ONAGRI, Balance Agroalimentaire décembre 2019

²⁰ Les importations du maïs en volume ont augmenté de 18% en GA par rapport à 2018

- L'année 2019 a également enregistré une production importante de dattes : **332 mille tonnes** dont **288 mille de la variété "deglet noir"**, soit une hausse de 15% par rapport à la campagne précédente.
- Toutefois, la **baisse de la production d'olives** durant la saison 2018-2019 de 1 500 mille tonnes à 700 mille tonnes (soit -53%) a impacté négativement la croissance du secteur en 2019.
- Il est à noter qu'une production record d'olives est attendue pour la saison 2019-2020. Toutefois, l'impact quasi-intégral sur la croissance sera observé durant l'année 2020. D'ailleurs, la récolte s'étend de décembre à janvier dans la région du nord et de janvier à mars dans les régions du sud et du centre²¹.



Situation des barrages

	31/12/19	29/02/20
Taux de remplissage total	64.7%	63.1%
Nord	73.5%	72.1%
Centre	29.1%	27.6%
Cap Bon	71%	64.1%

Source : ONAGRI

²¹ Source : Tunisie : Analyse de la filière oléicole- FAO Investment center /EBRD

Services marchands :

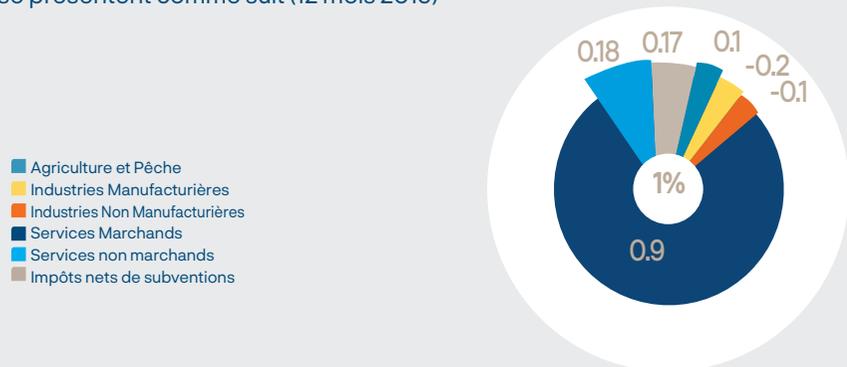
- Sur l'ensemble de l'année, les services marchands ont enregistré une croissance de 2.2%. Globalement, la croissance de la VA des **services d'hôtellerie et de restauration** (+6.8 % en 2019 en GA) et celle de la **poste et télécommunication** (+3.7% en 2019 en GA) ont **compensé** la dégradation de la VA du secteur **des transports** (-2.4%).
- Toutefois, il semblerait que l'**activité touristique** ait été relativement impactée par la **faillite du groupe Thomas Cook durant le T4**. En effet, la croissance de la VA des services d'hôtellerie et de restauration a **affiché une décélération au cours du T4** par rapport aux trimestres précédant (+5.4% versus une moyenne de 7.3% sur les 3 premiers trimestres) et aussi par rapport au T4 2018.

Services non marchands :

- L'évolution de la VA des services non marchands en 2019 a été positive (+1% en GA).

Graphique 27. Contribution sectorielle dans la croissance du PIB

Les différentes contributions des secteurs d'activité dans le PIB se présentent comme suit (12 mois 2019)

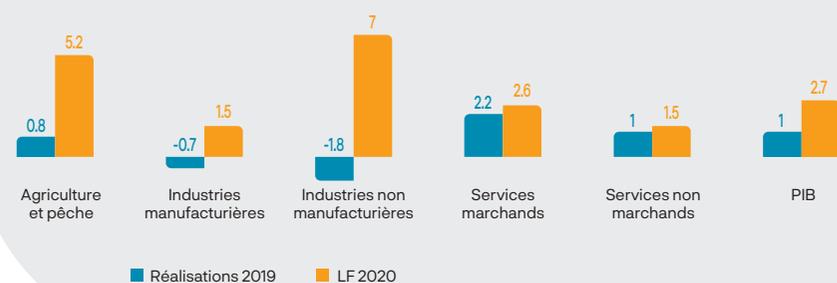


Source : BCT, Note sur les évolutions économiques et monétaires, mars 2020, Calcul Equipe Prospective, Veille et Recherche Economique

b. Prévision de la croissance LF 2020 :

- La LF 2020 a acté sur une croissance annuelle de **1.4% en 2019** et a prévu une croissance de **2.7% en 2020** :
 - L'atterrissage prévu au niveau de la LFC a été surestimé (réalisation égale à 1% en GA en 2019)
 - En ce qui concerne 2020, le FMI prévoit une croissance de 2.4%. Pour la BAD, elle serait limitée à 2.1%. Il est à noter que ces prévisions ont été établies avant la propagation du Covid-19.

Graphique 28. Prévisions de croissance des VA sectorielles, en %, 2020

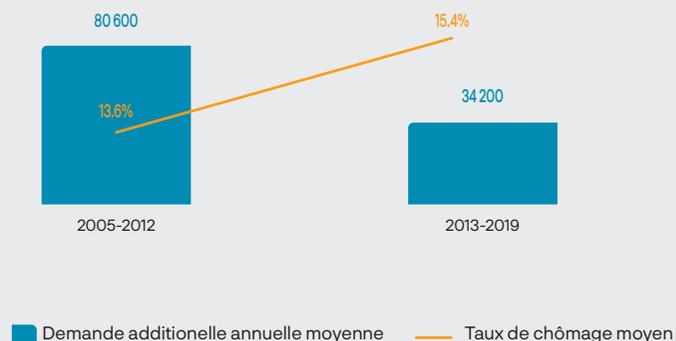


Sources : LF 2020, INS

Encadré 7. La stabilisation du taux de chômage n'est pas un exploit mais plutôt une aubaine de la dynamique démographique

- Le taux de chômage a enregistré une baisse à 14.9% à fin T4 pour se situer en dessous de la barre de 15%, pour la 1^{ère} fois depuis 2014. Sur l'ensemble de l'année, la moyenne est de 15.2% versus 15.5% en 2018.
- Selon M. **Hafedh Attab**, expert en statistiques de l'emploi et ex-DG de ANETI, le taux de chômage a été maîtrisé grâce aux facteurs suivants :
 - La physionomie de la démographie qui a induit une baisse de la demande additionnelle moyenne : de 80 600 (2005-2012) à 34 200 (2012-2019)
 - L'immigration soutenue
- N'eut été ces 2 facteurs, le chômage aurait pu atteindre 21%.
- Ainsi, Selon M. Attab, la situation démographique n'a jamais été aussi favorable, mais malheureusement, la faible croissance nous a privé de saisir cette opportunité.

Graphique 29. Evolution de la demande additionnelle moyenne et du chômage

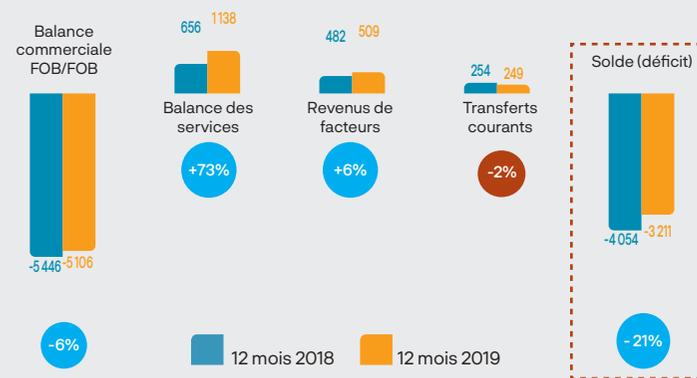


2. Position extérieure

a. Paiements courants :

- L'analyse de la balance des paiements courants en % du PIB, fait ressortir une baisse du déficit passant de 11.1% du PIB en 2018 à 8.8% du PIB en 2019.
- Le déficit exprimé en dinar a également baissé de 14.6% passant de 11 722 MDT en 2018 à 10 014 MDT en 2019.
- Cette baisse est encore plus prononcée au niveau de l'analyse en devises combinées où le déficit s'est contracté de 21%, soit une contraction de 844 millions.

Graphique 30. Evolution de la balance des paiements courants, en devises combinées²²



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

²² Estimation de la balance des paiements en devises sur la base d'une répartition de 55 % en € et 45% en \$US

- En effet, cette amélioration résulte d'une hausse notable de l'excédent de la balance des services, dopée principalement par les recettes touristiques (1 821 M€ à fin décembre 2019 soit le niveau le plus élevé depuis 2010), de la hausse de l'excédent des revenus de facteurs²³ (+6%) et de la contraction du déficit de la balance commerciale (Fob/Fob) en devises combinées (-6%).

Graphique 31. Recettes touristiques, en millions €



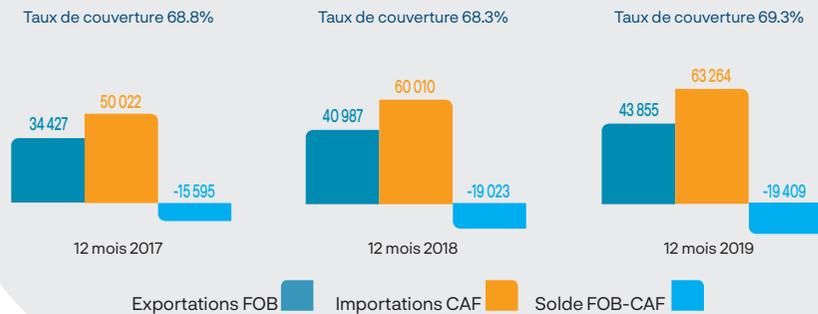
Source : BCT, Note sur les évolutions économiques et monétaires et les perspectives à moyen terme - février 2020

- En ce qui concerne les revenus de facteurs :
 - Le solde déficitaire des revenus du capital en devises a augmenté de 7%. Cette hausse est principalement due à la hausse des intérêts de la dette à MLT de 15% par rapport à 2018.
 - Le solde excédentaire des revenus du travail a augmenté de 7%. Cette hausse a compensé la dégradation du déficit des revenus du capital et a permis de dégager un solde excédentaire pour les revenus de facteurs (+6%).

b. Balance commerciale :

- Le déficit de la balance commerciale des biens en dinar a augmenté uniquement de 2% en 2019, versus une hausse de 22% en 2018.

Graphique 32. Balance commerciale au prix courant FOB-CAF, en MDT



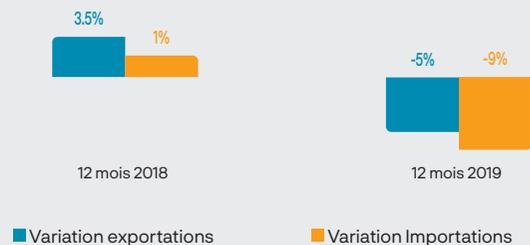
Source : INS

Nb. Pour la détermination du solde des paiements courants, c'est le solde de la balance commerciale (FOB-FOB) qui est pris en compte. Pour l'analyse de la balance commerciale, c'est le solde (FOB-CAF) qui est retenu.

- Par ailleurs, l'analyse des variations de la balance commerciale à prix constant fait ressortir une baisse des volumes des exportations et des importations respectivement de 5% et 9% à fin décembre 2019.
- Le faible niveau d'activité économique est clairement visible à travers l'évolution des échanges. La flexibilité du taux de change n'a pas eu d'impact positif sur les exportations, mais a fort probablement contribué à la baisse du volume des importations.

²³ Revenus de facteurs = revenus du capital + revenus de travail.

Graphique 33. Variation de la balance commerciale à prix constant, en %



Sources : INS

- En ce qui concerne les exportations à prix constant, la baisse est observée au niveau de tous les secteurs d'activité.
- Le secteur de l'agriculture et des industries agroalimentaires a été particulièrement impacté (-16.6% en GA). Cette baisse est due à la diminution de la production d'olives et par ricochet d'huile d'olive durant cette saison. En effet, les exportations d'huile d'olive à fin décembre 2019 ont enregistré une baisse de 25% en GA : 172 mille tonnes contre 229.4 mille tonnes un an auparavant.

Tableau 8. Variation des exportations à prix constant par secteur d'activité, en%, en GA

Secteur d'activité	2018/2017	2019/2018
Agriculture et Ind. Agro. Alim.	+42.1	-16.6
Energie et Lubrifiants	-16.5	-7.3
Mines, Phosphates et Dérivés	-12.9	-1
Textiles, Habillements et cuirs	+2.5	-6
Industries Mécaniques et Elect.	-0.5	-2.4
Autres Industries Manufacturière	+4.8	-0.8
Ensemble des Produits	+3.5	-5

Sources : INS

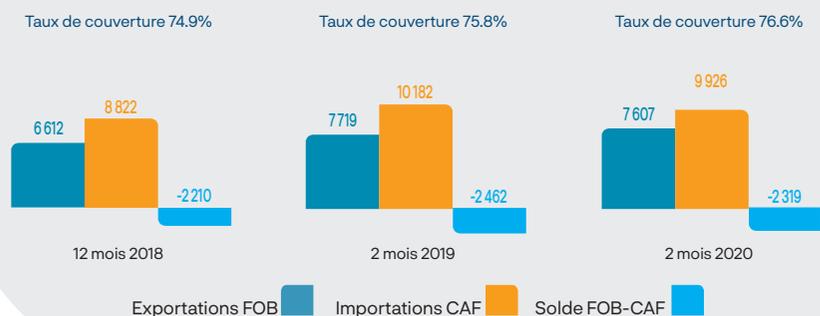
- S'agissant des importations à prix constant, la baisse concerne tous les secteurs à l'exception du secteur de l'énergie.

Tableau 9. Variation des importations à prix constant par secteur d'activité en% en GA

Secteur d'activité	2018/2017	2019/2018
Agriculture et Ind. Agro. Alim.	+0.3	-6.7
Energie et Lubrifiants	+1.3	+2.7
Mines, Phosphates et Dérivés	-5.1	-24.3
Textiles, Habillements et cuirs	+1.2	-8.4
Industries Mécaniques et Elect.	+0.1	-12.1
Autres Industries Manufacturière	+3.6	-9.3
Ensemble des Produits	1	-9

Sources : INS

Last News : Balance commerciale à fin février 2020 au prix courant FOB-CAF, en MDT

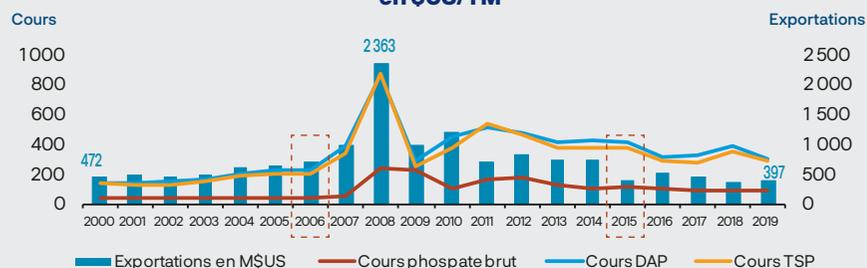


Source : INS

Encadré 8. Exportations phosphate et produits phosphatés : un manque à gagner depuis 2011... à méditer

- L'analyse met en exergue la divergence entre l'évolution des prix des principaux produits phosphatés et l'évolution des revenus de leur exportation. Elle porte principalement sur le DAP et le TSP qui représentent 67% des quantités exportées (en tonnes) et 54% des revenus d'exportation du phosphate et ses dérivés (en \$US).

Graphique 34. Exportations du phosphate, en M\$US et cours des produits, en \$US/TM



- Une baisse considérable de la moyenne des exportations (en valeur) est observée à partir de 2011, et ce malgré une hausse importante des prix des principaux produits exportés (DAP et TSP).
- Selon une récente déclaration²⁴ du Gouverneur de la BCT, les pertes cumulées depuis 2011 seraient estimées à 6.7 milliards \$US.

	Moyenne 2000-2010	Moyenne 2011-2019	Variation en %
Production phosphate (en 1000 tonnes)	7 823	3 197	-59%
Cours DAP ²⁵	241	385	+60%
Cours TSP ²⁵	211	352	+67%
Exportations ²⁵ (en M\$US)	709	576	-19%

Source : Calcul équipe Prospective, Veille et Recherche Economique

²⁴ Intervention du Gouverneur de la BCT à l'ARP, 7 février 2020

²⁵ Exclusion faite des données de l'année 2008, vu la hausse exceptionnelle des prix pouvant biaiser l'analyse

Encadré 9. Une baisse inquiétante du volume des importations ?

- Pourquoi les importations ont baissé ? S'agit-il d'une baisse des biens de consommation, des matières premières ou des biens d'équipement indispensables pour le développement de l'activité économique ?
- Quand bien même l'INS ne publie pas les variations en volume par groupe de produits, nous nous sommes basés sur les variations au prix courants pour fournir une esquisse exploratoire :

- Le calcul des variations au prix courant en devises combinées²⁶ nous permet d'éliminer l'effet du taux de change (cf. graphique 35).
- Les variations observées attestent d'une éventuelle baisse des volumes des différents groupes de produits analysés, et ce sans prendre en compte l'impact de l'effet prix.
- Bien que la baisse des importations soit essentielle pour réduire le déficit commercial, il est judicieux de noter que la baisse des importations de matières premières et d'intrants pour les secteurs productifs (notamment le textile et les industries mécaniques et électriques) est préoccupante et ne présage pas d'une reprise rapide de l'activité.
- Aussi, la faible augmentation des importations de biens d'équipement confirme la stagnation de l'industrie.

Graphique 35. Variation des importations par type de produits à prix courant, en devises combinées



²⁶ Estimation en devises combinées sur la base d'une répartition de 55 % en € et 45% en \$US

c. Investissements étrangers

- Les investissements étrangers libellés en dinar ont enregistré une baisse pour la première fois depuis 2015 (-8%) (cf. graphique 36).
- Bien que les investissements en portefeuille ne représentent que 6% du total des investissements étrangers en 2019, il est à noter tout de même leur évolution importante en 2019 (+36% en GA).
- Concernant les IDE, ils ont accusé une baisse de 10% expliquée par la diminution des investissements dans les secteurs des services et de l'agriculture.

Graphique 36. Investissements étrangers, en MDT



Source : FIPA

- L'analyse de l'évolution rétrospective des investissements étrangers en € révèle qu'une baisse (non-visible en dinar) a été enregistrée en 2017, compte tenu de la dépréciation importante du dinar durant cette année (€/DT : +15% en GA).
- L'analyse de l'évolution aussi bien en € qu'en \$US confirme le même trend baissier en 2019, mais avec une ampleur différente (-12% en € et -17% en \$US) reflétant les trajectoires des taux de change respectifs par rapport au dinar (cf. page 46).

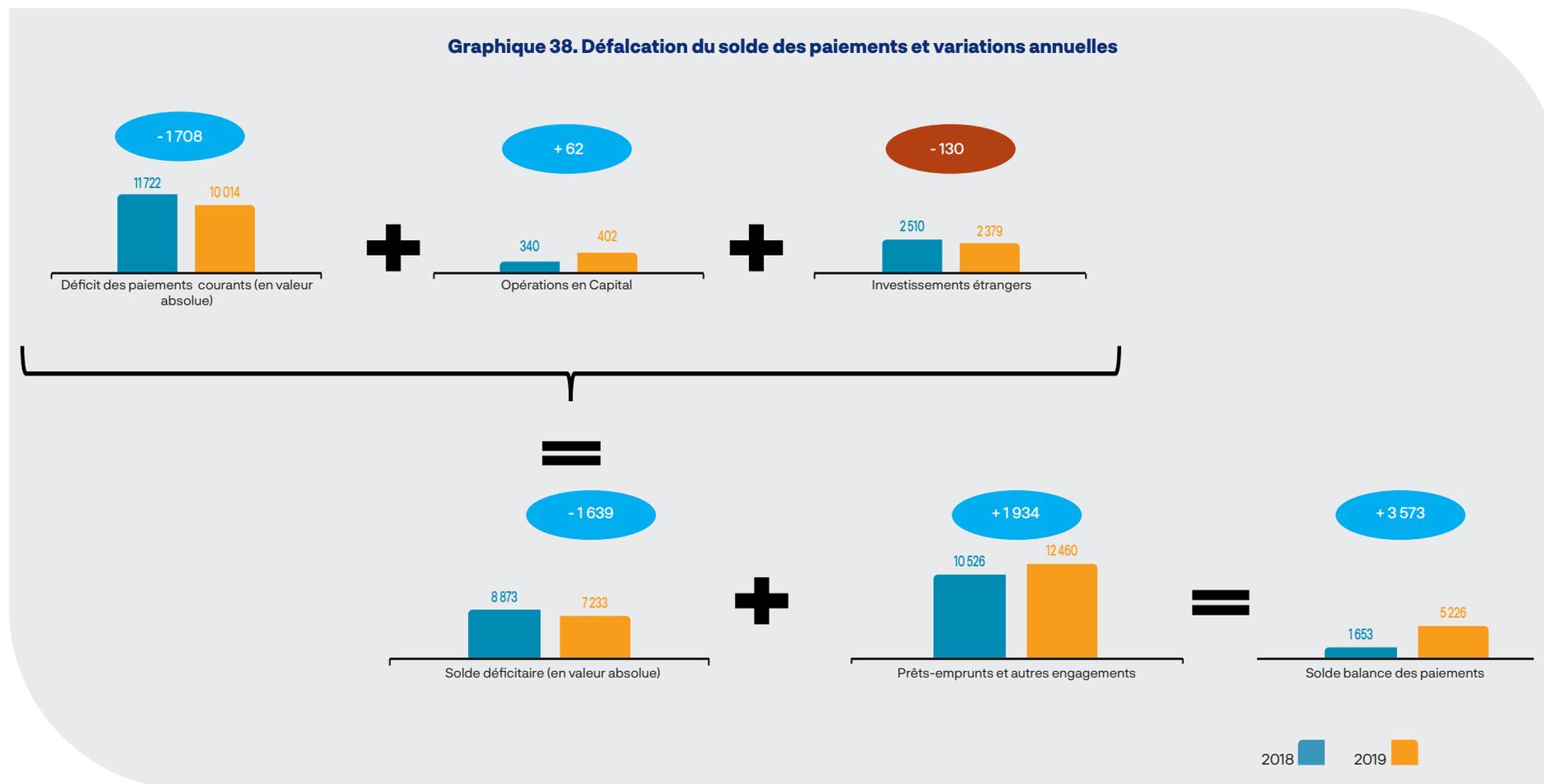
Graphique 37. Investissements étrangers en € et en \$US



Source : Données FIPA, Calcul Equipe prospective, Veille et Recherche Economique

d. Solde balance des paiements

- La balance des paiements a dégagé un excédent de 5 226 MDT versus 1 653 MDT en 2018.
- Cette hausse est attribuable à une baisse du déficit de la balance des paiements courants de 14.6%, et une hausse de 18.4% au niveau de la rubrique “ Prêts-emprunts et autres engagements ” comprenant les Prêts-emprunts à MLT de l’Administration et de l’autorité monétaire²⁷.

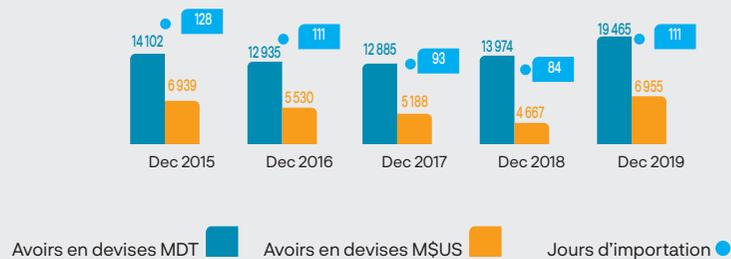


²⁷ Il s’agit des opérations ayant trait aux capitaux de prêts-emprunts à moyen et long termes, aux dépôts auprès de la BCT et aux autres avoirs et engagements à CMLT

e. Avoirs en devises

- Une reprise des avoirs en devises a été observée depuis avril, pour atteindre un niveau de 111 jours d'importation en décembre 2019, soit le niveau le plus élevé depuis 2015.

Graphique 39 : Evolution des avoirs en devises



Source : BCT

- Cette reprise est imputable à la baisse du déficit des paiements courants (-21% en devises combinées) et à la hausse des emprunts extérieurs contractés par l'administration centrale (6 816 MDT (2 323 M\$US) en 2019 versus 4 529 (1 711 M\$US) en 2018, ainsi qu'à l'intervention (achat) de la BCT sur le marché des changes.

Avoirs en devises 2020

31 janvier : 111 jours d'importation
 28 février : 110 jours d'importation
 31 mars : 115 jours d'importation

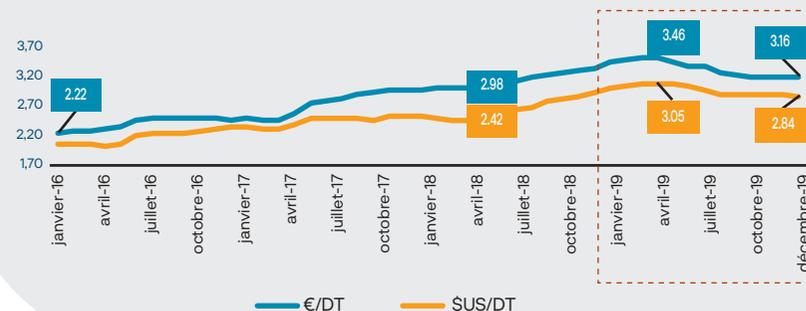
f. Taux de change

- Le retracement²⁸ du dinar se poursuit sur le marché interbancaire depuis avril 2019 (cf. graphique 40).

28 Le terme "retracement" a été employé pour la 1^{ère} fois par M. Bechir Trabelsi, DG des finances extérieures à la BCT, avril 2019.

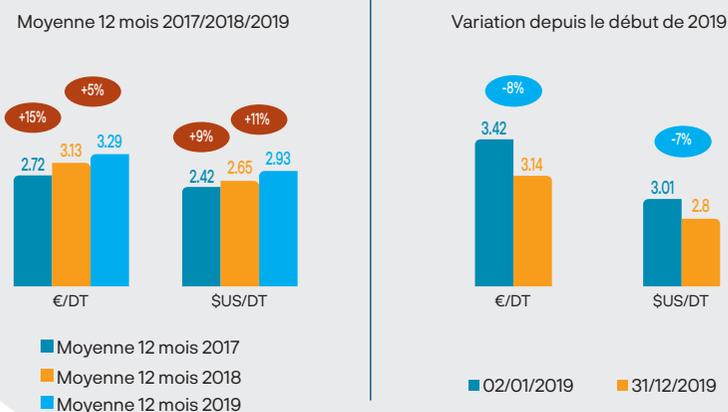
- Néanmoins, l'évolution de la moyenne du taux de change sur l'ensemble de l'année 2019 fait ressortir une dépréciation du dinar (cf. graphique 41).
- Ainsi, la tendance du retracement observée depuis avril a certainement atténué le niveau moyen de dépréciation, mais elle n'a pas permis une inversion de tendance.

Graphique 40. Evolution du taux de change mensuel



Source : BCT

Graphique 41. Evolution du taux change, en moyenne et par rapport au début de l'année



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

- L'analyse des taux de change à terme reflète des perspectives positives dans la mesure où l'évolution du taux de change à terme s'inscrit suivant le même trend baissier des taux au comptant.

Tableau 10. Ecart taux de change \$US/DT au comptant et à terme

	Taux de change au comptant	Taux de change à terme (6 mois)	Ecart taux à terme / taux au comptant
10 juin 2019	2.95	3.03	+2.71%
26 décembre 2019	2.82	2.92	+3.55%
Δ 10 juin/26 décembre	-4.4%	-3.63%	

Tableau 11. Ecart taux de change €/DT au comptant et à terme

	Taux de change au comptant	Taux de change à terme (6 mois)	Ecart taux à terme / taux au comptant
10 juin 2019	3.34	3.45	+3.29%
26 décembre 2019	3.14	3.26	+3.82%
Δ 10 juin/26 décembre	-6%	-5.51%	

- Ce retracement du dinar est le résultat d'une inversion de tendance de l'offre/ demande des devises dont les vecteurs déterminants ont été principalement la politique monétaire restrictive de la BCT et l'augmentation significative des recettes en devises du tourisme et à moindre degré des transferts en espèces des TRE.
- Au-delà, il serait probablement opportun, d'interroger rétrospectivement les niveaux de dépréciation observés en 2018 et 2017 pour comprendre le processus et les facteurs qui y ont été déterminants, d'autant plus que l'impact sur plusieurs indicateurs a été pratiquement négatif (inflation, dette publique, etc.) et que les exportations n'ont pas été relancées. D'aucuns rétorqueront que n'eut été la flexibilité du taux de change, le creusement du déficit commercial aurait été plus conséquent, mettant en péril les avoirs en devises.

Last News : Taux de change 2020 :

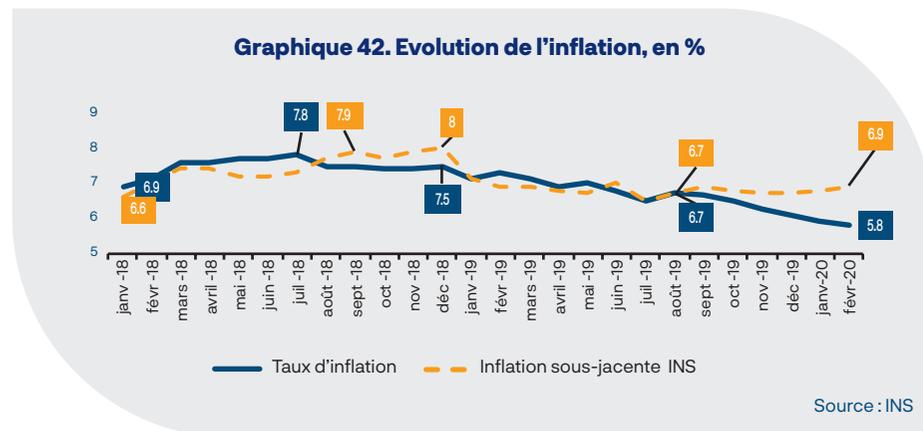
	\$US/DT	€/DT
Moyenne janvier	2.82	3.13
Moyenne février	2.86	3.12

Eco-news

Les 63 bureaux de change en activité ont cédé aux banques des **devises** pour l'équivalent de 340 MDT à fin décembre 2019

3. Inflation

- Sur l'ensemble de l'année 2019, la moyenne de l'inflation a été de **6.7%** contre **7.3%** en 2018. Cette baisse confirme l'impact de l'effet pass-through dans la mesure où le retracement du dinar a contribué à la baisse de l'inflation.



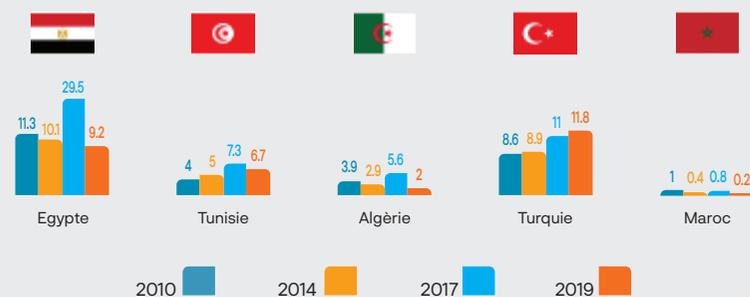
- De même, l'inflation sous-jacente (hors produits alimentaires et énergie)²⁹, s'est inscrite en baisse passant de 7.4% en 2018 à 6.8% en moyenne en 2019.
- Selon les dernières **prévisions de la BCT**³⁰, le taux d'inflation devrait suivre son trend baissier en passant à **5.3% en 2020 et en 2021**. De son côté, le FMI prévoit un taux d'inflation de **5.4% en 2020**³¹.
- Sur le court terme, la BCT estime que la **moyenne de l'inflation au T1 2020** devrait s'établir à **5.8%**. Les réalisations de janvier (5.9%) et février (5.8%) confirment ce trend.

²⁹ Il existe 2 méthodes de calcul de l'inflation sous-jacente, cf. NC1, page 29

³⁰ BCT-Note sur les évolutions économiques et monétaires et perspectives à moyen terme, Février 2020

³¹ FMI- données

Graphique 43. Benchmark : Taux d'inflation moyen, en %



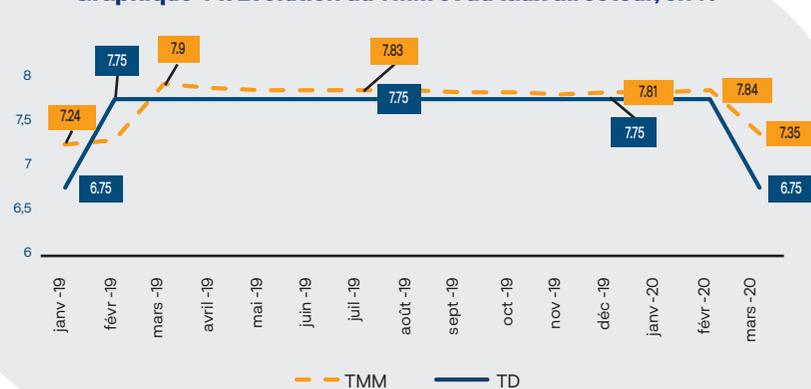
Source : INS, Banque Mondiale

- Quand bien même l'inflation suit une **trajectoire baissière qui se confirme et se consolide**, son taux demeure **élevé**. Si les instruments de politique monétaire ont favorisé une telle inversion de tendance, il n'en demeure pas moins que l'utilisation de tels instruments pour agir sur l'inflation **ne doit pas être durable**. En effet, il est primordial de **diagnostiquer les causes réelles** de la hausse des prix et **d'impulser les moteurs de production**.
- En termes de réponses adéquates, le **contrôle des circuits de distribution** a été mis en avant et des actions auraient été déployées avec des résultats très mitigés.
- Au-delà de l'inflation, l'enjeu central demeure celui de la **préservation du pouvoir d'achat du citoyen**. En effet, depuis quelques années, et compte tenu de la dégradation de la qualité des services publics (transport, santé, enseignement etc.), les citoyens se sont redéployés sur des services privés et parfois informels plus coûteux, ce qui impacte négativement leur pouvoir d'achat. Finalement, la **maîtrise de l'inflation**, n'est pas suffisante pour préserver ce pouvoir d'achat. Le **redressement de la qualité** des services publics, moyennant notamment une meilleure gouvernance et un ajustement des tarifs qui serait acceptable, conjugué à la maîtrise de l'inflation, constituent les clés de réussite.

4. Politique monétaire

- Le TMM s'est inscrit dans un **trend baissier** depuis **avril 2019** passant de 7.9 en mars 2019 à 7.81 en Janvier 2020³².
- Ce repli a été induit par l'atténuation des tensions au niveau de la liquidité du système bancaire, expliquée par une **baïsse significative du rythme de distribution des crédits** (sous l'effet des mesures restrictives de la BCT).

Graphique 44. Evolution du TMM et du taux directeur, en %



Source : BCT

Cette trajectoire baissière du TMM (jusqu'à janvier), conjuguée à la baisse de l'inflation, **pourrait être indicative** quant aux paramètres qui seraient intégrés dans le bouquet décisionnel de la BCT au niveau de sa **politique monétaire 2020**.

³² Il est même advenu que le TM au jour le jour soit inférieur au taux directeur (26 décembre 2019)

Last news

Le 17 mars 2019, la BCT a baïssé son taux directeur de 1 point passant de 7.75 à 6.75. Par conséquent les taux de la facilité de dépôts et de la facilité de prêt à 24 heures se sont établis respectivement, à 5.75% et 7.75%. Cette décision s'inscrit dans le cadre d'une batterie de mesures prises par la BCT en vue d'atténuer l'impact du Covid-19 sur l'économie tunisienne (cf. page 65)

Eco-news : Policy-mix

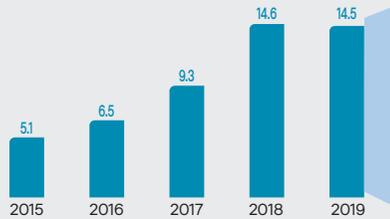
Signature d'un décret gouvernemental relatif à la prise en charge par l'État de la différence entre le taux d'intérêt des crédits à l'investissement et le TMM (cf. page 73). Cette initiative s'inscrit dans le cadre de la loi n°2019-47 du 29 mai 2019 relative à l'amélioration du climat d'investissement³³, dite loi transversale, et vise à faciliter l'accès au financement nécessaire aux PME et au développement de leurs activités.

³³ cf. NC1, page 37.

5. Liquidité

- Un léger recul de la moyenne du volume global de refinancement a été observé sur l'ensemble de l'année 2019.
- Néanmoins, ce léger recul occulte une baisse significative progressive observée durant T3 et T4, aboutissant à une diminution de 4 milliards de dinars entre T4 2019 et T1 2019, soit une baisse de 25% (cf. graphique 46).

Graphique 45. Moyenne du volume global de refinancement, en milliards de dinars



Sources : BCT, calcul Equipe veille, prospective et Recherche Economique

Graphique 46. Moyenne trimestrielle du volume global de refinancement, en milliards de dinars, 2019



Sources : BCT, calcul Equipe veille, prospective et Recherche Economique

- L'analyse par source de refinancement, révèle 2 principaux constats :
 - Les baisses les plus importantes ont été enregistrées aux niveaux de la facilité de prêt à 24h (-76%) et le recours au swap de change (-63%).
 - La baisse du recours à l'appel d'offre à 6 890 MDT pour la 1^{ère} fois depuis son plafonnement³⁴ est révélatrice d'un véritable recul des besoins de refinancement, dans la mesure où il s'agit d'une source de refinancement moins onéreuse que la facilité de prêt à 24h.
- Par ailleurs, il est à préciser que depuis décembre 2018, un guichet de refinancement des crédits d'investissement destinés aux projets productifs a été mis en place. Il s'agit des opérations de refinancement à plus long terme (6 mois) qui affichent un encours de 1 612 MDT à fin 2019.
- In fine, la baisse considérable constatée à fin 2019 comparativement à fin 2018 constitue une réalisation de taille qui va rejaillir sur l'ensemble de l'année 2020.

³⁴ Le plafonnement du refinancement par voie d'appel d'offre à 7 milliards de dinars a été décidé par la BCT depuis juillet 2017

Graphique 47. Moyenne trimestrielle de la facilité de prêt à 24 heures, en milliards de dinars, 2019



Source : BCT, calcul Equipe veille, prospective et Recherche Economique

Graphique 48. Moyenne trimestrielle du Swap de change, en milliards de dinars, 2019



Sources : BCT, calcul Equipe veille, prospective et Recherche Economique

Graphique 49. Moyenne trimestrielle de l'appel d'offres de la BCT, en milliards de dinars, 2019



Source : BCT, calcul Equipe veille, prospective et Recherche Economique

Graphique 50. Moyenne trimestrielle d'opération d'open market, en milliards de dinars, 2019



Source : BCT, calcul Equipe veille, prospective et Recherche Economique

- Quant aux trois facteurs autonomes de liquidité, ils ont évolué comme suit :
 - Poursuite de la **tendance haussière de vente de devises par les banques à la BCT**, permettant de dégager une position de **change longue** d'une moyenne quotidienne de **50 M\$US** en 2019 versus une **position courte** en 2018 d'une moyenne quotidienne de **-150 M\$US³⁵**, atténuant ainsi nettement la pression sur la liquidité.
 - Baisse progressive de l'émission/souscription de bons du trésor, qui s'est accélérée à partir du 2^{ème} trimestre 2019.

Graphique 51. Evolution des émissions de bons du trésor, en MDT



Source : BCT, Ministère des Finances

- Le 3^{ème} facteur autonome de liquidité, à savoir les BMC, a emprunté une tendance haussière, exerçant un effet relativement restrictif sur la liquidité. Un plus haut a été enregistré en août et septembre expliqué par le recours important à la monnaie fiduciaire durant la rentrée scolaire.

Graphique 52. Monnaie fiduciaire, en MDT



Source : BCT

	2016	2017	2018	2019
Moyenne annuelle	9 148	10 393	11 485	12 558

NB. Compte tenu de la disponibilité des données, les BMC ont été approchés par la monnaie fiduciaire.

Monnaie fiduciaire = BMC – (Encaisse des banques + Encaisse du Trésor).

³⁵ Intervention du gouverneur de la BCT devant l'ARP février 2020

6. Système bancaire

1. Activité bancaire

a. Evolution des crédits et dépôts

- La décélération du rythme d'évolution des crédits se poursuit, aussi bien les crédits aux professionnels, que les crédits aux particuliers.

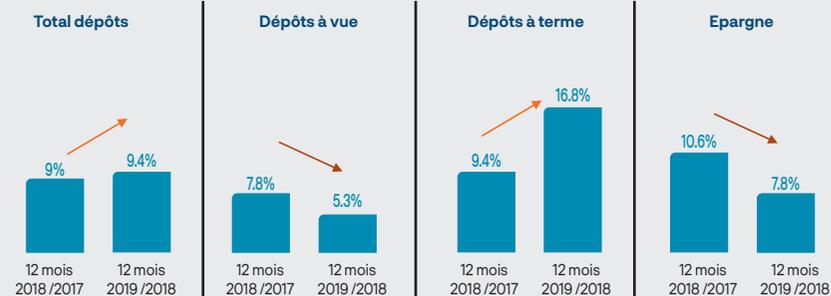
- Malgré une baisse significative de l'évolution des crédits (les crédits font les dépôts), et une atténuation de la dépréciation du dinar (impact sur la valeur des dépôts en devises), les dépôts ont évolué à un rythme légèrement supérieure par rapport à l'année précédente. Compte tenu de ce constat, la collecte de dépôts pourrait être jugée nettement plus performante que l'année précédente.

Graphique 53. Rythme d'évolution des crédits, en %



Source : BCT, Note sur les évolutions économiques et monétaires et les perspectives à moyen terme, février 2020

Graphique 54. Rythme d'évolution des dépôts, en %

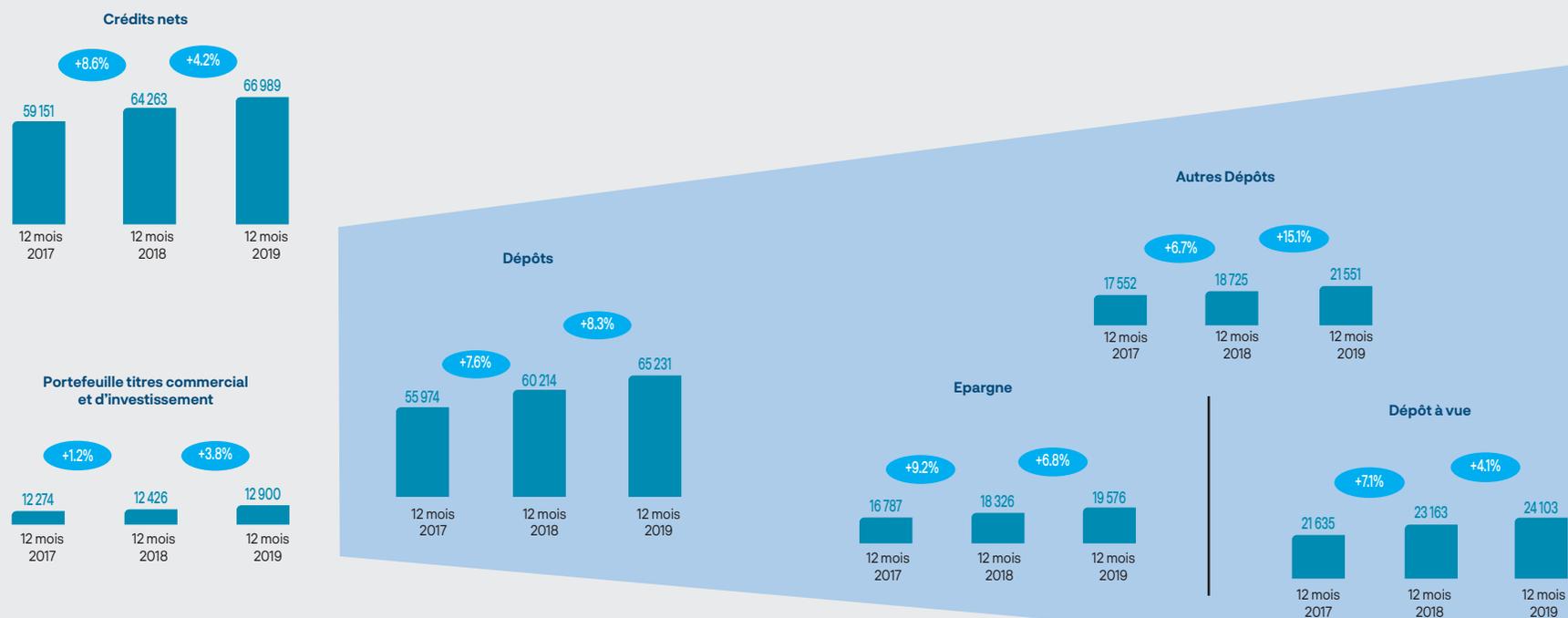


b. Focus : Panel de 10 banques cotées :

i. Evolution des crédits et des dépôts

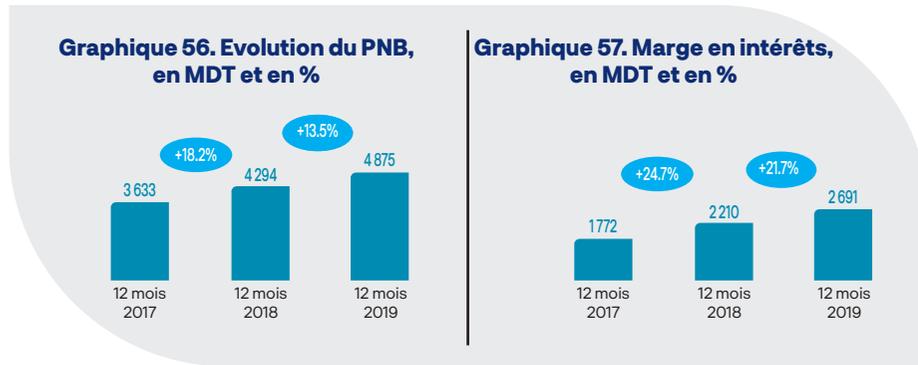
- Baisse du rythme d'évolution des crédits en relation avec l'application du ratio prudentiel crédits/dépôts ($\leq 120\%$), notamment dans la mesure où plusieurs banques en 2018 s'écartent de la norme réglementaire (cf. page 55) et ont déployé des efforts en baissant le rythme d'octroi de crédit pour s'y conformer.
- Progression limitée des dépôts à vue comparée à la croissance observée l'année précédente. Cette faible progression porte la marque de la **décélération du rythme d'évolution des crédits**.
- **Evolution limitée de l'épargne**, expliquée notamment par les contraintes au niveau de la distribution des crédits et l'augmentation du TMM qui a impacté le niveau du revenu disponible chez le citoyen.
- Néanmoins, les autres dépôts (principalement dépôts à terme) ont vu leur taux de croissance doubler, permettant ainsi d'enregistrer au niveau du total des dépôts une évolution meilleure que celle de 2018.

Graphique 55. Evolution des crédits et des dépôts d'un panel de 10 banques cotées, en MDT et en %

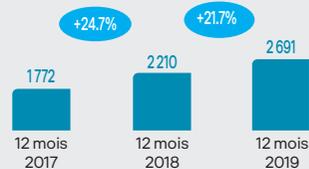


ii. Produit Net Bancaire

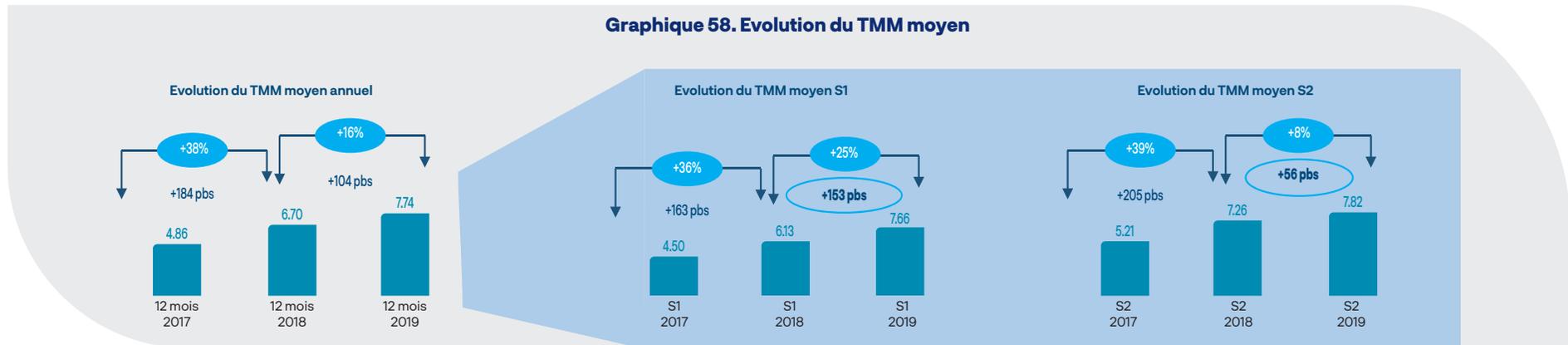
- La baisse **significative** au niveau du rythme de distribution de crédits a impacté le rythme d'évolution de la **rentabilité des banques**.
- Cette **décélération a été limitée** sur le premier semestre puisqu'elle a été cantonnée par l'impact positif du différentiel du TMM entre le S1 2019 et S1 2018³⁶. Or, cette différence s'est rétrécie sur le S2 et l'impact de la décélération devient plus percutant se reflétant ainsi sur la performance de l'ensemble de l'année.



Graphique 57. Marge en intérêts, en MDT et en %



- Sur l'ensemble de l'année, les évolutions du PNB et de la marge en intérêts, quand bien même elles demeurent à 2 chiffres sont relativement inférieures à celles observées en 2018.



36 Cf. NC 1 page 29

37 Africain Manager, Tustex, Ilboursa, Businessnews, l'économiste maghrébin.

38 Source : CMF

Eco-news

Décembre 2019

Selon plusieurs médias³⁷, l'État tunisien a acquis la totalité de la participation de la Banque populaire-Caisse d'épargne (BPCE) dans le capital de la Banque tuniso-koweïtienne (BTK).

L'État, qui détenait initialement 20% du capital de la BTK, est désormais majoritaire au taux de participation de 80%.

Le reste (20%) est détenu par la Kuwait Investment Authority (KIA), et un fonds souverain koweïtien.

Janvier 2020

Le Conseil d'Administration de la BIAT a approuvé le projet d'acquisition de la société Tunisie Valeurs. La lettre d'intention adressée aux actionnaires de référence de la société porte sur l'acquisition d'un bloc majoritaire dépassant 50% du capital à un prix unitaire de 18.150 DT/action³⁸.

L'acquisition reste tributaire de la signature de l'ensemble de la documentation contractuelle nécessaire pour parfaire l'acquisition et l'obtention, le cas échéant, de toutes les approbations et autorisations nécessaires à sa réalisation émanant de régulateurs ou d'autorités publiques.

2. Retour sur le rapport de la supervision bancaire de la BCT 2018

- La BCT vient de publier son rapport annuel sur la supervision bancaire portant sur l'année 2018. L'équipe Prospective, Veille et Recherche Economique vous en a sélectionné quelques extraits en procédant à des analyses complémentaires.

a. Normes prudentielles

- L'analyse quantitative du respect sur les normes prudentielles révèle qu'un nombre important de BEF n'a pas réussi à se conformer à certaines normes :

Tableau 12. Nombre des BEF ne respectant pas les normes prudentielles à fin 2018*

#	Normes prudentielles	Banques résidentes	Banques non-résidentes	Etablissements financiers
1	Ratio de couverture des risques (10%)	1	1	0
2	Ratio Tier 1 (7%)	2	1	0
3	Norme de concentration des risques (25%)	2	2	0
4	Norme de division des risques (15%)	1	1	0
5	Norme de division des risques (5%)	1	1	0
6	Norme de division des risques pour les personnes ayant des liens avec la BEF (25% des fonds propres nets à partir de fin 2018)	7	1	1
7	Ratio de liquidité	7		
8	Ratio Crédits /Dépôts	9		
9	Position de change	0		

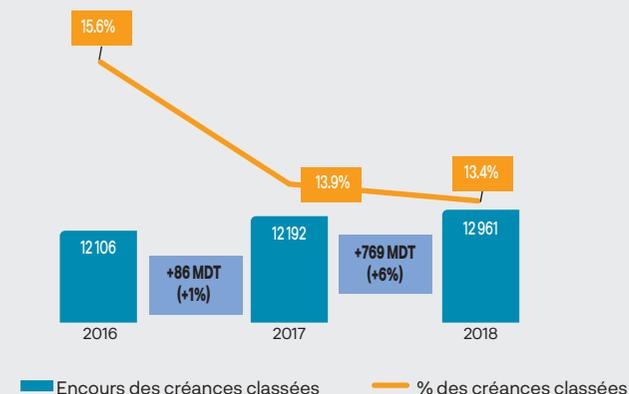
* En dehors de la BFT qui a été soumise à des procédures de résolution en 2018

- Les sanctions pécuniaires résultant des cas de non-conformité et adressées par la BCT ont totalisé 5.4 MDT en 2018.

b. Créances classées

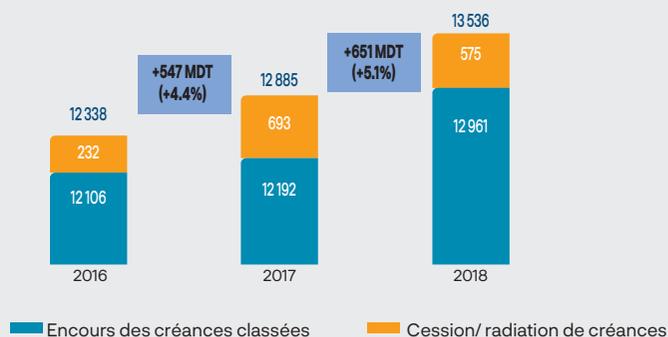
- Amélioration du taux des créances classées, pour la 3^{ème} année consécutive, passant de 15.6% en 2016 à 13.9% en 2017 et à 13.4% en 2018, et ce grâce à la forte augmentation des engagements des banques et aux opérations de cession des créances pour 575 MDT.
- En neutralisant l'effet des opérations de cession, la part des créances classées se situerait à 13.9% en 2018.
- Bien que la part des créances classées ait baissé, leur valeur a augmenté de 6.3% 2018. C'est la dynamique de croissance de l'encours global qui explique comment une augmentation des créances douteuses de 769 MDT aboutit à un taux de créances classées en baisse de 0.5% par rapport à 2017.

Graphique 59. Evolution des créances classées, en MDT et en %



- Toutefois, la réintégration des créances classées qui ont été cédées/radiées révèle que l'évolution de l'encours des créances classées en 2018 en valeur et en % (+651 MDT, soit +5.1% en GA) ne s'écarte pas d'une manière significative de celle observée en 2017 (+547 MDT, soit +4.4% en GA).

Graphique 60. Evolution des créances classées, en MDT et en %



3. Rapport de Moody's investors sur les banques africaines : Africa banks 2020 Outlook

- Ce rapport met en exergue les challenges, les forces et les faiblesses des secteurs bancaires des différents pays africains.
- Il ressort notamment de ce rapport, publié le 09 décembre 2019 que le rating des 5 banques tunisiennes n'a fait l'objet d'aucune modification ou révision.

Extrait du rapport " Africa Banks: 2020 Outlook " – Notation des banques Tunisiennes

Bank Name	Country	Total Assets (M\$US)	LC Deposit/ Issuer rating	BCA Outlook
Amen Bank	Tunisia	2 945	B2	caa 1 Negative
Arab Tunisian Bank	Tunisia	2 142	B2	caa 1 Negative
Banque de Tunisie	Tunisia	2 002	B2	b3 Negative
Banque Internationale Arabe de Tunisie	Tunisia	5 290	B2	b3 Negative
Societe Tunisienne de Banque	Tunisia	3 515	B3	caa 3 Negative

Ils ont dit ...

"Une idée fausse, mais claire et précise, aura toujours plus de puissance dans le monde qu'une idée vraie, mais complexe."

Alexis de Tocqueville,
De la démocratie en Amérique
1805-1859



- L'analyse des perspectives du secteur bancaire en Tunisie (comparativement au Maroc et à l'Égypte), fait ressortir que pour les banques tunisiennes, les challenges et les risques potentiels sont relativement plus importants (taux de NPL du secteur 13.4%, faible croissance économique, niveau de capitalisation jugé "modeste").

Extrait du diagnostic et des perspectives pour le secteur bancaire en Tunisie

- Le ralentissement économique, la grande vulnérabilité extérieure et la dette publique auraient un impact sur les opportunités commerciales des banques.
 - Les créances douteuses représentent 13.4% du portefeuille de prêts du secteur en 2018, mais ils vont s'inscrire en baisse progressivement.
 - Des mesures ont été prises pour résoudre les problèmes de liquidité limitée et de dépendance à l'égard du refinancement de la BCT. Il s'agit notamment des mesures prudentielles (crédits/dépôts < 120%) et l'application de limites sur les opérations d'échange de devises (Swap de change).
 - Le niveau de capitalisation demeure relativement modeste (Un niveau Tier 1 en moyenne de 9%).
- Par la suite, et compte tenu de l'amélioration des perspectives souveraines de la Tunisie de négatives à stables (tout en maintenant la notation B2), Moody's a amélioré les perspectives (Outlook) des 5 banques tunisiennes en février 2020, tout en maintenant leurs notations.

7. Finances Publiques

a. Réalisations 2019

- En 2019, le déficit budgétaire a été réduit à **3.5% du PIB** versus **4.8% en 2018**.
- Cette baisse provient notamment de la **hausse considérable des recettes fiscales (+18%)**, qui a compensé l'**augmentation des dépenses de gestion (+12%)**.
- La hausse de la **collecte fiscale** a engendré une **exacerbation de la pression fiscale** qui a atteint **25.3% en 2019** versus **23.2% en 2018** (21.9% en 2017 et 20.8% en 2016).
- La trajectoire stratégique explicitée au niveau du rapport du budget est d'atteindre un **déficit budgétaire de 2.4% en 2021 et 2% en 2022 et un solde primaire positif à partir de 2020** et ce afin de maîtriser le niveau d'endettement.

Réalisations 2019-2018

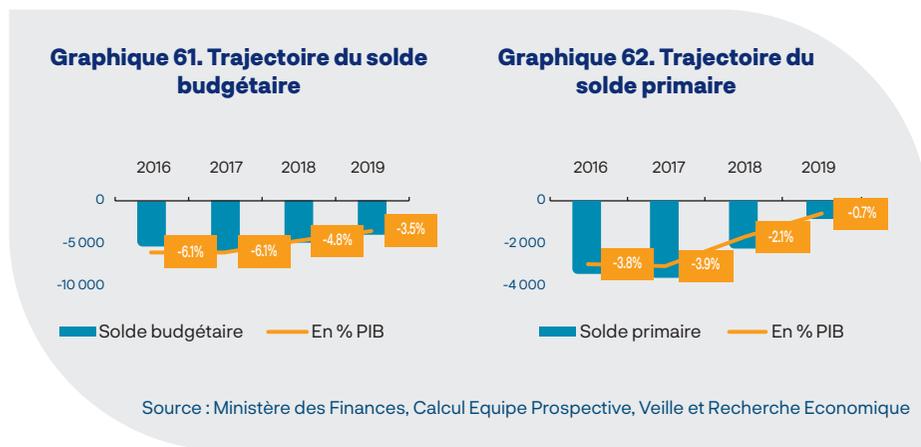
Recettes	2018	2019	Evolution 19-18	Dépenses	2018	2019	Evolution 19-18
Recettes fiscales	24 503	28 901	+18%	Dépenses de gestion	23 680	26 426	+12%
				Intérêts de la dette (C)	2 802	3 192	+14%
Recettes non fiscales	3 439	3 466	+1%	Dépenses d'investissement	5 945	6 140	+3%
				Prêt	198	100	-49%
Total recettes propres (A)	27 942	32 367	+16%	Total dépenses hors principal de la dette (B)	32 624	35 858	+10%
Emprunts et trésorerie	9 809	9 888	+1%	Remboursement principal	5 127	6 397	+25%
Total ressources	37 751	42 254	+12	Total dépenses	37 750	42 254	+12%
				Déficit budgétaire (A)*-(B)	-5 055	-4 039	-20%
				Déficit primaire (A)* - (B) + (C)	-2 253	-848	-62%

*Après déduction des dons et revenus des biens confisqués

Note méthodologique : déficit budgétaire = Total recettes propres (hors dons et revenus de privatisation et biens confisqués) – Total dépenses (hors rebroussement du principal)

2019 : dons = 249.1 MDT, revenus biens confisqués : 300 MDT

2018 : dons = 236.3 MDT, revenus biens confisqués : 137 MDT

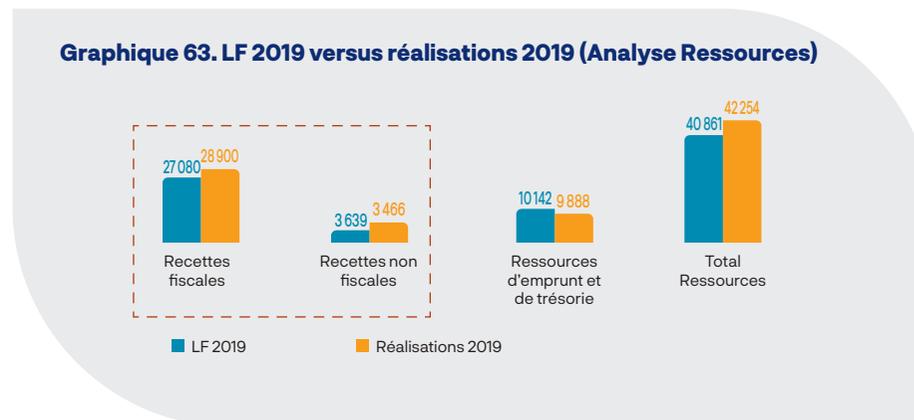


Points d'attention

- **Recettes** : évolution importante de la collecte fiscale (+18%) expliquée notamment par :
 - **Hausse** importante (en partie technique) des recettes au titre de l'**impôt sur le revenu** (+38.6% en 2019 en GA) qui est expliquée notamment par l'**arrêt de l'adoption du mécanisme de crédit d'impôt** (en lieu et place de l'augmentation salariale) pour les salaires des fonctionnaires de l'administration publique.
 - **Hausse** significative des recettes au titre de l'**impôt sur les sociétés** (+41.7% en 2019 en GA) qui serait expliquée par le **renforcement des efforts de recouvrement**, ayant contribué également à la **hausse de la pression fiscale**.
 - L'année 2019 a été donc marquée par un différentiel d'évolution nettement en faveur de la collecte fiscale au détriment de la croissance (au prix courant) ce qui a eu comme conséquence un accroissement de 2 pts de la pression fiscale.
- **Dépenses** : une légère baisse des dépenses de compensation (-2% en 2019 en GA). Une baisse est particulièrement observée au niveau de la compensation énergétique qui a atteint **2 538 MDT à fin 2019**, soit une **baisse de 6%** par rapport à 2018. Il est à préciser qu'entre août et novembre, la compensation énergétique n'a pas connu de variation, se stabilisant à **2 100 MDT**. Cette stabilisation serait expliquée à la fois par la **baisse du prix de baril** notamment au 2^{ème} semestre (cf. page 32), par le **retracement du taux de change du dinar** (cf. page 46) et probablement aussi par une répartition incohérente de la dépense de compensation énergétique sur l'année.

b. LF 2019, LFC 2019 et réalisations, quels écarts ?

□ LF 2019 versus réalisations 2019 :



Recettes fiscales :

- L'écart positif (entre réalisations et prévisions LF 2019) provient principalement des recettes au titre de l'impôts sur le revenu (+26% par rapport aux prévisions LF 2019) ainsi que des recettes au titre de l'impôt sur les sociétés non pétrolières (+40% par rapport aux prévisions LF 2019).
- En revanche, les réalisations au titre des impôts indirects ont été en deçà des prévisions (-5%).

Recettes non fiscales :

- Les réalisations sont en retrait de 4.75% uniquement par rapport aux prévisions de la LF 2019, occultant toutefois des écarts plus importants notamment au niveau des **revenus pétroliers** (-15% par rapport aux prévisions LF 2019) et de la **redevance du gazoduc** (-37%).
- Concernant les revenus pétroliers, l'écart serait expliqué aussi bien par le **recul des quantités produites** que par la **baisse des prix internationaux**.
- Quant à la redevance du gazoduc, l'écart négatif est dû principalement à la **baisse des quantités transportées de l'Algérie vers l'Italie**.

Graphique 64. LF 2019 versus réalisations 2019 (Analyse Dépenses)



Dépenses de gestion :

- Le dépassement enregistré au niveau des dépenses de gestion est décliné comme suit :

Tableau 13. Dépenses de gestion (LF 2019 versus réalisations 2019)

Dépenses	LF 2019	Réalizations 2019	Ecart en MDT	Ecart en %
Rémunérations	16 516	16 767	+251	+1.5%
Dépenses de fonctionnement	1 254	1 607	+353	+28%
Interventions et transferts	7 020	8 052	+1 050	+15%
Dépenses imprévues non réparties	494	-	-	-
Total	25 284	26 426	1 142	+5%

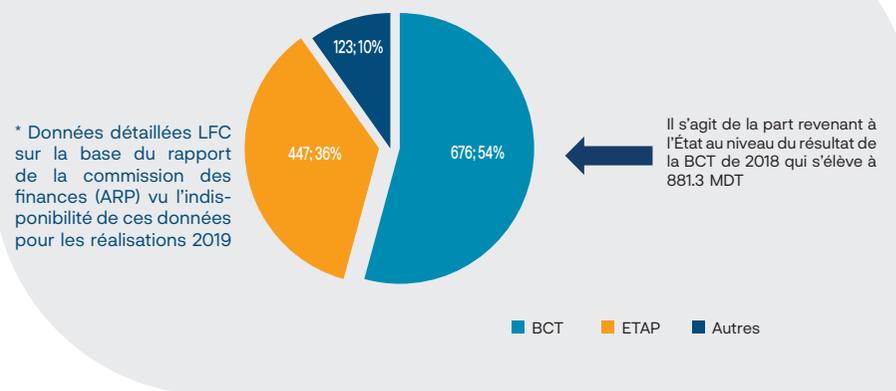
Remboursement du principal :

- L'écart enregistré au niveau du rebroussement du principal (+4%) serait expliqué par la trajectoire effective du taux de change comparativement aux hypothèses retenues.

LFC 2019 versus réalisations 2019 :

- Quand bien même la LFC 2019 a été élaborée durant la période de novembre-décembre, les réalisations de certaines rubriques présentent des écarts parfois relativement importants par rapport aux chiffres actualisés d'atterrissage :
- Recettes fiscales :** réalisation (28 900 MDT) versus un atterrissage actualisé de 29 082 MDT soit un écart négatif 182 MDT.
- Les **revenus des participations** des entreprises et des institutions publiques (qui représentent ~30% des recettes non fiscales) ont également enregistré un **écart négatif de 178 MDT** (1 067.7 MDT versus 1 246 MDT). La BCT et l'ETAP assurent 90 % de ces revenus. Des interrogations légitimes se posent quant à la contribution (et par ricochet la situation financière) de certaines entreprises publiques de taille importante ou positionnées sur des secteurs d'activité connus pour être rentables.

Graphique 65. Répartition des revenus* des entreprises et institutions publiques, en MDT et en %

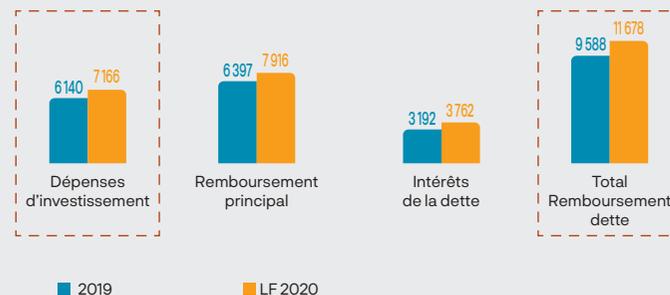


- Dépenses de gestion :** réalisation (26 426 MDT) versus un atterrissage actualisé de 26 897 MDT soit un écart positif de 450 MDT.
- A l'évidence, des efforts supplémentaires en termes de prévisions/estimations **sont nécessaires** d'autant plus que des écarts sont relevés par rapport à des prévisions élaborées à 2 mois d'horizon uniquement.

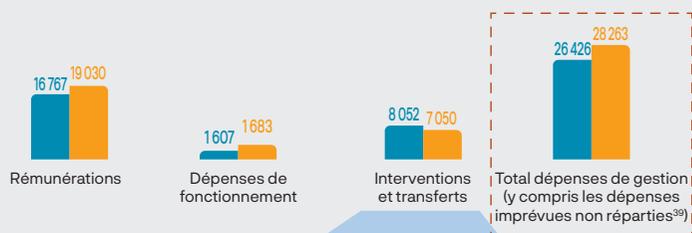
c. Budget 2020

1. Evolution par rapport à 2019

Graphique 66. Evolution des ressources, en MDT



Graphique 67. Evolution des dépenses de gestion, en MDT



39 Dépenses imprévues non réparties : LF 2019 = 494 MDT et LF 2020 = 767 MDT

MENA-news

Le Maroc procède à une opération de Hedging du prix du gaz

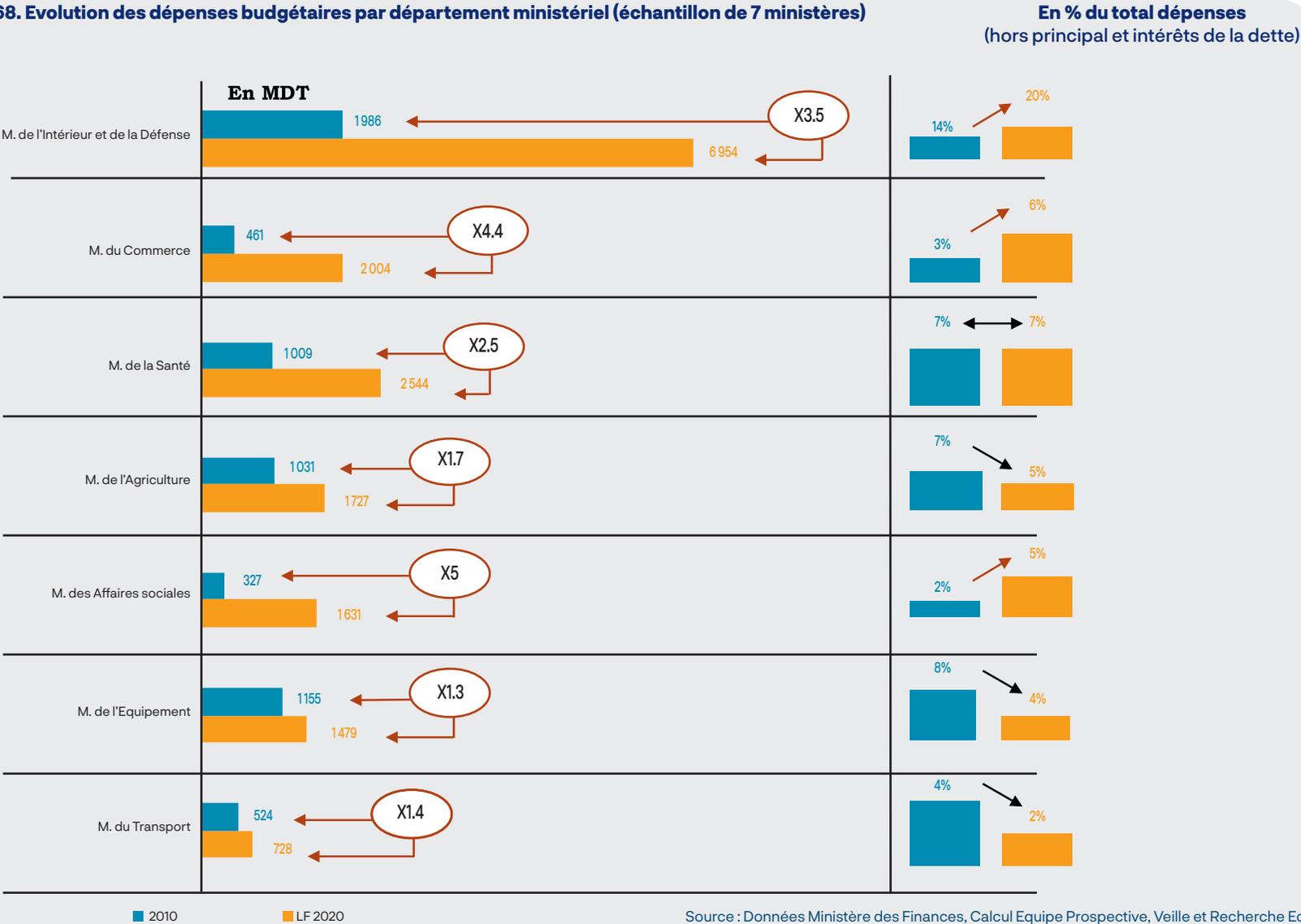
Pour la 1^{ère} fois, le Maroc a procédé à la couverture des importations du gaz butane pour le 2^{ème} semestre 2019.

Cette opération a permis de réduire le coût de la compensation de 259 M\$US. Elle a également contribué à l'amélioration des perspectives de la notation souveraine :

S&P a relevé les perspectives de " négatives " à " stables ", en indiquant que le recours à ce mécanisme par le Maroc figure parmi les facteurs ayant abouti à cette amélioration.

2. Evolution par rapport à 2010

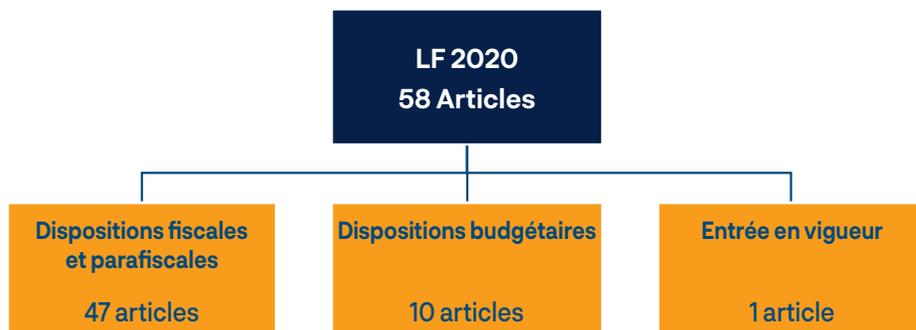
Graphique 68. Evolution des dépenses budgétaires par département ministériel (échantillon de 7 ministères)



Source : Données Ministère des Finances, Calcul Equipe Prospective, Veille et Recherche Economique

c. Principales dispositions de la LF 2020

La LF 2020 prévoit 58 articles répartis entre dispositions budgétaires et fiscales.



Principales dispositions

- **Abrogation de la contribution exceptionnelle de 1%** sur les transactions des banques, des compagnies d'assurance, des sociétés exerçant dans le secteur des télécommunications et des sociétés exerçant dans le secteur du pétrole et des hydrocarbures.
- **Augmentation du taux de la Contribution Sociale Solidaire (CSS)** pour certaines sociétés (pour 3 ans 2020-2022) :
 - 3% pour les banques, établissements financiers et compagnies d'assurance
 - 2% pour les autres sociétés soumises à l'IS au taux de 35%.
- **Révision du plafond ouvrant droit à déduction des intérêts au titre des prêts d'habitation** : il est fixé désormais à 200 000 MDT hors taxes. (Art.40).
- **Harmonisation du régime fiscal de l'assurance islamique** (Art 11-22)
- **Application d'un taux réduit de 13.5%** pour les services de conseil et d'étude à forte valeur ajoutée pour les bénéfices réalisés en 2021 (Art 26).

- Encouragement à l'introduction en bourse (Art 37,38) :
 - **Introduction au marché principal** : Réduction du taux de l'IS de 25% à 15% pendant 5 ans pour les sociétés soumises à l'impôt au taux de 25% ou 35%, autres que les sociétés exerçant dans les domaines des opérateurs de réseaux téléphoniques, des services au secteur d'hydrocarbures, ou du raffinage et de vente du pétrole
 - **Introduction au marché secondaire** : Réduction du taux de l'IS de 25% à 15% pendant 5 ans, sans minimum d'impôt et déduction d'une quote-part des bénéfices provenant de l'exploitation ainsi que les bénéfices exceptionnels des quatre premières années qui suivent l'année de l'admission.
- **Reconnaissance des documents électroniques fiables dans la procédure d'enregistrement** (Art 23)

Moody's améliore les perspectives de la Tunisie⁴⁰

L'agence de notation Moody's améliore les perspectives de la notation souveraine de la Tunisie de "négatives" à "stables".

Cette décision a été motivée par l'amélioration de plusieurs indicateurs tels que le rétrécissement du déficit courant, l'amélioration du stock des réserves et la baisse de la dette publique.

En ce qui concerne la notation, elle a été maintenue à B2, en raison de la vulnérabilité externe qui demeure importante et la chétivité de la croissance (taux réalisés et prévus).

Globalement, cette amélioration des perspectives de la notation souveraine est porteuse d'un message positif et rassurant, mais nécessite une concrétisation en termes de redressement de la situation économique en vue de renouer avec une croissance plus robuste, et de consolidation des équilibres budgétaires et extérieurs.

⁴⁰ Fitch Ratings a maintenu la notation et les perspectives souveraines de la Tunisie (B+, perspectives négatives)

B.

Perspectives nationales

Nous avons opté pour une présentation dualiste des perspectives pour 2020, soit avant Covid-19 et post-Covid-19. Probablement, le monde après le Covid-19 ne ressemblerait plus à celui que nous avons connu et qu'on pensait immuable avec des certitudes économiques et monétaires inébranlables. Toutefois, une fois que l'économie mondiale dépasse cet épisode douloureux, la réalité économique de chaque pays se dessinera en fonction de la nouvelle donne mais aussi (et c'est qu'il ne faut pas occulter) en fonction des caractéristiques fondamentales de l'avant Covid-19. L'indulgence des institutions financières internationales (s'il y en aurait) ne sera pas durable et le marché financier international, pour ceux qui l'ont oublié, n'a jamais eu et n'aura jamais d'état d'âme ou de sentiments. C'est pourquoi, cette présentation dualiste des perspectives est nécessaire pour ne pas s'égarer de direction : les vulnérabilités connues avant le Covid-19 sont à adresser et le moratoire (éventuel) ne serait que de courte durée.

I. Perspectives (avant Covid-19)

	Réalisations	Prévisions 2020	Analyse
Croissance	2019 : 1 % 2018 : 2.7% ⁴¹	[1.5% - 2%]	<ul style="list-style-type: none"> Le Chef du gouvernement a récemment déclaré⁴² que le taux de croissance serait de 1.5% en 2020.
Déficit des paiements courants en % du PIB	2019 : 8.8% du PIB (10 014 MDT) 2018 : 11.1% du PIB (11 722 MDT)	[7% - 8.8%]	<ul style="list-style-type: none"> Compte tenu du poids du déficit énergétique au niveau du déficit des paiements courants, le trend du prix du Brent observé durant le 2 premiers mois 2020 et les évolutions postérieures militeraient pour un prix du baril moyen en 2020 qui serait nettement inférieur à celui observé en 2019 (64.1 \$US/bbl), ce qui contribuerait à une éventuelle baisse du déficit énergétique. Aussi, le solde de la balance commerciale s'est inscrit en baisse de 6% en GA sur les 2 premiers mois sachant que l'impact du prix du Baril n'y figure pas (moyenne 2 mois 2019 : 61.7 et moyenne 2 mois 2020 : 59.3).
Inflation	Moyenne 12 mois 2019 : 6.7% Moyenne 12 mois 2018 : 7.3%	5.3% en moyenne	<ul style="list-style-type: none"> Il s'agit de la dernière prévision de la BCT, qui prévoit une poursuite de la baisse tendancielle de la variation positive de l'indice des prix (probablement, il s'agit d'un processus désinflationniste qui se confirmerait)
Déficit budgétaire en % du PIB	2019 : 3.5% du PIB 2018 : 4.8 % du PIB	~3% du PIB	<ul style="list-style-type: none"> La trajectoire du prix du baril sur les 3 premiers mois et les évolutions actuelles et attendues autoriseraient une économie à réaliser au niveau du budget de la compensation énergétique (Prix budgété 65 \$US/bbl, sachant qu'une évolution du prix du baril de 1 \$US vaut 142 MDT au niveau du budget de la compensation). Vraisemblablement, le taux de croissance prévu au niveau de la LF 2020 (2.7%) ne serait pas atteint ce qui pourrait avoir un impact sur la collecte fiscale, sachant que le niveau de la pression fiscale a atteint un niveau de 25.7% en 2019. Quant à l'impact budgétaire en rapport avec le support des agriculteurs qui seraient touchés par la sécheresse, le poste dépenses imprévues (760 MDT) serait mis à contribution et donc cette situation ne risquerait pas d'aggraver le déficit budgétaire.
Dette publique en % du PIB	2019 : 72.2% du PIB 2018 : 77.9% du PIB	~75% du PIB	<ul style="list-style-type: none"> Dette publique 2019 : 72.2 % du PIB, Déficit budgétaire 2020 : 3% du PIB Dans la mesure où l'information relative à l'hypothèse du taux de change retenue au niveau du budget 2020 n'a pas été communiquée, l'estimation ne comprend pas une analyse de sensibilité correspondante.
Prix du Brent	Moyenne 2019 : 64 \$US/bbl Moyenne 2018 : 71 \$US/bbl	-	<ul style="list-style-type: none"> Compte tenu de l'incertitude découlant de la complexité de la situation (multifactorielle), l'équipe Prospective, Veille et Recherche Economique estime qu'il est prématuré actuellement d'émettre une estimation concernant la trajectoire des prix annuels : <ul style="list-style-type: none"> - Des estimations récentes de Goldman Sachs tablent sur un prix de 30\$US/bbl au T2 et T3. Bank Of America prévoit un prix annuel de 45 \$US/bbl - L'industrie mondiale, principal consommateur de l'énergie fossile, est en difficulté, et c'est une tendance de fond qui va vraisemblablement durer.

⚠ Les perspectives et les tendances comportent aussi bien les prévisions actualisées de la BCT, ainsi qu'une esquisse d'analyse de l'équipe Prospective, Veille et Recherche Economique-BIAT

⁴¹ Il s'agit d'une mise à jour du chiffre déjà publié 2.5%

⁴² Interview Journal Le Maghreb 8 Mars 2020

II. Premières analyses concernant l'impact du Covid-19 et retour sur les principales réponses budgétaires et monétaires

- Certes, à fin mars, il serait hâtif d'établir des prévisions précises et quantifiées concernant les répercussions éventuelles du Covid-19 sur l'économie tunisienne. Celles-ci seraient tributaires aussi bien des évolutions endogènes que de la conjoncture internationale, plus particulièrement celle de la Zone Euro.
- Avant de présenter une première esquisse (évolutive) de l'impact du Covid-19 sur l'économie Tunisienne, nous revenons sur les principales mesures prises par le Gouvernement et la BCT durant la dernière décade de mars, comme premières réponses à l'impact économique et sociale de la décision du confinement sanitaire.

A. Principales mesures de riposte

1. Mesures générales

Mesures de soutien et d'appui budgétaire	<ul style="list-style-type: none"> a. Création d'un fonds d'investissement à hauteur de 500 MDT visant le financement des entreprises opérant particulièrement dans des secteurs stratégiques et ce à travers le recours à des instruments de quasi-fond propres (le maintien des postes de travail est une condition requise pour le bénéfice de ce support). b. Accélération de la restitution du crédit d'impôt
Mesures de suspension et de report d'échéances diverses de paiement	<ul style="list-style-type: none"> a. Report à fin mai du dépôt de la déclaration de l'impôt sur les sociétés (les activités soumises à un taux d'imposition de 35% ne sont pas concernées par cette mesure). b. Suspension des opérations de contrôle fiscal ainsi que du décompte des délais y afférents (notamment les délais d'opposition) jusqu'à fin mai 2020. c. Report par les BEF des tombées de crédit et de financement arrivant à échéance entre mars et septembre 2020 pour les entreprises classées 0 et 1 suite à leurs demandes. Pour les autres entreprises (classes 2, 3 et 4), la décision de report demeure à la discrétion exclusive des BEF.
Mesures de politique monétaire	<ul style="list-style-type: none"> a. Baisse par la BCT du taux directeur de 100 pbs (de 7.75% à 6.75%) b. Ajustement des modalités de calcul du ratio crédits/dépôts c. La BCT s'est engagée à fournir aux banques la liquidité nécessaire afin de leur permettre de poursuivre normalement leur activité pour faire face aux défis de cette période exceptionnelle.
Autres mesures	<ul style="list-style-type: none"> a. Possibilité de réévaluation des immeubles bâtis et non bâtis (inscrits au niveau des bilans des entreprises) selon la juste valeur avec exonération de la plus-value (de réévaluation). Les biens réévalués ne doivent pas faire l'objet de cession. b. Possibilité d'allègement des amendes douanières pour les entreprises industrielles au titre des jugements ou de procès-verbaux d'avant 20 mars 2020 à condition du paiement des droits et taxes initialement à la charge de ces entreprises. c. Pour les marchés publics dont la réalisation a été retardée, les pénalités de retard ne seront pas appliquées pour les entreprises adjudicataires durant 6 mois.

2. Mesures spécifiques

<p>Entreprises plus sinistrées*</p>	<p>a. Rééchelonnement des dettes fiscales sur une durée de 7 ans b. Suspensions des pénalités de retard en relation avec les défauts de déclaration éventuels sur une période de 3 mois à partir de 1^{er} avril. c. Facilitation des procédures de restitution des crédits de TVA à travers la suspension de la condition du report successif durant 6 mois. Le remboursement sera effectué dans un délai d'un mois. d. A titre exceptionnel, délivrance des attestations de suspension des impôts et taxes sans la présentation préalable des documents requis.</p>
<p>*La notion du périmètre des entreprises les plus sinistrées suite aux conséquences du Covid-19 sera définie par décret après consultation avec les représentants de la cellule de suivi au niveau de la présidence du Gouvernement. A notre avis la célérité est nécessaire à ce niveau pour garantir l'efficacité et l'impact effectif de ces mesures.</p>	
<p>Secteurs plus sinistrés **</p>	<p>a. Mécanisme de garantie à hauteur de 500 MDT des nouveaux crédits de gestion et de maintenance octroyés par les banques jusqu'à fin 2020, remboursable sur 7 ans avec 2 années de grâce.</p>
<p>**Il ressort du communiqué du ministère des Finances que les secteurs les plus sinistrés sont principalement : le tourisme (avec toutes ses composantes), secteur du transport, secteur culturel.</p>	
<p>Mesures PME</p>	<p>a. Ligne de financement à hauteur de 300 MDT pour consolider les ressources allouées aux PME. b. Activation des procédures de prise en charge par l'État de la différence entre le taux d'intérêt des crédits d'investissement et le TMM. Cette mesure a été initialement prévue par la loi d'amélioration du climat d'investissement (47-2019) du 29 mai 2019. Le décret d'application relatif à cette mesure a été publié le 24 décembre 2019, soit 7 mois après la promulgation de la loi.</p>
<p>Mesures entreprises totalement exportatrices</p>	<p>a. Relèvement du pourcentage de vente sur le marché local de 30 % à 100% pour les entreprises opérant dans les industries agroalimentaires et de santé au titre de l'année 2020. b. Relèvement du pourcentage de vente sur le marché local de 30 % à 50% pour les autres entreprises au titre de l'année 2020.</p>
<p>Mesures secteur santé publique</p>	<p>a. Mécanisme de financement de 100 MDT (à travers la Caisse des Dépôts et Consignations,) pour l'acquisition d'équipements pour les établissements hospitaliers. b. Suspension à titre exceptionnel de l'application de la TVA pour les entreprises opérant dans la vente de médicaments (de détail et de gros).</p>

L'application effective de ces mesures est tributaire de la publication des textes d'application



B. Esquisse des perspectives (post-Covid-19)

Analyses et perspectives	
Croissance	<p>a. Même avant le Covid-19, l'hypothèse de croissance a été ajustée à 1.5%.</p> <p>b. L'impact du Covid-19 serait tributaire de l'évolution de la pandémie, de la date et des modalités de la levée du confinement et de la reprise.</p> <p>c. Indépendamment du point (b), certains secteurs d'activité vont subir un impact négatif d'une grande ampleur à l'instar du tourisme, du transport (particulièrement transport aérien et maritime), industries exportatrices (dont les marchés de destination sont à l'arrêt).</p> <p>d. Par ailleurs, le "traumatisme psychologique" engendré par le Covid-19 va certainement impacter le mode de consommation dont le retour à une situation normale ne serait pas rapide.</p> <p>e. Sur la base des éléments susmentionnés, et en appliquant des chocs de contraction (de 40% à 50% sur la VA des secteurs particulièrement impactés), la baisse du PIB serait dans une fourchette de [4% - 5%].</p>
Solde budgétaire en % du PIB	<p>a. L'objectif de -3% du PIB ne serait pas atteint</p> <p>b. L'estimation préliminaire (et évolutive) de la dépense budgétaire exceptionnelle en réponse aux conséquences du Covid-19 est de 2 000 MDT (Sachant qu'en plus une ligne de garantie de 500 MDT est aussi prévue (cf. page 66)).</p> <p>c. La collecte des recettes fiscales (67% des ressources selon la LF 2020), va subir les conséquences des difficultés économiques. Les impôts indirects (TVA, droit de consommation, droit de douane, etc.) vont subir un choc très important et les impôts indirects vont s'inscrire aussi en baisse.</p> <p>d. Vraisemblablement, des coupes significatives vont être opérées au niveau du budget d'investissement prévu initialement à 6 900 MDT.</p> <p>e. La faible croissance du PIB à prix courant (entre 1% et 2%) va accroître mécaniquement le niveau de dégradation du solde budgétaire.</p> <p>f. Sur la base des éléments susmentionnés, le déficit budgétaire se situerait dans une fourchette de [4% - 5%].</p>
Solde des paiements courants en % du PIB	<p>Les répercussions du Covid-19 auraient des conséquences contrebalancées sur les paiements courants :</p> <p>a. La baisse significative des importations (baisse de la consommation des matières premières, des biens de consommation et d'équipement, mais aussi grâce à la baisse drastique des prix internationaux de l'énergie) devrait être plus importante que la baisse des exportations engendrant une éventuelle contraction du déficit de la balance commerciale.</p> <p>b. Perte significative de recettes provenant du tourisme et à moindre degré des TRE.</p> <p>c. Sur la base des éléments susmentionnés, le déficit des paiements courants se situerait dans une fourchette de [7% - 8%].</p>
Inflation	<p>a. Pression inflationniste à partir de mars due à la perturbation des chaînes de logistique en relation avec les conséquences du Covid-19.</p> <p>b. Poursuite de la pression inflationniste en avril et en mai en relation avec le mois de Ramadan.</p> <p>c. L'inflation serait impactée par un éventuel changement du mode de consommation (choisi ou subi) dont la rémission au niveau avant Covid-19 ne serait au rendez-vous qu'en 2021.</p> <p>d. Tenant compte des éléments susmentionnés, l'inflation ne devrait pas dépasser la moyenne de 6% sur l'ensemble de l'année.</p>

— C.

At a glance



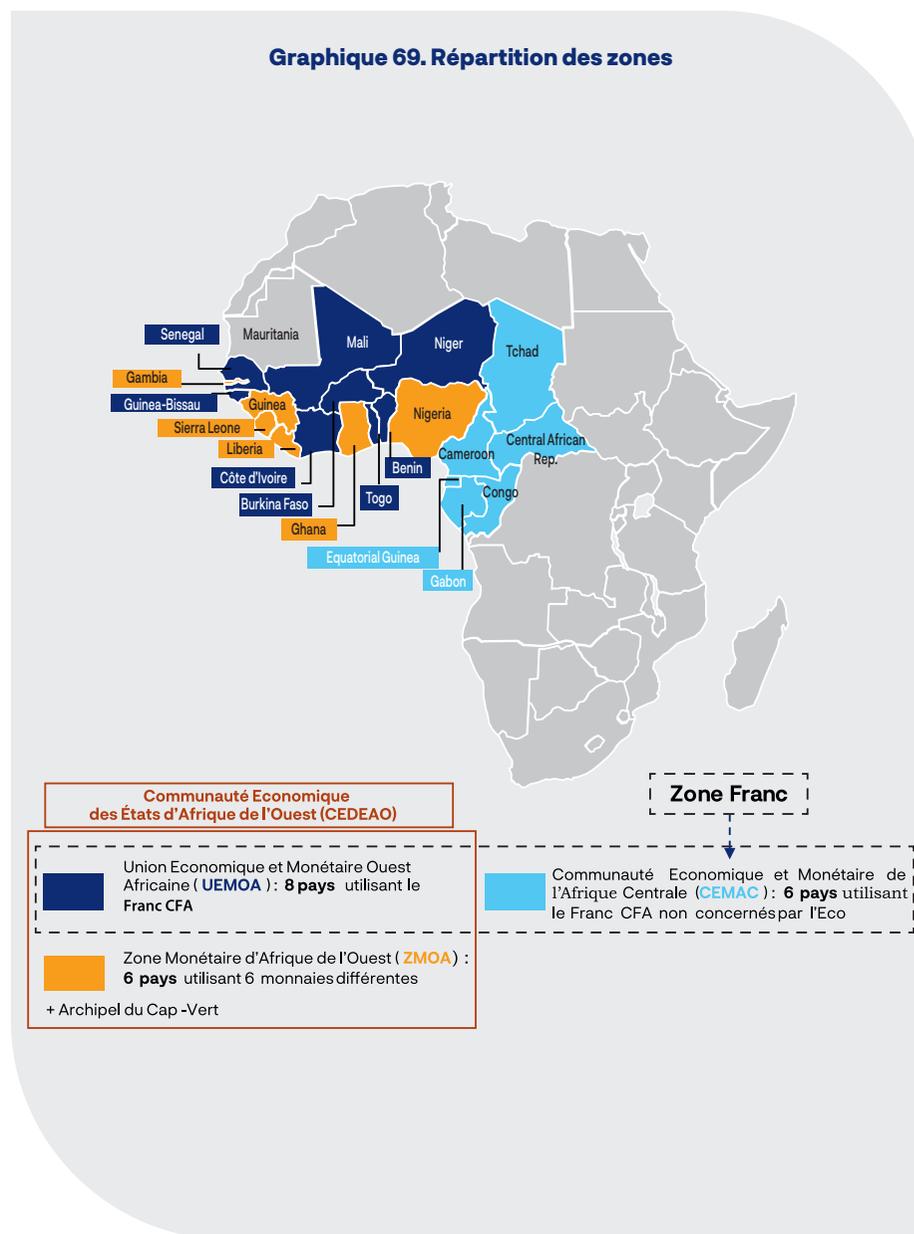
Franc CFA et Eco Une histoire de transition monétaire complexe

- Décembre 2019 : Emmanuel Macron et Alassane Ouattara ont annoncé la fin du Franc de la Communauté financière africaine (CFA) dans les pays appartenant à l'Union Economique et Monétaire Ouest Africaine (UEMOA). Le franc CFA serait remplacé par une nouvelle monnaie " l'Eco " à partir de juillet 2020.
- Il est à noter que tous les pays membre de l'UEMOA font partie de la Communauté Economique des États d'Afrique de l'Ouest (CEDEAO).

La CEDEAO et le projet d'adoption de la monnaie unique : éléments clés de compréhension

- La sous-région CEDEAO est composée de 15 pays⁴³ et divisée en 2 zones distinctes :
 - L'Union Economique et Monétaire Ouest Africaine (UEMOA) : composée de 8 pays adoptant le Franc CFA et ayant une seule banque centrale (Banque Centrale des États de l'Afrique de l'Ouest)
 - La Zone Monétaire d'Afrique de l'Ouest (ZMOA) : composée de 6 pays, ayant chacun sa propre monnaie.
- La CEDEAO envisageait déjà depuis 1983 d'adopter d'une monnaie unique et de créer une banque centrale unique mais le projet a été repoussé à maintes reprises.
- Juin 2019 : Les pays membres de la CEDEAO ont décidé d'adopter une monnaie unique baptisée " Eco " en 2020.

Graphique 69. Répartition des zones



⁴³ Inclut également l'Archipel du Cap-Vert qui n'appartient ni à l'UEMOA ni à la ZMOA

Phase transitoire : abandon du franc CFA dans l'UEMOA

a. Spécificités du franc CFA

- Le franc CFA est la monnaie utilisée dans la **Zone franc** qui regroupe 14 pays⁴⁴ de l'Afrique occidentale (cf. graphique 69) :
 - Union Economique et Monétaire Ouest Africaine (**UEMOA**) : **8 pays**
 - Communauté Economique et Monétaire de l'Afrique Centrale (**CEMAC**) : **6 pays**
- Le franc CFA permet de faciliter les échanges dans la zone franc.
- Le franc CFA est arrimé à l'Euro selon une parité fixe garantie par la France : 1 € = 655.96 francs CFA depuis 1999.

Cet arrimage permet de neutraliser le risque de change et de contribuer à maîtriser l'inflation :

Tableau 14. Inflation moyenne 2000-2019

	Moyenne d'inflation 2000-2019
UEMOA (franc CFA)	~2%
CEMAC (franc CFA)	~3%
ZMOA (6 monnaies différentes) et Cap-Vert	~10%

Source : Entrée dans l'âge de l'Eco : implications de la réforme monétaire en Afrique de l'Ouest, S&P global rating, février 2020

Par ailleurs, la parité fixe inhibe la marge d'intervention des banques centrales de ces États, qui ne peuvent procéder à aucun ajustement du taux change pour apporter des réponses en fonction de la conjoncture économique.

D'aucuns estiment que cette parité pénalise la compétitivité des économies concernées, et par ricochet la croissance du PIB.

⁴⁴ Les Comores font partie de la zone franc mais utilisent leur propre monnaie

Quid du mécanisme de fonctionnement du Franc CFA ?

- Les pays adoptant le franc CFA bénéficient de la garantie de la France en termes de conversion illimitée en €.
- En contrepartie, ces pays ont l'**obligation de centraliser une partie de leurs réserves de change** (de 50 % à 65 %) au Trésor français sur un compte d'opération rémunéré. Un plancher de rémunération a été instauré en 2015 pour assurer une rémunération minimale dans un environnement de taux bas⁴⁵.
- Les comptes offrent la possibilité d'un découvert illimité, donnant lieu à un paiement d'intérêts en cas de position débitrice. Pour éviter que les comptes d'opérations ne deviennent durablement débiteurs, un dispositif d'alerte existe.

b. Du Franc CFA vers l'Eco, quels changements ?

- L'adoption de l'Eco implique notamment l'**abandon de l'obligation du dépôt des réserves de change au niveau de la Banque de France**. Ainsi, ces réserves seraient placées en fonction de la politique monétaire souveraine de la Banque Centrale des États de l'Afrique de l'Ouest.
- Par ailleurs, cette réforme entérinerait l'**exclusion de la représentation française au niveau des instances de gouvernance de UEMOA**.
- Néanmoins, les pays de l'UEMOA continuent à bénéficier de :
 - La parité fixe avec l'Euro
 - La garantie de la France en termes de convertibilité en €
- L'**abandon du franc CFA est partiel** dans la mesure où il concerne uniquement les **8 pays de l'UEMOA**⁴⁶. En effet, il s'agit d'une 1^{ère} étape dans le cadre du projet de la monnaie unique des 15 pays de la CEDEAO.

⁴⁵ Banque de France : NOTE d'information, La zone Franc septembre 2017

⁴⁶ Les pays de la CEMAC ont lancé un projet pour étudier l'évolution de leur monnaie en novembre 2019 indépendamment de la décision prise par l'UEMOA

L'adoption future de l'Eco ... prérequis, contraintes et défis

a. Prérequis

- L'abandon du Franc CFA dans l'UEMOA en faveur de l'Eco
- Le remplacement des monnaies nationales des 6 pays de la ZMOA et du cap vert par l'Eco
- Principaux critères de convergence :
 - Taux d'inflation <10% : La cible quantitative de ce critère est loin d'être conventionnelle. En effet, elle tient compte des écarts importants observés (cf. tableau 13)
 - Déficit budgétaire < 3% du PIB
 - Dette publique < 70% du PIB
 - Financement du déficit budgétaire par la Banque Centrale < 10 % des recettes fiscales de l'année précédente.

b. Contraintes et défis

i. Incertitude quant au régime de change à appliquer

Les avis concernant le régime de change à adopter sont mitigés :

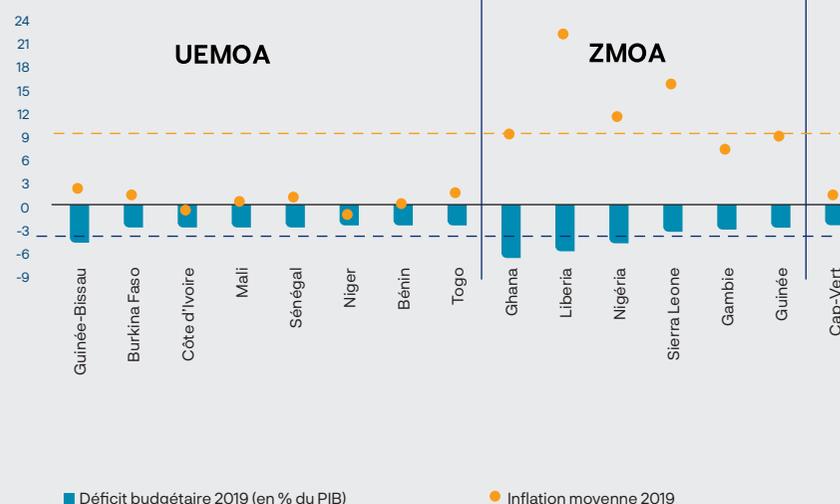
- L'adoption d'un régime de change fixe (parité fixe avec l'Euro) est **théoriquement possible** en intégrant progressivement les pays de la ZMOA dans l'UEMOA. Mais cette intégration nécessiterait l'accord du Conseil de l'Union Européenne après consultation de la BCE. "Cependant, la volonté de la France de garantir la convertibilité d'un " Eco " élargi à d'autres économies n'est pas certaine"⁴⁷.
- Par contre, l'adoption d'un régime de change flexible comprend des risques en relation avec l'évolution de la trajectoire du taux de change : L'Eco, en devenir, ne serait pas à l'abri d'une dévaluation subie qui serait douloureuse. Quid d'une dévaluation volontaire et programmée ? En effet, bien qu'une dévaluation puisse renforcer la compétitivité à l'exportation, elle aura certainement un impact négatif sur la valeur de la dette (en majorité extérieure). Selon S&P⁴⁷, le Sénégal, la Côte d'Ivoire et le Togo seraient les pays de l'UEMOA les plus impactés par une dévaluation de la monnaie, et ce en tenant compte de 3 critères : la structure de leurs dettes publiques, le niveau de leurs déficits budgétaires et le poids des importations.

⁴⁷ Entrée dans l'âge de l'Eco : implications de la réforme monétaire en Afrique de l'Ouest, S&P global rating, février 2020

ii. Volte-face du Nigeria

En février 2020, le Nigeria a demandé de repousser la date de l'adoption de l'Eco, prévue initialement en juillet 2020. Cette demande est justifiée par les écarts importants observés au niveau des pays de la ZMOA en termes d'atteinte des critères de convergence (cf. graphique 70).

Graphique 70. Un écart important en termes d'atteinte des critères de convergence



- La position du Nigeria pourrait **entraver la concrétisation du projet de la monnaie unique**, en raison du poids important qu'occupe le Nigeria dans l'économie de la CEDEAO : 75% du PIB de la CEDEAO et trois fois plus que celui de l'UEMOA.
- Le report de l'adoption de l'Eco dans l'attente de l'alignement des pays concernés sur les critères de convergence va certainement retarder le processus de l'intégration monétaire de la CEDEAO, vu l'ampleur de ces écarts et le temps nécessaire pour les réduire. Entre un aboutissement du projet qui tolérerait des écarts acceptables et le blocage intransigeant quant au respect des critères de convergence, l'arbitrage serait certainement difficile.

Follow up : publication de 2 décrets d'application de la loi d'amélioration du climat d'investissement

- 2 décrets d'application de la loi d'amélioration du climat d'investissement (47-2019), ont été publiés récemment :

- 25 février 2020 (9 mois après la promulgation de la loi) : décret 105-2020 fixant les mesures relatives à la création de projet de **production et de vente de l'électricité à partir des énergies renouvelables**.

- 24 décembre 2019 (7 mois après la promulgation de la loi) : décret 1178-2019 relatif à la **prise en charge par l'État de la différence entre le taux d'intérêt des crédits d'investissement et le TMM**.

- Il est à noter que la loi transversale avait annoncé **2 autres décrets d'application, encore non publiés** :

- **Chapitre I : Dispositions générales (article 2)** : un décret d'application pour la définition des conditions et des modalités relatives à la réduction des délais des procédures des organismes publics et l'interdiction de la double demande du même document.

- **Chapitre III : Facilitation du financement des entreprises (article 25)** : un décret d'application pour la définition "des petits projets et des conditions simplifiées applicables" dans le cadre des "concessions aux conditions simplifiées".

1. Chapitre II : Simplification de la création des entreprises et des projets (article 7) - Conditions et modalités de réalisation des projets de production et de vente d'électricité à partir des énergies renouvelables

- Les dispositions de ce décret complètent celles du décret 1123-2016 en offrant la **possibilité de créer une entreprise d'autoproduction d'électricité** à partir des énergies renouvelables. L'auto-consommateur (ou les auto-consommateurs) ayant contracté des contrats d'approvisionnement en électricité avec cette entreprise doivent participer à son capital (exclusion faite des collectivités locales).
- Le décret maintient également la possibilité octroyée à toute collectivité locale ou établissement public ou privé opérant dans les secteurs de l'industrie, de l'agriculture ou du tertiaire **de produire de l'électricité** à partir des énergies renouvelables à **des fins d'autoconsommation**.
- Les structures susmentionnées, ayant une **capacité électrique installée dépassant le seuil minimum⁴⁸**, ont le droit de :

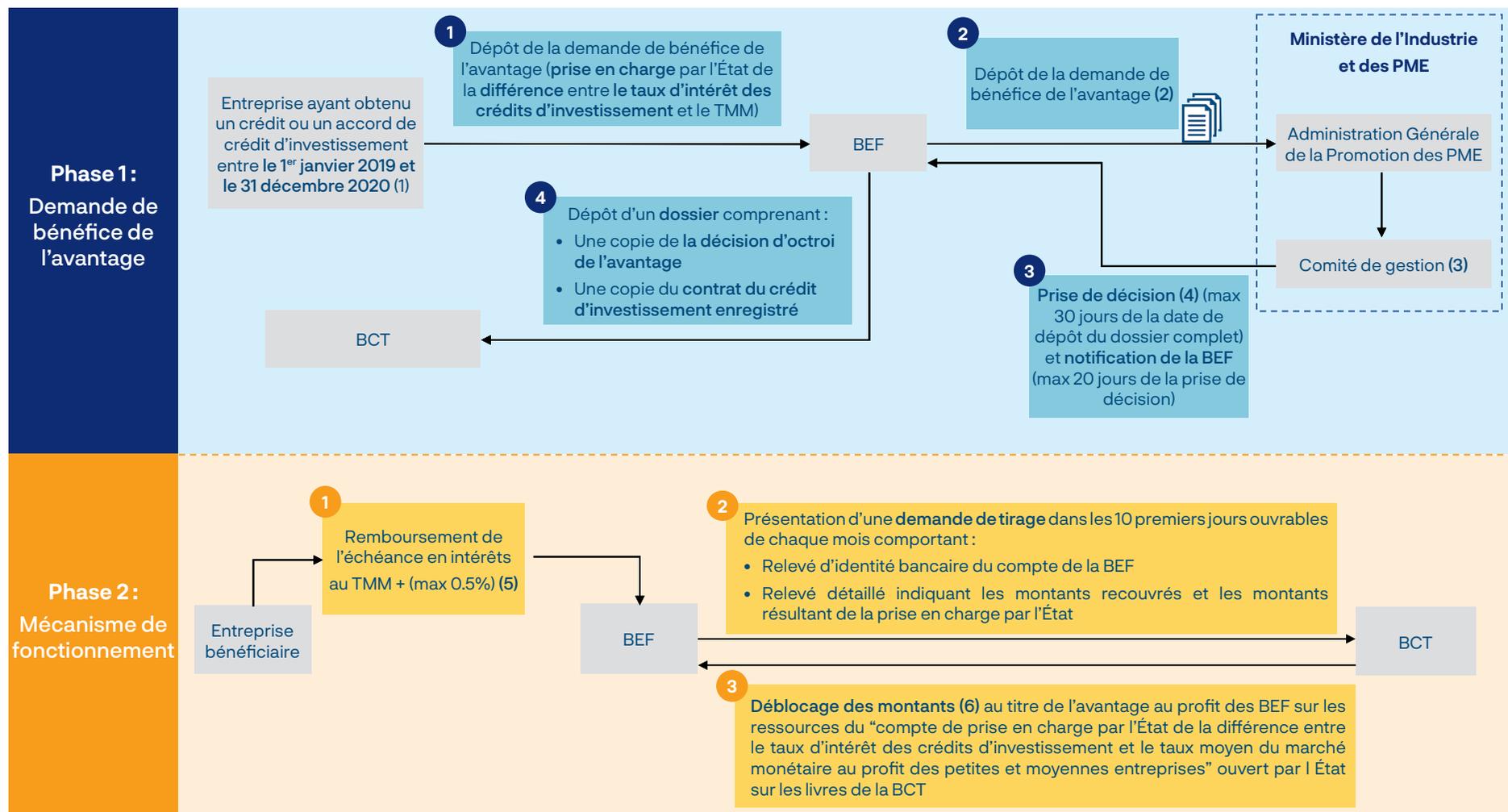
- Transporter l'électricité produite à travers le réseau électrique national jusqu'à leurs points de consommation.
- Vendre l'excédent de production dans la limite de 30% de la production annuelle.
- Les prix de vente et de transport seront fixés par une décision du Ministre en charge de l'énergie.

1. Chapitre III : Facilitation du financement des entreprises (article 21) - Prise en charge par l'État de la différence entre le taux d'intérêt des crédits d'investissement et le TMM

- Le schéma suivant clarifie et consolide les différentes dispositions et conditions présentées au niveau de la loi 47-2019, du décret 1178-2019 et la circulaire de la BCT n°2020-04 du 24 février 2020.

⁴⁸ Le seuil minimum sera fixé par un arrêté du Ministre en charge de l'énergie

Mécanisme de fonctionnement de la prise en charge prise en charge par l'État de la différence entre le taux d'intérêt des crédits d'investissement et le TMM



(1) La date d'enregistrement du contrat est prise en compte pour la détermination de la date d'octroi du crédit.



(2) Documents requis :

- Attestation de dépôt de déclaration de l'investissement auprès des organismes concernés.
- Fiche de présentation de l'investissement précisant la structure du capital, les taux de participation et le schéma de financement.
- **Copie du contrat de crédit d'investissement enregistré** accompagnée d'une copie du tableau d'amortissement.

Point d'attention ! L'obligation de l'enregistrement du contrat avant l'approbation de la demande du bénéfice pourrait être considérée comme "contraignante" dans la mesure où certains investisseurs seraient intéressés par la souscription du crédit seulement s'ils bénéficient de cet avantage.

- Tableau d'exploitation prévisionnel pour les 5 prochaines années au moins.
- Etats financiers **certifiés par le commissaire aux comptes** pour les investissements d'extension.

Point d'attention ! Cette condition pourrait éliminer systématiquement les entreprises désirant engager des travaux d'extension, mais qui ne disposent pas d'un commissaire aux comptes

(3) Création d'un comité de gestion au sein du ministère en charge de l'industrie et des PME, **présidé par le Ministre en charge de l'industrie et des PME** et composé de :

- Un représentant du ministère en charge l'industrie et des PME
- Un représentant du ministère en charge des finances
- Un représentant du MDICI
- Un représentant de la BCT
- Un représentant de l'association professionnelle tunisienne des BEF

(4) Conditions de bénéfice de l'avantage :

- Les PME exerçant dans le secteur agricole et les autres secteurs productifs⁴⁹.

⁴⁹ Exclusion faite des secteurs du commerce, financier, de la promotion immobilière et des hydrocarbures et des mines

- Le coût d'investissement, y compris les investissements de création et d'extension, se situe entre 150 000 DT et 15 MDT y compris le fonds de roulement.
- L'avantage est accordé **par décision du Ministre en charge de l'industrie et des PME, suite à l'approbation de la demande par le comité de gestion.**

(5) La marge bénéficiaire appliquée par les BEF ne doit pas dépasser 3.5%. L'État prend en charge la différence entre le taux d'intérêt appliqué et le TMM dans la limite de 3%.

(6) Pour les montants payés au titre des intérêts échus avant la décision d'octroi de l'avantage, les entreprises bénéficiaires peuvent demander la restitution des montants dus au titre dudit avantage (cf. circulaire BCT n °2020-04 du 24 février 2020).

Le bénéfice de l'avantage est maintenu en cas de remboursement d'une ou de plusieurs échéances des crédits d'investissement avant les délais prévus dans les tableaux d'amortissement (cf. circulaire BCT n °2020-04 du 24 février 2020).

Dans quels cas la décision d'octroi de l'avantage pourrait être annulée ?

- Enregistrement de 3 retards consécutifs dans le remboursement des échéances du crédit par l'entreprise bénéficiaire.
- Rééchelonnement des crédits d'investissement objet de l'avantage ou la soumission de l'entreprise à une restructuration financière.
- Exercice par la banque ou l'établissement financier d'un recours pour le paiement du crédit objet de l'avantage.
- Les BEF sont **tenus d'informer la BCT** chaque fois qu'ils constatent l'une des situations susmentionnées, sachant que pour la première situation les BEF **doivent informer dès le 1^{er} retard de remboursement.**

Point d'attention ! Compte tenu des circonstances actuelles, il est fort probable que plusieurs entreprises ayant bénéficié de l'avantage puissent accuser des retards de remboursement. Ces cas de figure ne devraient pas aboutir, à notre avis, à une annulation de l'avantage octroyé.

D.

Focus



Privatisation de la Française des Jeux : Un “Pari” réussi ?

C'est l'une des plus importantes privatisations dans l'histoire de la France, en termes de valeur, mais aussi il s'agit de la privatisation la moins problématique.

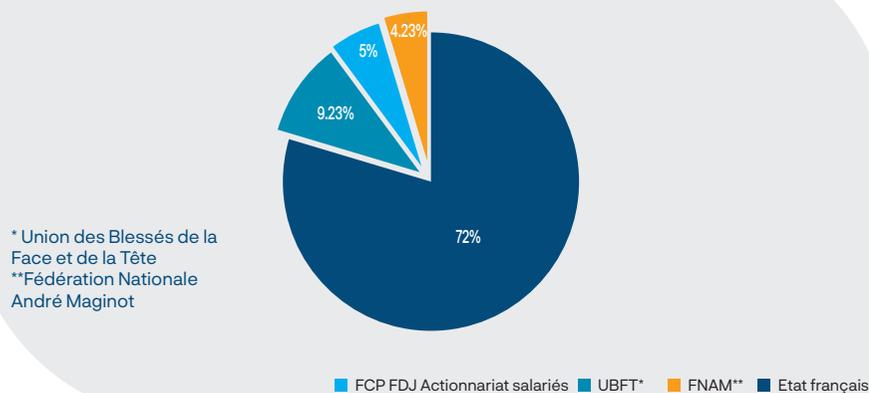
1. Présentation de la Française des jeux

- 2^{ème} loterie européenne et 4^{ème} à l'échelle mondiale
- Un résultat net par action de 0.9 €

Indicateur	Valeur (En millions €)
Chiffre d'affaires	1 803
EBITDA	315
Résultat Net	170
CAPEX	93
Excédent net de trésorerie	574
Endettement Financier Net ⁵⁰	-655
Situation nette comptable	564

Données 2018 sauf pour l'endettement financier net (30-09-2019)

Graphique 71. Répartition du Capital & Droits de Vote avant privatisation



50 Dettes financières – (Trésorerie + créances financières)

2. Une privatisation qui s'inscrit dans le cadre d'une stratégie cohérente et ambitieuse

- Cette privatisation (cession de 52% du capital sur 72% détenue par l'État) est loin d'être une opération solitaire ou orpheline et c'est probablement à ce niveau que se situe sa clé de réussite escomptée.
- En effet, il s'agit d'une opération faisant partie d'un bouquet de privatisations qui s'inscrit lui-même dans le cadre de la loi n°2019-486 : Plan d'action pour la croissance et la transformation des entreprises (loi PACTE). Cette loi, promulguée le 22 mai 2019, marque **une nouvelle étape dans la transformation économique de la France.**
- Parmi les mesures prévues par le législateur, des cessions de participations publiques doivent venir alimenter le Fonds pour l'innovation et l'industrie (créé en 2018).

“Nous avons créé un fonds, financé par des cessions d'actifs ; c'est un choix que j'assume. L'argent public est plus utile dans ce fonds pour l'innovation que dans le capital d'entreprises rentables. Ne pas le sortir serait plus tranquille mais pas responsable.

L'argent public ne peut pas être mieux employé que dans des investissements sur l'innovation de rupture”



Bruno Le Maire
Ministre de l'Economie et des Finances

Le Fonds pour l'innovation et l'industrie est doté de 10 milliards € grâce à des cessions d'actifs.

Le rendement de ce fonds serait de 2.5% à terme, ce qui permettrait de générer 250 M€/an, qui seront dédiés au financement de l'innovation de rupture, pour garantir la souveraineté scientifique et technologique de la France et son développement économique, selon les priorités suivantes⁵¹:

- 70 M€ d'aides individuelles dans le cadre du plan **Deep Tech**
- 120 M€ sur les **Grands Défis**
- 25 M€ pour le **plan Nano 2022**
- Environ 35 M€ pour le plan **Batteries**.

Plusieurs experts ont considéré que le taux de rendement du fonds (2.5%) est relativement optimiste.

3. Un mode opératoire qui renoue avec l'actionnariat populaire...et qui tire profit des taux bas

Il fallait être créatif pour être attractif ! Le Gouvernement français, en renouant avec "l'actionnariat populaire" a réussi à susciter l'intérêt pour les privatisations des entreprises publiques et à raviver l'appétit pour le marché financier des actions.

La Bourse et les Français : une relation encore compliquée

La Bourse n'est pas le réceptacle favori des Français pour leurs investissements financiers : c'est ce que démontrent les dernières statistiques de la Banque de France : au 3^{ème} trimestre 2019, les placements financiers des ménages représentaient 5 276 milliards € au total.

A l'intérieur de cette masse, les actions cotées détenues directement **représentent uniquement 5.4%**. La grande partie du patrimoine financier reste épargnée sur les livrets réglementés (Livret A par exemple), les assurances-vie Euro ou tout simplement sur les comptes courants (11 % du total). Autrement dit, détenir une action est encore loin d'être une habitude très répandue pour les ménages.

⁵¹ Répartition prévisionnelle (source : <https://www.gouvernement.fr/le-fonds-pour-l-innovation>)

Le Gouvernement, à travers le bouquet des privatisations prévues, poursuit un but économique : orienter l'abondante épargne des Français vers les entreprises. Les convaincre de mettre moins d'argent sur leur Livret A ou dans l'assurance vie, et **d'avantage dans l'économie productive** : l'investissement plutôt que la rente⁵² !

Par ailleurs, il ne faut pas perdre de vue que la privatisation de la FDJ à travers l'introduction en bourse, **a bénéficié d'un contexte exceptionnellement favorable** : les taux d'intérêts sont pratiquement nuls, ce qui réduit d'autant le rendement du livret A et des assurances-vie.

En outre, pour la partie de l'offre destinée aux personnes physiques et aux détaillants FDJ, des mesures incitatives ont été prévues : **une décote de 2%** sur le prix des titres (par rapport à la fourchette des prix prévue pour les investisseurs institutionnels), et une action gratuite pour 10 achetées, à condition de ne pas les revendre avant 18 mois.

L'opération, qui a porté sur la cession de **52% du capital de la FDJ**, se décline comme suit :

- Un Placement Global principalement destiné aux investisseurs institutionnels en France et à l'étranger : fourchette indicative de prix entre 16.17 € et 19.90 € par action
- Une Offre à Prix Ouvert (OPO) principalement destinée aux personnes physiques et aux détaillants FDJ : fourchette indicative de prix entre 16.17 euros et 19.50 € par action
- Une Option de "Surallocation" portant sur la cession par l'État d'actions FDJ supplémentaires, représentant un maximum de 15 % du nombre cumulé d'actions cédées dans le cadre de du Placement Global et de l'OPO
- Une Offre Réservée aux Salariés.

Le PER⁵³ ressortant du prix moyen d'introduction est d'environ 22. Il se situe dans la fourchette haute des PERs des actions du CAC 40 (12^{ème} soit pratiquement un PER égal à celui des actions Airbus et Veolia Environnement).

⁵² C'est l'un des axes majeurs de la politique économique portée par le Président Français Emmanuel Macron

⁵³ Price Earning Ratio = Valeur boursière de l'action/Bénéfice Net par Action

Néanmoins, la politique de distribution de dividendes de la FDJ est particulièrement intéressante dans la mesure où 80% du bénéfice net est distribué (soit le 3^{ème} taux de distribution le plus élevé du CAC 40⁵⁴). La FDJ s'est engagée à maintenir ce taux de distribution pour les prochaines années, d'autant plus que le secteur d'activité des jeux du hasard et d'argent affiche une rentabilité durable qui ne présente pas de corrélation avec l'évolution de la conjoncture économique. Toutefois, à long terme, le "business model" serait mis à l'épreuve avec le développement des jeux en ligne. Il est à signaler à ce propos qu'hormis la loterie (monopole de la FDJ indépendamment du canal de distribution), les autres jeux du hasard sont libres à la concurrence en ligne.

D'ailleurs la note d'opération de la FDJ approuvée par l'AMF relève "un risque de défaut de compétitivité en matière de paris sportifs en ligne en raison d'une intensité concurrentielle exacerbée du fait d'un taux de volatilité des joueurs élevé".

4. Quid du bilan de cette opération...

- L'opération de privatisation de la FDJ est une concrétisation d'un choix de politique publique, ce qui constitue en soi une réussite : gouverner est in fine concrétisation opérationnelle de choix stratégiques...
- Ensuite, le **mode opératoire** est lui-même une réussite : le prix d'introduction a été fixé au final à 19.90 € (soit le haut de la fourchette initiale annoncée) pour les investisseurs institutionnels. Après application de la décote, le prix de l'action s'établit à 19.50 € pour les particuliers. Par ailleurs, 40% des actions objet de l'offre ont été souscrites par des personnes physiques et par des détaillants du réseau FDJ.

A ce niveau, la réussite est à relever au niveau du nombre record des personnes physiques servies : 484 000. Environ un demi-million de Français ont été servis. Encore une fois le mode opératoire a favorisé la matérialisation d'un engouement (la demande s'est élevée à 11 milliards €) qui aurait pu se dissiper : en effet, les ordres d'un montant individuel inférieur ou égal à 2 000 € ont été considérés comme prioritaires et ont été intégralement servis.

Nouvelle structure (*) du capital de la FDJ après introduction en Bourse

État Français	20%
Investisseurs Particuliers (Public)	21%
Investisseurs institutionnels	23%
UBFT	13.5%
Salariés	7%
FCP-FDJ	5%
FNAM	4.23%
Confédération nationale Buralistes	1.95%
Autres	7.82%

(*) La répartition définitive exhaustive n'a pas été communiquée. Ce tableau de répartition a été élaboré sur la base de la communication de l'APE, sur la répartition théorique post-introduction (note d'opération) et sur le recoupement de certaines données.

- Une évolution rassurante et prometteuse du cours de l'action FDJ

Graphique 72. Evolution du cours de l'action FDJ



Source : Zonebourse.com

⁵⁴ Distributions 2019 sur la base du bénéfice net 2018

Après plus de 2 mois de l'introduction en bourse de la FDJ, l'évolution du cours de l'action est plus que rassurante pour les nouveaux actionnaires (+18%). La consolidation de ce trend ne pourrait que dissiper définitivement le resurgissement des "démons du passé" en relation avec l'évolution des cours en bourse suite à la privatisation de certaines entreprises publiques.

• **L'État sécurise les perspectives de la FDJ...en "empochant" des centaines de millions €**

Par ailleurs, l'État, dans un objectif de "sécurisation" des perspectives économiques et de rentabilité de la FDJ, va maintenir les droits exclusifs sur la loterie en ligne et en points de vente et les paris sportifs en points de vente pour une durée de 25 ans. En contrepartie, la FDJ va verser à l'État (avant le 30 juin 2020) une "petite cagnotte" de 380 M€.

• **Qu'en est-il des ressources levées par l'État au titre de cette opération ?**

Selon l'Agence des Participations de l'État (APE), le nombre total d'actions FDJ cédées par l'État (y compris au titre de l'offre réservée aux salariés, l'option de "surallocation" et la réserve d'actions gratuites) s'élève à 99 320 000 (52% du capital) pour un montant brut d'environ 1 888 M€.

Le montant résultant de la privatisation représente 2.25 des dividendes cumulés perçus par l'État durant les 10 dernières années (2009-2019) (deux fois et un quart).

(En M€)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Dividendes perçus par l'État actionnaire	61.2	59.8	60.6	82.5	98.6	95.8	98.9	89.3	93.6	87.8

Certes, à l'avenir, les dividendes qui seraient encaissés par L'État, vont baisser des 2/3 compte tenu de la cession des 52% du capital (sur les 72% du capital antérieurement détenue par l'État). Néanmoins, les dividendes encaissés annuellement par l'État ne lui offrent pas une force de frappe pour financer des stratégies économiques structurantes. C'est pourquoi, la balance des avantages et inconvénients financiers penche pour la réalisation de cette opération.

• **Un agrément de l'État pour stabiliser le périmètre d'actionariat et éviter une remise en cause des orientations stratégiques de la FDJ**

La note d'opération d'introduction en bourse de la FDJ prévoit que "La possession, directe ou indirecte, d'actions ou des droits de vote de la FDJ représentant plus de 10% (ou d'un multiple de 10%) par une personne physique ou morale, agissant seule ou de concert, devra faire l'objet d'une autorisation préalable par le ministre chargé de l'économie et du budget."

L'instauration de cette prérogative dite "d'agrémentation", pour le dépassement des seuils susvisés, poursuit un objectif d'évitement du risque d'un changement d'orientation stratégique suite à une montée au niveau du capital de la FDJ d'une personne physique ou morale. Il s'agit in fine de préserver la trajectoire future de la FDJ d'éventuelles surprises.

• **L'État actionnaire minoritaire mais toujours collecteur exclusif de recettes fiscales qui se chiffrent à des milliards**

L'essentiel des recettes récurrentes encaissées par l'État en relation avec la FDJ ne se situe pas au niveau des dividendes : en effet ce sont les recettes fiscales et essentiellement les prélèvements sur les produits bruts des jeux exploités par la FDJ qui représentent une contribution importante aux finances publiques et ont totalisé 3 430 milliards € en 2018 soit 1.2% de l'ensemble des ressources fiscales (nettes) et environ 14% des autres recettes fiscales.

5. Pour aller plus loin : la contribution économique des entreprises publiques en France

La mise en bourse de la FDJ s'inscrit dans le cadre d'une nouvelle stratégie de l'État actionnaire qui entend se désengager des entreprises ne présentant pas de forts enjeux de souveraineté (comme dans l'énergie ou la Défense) ou de service public (comme dans les transports ferroviaires) **pour se concentrer sur le financement d'une innovation de rupture sans aggraver l'endettement de l'État.**

Au-delà de l'opération de privatisation de la FDJ à travers l'appel public à l'épargne, une analyse rétrospective sur la période 1985-2016 fait ressortir une baisse significative du poids des entreprises publiques dans l'économie⁵⁵. Ainsi, la contribution dans la VA du secteur marchand (hors agriculture et secteur financier) est passée respectivement de 25% (1985) et 15% (1995) à 6% uniquement (2016).

⁵⁵ Champ : ensemble de l'économie marchande hors secteurs agricoles et financiers.

Graphique 73. Evolution du poids du secteur public dans l'économie



Source : INSEE

(*) Essentiellement les bâtiments et les machines. (**) VA brute au coût des facteurs jusqu'en 2008, hors taxes depuis 2009. (***) Au 31 décembre.

La baisse enregistrée est expliquée par le rétrécissement du périmètre des entreprises publiques dont le nombre a baissé de 934 entités (-35%) entre 1995 et 2016.

Graphique 74. Evolution du nombre de sociétés contrôlées majoritairement par l'État



Source : INSEE

Pays des Cèdres, La Fontaine et une histoire de déficits jumeaux malheureux...

1. Préambule

Le Liban, pays des cèdres et de Fayrouz, connaît depuis plusieurs mois une crise multidimensionnelle : politique, économique, financière et sociale

Tableau 15. Paiements courants, Solde budgétaire et Dette publique en % PIB

	2000	2004	2010	2015	2018	2019
Solde budgétaire	-25.3%	-10.3%	-7.5%	-9.1%	-11%	-9.8%
Solde paiements courants	-17.6%	-20.8%	-19.6%	-19.3%	-25.6%	-26.4%
Dette publique brute	154%	184%	137%	141%	151%	155%

Si "crise politique" est un concept auquel le Liban a fait perdre sa quintessence (depuis les législatives de 2009, le pays a été gouverné par des cabinets démissionnaires pendant un total cumulé de 805 jours, soit plus de deux ans⁵⁶), le pays des cèdres vit depuis 6 mois une crise sociale, financière et économique. Une crise aigüe qui ne cesse de s'auto-amplifier mettant à nue les vulnérabilités multidimensionnelles du Liban.

Si le récit de cette crise a comme préambule l'annonce par le gouvernement de l'instauration d'une taxe sur les appels effectués via "WhatsApp", ses racines sont beaucoup plus profondes.

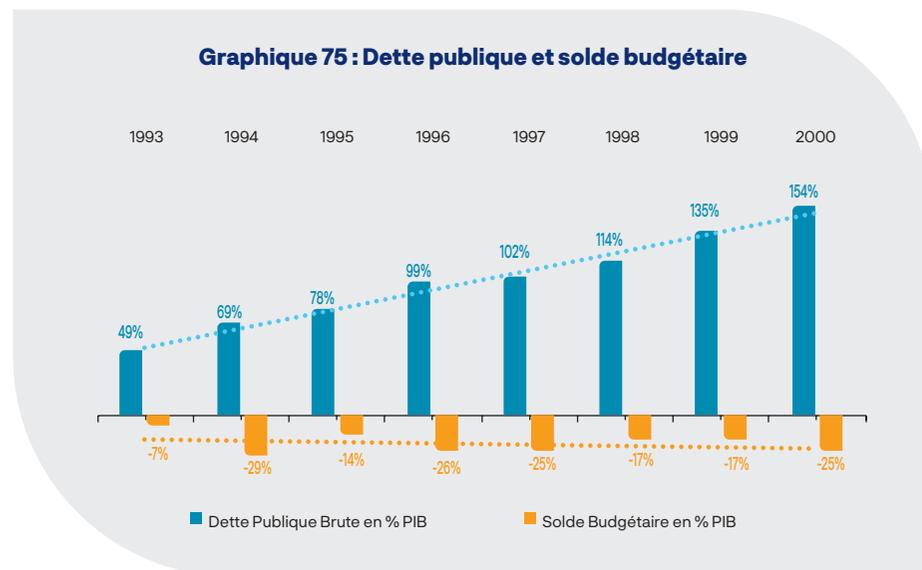
L'instauration de cette taxe dans un pays à l'économie exsangue a fait exploser la colère des Libanais. Le Gouvernement a certes rapidement renoncé à cette mesure, néanmoins les protestations se sont élargies...

Cette taxe, "malheureuse trouvaille", est symptomatique de l'incapacité de l'État de lever des ressources propres pour réduire le niveau du déficit budgétaire. Et c'est à ce niveau que réside l'un des éléments clés pour comprendre la phénoménologie de ce qui se passe actuellement au Liban.

⁵⁶ Journal L'Orient Le Jour 25-09-2018

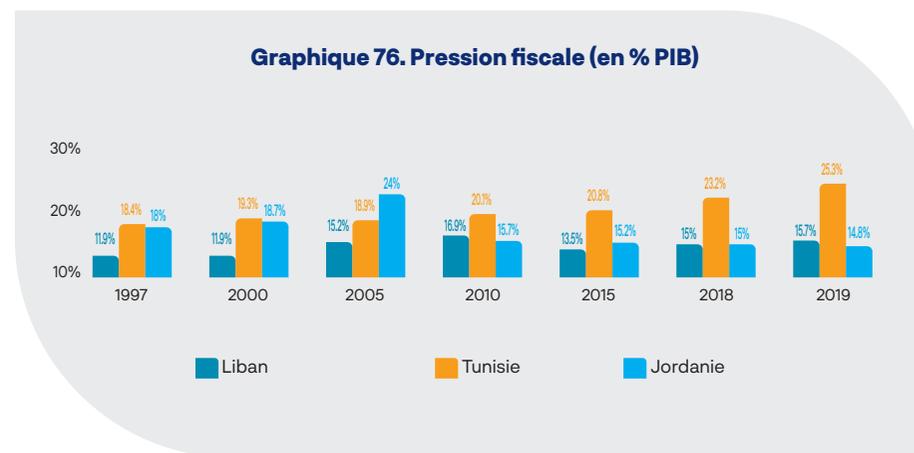
2. Des déficits budgétaires accumulés...et voilà une dette publique explosive !

- Le dérapage au niveau du déficit budgétaire a commencé en 1994 induit par une politique de grands travaux d'infrastructure engagée par l'Etat.



- Toutefois, un anachronisme de taille a été relevé au niveau de la démarche des instances gouvernantes : cette politique d'investissement public a été accompagnée d'une baisse particulièrement importante du taux d'impôt sur les bénéfices des entreprises (de 25.3% à 10%⁵⁷uniquement). L'objectif annoncé étant de promouvoir l'investissement et d'attirer les IDE.
- Néanmoins, les évolutions postérieures ont clairement démontré les limites structurelles d'un tel choix (Cf. 4- Une faible croissance qui rétrécit complètement la marge de manœuvre) en plus du désastre budgétaire et l'envolée vertigineuse de l'endettement.
- L'analyse historique et comparative de la pression fiscale au Liban confirme l'inadéquation de la politique fiscale (cf. graphique 76).

⁵⁷ Ce taux a été par la suite augmenté à 15% (2002-2003) puis à 17% (taux actuellement en vigueur) en 2017



- Et cette politique de compétitivité fiscale est encore plus incompréhensible quand il s'agit de finances publiques dont le déficit budgétaire est à deux chiffres d'une manière quasi-chronique. Pour la Jordanie, même si le déficit budgétaire se situe à un niveau important, mais nettement moins élevé en moyenne que le Liban (sur la série historique 1995-2018, la moyenne est de 7%), il est à relever que les dons reçus permettent d'en atténuer l'ampleur.
- Enfin, une analyse de la structure du PIB du Liban est une preuve supplémentaire quant à l'inadéquation de sa politique fiscale (cf. 4- Une faible croissance qui rétrécit complètement la marge de manœuvre). Et si la Jordanie a adopté une politique de compétitivité fiscale (pression fiscale quasiment au même niveau que celui du Liban depuis plus de 10 ans), c'est pour consolider la croissance d'un secteur industriel qui constitue un des moteurs de croissance de son économie, plus particulièrement le secteur du textile et surtout l'industrie pharmaceutique. D'ailleurs, ces deux secteurs d'activité bénéficient d'un taux d'imposition préférentiel (10%) en Jordanie.

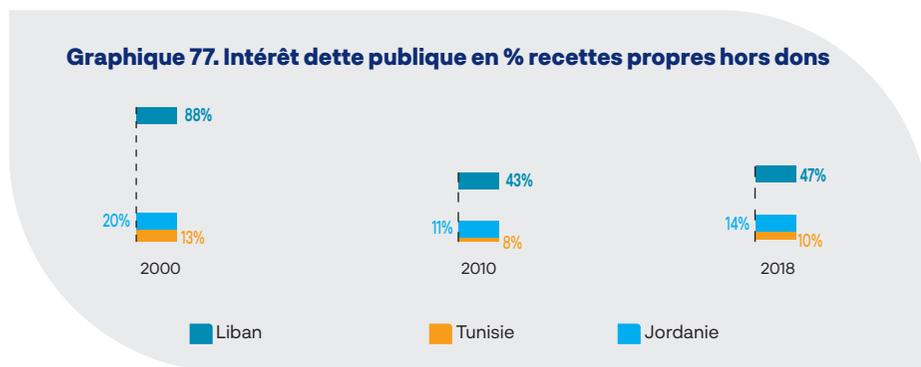
i. Taux d'imposition

- Taux d'impôt sur le revenu : de **4%** (tranche minimale) à **20%** (Tranche supérieure)
- Taux d'impôt sur les sociétés : **17%**
- Taux de la TVA : Instauré à partir de 2001 et un taux unifié de **11%**.

ii. Le poids des transferts en relation avec d'électricité

- Il s'agit là d'un problème structurel et épineux. En effet, les transferts grevant les finances publiques destinés à l'entreprise publique Electricité du Liban (EdL) se sont élevés en 2018 à 1 750 M\$US (3.1% du PIB) et devraient atteindre en 2019 1 580 M\$US (2.7% du PIB). Ces transferts représentent en moyenne 10% des dépenses publiques du Liban. A titre d'exemple, en Tunisie, les transferts (figurant au niveau du budget de compensation) au bénéfice de la STEG se sont élevés à 400 M\$US en 2018 et à 450 M\$US en 2019 soit environ 1% du PIB.

iii. Un déficit qui appelle la dette, et des intérêts qui accentuent le déficit....



- Evidemment, l'accroissement du niveau de la dette publique a induit mécaniquement une augmentation substantielle du poids des intérêts y afférents au niveau du budget. Et même si la proportion de ces intérêts par rapport aux recettes propres est passé de 88% (2000) à 47% (2018), il n'en demeure pas moins qu'il s'agit d'un ratio particulièrement élevé comparativement à d'autres pays similaires. C'est finalement une spirale qui s'installe, accentuant le niveau du déficit budgétaire et qui augmente au fil des années le niveau de la dette publique. In fine, la marge de manœuvre budgétaire devient inexistante...

iv. Au-delà de la spirale d'endettement, des impacts négatifs sur les missions et la crédibilité de l'État...

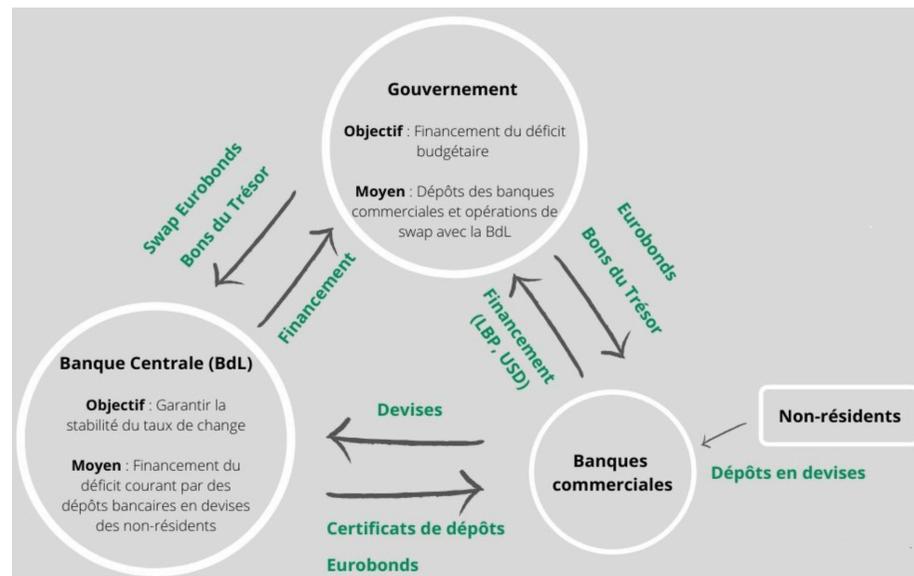
- Selon Bloomberg⁵⁸, l'État Libanais n'aurait pas honoré ses dettes vis-à-vis des entrepreneurs privés à hauteur de 900 M\$US durant les 7 premiers mois 2019. Le montant cumulé dû par l'Etat atteindrait désormais plus de 2 milliards \$US, poussant certaines entreprises à être au bord de la faillite.

58 Lebanon's \$900 Million Budget Fix Masks Risks as Arrears Pile Up (Bloomberg 30-07-2019)

Le secteur de la santé a été aussi impacté par ces pratiques budgétaires⁵⁹. Ainsi, des factures ont vu leur paiement différé. Aussi, parfois les sommes dues sont défalquées et une partie significative (allant parfois jusqu'à 50%) est réglée sous forme de bons du trésor (Non cash) que les médecins et les hôpitaux en recherche de liquidité revendent aux banques pour des sommes encore bien moindres.

v. Comment le financement de la dette publique a été durablement assuré ?

La question centrale et intrigante demeure celle de savoir comment les finances publiques ont pu tenir durant pratiquement 3 décennies ?



Source : Economic-Research BNPPARIBAS

C'est le système bancaire et la banque centrale à sa tête (Banque du Liban) qui ont financé le déficit budgétaire moyennant un mécanisme où les taux de rémunération des dépôts (en livre libanaise et en devises) sont particulièrement attractifs combinés à un ancrage de la Livre sur le \$US. Ces taux ont été l'élément clé de la durabilité de ce montage (tant que des dépôts affluent et ne sont pas retirés). Les ressources collectées sont par la suite orientées vers le financement du budget de l'État. Les bons souverains sont aussi revendus aux déposants moyennant une marge au profit des banques.

59 Journal L'Orient Le Jour

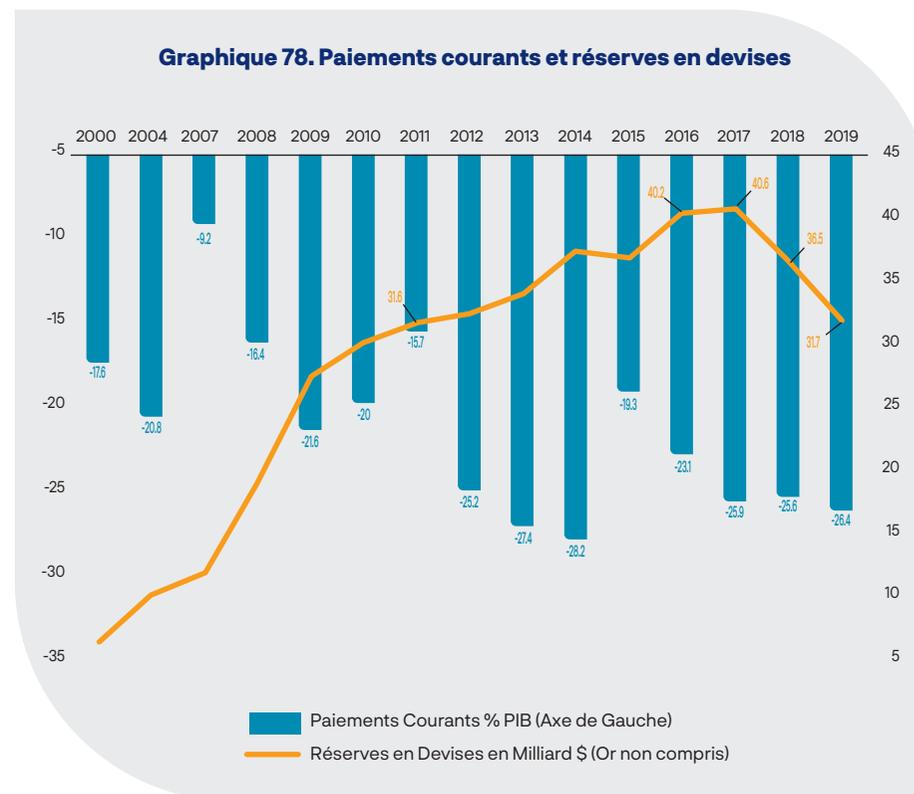
Un tel mécanisme a créé ce qu'on appelle "l'aléa moral" (moral hazard) favorisant l'endettement de l'État et retardant le déploiement des mesures nécessaires pour diminuer le déficit budgétaire. Aussi, il a induit un effet d'éviction financière qui a pénalisé le financement des emprunteurs privés.

Certes, un tel mécanisme a été à l'origine d'une "révolution financière" qui a contribué non seulement au développement des institutions financières, mais aussi et surtout à celui des marchés des capitaux au Liban. L'activité de gestion de la dette publique des banques commerciales a contribué au développement d'une infrastructure financière diversifiée et importante⁶⁰.

Néanmoins, le développement de la sphère financière en relation avec la gestion de la dette publique a favorisé la fuite en avant de l'État et a occulté des risques qui ont fini par se matérialiser effectivement...

3. Des déficits de paiements courants abyssaux et des avoirs en devises à des niveaux élevés...

Le déficit des paiements courants a été quasiment toujours à deux chiffres. Depuis 2012, il a été toujours supérieur à 20%. Néanmoins et hormis la période 2017-2019, les réserves en devises de la banque du Liban, n'ont pas cessé d'augmenter malgré le creusement du déficit des paiements courants....



Cet anachronisme a été rendu possible et a été entretenu par le biais d'une politique monétaire très avantageuse et attractive pour les déposants libanais et étrangers. Et ce n'est que depuis 2017 que le niveau "abyssal" du déficit des paiements courants s'est accompagné d'une baisse au niveau des réserves en devises (une baisse qui s'est accélérée en 2018/2019).

Cette politique monétaire repose sur 2 éléments cruciaux pour sa pérennisation :

- Des taux d'intérêt nominaux sur dépôts (en livre et en devises) particulièrement élevés situant le taux d'intérêt réel dans un niveau généralement positif et plutôt significatif (entre 3% et 10% sur la période 2002-2018 hormis 2009 et 2012).
- Un "peg" de facto sur le dollar créant un tunnel sécurisé entre les devises de référence et la livre libanaise. Ainsi, la dette libanaise libellée en livres et les

60 W.Ajili, ISCC- Bizerte, H.Ayoub et Marc Raffinot "Dettes Publiques intérieures et développement financier dans le contexte des pays méditerranéens : Cas du Liban et de la Tunisie"

placements privés sont devenus attractifs (compte tenu de la conjugaison du peg et des taux élevés) . Depuis 1997, le taux d’ancrage de la Livre Libanaise sur le \$US est de 1507.5 livres pour un \$US.

Dans ce mécanisme, c’est la banque centrale du Liban (BDL) qui joue un rôle décisif. En effet, les banques n’étant pas en mesure de placer les dépôts collectés dans des actifs (spéculatif ou à risque) à haut rendement financier, procèdent à leur tour à des placements au niveau de la BDL. La question qui se posait déjà, est celle relative aux moyens permettant à la BDL de supporter ce mécanisme.

En 2017, suite à une remise en cause publique de ce mécanisme et de la mise en exergue des risques potentiels élevés y afférents, la BDL a apporté une réponse officielle dont l’un des argumentaires centraux est celui de la prime/couverture du risque souverain qui fait partie intégrante de la rémunération des dépôts en devises et s’ajoute au taux de base des bons du trésor américain (cf. tableau ci-après).

Comparaison entre les taux sur les titres et dépôts libanais, et les bons du Trésor américain (Source Banque du Liban)

En date du 5 septembre 2017	7 ans	10 ans	12 ans	15 ans	20 ans	30 ans
Bons du Trésor américain	1.98%	2.18%	2.25%	2.36%	2.55%	2.79%
Couvertures de défaillance-Liban	4.38%	4.51%	4.57%	4.65%	4.68%	4.74%
Couvertures de défaillance Liban + Bons du Trésor américain	6.36%	6.69%	6.82%	7.01%	7.23%	7.53%
Certificats de dépôt émis par la BDL et dépôts à terme à la BDL en dollar US	6.00%	6.50%	6.70%	6.86%	7.00%	7.48%
Euro-obligations de la République libanaise	6.57%	6.83%	6.97%	7.12%	7.24%	n/a
Dépôts à terme à la BDL en LL	7.08%	7.46%	7.56%	7.70%	8.00%	8.40%

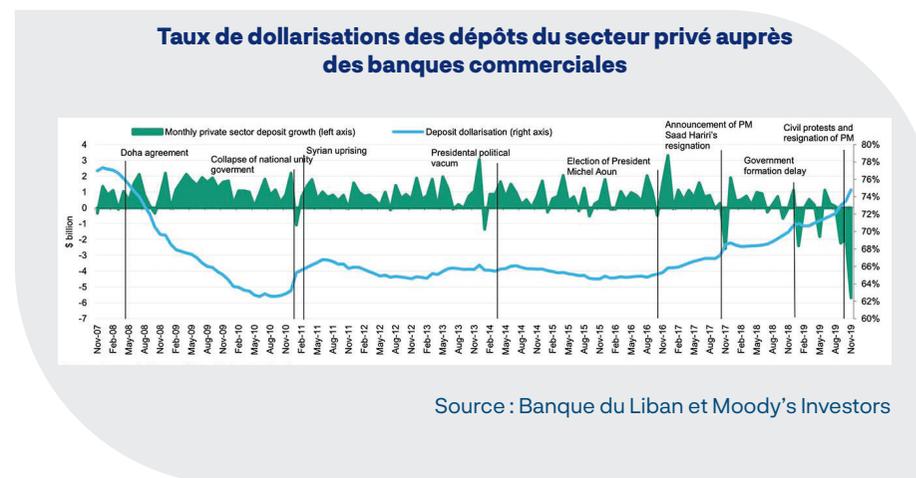
Certes, le taux d’intérêt servi sur les certificats de dépôt en \$US émis par la BDL est inférieur de 36 à 5 pbs par rapport au taux théorique approché (en fonction des maturités⁶¹, néanmoins, quel est le stratagème de la BDL pour qu’elle puisse à son tour assurer des rendements aussi élevés (particulièrement en devises) et sécuriser la chaîne ? Une banque centrale pourrait-elle s’aventurer à placer les dépôts reçus

61 Il s’agit du taux des bons du trésor américain augmenté de la prime de risque Liban

en des actifs à haut risque pour bénéficier des rendements élevés requis ? Une telle hypothèse est exclue et n’est même pas envisageable. Alors quel serait (encore une fois) le stratagème ?

Une partie de la réponse résiderait dans le rendement généré par la dette publique intérieure libellée en devises à laquelle aussi bien les banques commerciales que la BDL souscrivent. D’ailleurs, 2 paramètres confirmeraient indirectement ce constat :

- Le niveau de dollarisation des dépôts auprès des banques commerciales (cf. graphique ci-dessous) qui a été toujours supérieur à 60% et qui rend cette configuration réalisable.
- Selon le FMI, les placements auprès de la BDL et les instruments de dette publique (toutes devises confondues) représentent à fin 2018, 68% des actifs des banques commerciales.



Source : Banque du Liban et Moody's Investors

Mais au-delà de cette analyse, qui montre la fragilité du montage compte tenu d’une concentration des emplois sur l’État dont les finances publiques sont caractérisées par la succession temporelle des déficits importants et par un niveau extrêmement élevé de la dette publique, ce sont in fine, les dépôts (en devises) de demain qui assureraient la couverture des dépôts (en devises) d’aujourd’hui (et probablement une partie de leur rémunération). Une telle situation n’est tenable que si et seulement si les flux de dépôts en devises maintiennent un rythme continu stable. Or dès que les signes avant-coureurs de la crise sont apparus, la croissance des dépôts s’est

estompée (les dépôts hors intérêts courus ont déjà évolué légèrement en territoire négatif à fin 2018, une première depuis 2005) et la forte dollarisation de l'économie a encore compliqué la situation, créant à cause de l'effet multiplicateur et de la conversion (LL/\$) un écart négatif qui n'a cessé de s'élargir entre les avoirs du système bancaire (y compris la BDL) et les dépôts en devises des clients.

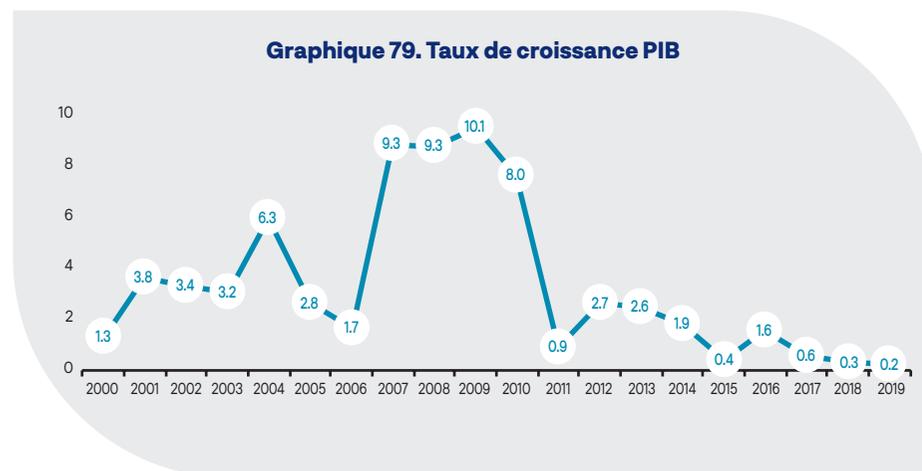
4. Une faible croissance qui rétrécit complètement la marge de manœuvre

Le récit de la crise multidimensionnelle du Liban occulte ou marginalise l'impact de la sphère économique réelle. En réalité, les deux constats sont complémentaires.

Si l'économie réelle est marginalisée dans ce récit, c'est parce que tout simplement la sphère financière a été durant des décennies l'arbre qui cachait la forêt sinistrée.

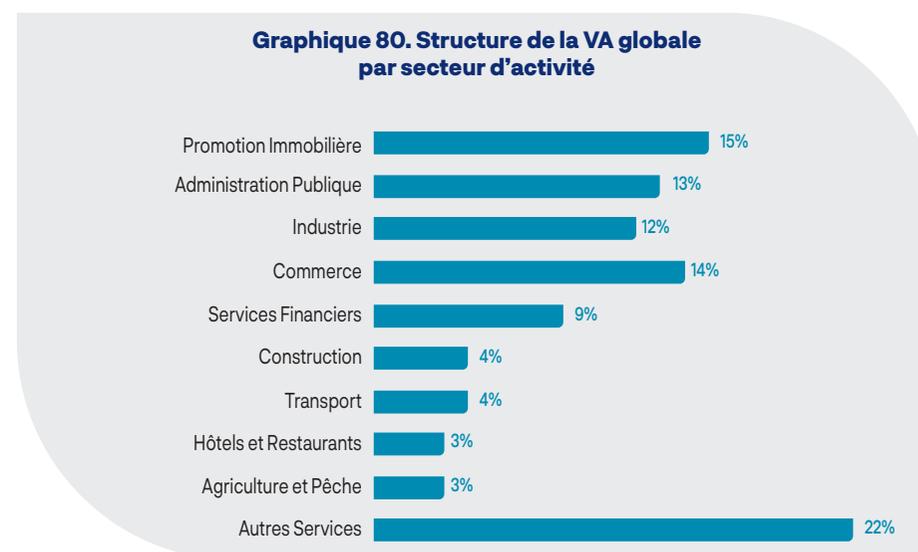
Si cet aspect a été occulté, c'est probablement pour retarder l'engagement d'actions de réformes structurelles (désormais c'est plutôt de sauvetage qu'il s'agit) et maintenir un statu quo dont tiraient profit des pôles d'intérêt nationaux et internationaux.

Le taux de croissance sur la période 2011-2019 (hormis 2012 et 2013) a été constamment inférieur à 2%.



Cette faible croissance serait expliquée, en plus de l'impact de la situation géopolitique du Liban, par une faiblesse structurelle au niveau de la création de richesse. En effet, l'agriculture et la pêche représentent à peine 3% de la valeur

ajoutée globale, l'industrie (manufacturière et non manufacturière) n'en représente que 12%. Par ailleurs, la promotion immobilière et la construction contribuent pratiquement à hauteur de 20% dans la valeur ajoutée globale, deux secteurs qui sont intrinsèquement particulièrement vulnérables exposant aussi le secteur financier à des risques potentiels importants, lequel secteur représente pratiquement 11% de la structure de la valeur ajoutée globale.



Aussi, le climat des affaires ne favorise nullement la libération du potentiel de croissance. En effet, et à titre indicatif mais particulièrement instructif, le Liban est classé 137^{ème} sur 180 pays et affiche un score de 28/100 au niveau du "Corruption Perceptions Index 2019" publié annuellement par Transparency International.

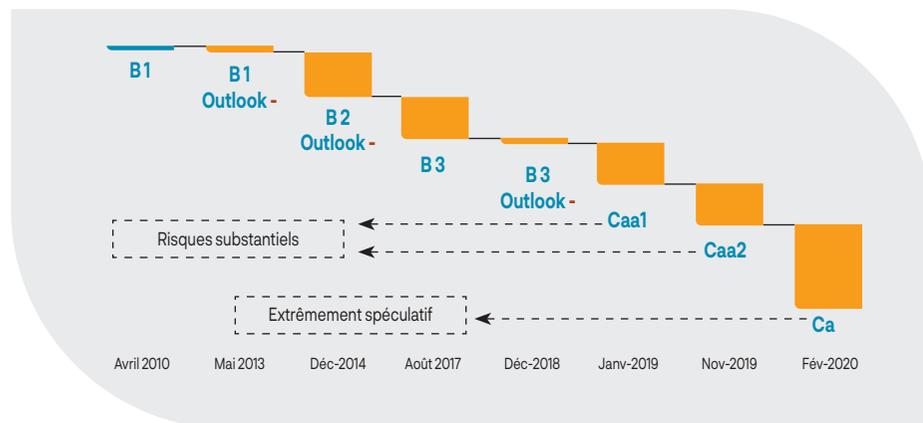
Analyse Comparative CPI 2019

Pays	Score (/100)	Classement (/180)
Liban	28	137
Jordanie	48	60
Maroc	41	80
Tunisie	43	74

In fine, cette situation de faible croissance du PIB réduit significativement la marge de manœuvre budgétaire puisqu'elle a pour conséquence directe de limiter l'évolution de recettes fiscales et rend une réforme fiscale globale difficile à mettre en œuvre.

5. L'épilogue accéléré d'un récit de contradictions : Et ce n'est que le début...

i. La dégradation du rating souverain (à long terme- Devises étrangères)

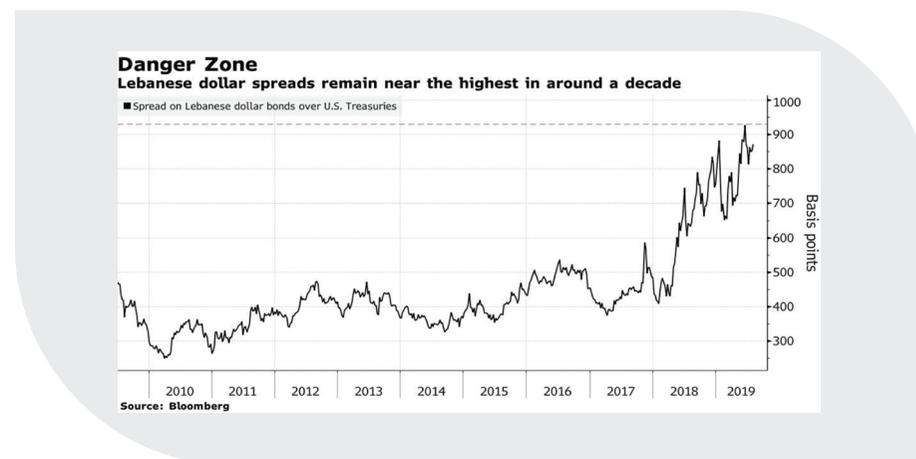


En 2019, le rating souverain du Liban a connu déjà deux dégradations successives. La dégradation de novembre "Caa2" a fait suite à la dégradation accélérée de la situation suite aux protestations populaires continues.

La dégradation qui a eu lieu en février 2020 ("Ca" équivalent à extrêmement spéculatif) reflétait la probabilité d'une déclaration de défaut de paiement par l'État libanais.

ii. Renchérissement du coût de la dette souveraine

Depuis 2018, le spread (par rapport aux bons du trésor américains) afférent aux bons du trésor du Liban libellés en \$US n'a cessé d'augmenter. En 2019, ce trend s'est confirmé et le spread a même parfois dépassé 900 bps.



iii. Une pression sur les dépôts particulièrement en devises et une confiance qui fond comme une montagne de neige

A fin janvier 2020, plus de 10 % des dépôts bancaires des Libanais résidents (particulièrement ceux en devises) ont été retirés des banques en deux mois (décembre et janvier).

Plusieurs mesures et consignes informelles ont été édictées par la BDL aux banques dont l'objectif est de stopper l'hémorragie de sorties des devises.

Parmi les mesures ayant fait l'objet de notes et de circulaires de la part de la BDL :

- Des modalités inédites pour service des intérêts sur dépôts en devises : Les intérêts sur dépôts libellés en devises sont servis à hauteur de 50% en livre libanaise.
- Plafonnement (par pallier de maturité) du taux de rémunération des dépôts à terme :

Ainsi, les intérêts sur les dépôts en livre ne doivent pas dépasser 5.5 % (maturité un mois), 6.5 % (maturité n'excédant pas 6 mois) et enfin 7.5 % (maturité un an ou plus). Pour les taux d'intérêts sur dépôts en devises, ils sont plafonnés respectivement à 2%, 3% et 4 % pour les mêmes maturités (précisées pour les dépôts en livre).

Par ailleurs, des consignes informelles ont été données par la BDL aux banques afin qu'elles renforcent le contrôle de conformité règlementaire et procédurale en relation avec le financement et l'apurement des opérations de commerce extérieur (importations).

Signe qui ne trompe pas, les banques ont été amenées à limiter les retraits sur les dépôts en devises, accentuant ainsi les incertitudes et les craintes en relation avec le risque d'un éventuel effacement du système bancaire.

Evidemment, une telle situation, qui prévaut depuis le dernier trimestre de 2019, a aussi renforcé les inquiétudes des investisseurs et déposants étrangers, d'autant plus que les banques libanaises, avec les taux de rendement exceptionnels qu'elles offraient, ont attiré des placements extérieurs importants. Cette inquiétude s'est cristallisée au fil des semaines, poussant certains investisseurs d'envergure à interpellier publiquement le gouverneur de la BDL quant aux risques encourus (ponction exceptionnelle éventuelle, risque d'insolvabilité etc.) par leurs avoirs déposés au niveau des banques libanaises.

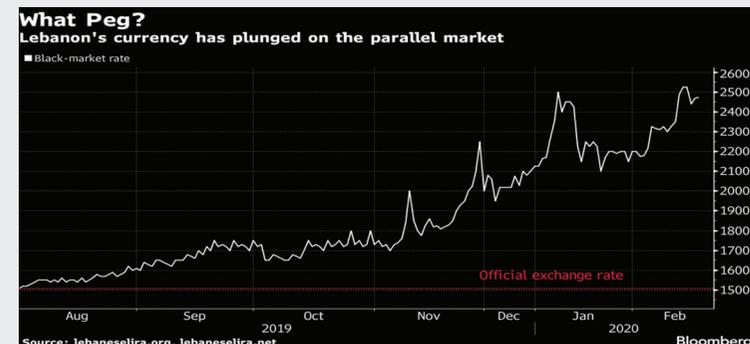


Le magnat émirati Khalaf Ahmad Habtoor (Milliardaire dont la fortune est classée 335^{ème} à l'échelle mondiale et 14^{ème} au niveau du monde arabe selon Forbes), s'exprimant sur Twitter et interpellant le gouverneur de la BDL sur les risques encourus et les impacts éventuels sur les dépôts des investisseurs étrangers.

iv. Et le taux de change dans le marché parallèle qui décroche nettement par rapport au "Peg" officiel

La demande de dollars a créé un marché parallèle au Liban sur lequel un \$US est échangé contre plus de 2 000 livres libanaises, soit un taux beaucoup plus élevé que le taux de change officiel.

En outre, certains bureaux de change agréés se sont aussi écartés du taux de change officiel. En date du 06 mars, la BDL a émis une circulaire précisant que le prix d'achat des devises par les bureaux de change ne doit pas excéder de 30% celui appliqué (par la BDL) dans ses opérations avec les banques. Elle a aussi précisé qu'il s'agit d'une mesure exceptionnelle.



v. Le point d'orgue de l'épilogue : la déclaration du défaut de paiement

Et voilà, pour la première fois de son histoire, le Liban est en défaut de paiement !

En effet, le Gouvernement a décidé de suspendre le paiement de l'échéance de 1.2 milliard \$US d'Eurobonds arrivant d'échéance le 9 mars.

Deux autres échéances de remboursement sont prévues en avril et juin, pour un montant total de 1.3 milliard \$US.

Quid de ce niveau inquiétant des réserves en devises, qualifié aussi de seuil de danger qui a été déterminant pour déclarer ce défaut de paiement ? En janvier, et selon la BDL, les réserves brutes en devises s'élevaient à 29 milliards \$US.

Nos réserves en devises ont atteint un niveau inquiétant, un seuil de danger poussant le gouvernement à suspendre le paiement d'une dette arrivant à échéance le 9 mars. Il s'agit du seul moyen pour stopper l'hémorragie, avec le lancement d'un vaste plan de réformes nécessaires"



Déclaration du Chef du Gouvernement Hassan DIAB, le 7 mars

Dans un rapport publié en février, l'agence de notation Fitch Rating avait précisé que le passif en devises de la BDL excède largement ses réserves brutes en devises (29 milliards \$US) aboutissant à une position nette de 40 milliards \$US ! Certes, une telle analyse est statique et n'intègre pas la dynamique spécifique aux différentes composantes du passif (en devises). Néanmoins, elle en dit long sur les mécanismes de la BDL qui ont permis de financer durablement les déficits jumeaux, tout en s'inscrivant dans le cadre d'une fuite en avant qui édulcorait d'entrevoir -même un instant- l'éventualité d'un contrecoup tel qu'un défaut de paiement dont la cause est le niveau extrêmement insuffisant des réserves en devises.

Une analyse, plus opérationnelle, de l'ancien vice-gouverneur de la BDL Nasser Saidi⁶², fait ressortir que les réserves en devises "**libres et utilisables**" se situeraient dans une fourchette de 3 à 4 milliards \$US uniquement (10% à 14% des réserves brutes). En effet, sur les 29 milliards \$US, la réserve obligatoire au titre des dépôts en devises constituée par les banques auprès de la BDL avoisine 19 milliards \$US, il s'agit là d'une partie des réserves en devises qui ne sont donc ni libres ni utilisables. En outre, la BDL a mis à la disposition des banques (sous forme de prêt) une enveloppe de 6 à 7 milliards \$US afin qu'elles puissent honorer leurs engagements auprès des banques correspondantes.

Le Liban n'a plus vraiment le choix, il devra négocier la restructuration de sa dette publique avec ses créanciers. Une entreprise à haut risques dans la mesure où le gouvernement s'y est engagé en cavalier seul sans le FMI, un médiateur international qui aurait pu aider le Liban et lui apporter une couverture vis-à-vis des créanciers...

Des réformes structurelles vont être engagées dans le cadre d'un vaste plan de sauvetage visant à réaliser plus de 350 M\$US d'économies par an au niveau des finances publiques. Il s'est aussi engagé à mener à bien les réformes promises en 2018 à la conférence de Paris (CEDRE) contre **11.6 milliards \$US de dons et de prêts, qui n'ont toujours pas été débloqués**. Cette enveloppe demeure le seul espoir pour le Liban, autrement le FMI deviendrait incontournable et dans ce cas de figure la question du régime de change actuel va être certainement posée. En effet, la fixité (de facto) du taux de change (Peg 1\$ = 1 507.5 Livre) serait remise en cause dans la mesure où les calculs du FMI à travers le TCER⁶³ et selon d'autres méthodes font ressortir une surévaluation de la Livre libanaise d'environ 50% ! Et là nous disposons d'une clé de compréhension quant à la posture des autorités publiques à éviter (voire à minima à repousser) une éventuelle sollicitation du FMI pour un programme de financement. En effet, **la flexibilisation du taux de change** serait un moyen pour sauvegarder les réserves en devises en agissant sur le déficit des paiements courants et particulièrement le déficit de la balance commerciale. La correction pourrait être observée au niveau des importations, mais il serait vraiment illusoire de

62 Nasser Saidi a été vice-gouverneur de la BDL de 1993-2003

63 Taux de Change Effectif Réel

s'attendre à un effet-compétitivité sur les exportations compte tenu des faiblesses structurelles de l'économie libanaise. Par contre, les dommages collatéraux sur les moteurs de la croissance seraient importants via une hausse substantielle du niveau d'inflation.

Moralité de l'histoire...

Jean-Baptiste Say, l'économiste français du XVIIIème considérait que "la monnaie n'est qu'un voile" qui ne doit pas faire oublier ce qui se cache derrière elle et qui est le plus important : le "caractère réel" de l'économie. Et c'est cette économie réelle qui a été oubliée voire marginalisée au Liban, et que le secteur monétaire en a occulté les défaillances structurelles durant des décades. Et comme "l'économie se venge toujours⁶⁴", le retour de manivelle a été à la hauteur des dérapages durables et le réveil a été extrêmement dur avec un défaut de paiement historique et des sacrifices douloureux attendus.

L'économiste Alexandre KATEB⁶⁵, revient en ces termes sur le récit de cette déroute annoncée "Des années durant, personne n'y trouvait à redire, ni les autorités monétaires ni les différents gouvernements. Personne pour tirer l'alarme et dire que le pays était assis sur un volcan financier. Personne pour alerter sur le fait qu'un pays ne peut pas éternellement dépendre des entrées de capitaux étrangers pour faire tourner sa machine économique. Or les rouages de cette mécanique ont commencé à s'enrayer dès le début des printemps arabes, en 2011".

La Fontaine restera toujours d'actualité...

"La Cigale, ayant chanté

Tout l'été,

Se trouva fort dépourvue

Quand la bise fut venue"

64 Raymond BARRE, économiste et homme politique français

65 Interview Journal Libération 14-02-2020. Alexandre Kateb est économiste et maître de conférence à Sciences Po. Il est l'auteur des "Economies arabes en mouvement"

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.

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

Research Director

Oualid Jaafar

Senior Research Project Manager

Asma Bejaoui Karoui

