

Tunisie

Fragile stabilisation

L'économie tunisienne commence à montrer des signes de stabilisation. L'inflation baisse, les pressions sur le taux de change se sont allégées, et le gouvernement a enfin réussi à tenir ses engagements de consolidation budgétaire en 2018. Mais les perspectives restent très fragiles. Si le soutien des bailleurs de fonds rassure, la persistance de déséquilibres extérieurs significatifs expose l'économie à des chocs. Le resserrement de la politique monétaire pèse déjà fortement sur la liquidité des banques alors que le niveau élevé de la dette publique impose une rigueur budgétaire qui pourrait être difficilement tenable. Surtout, la croissance économique reste atone.

La Tunisie est à quelques mois d'élections générales décisives pour la consolidation de sa transition démocratique. Si l'issue est incertaine dans un paysage politique de plus en plus fragmentée, la feuille de route des futurs dirigeants est en revanche assez claire : relancer une économie qui tourne au ralenti, enrayer l'envolée de la dette publique, et renforcer la stabilité des comptes extérieurs. Point positif : des signes de stabilisation émergent après plusieurs années de dérive. Néanmoins, le panorama d'ensemble reste encore très fragile.

■ Politique monétaire : un resserrement contraint

L'inflation reste élevée, à 7%, mais a baissé depuis le pic atteint en juin 2018 à 7,7% (cf. graphique 2) grâce en partie au resserrement de la politique monétaire. Le taux directeur a été relevé de 275 points de base depuis février 2018 et atteint désormais 7,5%. Pour la première fois en trois ans, le taux d'intérêt réel est redevenu négatif. La Banque centrale de Tunisie (BCT) a également mis en place des mesures restrictives sur les conditions d'accès des banques au guichet de refinancement et instauré un cap réglementaire, à 120%, sur les ratios de couverture des crédits par les dépôts.

Si la volonté de la BCT de s'attaquer au problème de l'inflation est manifeste, ses marges de manœuvre restent étroites. De fait, avec un volume global de refinancement de la BCT qui atteint des sommets depuis le début de l'année (TND 16 mds contre TND 10 mds un an auparavant, dont quasiment ¼ de facilités de prêt marginal à 24h), les banques sont particulièrement sensibles au resserrement de la politique monétaire. Il n'est pas étonnant, dès lors, de voir le taux du marché monétaire atteindre également des pics historiques à presque 8% et la croissance du crédit à l'économie décélérer fortement. A fin mai 2019, elle n'atteignait plus que 6,8% en glissement annuel contre 13% début 2018. Exprimée en termes réels, la croissance du crédit est même passée en territoire négatif en mai, une première depuis novembre 2003.

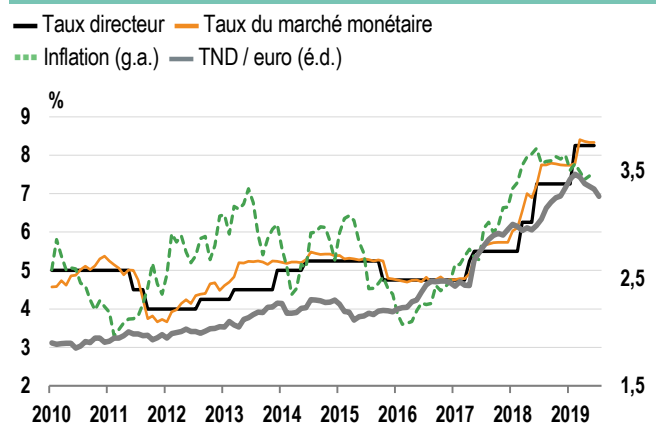
Or, les pressions inflationnistes devraient rester fortes. L'évolution du dinar tunisien (TND) pose en effet question. Après s'être déprécié de presque 30% contre l'euro en 2017-2018, il résiste depuis le début de l'année. Sur les trois derniers mois, il s'est même apprécié de 6% par rapport à la monnaie unique. Le dynamisme soutenu de l'activité touristique pourrait en être l'une des explications. La chute de 16% du taux de change effectif réel depuis 2 ans, après une longue période de stabilité, a également permis de corriger une partie de la surévaluation du TND. Néanmoins,

1-Prévisions

	2017	2018	2019e	2020e
PIB réel, variation annuelle, %	1,9	2,5	2,0	2,5
Inflation, IPC, var. annuelle, %	5,3	7,3	7,0	5,7
Solde budgétaire, % du PIB	-6,2	-4,8	-4,3	-3,6
Dette du gov. central, % du PIB	70,5	77,0	78,1	77,8
Balance courante, % du PIB	-10,2	-11,2	-9,7	-8,5
Dette externe, % du PIB	84,0	84,6	95,3	96,3
Réserves de change, mds USD	5,6	5,3	5,9	6,7
Réserves de change, en mois d'imports	3,0	2,6	2,9	3,1
Taux de change USDTND (fin d'année)	2,48	2,99	3,15	3,30

e: estimations et prévisions BNP Paribas Recherche Economique Groupe

2- Environnement monétaire



Sources : BCT, INS, Datastream

l'amplitude des déséquilibres extérieurs laisse penser que cette dynamique d'appréciation du TND n'est pas tenable. La BCT pourrait durcir un peu plus sa politique monétaire en cas de nouvelles tensions sur le change.

■ Déséquilibres extérieurs toujours très élevés

La position extérieure est la principale source de vulnérabilité macroéconomique de la Tunisie. Le déficit courant pourrait enfin commencer à se résorber dès cette année après avoir atteint un nouveau record en 2018 à 11,2% du PIB. Néanmoins, il restera encore à des niveaux très élevés, autour de 9% du PIB. Plusieurs facteurs continuent en effet de peser sur la dynamique des comptes



externes. Malgré la dépréciation de la monnaie tunisienne, les exportations restent pénalisées par l'effondrement de la production de phosphates et la perte continue de parts de marché en Europe, de loin son principal partenaire. Le secteur du tourisme a bien rebondi depuis les attentats de 2015 mais génère moins de recettes que par le passé (USD 1,5 md en 2018 contre USD 2,1 en 2014 malgré un nombre de touristes supérieur). En outre, la chute continue de la production nationale d'hydrocarbures limite les gains induits par la baisse des cours du pétrole sur la facture d'importations. La moitié du déficit courant en 2018 provenait des besoins énergétiques, contre 16% en 2010.

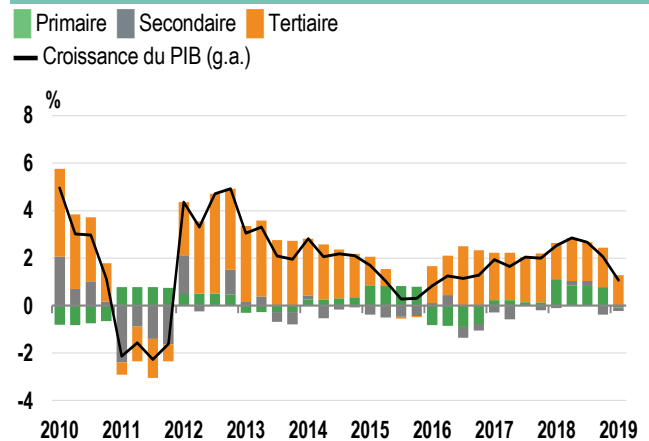
La récente conclusion de la sixième tranche du programme FMI constitue un motif de soulagement. Les flux nets d'investissements directs étrangers, bien que stables à 2-2,5% du PIB, ne représentent plus que 20% du déficit courant. En maintenant le lien avec le FMI, la Tunisie s'assure l'assistance d'autres bailleurs de fonds et s'ouvre la voie à une émission prochaine d'Eurobonds d'un montant attendu de EUR 500 millions, ce qui au total devrait suffire à couvrir les besoins de financement extérieur. Néanmoins, avec des réserves de change désormais inférieures au seuil d'alerte, de trois mois d'importations de biens et services, et un important déficit courant, l'économie reste très exposée à des chocs exogènes.

■ Finances publiques : des progrès à relativiser

La consolidation des comptes publics s'annonce également délicate même si certaines réformes commencent à porter leurs fruits. Selon les premières estimations, le déficit budgétaire a été ramené de 6,2% du PIB en 2017 à 4,8% en 2018 grâce essentiellement à la progression de 1,2 point des recettes fiscales. L'objectif reste ambitieux pour 2019, avec une cible fixée à 3,9% du PIB. Nous n'envisageons pas qu'elle soit atteinte en raison des pressions générées par le contexte électoral. Néanmoins, le déficit budgétaire devrait continuer de se résorber pour atteindre 4,3% du PIB, ce qui marquerait une rupture par rapport aux dérives de ces dernières années sans pour autant rassurer sur la capacité des autorités à maintenir le cap dans la durée.

Contrairement aux recommandations du FMI, le gouvernement a accordé des hausses de salaires aux employés de la fonction publique pour un coût estimé à 0,5% de PIB en 2019 et 2020. Si de nouvelles coupes dans les subventions à l'énergie devraient permettre d'en absorber une partie, cette décision accentue encore un peu plus la rigidité des dépenses publiques. Malgré un gel des embauches depuis l'an dernier, la masse salariale devrait absorber presque 65% des recettes fiscales en 2019 contre 54% en 2010. Ainsi, les autorités ne pourraient avoir d'autre alternative que d'utiliser les investissements publics comme variable d'ajustement pour respecter leurs engagements budgétaires, au détriment de l'activité économique. Surtout, la dynamique de dette du gouvernement ne marque toujours pas d'inflexion significative. Or, à 77% du PIB, son niveau inquiète même si la part élevée de dette concessionnelle (63% de la dette en devises) a permis de contenir son coût jusqu'à présent. A cela s'ajoutent les garanties accordées par l'Etat à des entreprises publiques (15,6% du PIB), dont la situation financière est souvent fragile. De plus, l'endettement reste exposé aux variations du taux de change (75% du stock de la dette

3- Contribution sectorielle à la croissance



Source : INS

est libellé en devise). Dernier élément, l'assistance des bailleurs de fonds est censée couvrir 60% des besoins de financements domestiques en 2019 et 2020. Si dans les faits le risque de rupture assez limité, les décaissements sont soumis à condition, ce qui réduit les marges de manœuvre du gouvernement en l'absence d'alternative de financement (étroitesse du marché local des capitaux).

■ Perspectives économiques : vers une reprise timide

Les chiffres du premier trimestre sont venus confirmer les difficultés de l'économie. Après deux années de reprise modeste (+2% en 2017 et +2,5% en 2018), le taux de croissance est retombé à 1,1% au T1 (cf. graphique 3). Hormis le tourisme, la plupart des secteurs sont à l'arrêt (construction), voire se contractent (agriculture, industrie manufacturière). Si la hausse des salaires effective depuis mars dans la fonction publique devrait soutenir la demande des ménages à partir du T2, l'effet sur la croissance sera dans l'ensemble modeste. Avec une progression du PIB attendue à 2% cette année et 2,5% en 2020, l'économie tunisienne ne sera pas en mesure de faire refluer un taux de chômage officiel qui culmine à 15%. Au-delà des facteurs exogènes (instabilité régionale, atonie de la demande européenne) et des risques sécuritaires, tous réels, l'accélération de réformes structurelles sera décisive pour améliorer les perspectives de croissance. Le chantier est colossal. Entre 2010 et 2018, le taux d'investissement a perdu 5 points pour tomber à 20% (contre 28% au Maroc). Le décrochage de plus de 50 places de la Tunisie au classement de la compétitivité mondiale établi par le Forum économique mondial durant cette période est également révélateur des problèmes de fond que devront relever les autorités.

Stéphane Alby

stephane.alby@bnpparibas.com

