

البنك المركزي التونسي

Banque Centrale
de Tunisie



Central Bank
of Tunisia

ÉVOLUTIONS MONÉTAIRES ET CONJONCTURELLES ET PERSPECTIVES À MOYEN TERME

Avril 2016

Avant-propos

Au terme de sa réunion du 28 avril 2016, le Conseil d'Administration de la Banque centrale de Tunisie a décidé d'introduire des changements sur la structure de l'analyse de l'évolution de la conjoncture économique nationale et internationale, qui est d'habitude, annexée au communiqué des réunions mensuelles.

Ce changement vise à améliorer la qualité de la communication de la Banque centrale sur les motifs ayant présidé aux décisions du Conseil, en matière de conduite de la politique monétaire.

Désormais, cette analyse porterait non seulement, sur l'évolution de la situation présente, mais également, sur les perspectives d'évolution des prix et de la croissance, telles qu'elles ressortent des exercices de prévision effectués par les services techniques de la Banque.

L'objectif recherché, à travers ce changement, est de fournir au large public et surtout à l'ensemble des agents économiques, une meilleure visibilité sur la situation présente et future de la conjoncture économique, dans sa globalité. Il vise aussi, à favoriser les conditions d'une politique monétaire plus efficiente, basée sur l'ancrage des anticipations inflationnistes.

Coincitant avec la publication au Journal Officiel de la nouvelle loi régissant l'activité de l'Institut d'émission, nous espérons que cette nouvelle approche analytique, à vocation prospective, contribue à renforcer la crédibilité de la Banque centrale, en sa capacité d'atteindre l'objectif prioritaire de préservation de la stabilité des prix que lui a conféré le législateur, objectif qui constitue la meilleure contribution que puisse apporter une banque centrale en vue de réunir les conditions d'une croissance soutenue, durable et non inflationniste.

Chedly Ayari

APERCU GENERAL

- Stabilisation de l'inflation à 3,3%, en mars 2016 à la faveur d'une quasi-stagnation de l'IPC.
- En perspective, l'inflation devrait augmenter à 3,5% en moyenne, au cours du deuxième trimestre (contre 3,4% pour le T1-2016), soit 3,6% pour toute l'année.
- L'inflation sous-jacente « hors produits administrés et frais » demeurerait sur un palier relativement élevé.
- On s'attend à un retour progressif à la croissance au cours du premier trimestre de 2016 (autour de 0,4%), ce qui donnerait lieu à une croissance du PIB de 2% pour toute l'année 2016.
- Mis à part les crédits consentis au financement de la licence 4G, on notera un rebond des crédits à l'économie en mars, laissant entrevoir des prémices d'une amélioration de l'activité économique.
- Légère détente des pressions sur la liquidité bancaire et sur le taux du marché, au mois de mars.

Évolution de l'inflation en mars 2016

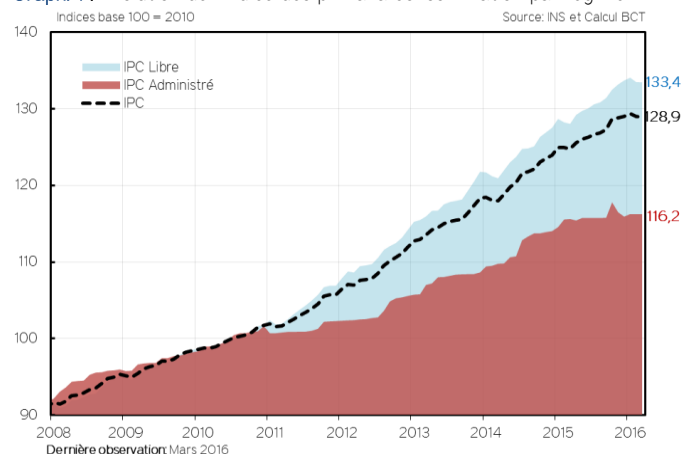
L'indice des prix à la consommation a connu une quasi-stagnation en mars, en s'établissant à 3,3% (en glissement annuel) contre 5,7% un an auparavant. Cette évolution a porté la marque des effets contrastés de la baisse des prix de l'habillement, en relation avec la saison des soldes d'hiver, d'une part, et de la reprise enregistrée au niveau des prix des produits alimentaires, d'autre part. L'inflation des produits libres a connu une légère remontée (4,2% contre 4,1%) qui a contrasté avec la décélération des prix des produits administrés (0,5% après 0,6%).

Par ailleurs, la conjugaison des effets de base issus de l'inflation des produits à prix administrés (0,5% en mars 2016 contre 5,3% en mars 2015) et de l'inflation des produits alimentaires frais (-0,2% en mars 2016 contre 9,9% en mars 2015) a permis de maintenir l'inflation à un niveau relativement bas.

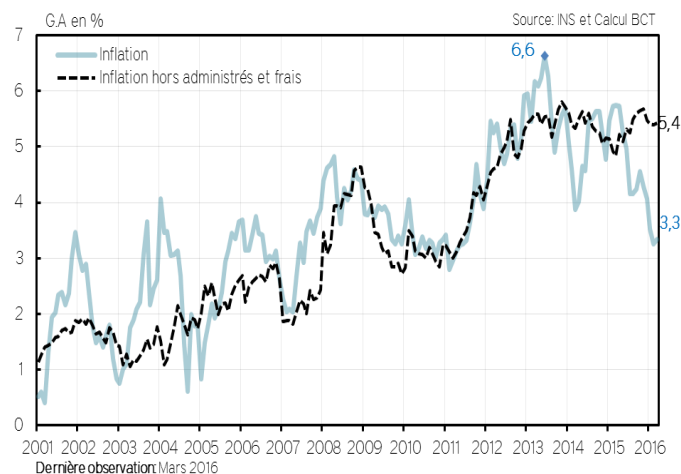
En termes de moyennes des trois premiers mois de l'année 2016, l'inflation s'est établie à 3,4%, contre 5,6% pendant la même période de l'année 2015.

L'inflation alimentaire a légèrement augmenté (1,3% en g.a, en mars 2016 contre 1,1% un mois auparavant).

Graph. 1 : Evolution de l'indice des prix à la consommation par régime



Graph. 2 : Evolution de l'inflation et de l'inflation sous-jacente



L'analyse en termes de variations mensuelles montre que les prix des produits alimentaires n'ont progressé que de 0,1%, traduisant la hausse modérée des prix des produits alimentaires transformés (+0,2%).

Pour leur part, les prix des produits manufacturés ont baissé de 0,2% en mars 2016 contre -1,0% en février.

Cette diminution est essentiellement imputable à la baisse saisonnière des prix de l'habillement et des chaussures de 1,2%. Néanmoins, sur un an, l'inflation des produits manufacturés s'est établie à 3,8% contre 3,6% en février 2016.

Quant à l'indice des prix des services, il a enregistré, d'un mois à l'autre, une légère progression de 0,1%, en relation notamment avec l'accroissement des prix du loyer (+0,3%). Toutefois, en termes de glissement annuel, l'inflation des services a connu un léger apaisement pour progresser de 4,7% en mars 2016 contre 4,8% enregistré un mois auparavant. Aussi, l'évolution des prix des services constitue-t-elle désormais le principal facteur de résistance de l'inflation globale.

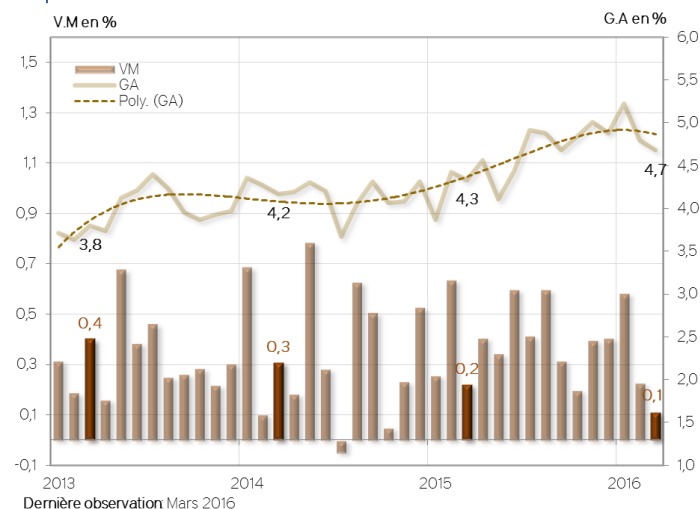
Principaux indicateurs de l'inflation sous-jacente

La principale mesure de l'inflation sous-jacente, à savoir l'inflation «hors produits alimentaires frais et administrés» est demeurée, en mars 2016, à un niveau élevé de 5,4% pour le troisième mois consécutif. En moyenne des trois premiers mois de l'année 2016, l'inflation sous-jacente s'est établie à 5,4%, contre 5% enregistré pendant la même période de l'année 2015.

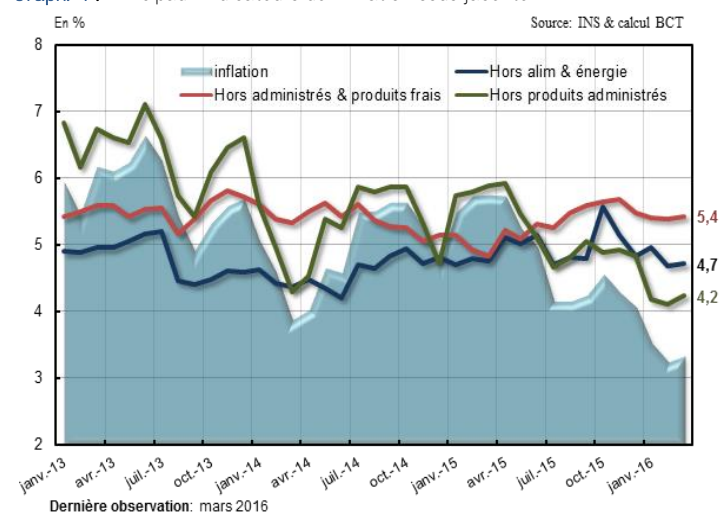
Pareillement, l'inflation « hors produits alimentaires et énergie » à laquelle les banques centrales accordent généralement une attention particulière, s'est stabilisée au taux de 4,7%.

Globalement, les différentes mesures de l'inflation sous-jacente ont tendance à se stabiliser, voire même à décélérer légèrement.

Graph. 3 : Evolution de l'inflation des services



Graph. 4 : Principaux indicateurs de l'inflation sous-jacente



Contributions à l'inflation

L'analyse des contributions à l'inflation globale montre la prédominance des produits à prix libres dans la composition de l'inflation avec plus de 96,6% tandis que celle des produits à prix administrés n'a représenté que 3,4%.

Par secteur d'activité, ce sont les services qui contribuent le plus à l'inflation avec 48,5%, suivis des produits manufacturés avec 39,4% et enfin, des produits alimentaires avec 12,1%.

Prix à la production

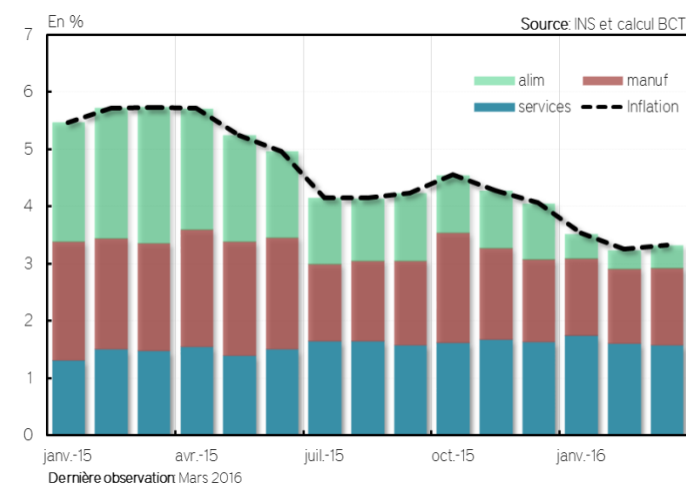
L'indice des prix à la production industrielle a augmenté, en glissement annuel, à un rythme modéré de 2% contre 6,3% en février dernier. Les rubriques qui ont le plus contribué à cette décélération sont celles des branches «industrie chimique», «mines» et «énergie» dont les prix ont progressé de 5,1%, -8,1% et 2% respectivement, contre 20,5%, 35% et 10,1% le mois précédent. Egalement, l'IPVI hors «mines et industries chimiques», composante qui impacte le plus les prix à la consommation, a connu un apaisement de son rythme de progression puisqu'il n'a augmenté que de 1,7% en février 2016, contre 3,6% une année auparavant.

Ainsi, l'évolution récente des prix à la production industrielle indique qu'il y aurait moins de pressions sur l'IPC provenant des prix de gros au cours des prochains mois.

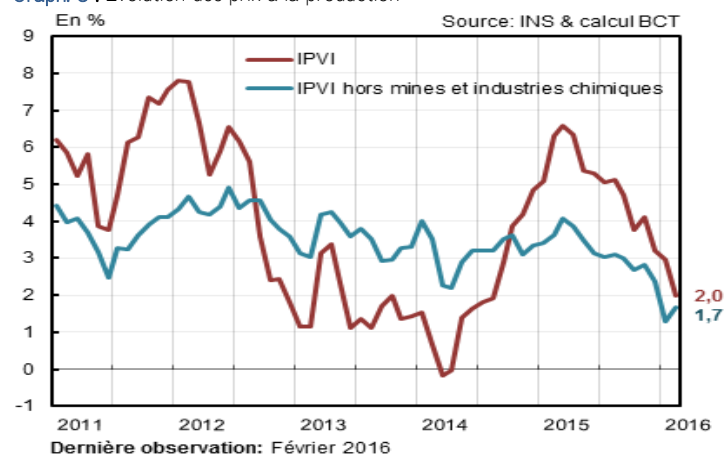
Prix à l'importation

Concernant les prix à l'importation, ils ont connu au premier trimestre de 2016 une importante baisse de 4,7% en moyenne, contre -1,8% en 2015. Cette évolution a résulté essentiellement de l'importante chute des prix agricoles et agroalimentaires (-7% contre +6,3% en 2015) et de l'énergie et lubrifiants (-29,4% contre -24,5% en 2015). Hors alimentation, mines et énergie, les prix des importations n'ont connu, en moyenne, qu'une très légère baisse (-0,2% contre 2,8%) provenant notamment de celle des prix du textile, habillement et cuirs (-0,6% contre +2,1%). Encore une fois, cela montre qu'il y aurait moins de pressions sur l'IPC provenant des prix à l'import, au cours de la période à venir.

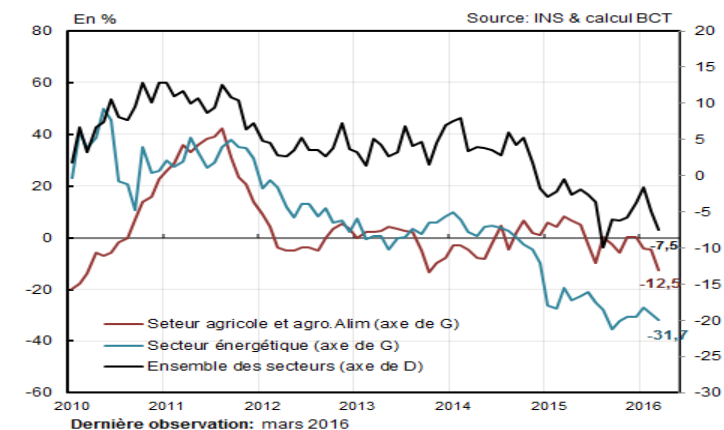
Graph. 5 : Contribution à l'inflation globale



Graph. 6 : Evolution des prix à la production



Graph. 7 : Evolution des prix à l'importation



Perspectives de l'inflation et de l'inflation sous-jacente au deuxième trimestre de 2016

Les pressions sur les prix auraient tendance à augmenter au cours des prochains mois et leur hausse pourrait provenir du risque de rebond des prix des produits alimentaires frais, au cours du mois de Ramadhan et à l'approche de la saison estivale.

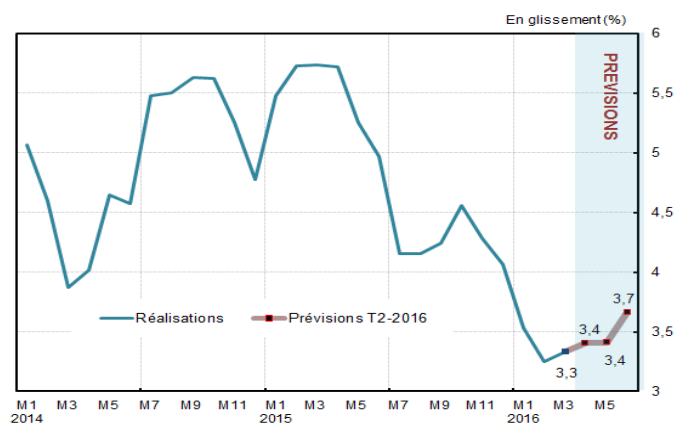
Selon l'exercice de prévision du mois d'avril 2016, l'inflation devrait atteindre 3,7% au terme du deuxième trimestre en raison d'une progression mensuelle moyenne de l'IPC de 0,5% durant la même période. L'inflation moyenne serait de 3,5% en T2-2016 contre 3,4% en T1-2016.

Le scénario central de la prévision se base sur les hypothèses suivantes:

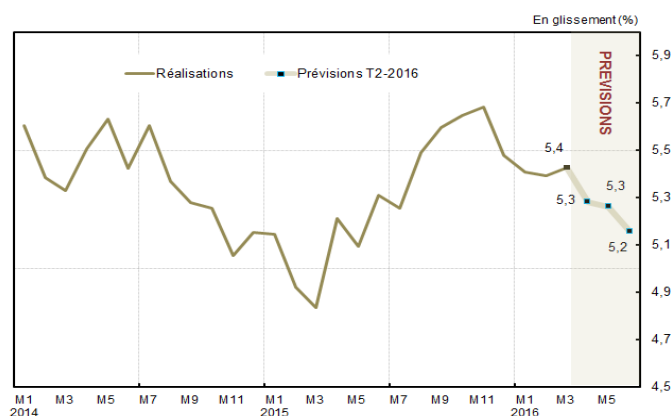
- Les ajustements des prix des produits administrés se limitent à ceux des tarifs de l'eau potable par la SONEDE, en mai 2016.
- Une forte reprise des prix de l'habillement suite à la fin de la période des soldes d'hiver.
- Une stabilisation des prix internationaux du pétrole à des niveaux relativement bas.
- Une hausse des coûts des facteurs de production (notamment les salaires), et
- Une légère dépréciation du dinar par rapport aux principales devises étrangères.

Les deux principales mesures de l'inflation sous-jacente devraient connaître une tendance légèrement baissière durant les trois prochains mois. En effet, d'un côté, l'inflation «hors alimentaires frais et produits administrés» qui a atteint un taux de 5,4% en mars 2016 pourrait baisser encore jusqu'à 5,2% en juin 2016 et de l'autre côté, l'inflation «hors alimentaires et énergie» qui s'est établie à 4,7% en mars, pourrait décélérer à 4,6% en juin. En termes de moyennes trimestrielles, les deux mesures devraient s'inscrire en décélération pour s'établir à 5,2% et 4,6% respectivement en T2-2016 contre 5,4% et 4,8% un trimestre auparavant.

Graph. 8 : Prévision à court terme de l'inflation



Graph. 9 : Prévision à court terme de l'inflation sous-jacente



Croissance attendue au cours du premier trimestre 2016

Les indicateurs conjoncturels laissent apparaître une évolution plutôt positive de l'activité dans le secteur réel national, au premier trimestre de l'année 2016, et ce, malgré quelques difficultés observées dans certains secteurs.

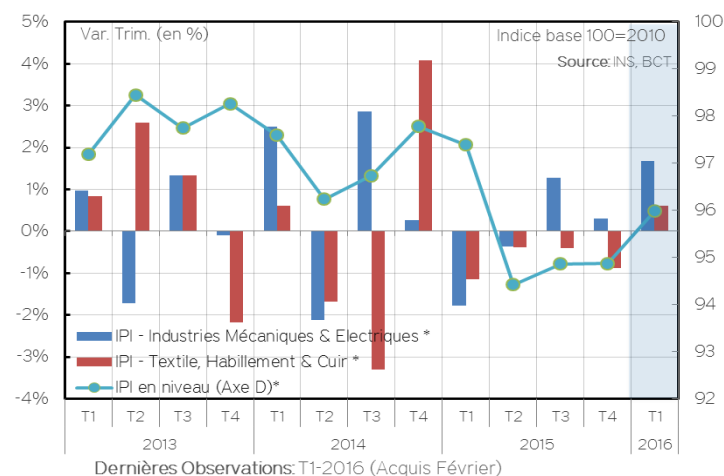
Les principaux secteurs manufacturiers exportateurs auraient tiré à la hausse la croissance globale, en relation avec le redressement de l'activité industrielle européenne (+0,9%¹ en T1-2016 contre +0,4% en T4-2015). Les acquis de croissance trimestrielle au mois de février 2016 pour les indices de production dans les industries mécaniques et électriques (IME) et les industries du textile, habillement et cuir (THC) s'élèvent à +1,7% et +0,6% respectivement.

Les secteurs du tourisme et du transport afficheraient aussi une reprise relative par rapport au trimestre précédent sans pour autant atteindre leurs niveaux d'avant les attaques terroristes de mars, juin et novembre 2015. Le nombre de vols et celui des passagers aériens ont augmenté en T1-2016 respectivement de 3,8% et 15,6% par rapport au trimestre précédent.

En revanche, les troubles sociaux au niveau des sites de production minière et d'extraction de gaz naturel continueraient à impacter négativement la croissance au 1^{er} trimestre de l'année en cours. Les productions des industries minières et de celles d'extraction de gaz (acquis de croissance au mois de février) affichent une évolution négative de 18% et 8,4% respectivement par rapport au trimestre précédent. Ceci aurait des conséquences négatives certaines sur la performance des industries chimiques.

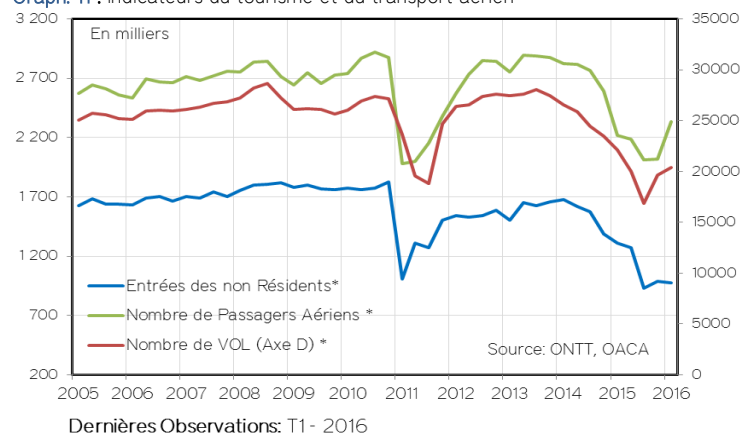
Dans le même sillage, l'activité agricole ne serait pas au rendez-vous, en 2016. Au premier trimestre, la valeur ajoutée de ce secteur souffrirait de la nette régression de la production oléicole estimée à près de -60% par rapport à celle de la saison précédente.

Graph. 10 : Indices de la Production Industrielle



(*) Séries corrigées des variations saisonnières et des effets de calendrier (cvs-cec)

Graph. 11 : Indicateurs du tourisme et du transport aérien



(*) Séries corrigées des variations saisonnières et des effets de calendrier (cvs-cec)

¹ Prévisions de l'Association des trois Instituts Economiques Européens IFO, INSEE et ISTAT - « Euro-zone Economic Outlook » paru le 12-04-2016

Compte tenu de ces évolutions sectorielles, l'activité économique pourrait connaître au 1^{er} trimestre de l'année en cours, une progression en variation trimestrielle comprise entre +0,3% et +0,5% (aux prix constants de 2010), contre 0,8% enregistré au trimestre précédent. En glissement annuel, le rythme d'évolution de l'activité serait compris entre +0,9% et +1,1%.

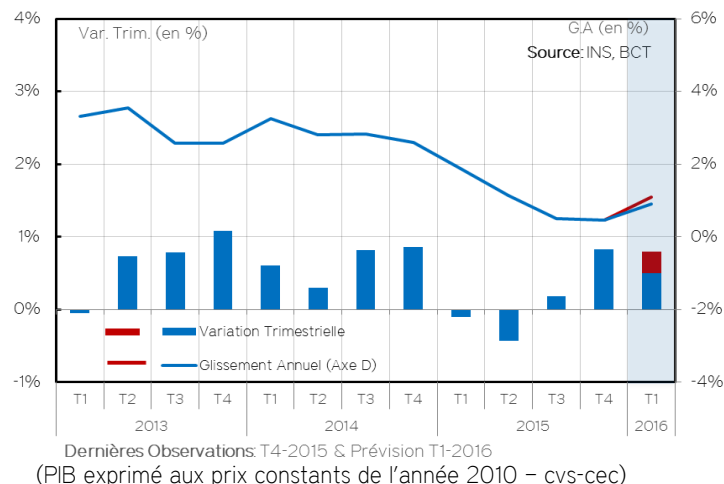
Monnaie et Crédits

L'évolution sur le long terme de la monnaie (au sens de M3) montre un net ralentissement de la création monétaire depuis mi-2011 mais aussi et surtout depuis 2015. Cette évolution demeure compatible avec la dynamique globale de l'activité économique du pays. Elle est, en effet, tirée essentiellement par le ralentissement des crédits à l'économie et la destruction monétaire induite par la baisse des créances nettes sur l'extérieur, en relation avec le creusement du solde de la balance courante observé ces dernières années.

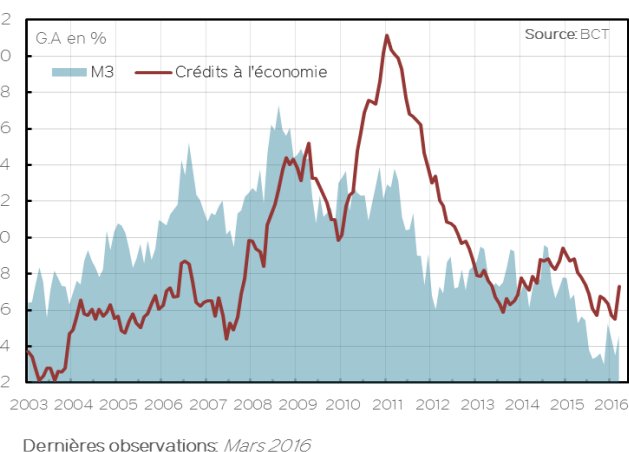
A plus court terme, et après avoir entamé l'année 2016 avec un rythme assez lent, la masse monétaire s'est nettement accélérée au mois de mars 2016 suite à la forte accélération des crédits à l'économie (+7,3% en GA contre +5,5% au mois précédent).

La forte progression des crédits à l'économie est due, en grande partie, au financement bancaire de l'acquisition de la licence de téléphonie de la quatrième génération (4G) par les trois opérateurs de télécommunications, pour un montant avoisinant les 500 MDT. Elle traduit aussi une évolution assez diffuse des crédits entre les secteurs et les banques. Si cette évolution se confirme aux prochains mois, elle pourrait constituer un soutien important à la reprise économique en 2016.

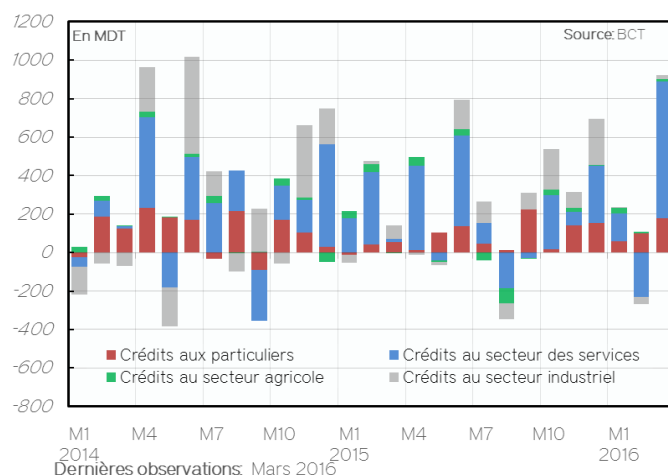
Graph. 12 : Prédiction de la croissance trimestrielle au T1-2016



Graph. 13 : Evolution de la monnaie et des crédits



Graph. 14 : Evolution des crédits par type de bénéficiaire



Liquidité bancaire et taux d'intérêt

La liquidité bancaire s'est légèrement améliorée, en mars 2016, grâce à l'atténuation des pressions exercées par les facteurs autonomes, ce qui a amené à une contraction de l'intervention de la BCT sur le marché monétaire. Ainsi, le volume global de refinancement moyen est revenu, d'un mois à un autre, de 5.487,8 MDT à 5.273,6 MDT en mars 2016 dont près de 90% a été effectué sous forme d'appels d'offres à 7 jours.

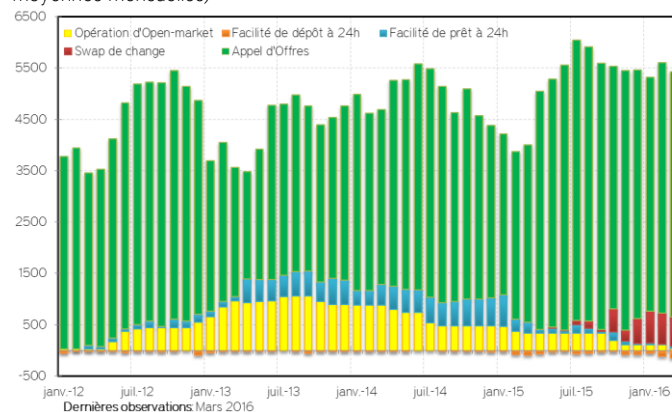
Au cours de ladite période, le taux d'intérêt interbancaire au jour le jour a fluctué dans une fourchette comprise entre un minimum de 4,05% et un maximum 4,40%, donnant lieu à un TMM de 4,20% en mars contre 4,22% le mois précédent.

Finances Publiques

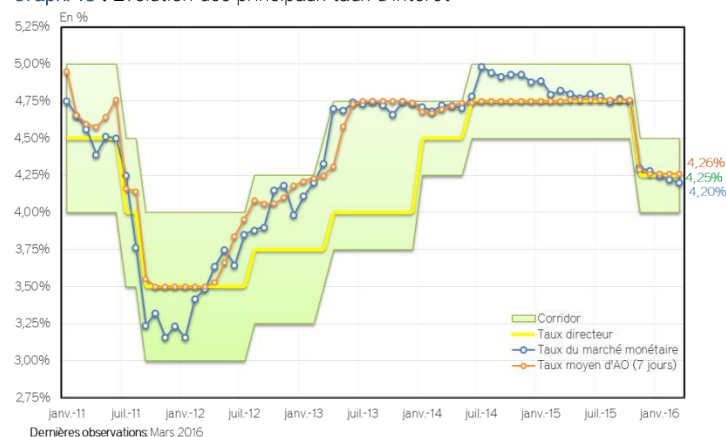
L'examen des résultats provisoires de l'exécution du budget de l'Etat, à fin février 2016, fait apparaître une forte progression des dépenses de fonctionnement, notamment, des rémunérations (+20% contre +7,6% une année auparavant) qui peuvent se justifier, en partie, par les versements des rappels au titre de 2015 d'une part, et l'accroissement notable des dépenses d'investissement public qui ont plus que doublé durant la deux premiers mois de 2016.

S'agissant des ressources propres de l'Etat, et plus particulièrement les impôts sur les revenus, elles se sont bien ressenties de la hausse de la masse salariale.

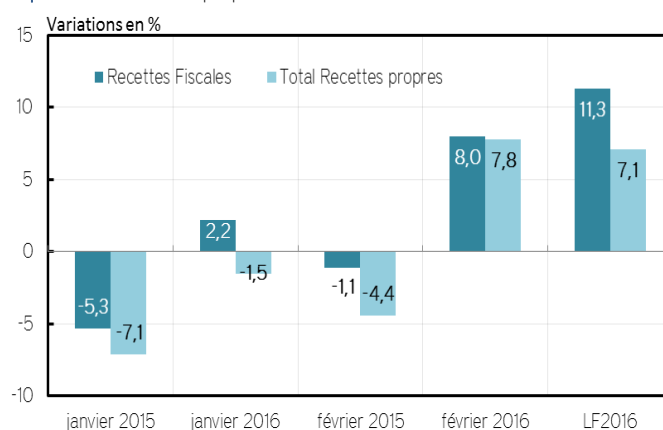
Graph. 15 : Interventions de la BCT sur le marché monétaire en MDT (En moyennes mensuelles)



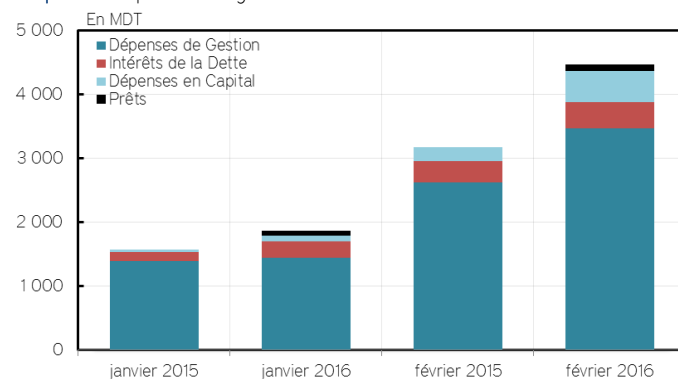
Graph. 16 : Evolution des principaux taux d'intérêt



Graph. 17 : Ressources propres



Graph. 18 : Dépenses budgétaires



Paiements extérieurs et taux de change

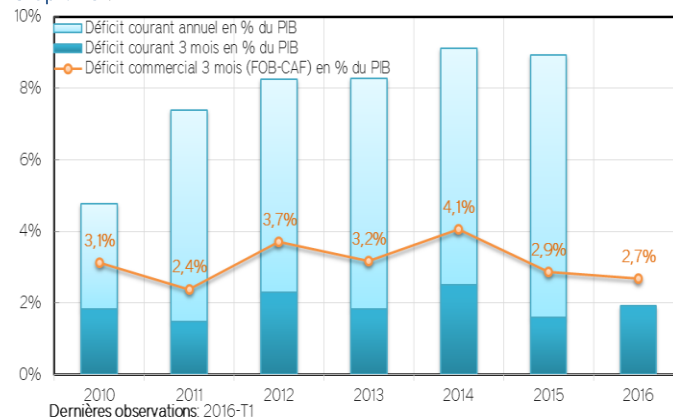
Le premier trimestre 2016 a été marqué par le creusement du déficit de la balance des opérations courantes (1.758 MDT ou 1,9% du PIB contre 1.368 MDT ou 1,6% du PIB au cours de la même période 2015), et ce, en dépit du net allègement de la facture énergétique. Cette contre-performance porte la marque essentiellement des évolutions suivantes :

- Forte chute des recettes touristiques à 282 MDT contre 583 MDT en T1-2015, soit une baisse de 51,7%.
- Baisse inquiétante des revenus de travail de 13,7%, en comparaison avec le premier trimestre de 2015, pour se situer à 772 MDT contre 895 MDT.
- Une quasi-stagnation du déficit de la balance commerciale (FOB-CAF) qui s'est maintenu, au cours du premier trimestre de 2016, à un niveau comparable à celui de la même période une année auparavant, soit 2.466,4 MDT ou 2,7% du PIB.

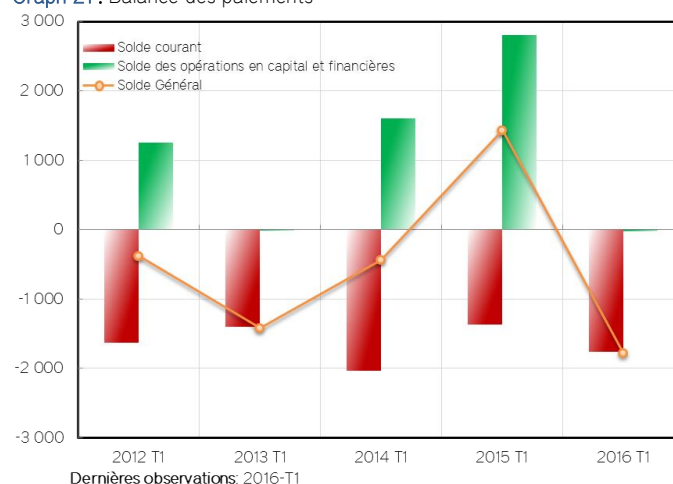
La détérioration du déficit courant conjuguée à l'affaiblissement des IDE et la forte détérioration du solde de la balance des prêts et emprunts, a fortement affecté le solde général de la balance des paiements, induisant par conséquent une baisse des réserves de change. Ces dernières ont perdu 1.821 MDT au cours du premier trimestre 2016 pour se situer à 12.281 MDT soit, l'équivalent de 112 jours d'importation, à fin mars 2016 contre 14.102 MDT et 128 jours respectivement au terme du mois de décembre 2015.

Faut-il noter à cet égard que le maintien du déficit courant à des niveaux élevés depuis 2012 (au-dessus de 8% du PIB) ne peut qu'attiser les pressions sur le taux de change du dinar vis-à-vis des principales devises. Au cours du premier trimestre de 2016, le dinar s'est déprécié vis-à-vis de l'euro de 3,3% et s'est légèrement apprécié face au dollar (0,7%).

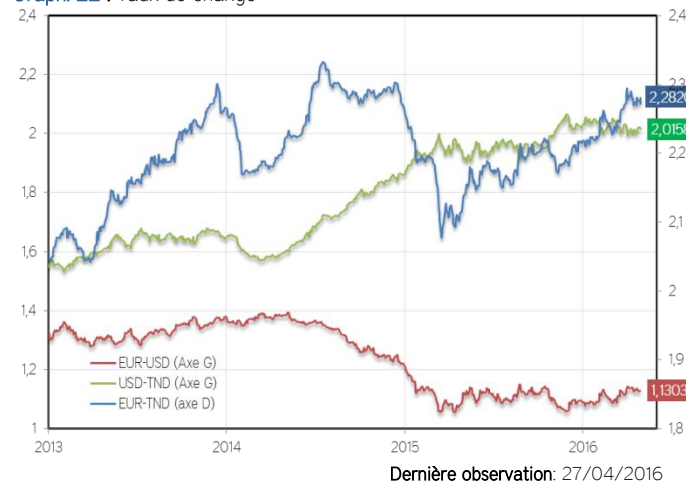
Graph. 20 : Evolution du solde courant en % du PIB



Graph. 21 : Balance des paiements



Graph. 22 : Taux de change



PERSPECTIVES DE CROISSANCE ECONOMIQUE

Au-delà du premier trimestre 2016, le rythme de croissance trimestrielle du PIB, aux prix constants de 2010, devrait se maintenir dans la fourchette 0,6%-1,2%, jusqu'au dernier trimestre 2017. La croissance annuelle serait de 2,0% en 2016 et 3,5% en 2017. Hors agriculture, la croissance du PIB pourrait atteindre 2,6% en 2016 et 3,4% l'an d'après, contre seulement 0,3% en 2015.

Le scénario central de prévision privilégie un retour graduel vers le rythme de croissance d'avant-2015. Ce retour serait soutenu par le redressement de la production des industries exportatrices (IME et THC), en ligne avec la hausse attendue de la demande des principaux partenaires, en particulier la Zone Euro. Egalement, on s'attend à une contribution positive et significative du rétablissement progressif de la production dans certains secteurs, qui ont connu des perturbations voire un quasi-arrêt de production, en 2015, en particulier les industries chimiques, mines, phosphates et énergie. Par ailleurs, le rythme de redressement de l'activité touristique devrait être très lent, ce qui impliquerait une contribution négative à la croissance économique en 2016, et légèrement positive en 2017. Quant au secteur agricole, il devrait pâtir des retombées du déficit de pluviométrie, en contribuant négativement à la croissance du PIB en 2016, avant de renouer avec la croissance l'an d'après.

Le maintien de la croissance sur une trajectoire ascendante et supérieure à la croissance potentielle, favoriserait une fermeture graduelle de l'écart de production, à l'horizon de 2017.

Les perspectives pour l'économie tunisienne devraient s'améliorer sur l'horizon de prévision. Toutefois, elles restent sujettes à des aléas illustrés dans le graphique en éventail (Fan chart). Des risques spécifiques qui pèseraient sur la croissance peuvent aussi être identifiés. Ils pourraient se matérialiser au plan international en cas de ralentissement de la demande étrangère, de remontée significative du prix du pétrole et de l'intensification des crises géopolitiques.

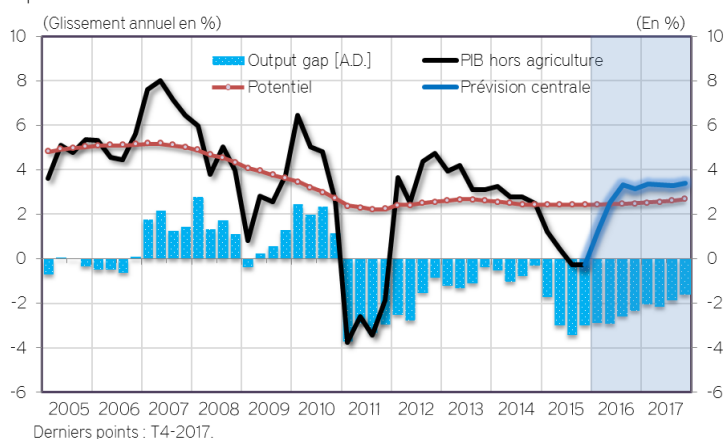
En particulier, une trajectoire plus ascendante que prévue du prix de pétrole affecterait les prévisions. Au plan interne, une meilleure transmission de la dernière baisse de 50 points de base du taux directeur de la BCT, vers l'économie réelle pourrait renforcer davantage la reprise de l'investissement.

Aussi, si les ménages choisissent d'orienter la hausse de leur revenu de salaires vers plus d'épargne que de consommation, le sentier de croissance pourrait être affaibli. Par ailleurs, si des contraintes de production se manifestaient, la croissance des importations pourrait être plus élevée et dégrader la contribution des exportations nettes à la croissance attendue.

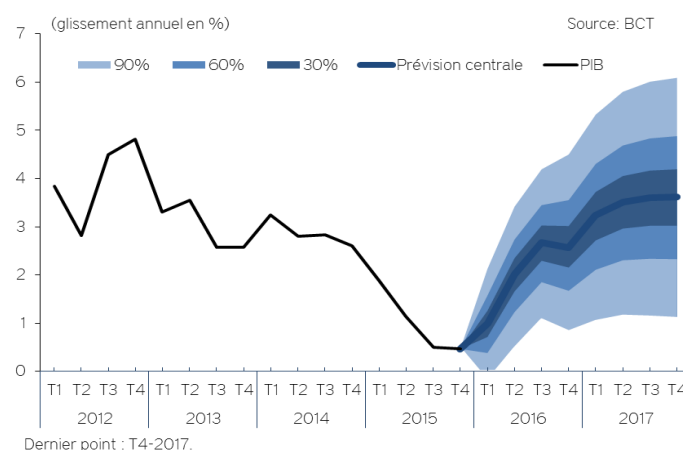
Tableau. 1 : Prévisions de la croissance annuelle aux prix constants de l'année 2010 (en %)

	Réalizations		Prévisions	
	2014	2015	2016	2017
PIB	2,9	1,0	2,0	3,5
PIB hors agriculture	2,8	0,3	2,6	3,4

Graph. 23 : Prévisions de la croissance du PIB hors agriculture et de son potentiel



Graph. 24 : Perspectives de la croissance du PIB aux prix constants de 2010 (Fan chart).



PERSPECTIVES DE L'INFLATION A MOYEN TERME

Le rythme de progression de l'inflation serait en légère hausse à partir du troisième trimestre 2016, pour atteindre une moyenne de 3,6% sur l'ensemble de l'année 2016 et 4,2% en 2017. Par principales composantes, et à la faveur d'une hausse quasi-généralisée de la production locale et le renforcement du contrôle des circuits de distribution, l'inflation des produits alimentaires frais devrait se maintenir sur une tendance haussière, quoiqu'à un rythme plus faible. Quant à l'inflation des produits administrés, l'absence de tensions importantes sur les cours mondiaux des produits alimentaires de base et de l'énergie favoriserait la détente du rythme de progression des prix de cette catégorie de produits. L'entrée en vigueur du mécanisme d'ajustement automatique des prix à la pompe aux prix internationaux, début juillet prochain, et l'annonce d'une nouvelle baisse des prix, à la même date, devrait contribuer à maintenir l'inflation des produits administrés à un niveau relativement bas, en 2016. S'agissant de l'inflation sous-jacente (hors produits frais et administrés), elle devrait se maintenir sur une tendance baissière, quoiqu'à un rythme modéré, pour se situer sur l'ensemble de 2016 légèrement au-dessus de 5%, avant de baisser de nouveau à 4,6%, à l'horizon de 2017. Cette orientation à la baisse serait soutenue par l'absence de fortes pressions sur les prix mondiaux des matières premières, des effets de second tour émanant de l'ajustement à la baisse des prix de l'énergie et de l'apaisement des pressions provenant de la demande.

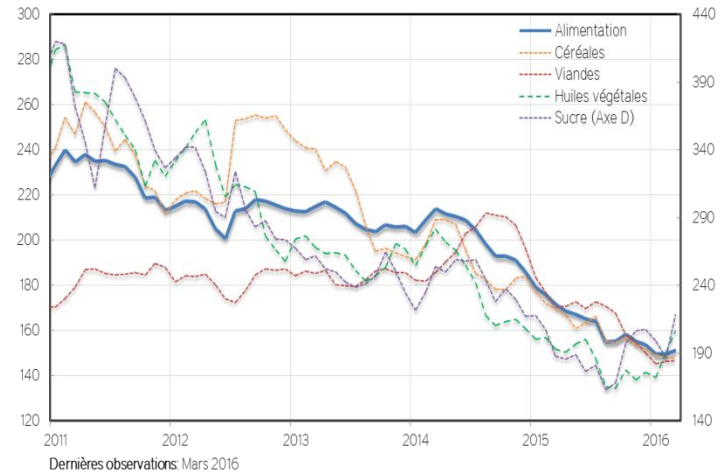
Les risques entachant l'inflation semblent globalement équilibrés. D'une part, une trajectoire plus ascendante du prix du pétrole et une transmission plus marquée des hausses des coûts salariaux pourraient favoriser une accélération des prix. D'autre part, la persistance de la faiblesse de la demande de consommation devrait plaider en faveur de plus de détente de l'inflation.

Tableau. 2 : Prévisions de l'inflation (moyenne annuelle en %)

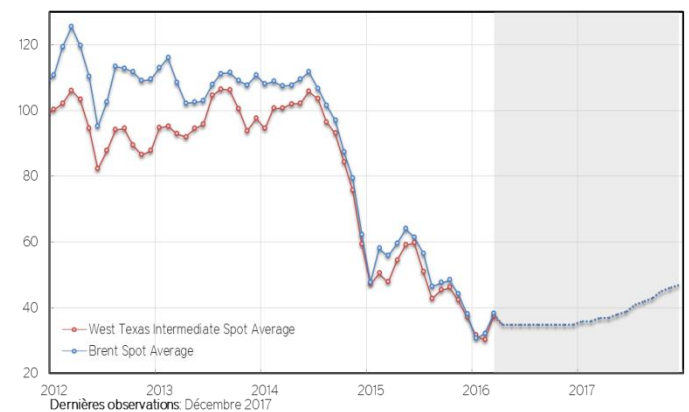
	Réalizations		Prévisions	
	2014	2015	2016	2017
Inflation	4,9	4,9	3,6	4,2
Inflation sous-jacente*	5,4	5,3	5,2	4,6

(*) Hors produits alimentaires frais et administrés.

Graph. 25 : Prix internationaux des produits alimentaires de base



Graph. 26 : Prix internationaux de l'énergie en USD



Source: US Energy Information Administration

Graph. 27 : Perspectives de l'inflation (Fan chart)

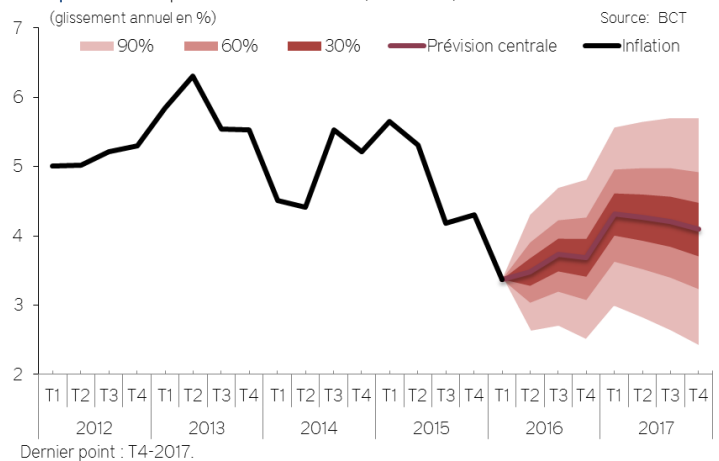


Tableau 3 : Facteurs de risques sur les perspectives d'évolution de l'inflation

Zone du risque	Description	Sens
Prix internationaux	<ul style="list-style-type: none"> Faibles pressions sur les cours internationaux des matières premières, y compris l'énergie. 	↓
Coûts salariaux	<ul style="list-style-type: none"> Transmission progressive de la hausse des salaires dans le secteur privé. 	↑
Finances publiques	<ul style="list-style-type: none"> Hausse de la masse salariale dans le secteur public. Entrée en vigueur du mécanisme d'indexation des prix à la pompe avec une baisse des prix attendue en juillet 2016. 	↑ ↓
Demande de consommation	<ul style="list-style-type: none"> Renforcement de la consommation privée soutenue par les hausses des salaires. Une demande émanant du secteur touristique qui demeure faible, en perspective. 	↑ ↓
Balance des paiements et taux de change	<ul style="list-style-type: none"> Poursuite des pressions sur la balance des paiements induites par la baisse des exportations des industries extractives et des produits agricoles. Hausse des importations des biens de consommation Pressions sur le taux de change du dinar. 	↓ ↑ ↑
Evolution monétaire	<ul style="list-style-type: none"> Pas de pressions inflationnistes significatives d'origine monétaire. 	↓