



Rapport pour les Journées de l'Entreprise 2011

Endettement extérieur et politique de change en Tunisie dans le contexte de transition: Contraintes de résilience macroéconomique et pistes de réformes

Sami Mouley
Professeur, Université de Tunis

Sommaire

I. Introduction

II. Endettement extérieur et facteurs de vulnérabilité

II.1. Diagnostic et paramètres de l'endettement externe

II.1.1. Un niveau d'endettement extérieur relativement élevé par rapport aux comparateurs

II.1.2. L'ampleur de la dette externe contractée par l'administration

II.1.3. La prépondérance de l'euro dans le libellé et le service de la dette externe

II.2. Les signaux apparents de vulnérabilité de la dette externe

II.2.1. Aggravation du risque de défaut sur la dette souveraine

II.2.2. Exacerbation des volatilités sur les marchés émergents

II.2.3. Dégradation des ratings souverains

II.2.4. Amplification des risques de change

III. Les contraintes externes du pilotage macroéconomique

III.1. Les contraintes de soutenabilité de la dette externe

III.2. Les contraintes de viabilité de la dette externe

III.3. Les contraintes de financement du plan jasmin

III.4. Un niveau d'endettement optimal est-il souhaitable ?

III.5. Résultats de l'enquête auprès des chefs d'entreprises: Impératif de réduction de la dépendance extérieure de la Tunisie

IV. La dépréciation compétitive du dinar tunisien: solution pour la compétitivité-prix des exportations ou cause du déficit commercial chronique ?

IV.1. L'effet change dans la compétitivité - prix

IV.2. Résultats de l'enquête auprès des chefs d'entreprises: Impératif de réformes de la politique du taux de change

I. Introduction

La situation économique de la Tunisie révolutionnaire, ses perspectives et les conditions de la reconstruction de son schéma de croissance suscitent débats et propositions stratégiques. Si les arguments développés n'ont jusque là concerné que la nature et le contenu des changements structurels souhaités, d'autres questions sont restées ambiguës et notamment celles se rapportant aux problèmes de financement et aux réorientations dans la conduite des politiques économiques. Autant la stratégie de développement économique et social pour le quinquennat 2012-2016, élaborée par le gouvernement de transition, que certains programmes économiques de partis politiques, présentés lors de la campagne pour la constituante, comportent une composante marquante en matière de mobilisation de ressources de financement extérieur des schémas de croissance et d'investissements escomptés, autant des questions fondamentales liées à la viabilité de la dette externe, à la rentabilité des projets programmés et aux préalables des performances macroéconomiques exigées ont été écartées ou vaguement traitées.

Car, il faut bien admettre que bien que l'orientation de l'endettement semble privilégier le bénéfice des conditions concessionnelles, la dépendance financière extérieure de l'économie nationale sera d'autant plus exacerbée dans un contexte international de repli des flux de capitaux et d'assèchement des liquidités au vu des crises successives qui frappent les économies occidentales (dettes souveraines, crises monétaires). Dans le même temps, les réflexions sur la mobilisation de ressources externes d'endettement et la gestion des réserves de change sont forcément indissociables des problèmes de conduite de la politique de change du dinar si bien que les vulnérabilités du secteur extérieur en Tunisie restent en grande partie circonscrites à l'instabilité du taux de change.

Pour avancer dans la compréhension des ces propos, la section.1 établit un diagnostic des paramètres de la dette externe. La section.2 détaille une grille de lecture des principaux facteurs de vulnérabilités à surveiller. La section.3 analyse les contraintes externes du pilotage macroéconomique en termes de soutenabilité et de viabilité de la dette pour mettre ensuite en avant la question de l'endettement optimal dans la période de transition, et en filigrane, répondre aux difficultés posées par le plan jasmin. Une superposition d'arguments sera complétée par des résultats d'une enquête menée par l'IACE auprès des chefs d'entreprises. La section.4 examine la situation du change du dinar en rapport avec le dilemme endettement et compétitivité. Des pistes d'orientations et de recommandations seront aussi déclinées à partir d'une enquête dédiée.

II. Endettement extérieur et facteurs de vulnérabilité

II.1. Diagnostic et paramètres de l'endettement externe

Plusieurs indicateurs sont utilisés pour analyser la dette externe incluant le concept de stock de la dette et le concept de service de la dette relativement aux variables associées à la capacité de remboursement du pays.

Les indicateurs tels que le stock de la dette rapporté au PIB, le service de la dette rapporté au PIB mesurent le fardeau de la dette par rapport à la capacité du pays à générer des revenus. Le ratio du stock de la dette rapporté aux exportations et le stock du service de la dette rapporté aux exportations mesurent le fardeau de la dette par rapport à la capacité des échanges du pays avec l'étranger. Les ratios du stock de la dette et du service de la dette rapportés aux revenus fiscaux mesurent le fardeau de la dette par rapport à la capacité du déficit public du pays à générer des recettes. La valeur actualisée nette de la dette est utilisée pour capturer la dimension du stock de la dette et comparer le remboursement avec les rééchelonnements.

II.1.1. Un niveau d'endettement extérieur relativement élevé par rapport aux comparateurs

La dette externe de la Tunisie a certes évolué à la baisse durant les dernières années, de 58,9% en 2005 à 47,8% du PIB en 2010 pour l'encours global et de 48,6% en 2005 à 37,2% du PIB en 2010 pour la dette à moyen et long terme. Néanmoins, et bien qu'en décélération, le niveau moyen de la dette extérieure globale (50,9%) durant la période récente 2005-2010 demeure relativement élevé comparativement aux pays de la tranche inférieure de l'OCDE et les autres économies émergentes dont la notation du crédit souverain est similaire à celle de la Tunisie. En dehors du Liban avec 190,8%, le ratio moyen de la dette extérieure globale durant la même période pour la région MENA est en effet de l'ordre de 18,9%. Celui du Maroc, par exemple, est de l'ordre de 21,2%.

Evolution de l'encours de la dette extérieure à moyen et long terme

Année	Stock de la dette extérieure à moyen et long terme (en MDT)	PIB nominal (en MDT)		Dette extérieure à moyen et long terme (en % du PIB)	
		Ancien PIB	Nouveau PIB ¹	Ancien PIB	Nouveau PIB
2005	20 373	37 767	41 871	53,9%	48,6%
2006	19 683	41 408	45 756	47,5%	43,1%
2007	19 728	45 629	49 874	43,2%	39,6%
2008	21 301	50 325	55 297	42,3%	38,5%
2009	21 977	53 419	58 768	41,2%	37,3%
2010	23 600	-	63 397	-	37,2%

¹ Les autorités ont adopté en 2010 un nouveau système de comptabilité nationale pour la période 1997-2008 afin de se conformer au système de comptabilité nationale de 1993 des Nations Unies, en réévaluant les chiffres des principaux agrégats macroéconomiques aux prix courants, à savoir, le PIB, la formation brute de capital fixe, la consommation, les investissements, l'épargne, etc... L'introduction du nouveau système a eu pour effet global d'augmenter d'environ 10 % tous les ans les chiffres du PIB nominal. En conséquence, les agrégats aux prix constants sont calculés sur la base des prix de l'année précédente, et notamment la croissance globale du PIB réel qui n'est plus calculé en fonction d'une année de base fixe (taux de croissance chaîné).

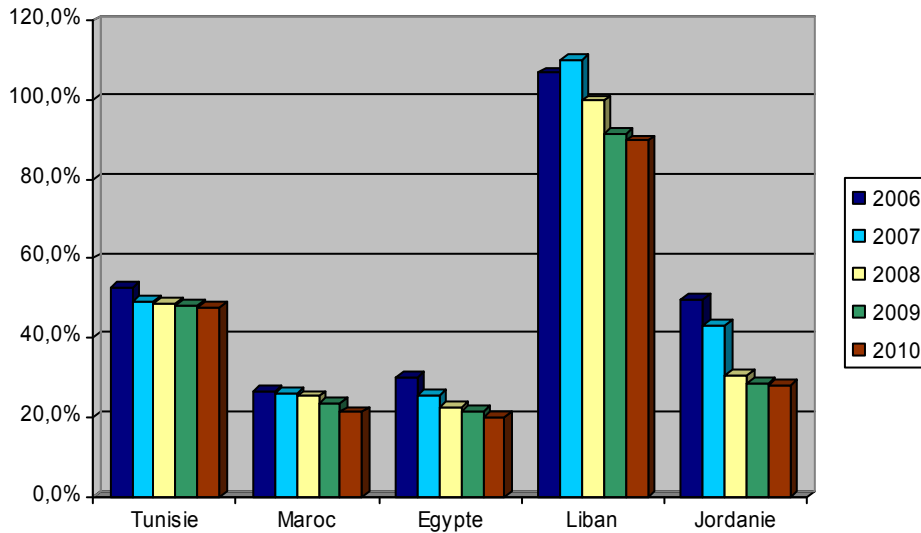
Evolution de la dette extérieure à court terme

Année	Dette extérieure à court terme (en MDT)	Dette extérieure à court terme (en % du PIB)
2005	4 290	10,2%
2006	4 355	9,5%
2007	4 863	9,7%
2008	5 668	10,3%
2009	6 369	10,9%
2010	6.720	10,6%

Evolution de la dette extérieure totale

Année	Dette extérieure totale (en MDT)	Dette extérieure totale (en % du PIB)
2005	24 663	58,9%
2006	24 038	52,6%
2007	24 591	49,3%
2008	26 969	48,8%
2009	28 346	48,2%
2010	30 320	47,8%

Dettes extérieures totales comparées (en % du PIB) 2006-2010



Dans le même temps, si le recours à l'endettement extérieur permet de consolider la position extérieure et les réserves de change qui sont alimentées à hauteur de 39,4% en moyenne du stock brut, le service de la dette extérieure globale absorbe néanmoins en moyenne 12,9% des recettes d'exportations de biens et services alors même que seul le service de la dette externe à moyen et long terme absorbe annuellement et en moyenne 32,3% des réserves et 11,4% des recettes courantes. Cette inadéquation témoigne des difficultés que pose la mobilisation des ressources externes dans la réalisation des équilibres macroéconomiques.

Année	Dette extérieure totale (en MDT)	Réserves de change (en MDT)	Ratio du service de la dette extérieure totale		
			En % des exportations de B&S	En % des réserves de change (*)	Part des réserves de change dans le stock brut de la dette externe totale
2005	24 663	6 033	14,5%	45,0%	24,5%
2006	24 038	8 807	18,4%	44,1%	36,7%
2007	24 591	9 689	13,2%	34,3%	39,4%
2008	26 969	11 742	8,6%	22,3%	43,6%
2009	28 346	13 946	11,9%	22,8%	49,2%
2010	30 320	13 000	10,7%	24,9%	42,8%

(*) Calculé uniquement sur le service de la dette extérieure à moyen et long terme

Evolution du service de la dette extérieure à moyen et long terme

Année	Service de la dette extérieure à moyen et long terme (en MDT)			Recettes courantes (en MDT)	Service de la dette extérieure à moyen et long terme (en % des recettes courantes)		
	Principal	Intérêts	Total		Principal	Intérêts	Total
2005	1 876	840	2 716	21 159	8,9%	3,9%	12,8%
2006	2 991	890	3 881	23 719	12,6%	3,8%	16,4%
2007	2 447	887	3 334	28 551	8,6%	3,1%	11,7%
2008	1 757	864	2 621	34 089	5,1%	2,5%	7,6%
2009	2 313	871	3 184	29 994	7,8%	2,9%	10,7%
2010	2 398	835	3 233	35 267	6,8%	2,4%	9,2%

Source: IMF, World Bank & Banque Centrale de Tunisie.

II.1.2. L'ampleur de la dette externe contractée par l'administration

La répartition des tirages sur crédits par bénéficiaire, montre qu'ils ont été destinés en moyenne à hauteur de 66,5% au financement de l'administration et de seulement 33,5% à celui des entreprises durant la période 2005-2010. Cette situation est plus que problématique, en ce sens que le service de la dette extérieure à moyen et long terme de l'administration a représenté en moyenne 16,4% des recettes propres de l'Etat.

Année	Dette extérieure à moyen et long terme (en Millions de DT)			Tirages annuels bruts sur crédits à moyen et long terme (en MDT)		
	Total	Administration (en MDT)	Entreprises (en MDT)	Total	Administration (en MDT)	Entreprises (en MDT)
2005	20 373	14 025 (68,9%)	6 348 (31,1%)	2 125	1 396 (65,7%)	729 (34,3%)
2006	19 683	13 286 (67,4%)	6 397 (32,6%)	1 941	837 (43,1%)	1 104 (56,9%)
2007	19 728	13 300 (67,4%)	6 428 (32,6%)	2 157	1 230 (57%)	927 (43%)
2008	21 301	14 560 (68,3%)	6 741 (31,7%)	1 745	833 (47,7%)	912 (52,3%)
2009	21 977	14 715 (66,9%)	7 262 (33,1%)	2 726	1 227 (45%)	1 499 (55%)
2010	23 600	14 192 (60,1%)	9 408 (39,9%)	2 629	1 408 (53,6%)	1 221 (46,4%)

Source : IMF, World Bank & Banque Centrale de Tunisie.

Evolution du service de la dette extérieure à moyen et long terme de l'administration

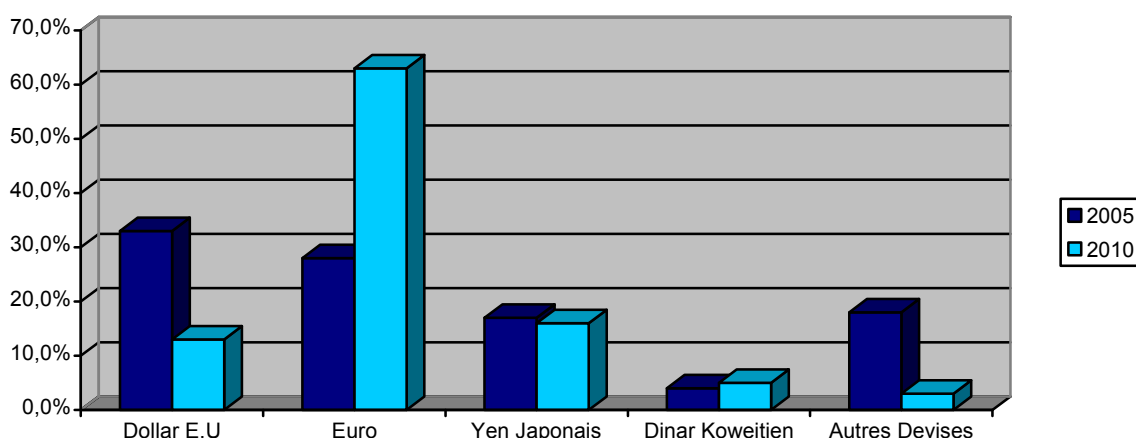
Année	Service de la dette extérieure à moyen et long terme de l'administration (en MDT)			Recettes propres de l'Etat (en MDT)	Service de la dette extérieure à moyen et long terme de l'administration (en % des recettes propres)		
	Principal	Intérêts	Total		Principal	Intérêts	Total
2005	1 112	585	1 697	9 280	11,9%	6,3%	18,2%
2006	1 731	614	2 345	10 553	16,4%	5,8%	22,2%
2007	1 454	595	2 049	11 444	12,7%	5,2%	17,9%
2008	844	577	1 421	13 714	6,1%	4,3%	10,4%
2009	1 190	611	1 801	13 766	8,6%	4,5%	13,1%

Source : IMF, World Bank & Banque Centrale de Tunisie.

II.1.3. La prépondérance de l'euro dans le libellé et le service de la dette externe

Au niveau de la répartition de la dette extérieure à moyen et long terme par devise, l'Euro représente près de 63%, le Yen japonais 16%, le Dollar américain 13% et le reliquat dans diverses devises.

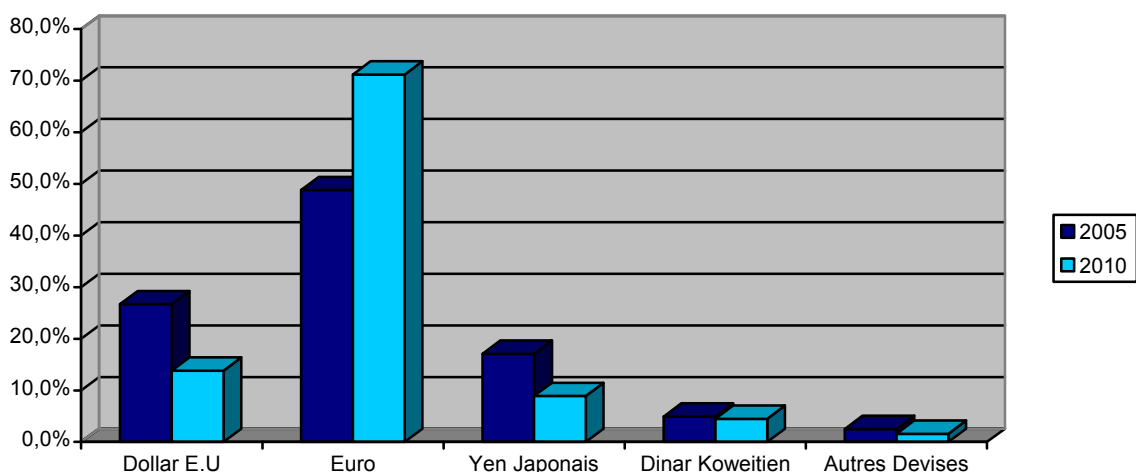
Evolution de la structure de l'encours de la dette extérieure à moyen et long terme par devise en % (2005-2010)



Source : Banque Centrale de Tunisie (2011)

Il en est de même de la ventilation par devise du service de la dette extérieure du fait de la hausse significative de la part des paiements libellés en euro représentant plus de 70%, le Yen japonais près de 9%, le Dollar américain près de 14% et le reliquat dans diverses devises.

Evolution du service de la dette extérieure à moyen et long terme par devise en % (1995-2010)



Source : Banque Centrale de Tunisie (2011)

II.2. Les signaux apparents de vulnérabilité de la dette externe

Les arguments d'autorité souvent invoqués par les instances internationales pour analyser la dette extérieure de la Tunisie la qualifie comme présentant de faibles risques dès lors qu'en termes de maturité résiduelle, la structure des échéances semble favorable avec près de 75% du stock à long terme et supérieur à 10 ans². En terme de répartition par régime de taux d'intérêt, près de 79% de la dette extérieure est contracté à taux fixe, dont 62% est inférieur à 5% et 10,7% entre 5% et 7%, d'où des risques limités de taux d'intérêt. De même, par bailleurs de fonds, une part non négligeable (33,7%) de la dette extérieure à moyen et long terme de la Tunisie est contractée au titre de la coopération multilatérale (dont 20% est concessionnel), 29% au titre de la coopération bilatérale, contre seulement 27,8% au titre des émissions obligataires sur les marchés financiers internationaux et 9,5 au titre de créances bancaires privées, d'où des risques de refinancement faibles.

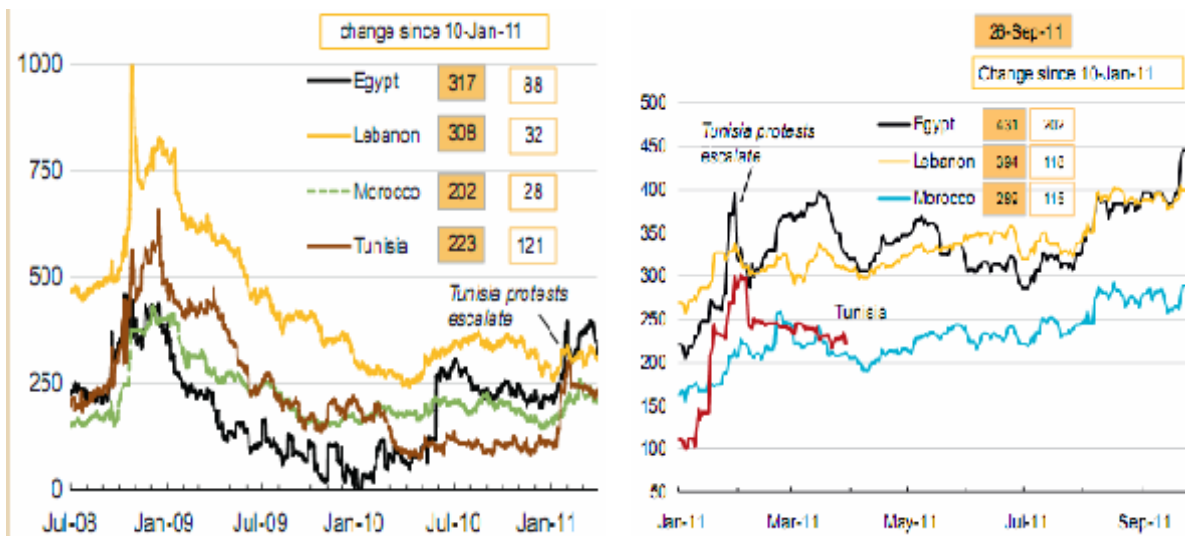
Et pourtant, l'encours de la dette extérieure entretient des risques de fragilisation dont les plus importants sont les suivants:

II.2.1. Aggravation du risque de défaut sur la dette souveraine

Le risque de défaut sur la dette souveraine, mesuré par le spread des credit default swaps (CDSs), a augmenté dès lors que l'écart de taux des obligations de la Tunisie est passé de 121 points de base avant la révolution au 10/1/2011 - moment où la vague de contestations a commencé - à 223 points de base au 14/4/2011. En dépit du bon dénouement des élections de la constituante, le climat latent d'incertitude économique a fait en sorte que l'écart de taux a ré-augmenté à 257 points de base au 14/11/2011³, soit une augmentation du spread de 136 points de base. L'accroissement de l'écart de taux du titre souverain de la Tunisie aura certainement une incidence directe néfaste en matière de renchérissement des coûts des nouvelles mobilisations escomptées d'emprunts extérieurs. Outre le resserrement des conditions de financement, l'accroissement de l'écart des contrats sur risques de défaut (CDS) s'ajoute au risque de hausse du taux d'intérêt sur près de 21% de la dette extérieure à moyen et long terme contractée à taux variable.

² Dont 41% entre 10 et 15 ans, 23% entre 15 et 20 ans et 11% plus de 20 ans. Près de 22% de la dette externe à moyen et long terme présente une échéance comprise entre 5 et 10 ans et seulement 3% entre 1 et 5 ans.

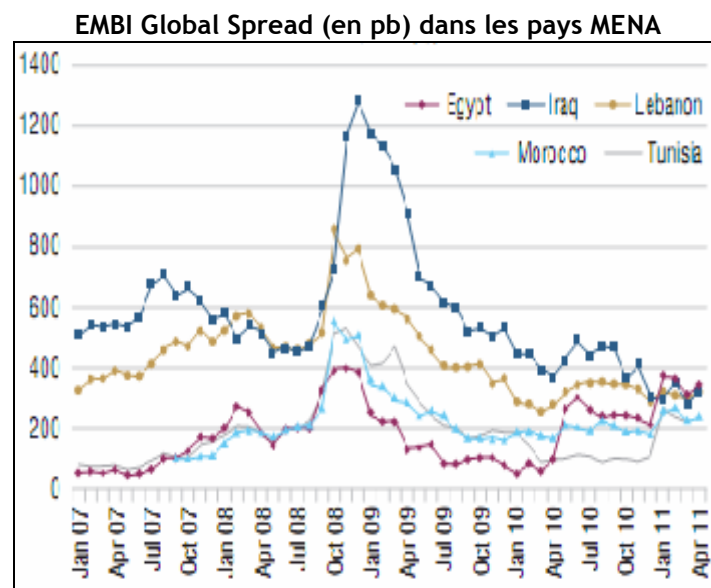
³ cf. CMA Global Sovereign Debt Credit Risk Report, 3th Quarter - October 2011 and Datastream-Reuters.



Source: Bloomberg Finance LP & Markit

II.2.2. Exacerbation des volatilités sur les marchés émergents

Les volatilités permettent d'apprécier les risques d'illiquidité sur les marchés émergents. Elles sont données par l'indice EMBI qui mesure la volatilité sur les émissions obligataires internationales. Bien que plus faibles relativement à d'autres comparateurs émergents ou régionaux, les primes de risques sur les obligations tunisiennes se sont récemment amplifiées reflétant un resserrement (tightening) des conditions de financement de la dette souveraine sur les marchés financiers ce qui limiterait toute nouvelle émission tout en rendant plus complexe toute mesure de restructuration de la dette sous forme de debt by debt swap.



Source: Datastream

II.2.3. Dégradation des ratings souverains

Les principales agences de notation financière ont procédé à la dégradation ou le placement sous surveillance négative des notes souveraines, alors même que la Tunisie compte s'adresser aux marchés financiers internationaux pour la mobilisation de ressources de financement extérieur du nouveau programme économique et social (2012-2016). A moyen terme, l'impact pourrait être plus important si les notations ne se seront pas stabilisées ou si elles seront encore dégradées. Cela pourrait rendre encore plus difficile l'accès au marché financier international et réduirait la capacité de la Tunisie à attirer des investisseurs étrangers, ce qui entraînera une réduction de la croissance et donc de la création d'emplois. Le renchérissement du crédit pouvant rendre encore plus difficile la résolution des problèmes en alimentant le déficit budgétaire et le déficit extérieur. Il est donc indispensable de préserver le statut du grade d'investisseur avec perspective positive et stable pour que la Tunisie puisse obtenir des financements favorables sur les marchés financiers internationaux⁴.

Downgrading Tunisia's sovereign credit rating

Moody's	S&P	Fitch	
Aaa	AAA	AAA	
Aa1	AA+	AA+	Moody's : Dégradation de la note souveraine de Baa2 à Baa3 avec mise sous surveillance négative.
Aa2	AA	AA	
Aa3	AA-	AA-	Standard & Poor's : Dégradation de la note monnaie locale avec mise sous surveillance négative de A-/Stable à BBB+ et affirmation de la note en devise étrangère BBB avec placement sous surveillance négative.
A1	A+	A+	
A2	A	A	
A3	A-	A-	
Baa1	BBB+	BBB+	Fitch : Affirmation de la note devise étrangère BBB avec placement sous surveillance négative.
Baa2	BBB	BBB	
Baa3	BBB-	BBB-	
Ba1	BB+	BB+	
Ba2	BB	BB	R&I : Dégradation de la note devise étrangère avec placement sous surveillance négative de A-/Stable à BBB Neg.
Ba3	BB-	BB-	
B1	B+	B+	
B2	B	B	
B3	B-	B-	
Caa1	CCC+		
Caa2	CCC		
Caa3	CCC-	CCC	
Ca	CC		
Ca	C		
C		DDD	
-	D	DD	
-		D	

Source: Thomson - Reuters

⁴ Néanmoins, l'agence de notation Standard & Poor's a récemment confirmé la mise sous surveillance négative.

II.2.4. Amplification des risques de change

La crise des dettes souveraines dans la zone euro a d'abord amplifié les mouvements de dépréciation de l'euro contre le dollar. Néanmoins, et depuis la mise en place du Fonds Européen de Stabilisation Financière (FESF) doté d'un budget de sauvetage sans précédent (bail out) d'un montant de 440 milliards d'euros, ajoutée au programme de rachat (prise en pension) des titres de dette publique par la Banque Centrale Européenne (BCE), les prévisions tablent à une reprise d'un mouvement d'appréciation à partir du dernier trimestre 2011⁵. Cette dynamique de change anticipée contribuerait à la sur-dépréciation du cours moyen du dinar contre l'euro sur le marché interbancaire et pour les opérations en compte et de change au comptant, d'où des risques de change liés à la part prépondérante de l'euro dans le libellé de la dette externe. L'appréciation prévisionnelle de l'euro est aussi conjuguée à la politique déjà usitée par les autorités monétaires en Tunisie et qui consiste à sur-déprécier le taux de change du dinar à des fins de compétitivité. En effet, au niveau des effets change découlant de la dépréciation du change nominal du dinar, principalement vis-à-vis de l'euro, l'évolution des cours moyens annuels du marché interbancaire sur la sous période 2005-2010 révèle une dépréciation régulière du dinar contre l'euro en terme nominal qui a atteint 26,2% en termes cumulés.

	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Taux moyen de dépréciation Dinar - Euro (*)	+6,3%	+4,1%	+3,6%	+4,8%	+3,1%	+4,3%
Taux de dépréciation cumulée	-	+10,4%	+14,0%	+18,8%	+21,9%	+26,2%

(*) Taux de dépréciation en termes de moyennes annuelles (cotation à l'incertain : (+) signifie dépréciation)

Le résultat de la forte dépréciation bilatérale du dinar vis à vis de l'euro a été une dépréciation cumulée du dinar en terme effectif nominal de 25,3% et de 15,4% en terme effectif réel sur la même sous période.

	Taux de dépréciation moyenne cumulée (*)				
	2006	2007	2008	2009	2010
ITCEN	+10,01%	+13,37%	+17,70%	+20,61%	+25,28%
ITCER	+8,65%	+9,75%	+13,04%	+14,29%	+15,43%

(*) Calculés à partir des taux de variations moyennes des indices mensuels des taux de change effectif, nominal (ITCEN) et réel (ITCER), du dinar calculé à l'incertain (+ : signifie taux moyen de dépréciation).

⁵ En fait, les effets prévisibles d'appréciation de l'euro ont été d'autant plus exacerbés suite au deuxième plan de sauvetage de la Grèce entériné par les chefs d'Etats de la zone euro lors du conseil de l'Union Européenne de Juillet 2011. Ce plan prévoit en effet de résoudre la crise de la dette souveraine de ce pays par des mesures sans précédent de renflouement afin de couvrir intégralement son déficit de financement public s'élevant à un montant estimé de 109 milliards d'euros, et ce notamment grâce à un plan de restructuration qui prévoit un allongement du délai de remboursement pour les futurs prêts à la Grèce en le portant de 7,5 années à un minimum de 15 ans avec un délai de grâce de 10 ans. Une réduction des taux d'intérêt est aussi envisagée, en appliquant les conditions prévues par la commission européenne dans le cadre du mécanisme de soutien à la balance des paiements, soit 3,5 %.

Il est donc clair que l'incidence directe serait un gonflement des encours libellés en dinars des services de la dette contractée en euro notamment, ainsi qu'un renchérissement des coûts de mobilisation des nouveaux emprunts extérieurs. D'ailleurs, et du fait que la dette extérieure à moyen et long terme par devise est répartie à près de 63% en euro, et que son service dénote de la prépondérance de la part des paiements libellés aussi en euro à plus de 70%, la Tunisie subit des pertes de change sur le service de la dette qui résultent des appréciations de l'euro et à un degrés moindre du dollar contre le dinar :

Evolution des effets-change sur le service de la dette extérieure					(en MDT)
	2005	2006	2007	2008	2009
Dollar E.U	-51	19	28	-11	-12
Euro	12	-56	-37	-24	-34
Yen Japonais	-7	7	1	-29	-1
Autres Devises	-11	1	1	-12	2
Total	-57	-29	-7	-75	-45

Source : Banque Centrale de Tunisie (- : pertes de change).

III. Les contraintes externes du pilotage macroéconomique

Les vulnérabilités du secteur extérieur en Tunisie restent circonscrites au niveau de la dette extérieure. Du fait que la part des emprunts contractés à des taux d'intérêt variables s'est considérablement accrue, les fluctuations des taux d'intérêt sur le marché financier international accroissent la vulnérabilité et imposent de s'interroger à la fois sur la *soutenabilité* mais aussi la *viabilité* de la dette externe. Dans ce qui suit, nous démontrons que la dette extérieure de la Tunisie n'est qu'en apparence soutenable du point de vue de son profil de stabilité et ne l'est pas au sens de la contrainte de solvabilité optimale inter-temporelle qui exige des flux futurs d'excédents de la balance courante. En revanche, la dette externe n'est cependant pas viable compte tenu de son extrême vulnérabilité à l'instabilité du taux de change et aux fluctuations des taux d'intérêt.

III.1. Les contraintes de soutenabilité de la dette externe

La littérature économique abonde de définitions sur la notion de soutenabilité. La dette externe est soutenable :

- (i) si elle permet à terme de ramener le rapport de la dette au PIB à son niveau initial (condition de stabilité),
- (ii) si elle assure à terme la condition de solvabilité inter-temporelle de l'Etat, c'est à dire si elle garantit que la dette externe ne croîtra pas dans des proportions excessives telles que l'Etat ne puisse assurer son remboursement (seuil d'insolvabilité). Cette dernière définition consiste donc à évaluer la soutenabilité de la dette extérieure à partir de l'étude de sa solvabilité optimale définie en relation avec la contrainte inter-temporelle. En d'autres termes, la dette externe est considérée comme soutenable si la valeur présente (actualisée) des flux de surplus courants futurs est égale à l'endettement extérieur.

Empiriquement la soutenabilité est perçue comme étant une condition de stabilité dans un contexte déterministe et comme une condition de stationnarité dans un contexte aléatoire. La soutenabilité est donc une relation temporelle à long terme. Deux méthodes de calcul sont alors utilisées : (i) la méthode comptable et (ii) la méthode actuarielle intégrant des tests économétriques et s'appuyant sur la contrainte budgétaire inter-temporelle de l'Etat.

Selon la méthode purement comptable, l'approche de la solvabilité optimale permet de conclure que la dette externe de la Tunisie n'est pas soutenable du fait simplement de l'ampleur du déficit courant⁶. En revanche, l'approche de stabilité permet de nuancer le propos. L'idée fondamentale est de déterminer un déficit extérieur net requis (ou soutenable) qui représente un solde du compte courant compatible avec un ratio d'endettement extérieur par rapport au PIB stable au cours du temps (condition de soutenabilité de la dette extérieure). Un écart positif (resp. négatif) entre le déficit extérieur net requis et le déficit extérieur net effectif indique une soutenabilité (resp. insoutenabilité) de la dette externe. La méthodologie usuelle permet de déduire les résultats suivants:

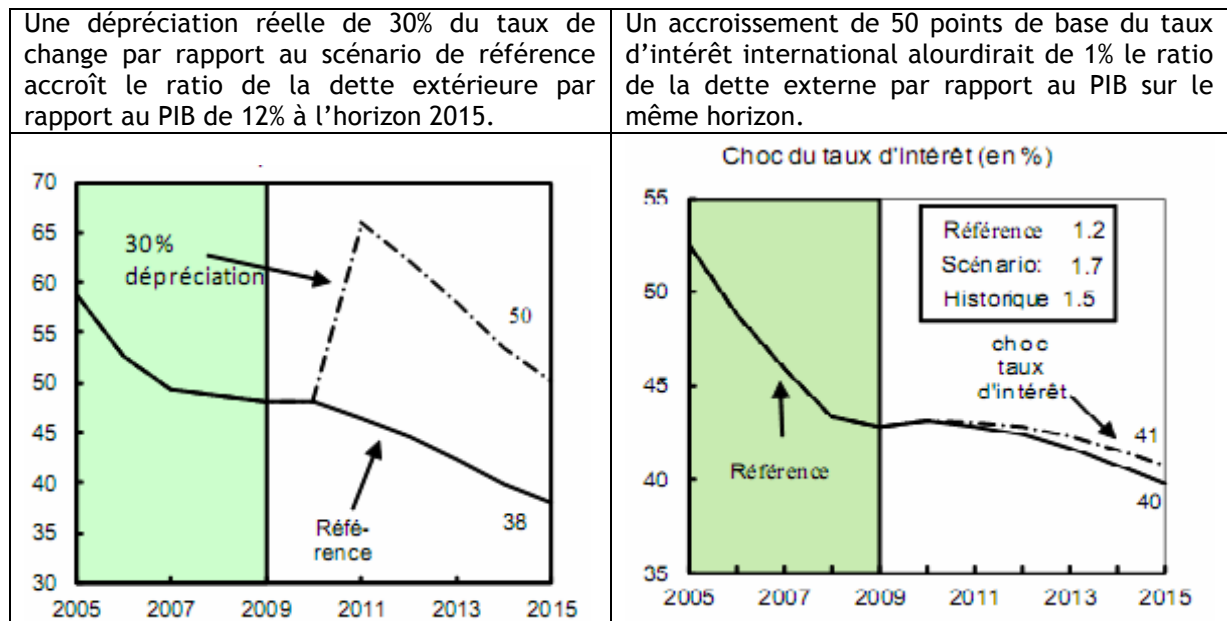
Année	PIB nominal (en MDT)	Solde courant (en MDT)	Variations Réserves de change (en MDT)	Déficit extérieur net (en MDT)	Solde extérieur net (en % du PIB)	Dette extérieure à MLT (en MDT)	Total intérêts sur la extérieure à MLT (en MDT)	Taux d'intérêt apparent
2006	45 756	-824	2 774	3 598	7,86	19 683	890	4,5
2007	49 874	-1 175	882	2 057	4,13	19 728	887	4,4
2008	55 297	-2 109	2 053	4 162	7,52	21 301	864	4,0
2009	58 768	-1 666	2 204	3 870	6,58	21 977	871	3,9
2010	63 397	-3 012	-946	2 066	3,25	23 600	835	3,5

Année	Taux de croissance		Dynamique de la dette externe à MLT (en % du PIB)	Solde extérieur net (en % du PIB)	Solde extérieur net requis (en % du PIB)	Écart (en % PIB)
	PIB nominal	PIB réel				
2006	9,2	5,6	34,1	7,86	15,7	+7,84
2007	8,9	6,3	27,6	4,13	12,6	+8,47
2008	10,8	4,6	24,3	7,52	14,1	+6,58
2009	6,3	3,1	32,4	6,58	10,6	+4,02
2010	7,8	3,0	22,3	3,25	10,9	+7,65

III.2. Les contraintes de viabilité de la dette externe

Les tests de résilience ou de résistance sur la viabilité de la dette extérieure démontrent que son profil est extrêmement vulnérable aux chocs sur les taux de change et d'intérêt. Les tests paramétrés sur le ratio de la dette extérieure en pourcentage du PIB effectués régulièrement par le FMI dénotent des résultats suivants:

⁶ En dépit des flux en devises provenant des recettes touristiques et des transferts de revenus (remittances), le déficit courant demeure essentiellement imputable au déficit structurel de la balance commerciale.



Compte tenu de la dépréciation moyenne réelle du taux de change effectif de l'ordre 15,4% en termes cumulés durant la période de référence 2005-2010, l'hypothèse de gonflement du ratio de la dette extérieure par rapport au PIB est plus que vraisemblable. En revanche, et fonction des données des marchés financiers internationaux, et à supposer par mesure de prudence une indexation des écarts des taux d'intérêt sur les spreads des risques de défaut, de l'ordre de 257 points de base, il serait aussi envisageable d'anticiper un accroissement du ratio de la dette externe par rapport au PIB.

III.3. Les contraintes de financement du plan jasmin

Le programme de développement économique et social pour le quinquennat 2012-2016, présenté la première fois en juillet 2011 à Bruxelles lors de la réunion des ministres des finances et des affaires étrangères des pays donateurs membre du G8⁷, comporte une composante très marquante en matière de ressources de financement extérieur en portant la mobilisation escomptée des ressources d'emprunts externes à une enveloppe globale de 25 milliards de dollars⁸ à raison de 5 milliards de dollars par an pour boucler un schéma de financement des investissements programmés à un coût global estimé à 125 milliards de dollars pour tout le quinquennat⁹.

⁷ Il a été question notamment de décider l'affectation de la part octroyée à la Tunisie et à l'Egypte de l'enveloppe globale de l'aide sur trois ans (2011-2013) de 40 Mrds \$ décidée auparavant au sommet du G8 à Deauville en mai 2011, avec 20 Mrds d'aide multilatérale et 20 Mrds sous forme d'aide bilatérale.

⁸ Contre 14 milliards de dinars au cours du XI^{ème} plan 2007-2011.

⁹ Ce plan prévoit une conception d'outils annoncés dans les différentes ébauches de mesures des gouvernements provisoires qui se sont succédés depuis le 14 janvier 2011 : caisse des dépôts et consignation, fonds générationnel, fonds d'amorçage, micro-finance, venture capital, capital-risque, capital-investissement, pépinières et incubateurs d'entreprises, développement de zones industrielles, pôles de compétitivité, développement des transports et des infrastructures technologiques.

Rebaptisé plan jasmin, le programme économique et social a donné par la suite à une nouvelle ébauche en septembre 2011 en guise de note d'orientation à une stratégie de développement économique et social pour la même période 2012-2016. Dans sa nouvelle conception, le besoin global de financement du schéma de croissance a été quelque peu révisé à la baisse en prévoyant une enveloppe de 149,2 milliards de dinars couverte à hauteur de 69,6% par des ressources intérieures¹⁰ et 30,4%, soit 45,3 milliards de dinars, par la mobilisation de ressources de financement externes (dont 23,5 milliards de dinars ou 15,8% de ressources d'emprunts¹¹ et 21,8 milliards de dinars ou 14,6% en termes d'investissements étrangers directs ou de portefeuille).

Outre les questions de soutenabilité et de viabilité de la dette externe soulevées précédemment, la mobilisation de nouvelles ressources extérieures pose une question fondamentale qui a trait à la rentabilité des projets programmés qui sera d'autant plus extrêmement liée aux performances macroéconomiques exigées. Le plan en question prévoit pour cela une nette progression du rythme des investissements à 15.3% en moyenne par an au cours de même période avec un taux d'investissement par rapport au PIB de l'ordre de 27.8% en moyenne par an. En outre, l'enveloppe des investissements est répartie entre investissements publics, à hauteur de 40% soit 50 milliards de dollars¹², et investissements privés, à hauteur de 60% soit 75 milliards de dollars¹³. Enfin, la mobilisation de ces ressources externes exige des réformes pour renforcer le climat des affaires et de l'investissement et consolider les fondamentaux de l'économie, notamment à travers de la maîtrise des déficits du budget et de la balance courante et l'amélioration des indicateurs des secteurs bancaire et financier, en vue de rétablir la notation souveraine de la Tunisie après sa détérioration en 2011.

III.4. Un niveau d'endettement optimal est-il souhaitable ?

Il n'en demeure pas moins qu'on doit évoquer la question du niveau d'endettement optimal pour la Tunisie. Une lecture rétrospective du profil de l'économie tunisienne montre que sa capacité d'absorption antérieure durant la période 2005-2010 s'est résumé à un tirage brut moyen sur crédits à moyen et long terme de l'ordre de 2 220 millions de dinars par an compatible avec un profil de taux de croissance annuel moyen du PIB à prix constants estimé à 4,6%. Compte tenu de ces éléments, les dernières projections du FMI¹⁴, reposant sur les évolutions anticipées des composantes de la demande intérieure, dénotent d'un profil de croissance de 0% en 2011 et ne dépassant pas dans les meilleurs des cas 3,9% pour 2012.

¹⁰ Ou 23% du revenu national disponible brut.

¹¹ Soit un tirage brut annuel moyen de 4 700 millions de dinars contre une moyenne de 2 220 millions de dinars de tirages annuels bruts de la dette externe à moyen et long terme durant la période 2005-2010.

¹² Dont 30 milliards de dollars sur le budget de l'Etat et 20 milliards de dollars par les entreprises publiques.

¹³ Dont 29% sous forme d'investissements directs étrangers.

¹⁴ cf. World Economic & Financial Surveys ; Octobre 2011.

Aussi, la mobilisation telle qu'escomptée dans le plan jasmin, de ressources au titre de la dette externe pour un tirage brut annuel moyen de 4 700 millions de dinars, apparaît nettement disproportionnée. En fonction des profils de croissance projetés, la réponse minimale aurait été de mobiliser le tiers de l'enveloppe ou, au plus, 1 880 millions de dinars, en compensant le reste par un engagement budgétaire complémentaire sur ressources d'emprunts internes sur le marché obligataire par une émission d'un emprunt national par exemple.

III.5. Résultats de l'enquête auprès des chefs d'entreprises: Impératif de réduction de la dépendance extérieure de la Tunisie

Un questionnaire a été établi afin de collecter les propositions des chefs d'entreprises en termes de mesures à prendre et de soumettre à leur approbation un ensemble de propositions et de recommandations. Les résultats de l'enquête menée sont détaillés comme suit:

Dette extérieure

1. Pour limiter les impacts négatifs des encours de la dette externe à moyen et long terme sur les équilibres extérieurs dans la période de transition, la Tunisie devra-t-elle :	
a. Rééchelonner sa dette.	35,5%
b. Etablir un moratoire de remboursement.	25,8%
c. Procéder à des opérations de titrisation.	16,1%
d. Suggérer d'autres priorités que vous jugez utiles: ✓ A défaut de restructuration, limiter les nouveaux encours de la dette externe dans la période de transition ✓ Réduction de la dette externe de l'administration et à sa reconversion en des projets de développement ✓ Auditer la dette externe et, si possible, accéder à la requête de suppression de la partie occulte ou odieuse s'il y a lieu.	22,6%
2. Pensez vous qu'il serait aussi complémentaire de procéder à des emprunts publics internes ? Oui : 81,8% Non : 18,2%	

La lecture de l'enquête auprès des entreprises tunisiennes a permis de conclure que la dette externe pourrait être préjudiciable sur les équilibres extérieurs dans la période de transition. Ce constat rejoint totalement les craintes suscitées dans ce rapport quant aux contraintes de pilotage macroéconomique liées à la dette externe. L'impératif de réduction de la dépendance extérieure de la Tunisie semble faire l'unanimité auprès des chefs d'entreprises interviewés qui proposent, majoritairement, de procéder soit à des rééchelonnements, et à défaut, de limiter les nouvelles mobilisations de ressources externes assortie d'une reconversion de la dette de l'administration en des projets de développement. Une autre proposition serait d'auditer la dette externe et, si possible, accéder à l'annulation partielle de la composante occulte ou odieuse s'il y a lieu (haircut).

Néanmoins, les résultats de l'enquête méritent d'autres précisions. Tout d'abord, la question de la restructuration (moratoire et/ou rééchelonnement) de la dette externe dans le contexte de transition, bien qu'elle mérite réflexion, a néanmoins pour principal inconvénient le risque d'interdiction d'accès futur aux marchés financiers ou, à défaut, un refinancement à des taux prohibitifs. Pour cela, seule la recommandation suggérant de limiter les emprunts externes en les substituant par des emprunts publics internes semble la plus fondamentale. Cette dernière argumentation importante est en fait indissociable de la question complémentaire de l'attractivité des investissements étrangers et de la dynamisation du financement bancaire.

Dans ce cadre, un graduel assouplissement de la réglementation de change pourrait s'avérer opportun afin de générer une plus forte contribution des flux de capitaux non créateurs de dette et en particulier les investissements directs étrangers mais aussi les investissements de portefeuille en actions (portfolio equity flows). A ce titre, une légère augmentation du pourcentage autorisé d'acquisition par les investisseurs étrangers d'obligations du trésor pourrait contribuer au développement du marché primaire des titres publics et d'accroître sa liquidité. L'identification de moyens supplémentaires de mobilisation de ressources internes d'emprunts via le marché obligataire est aussi nécessaire, en autorisant, par exemple, la Banque Centrale de Tunisie notamment d'y émettre des certificats de dette ou de dépôts à court terme.

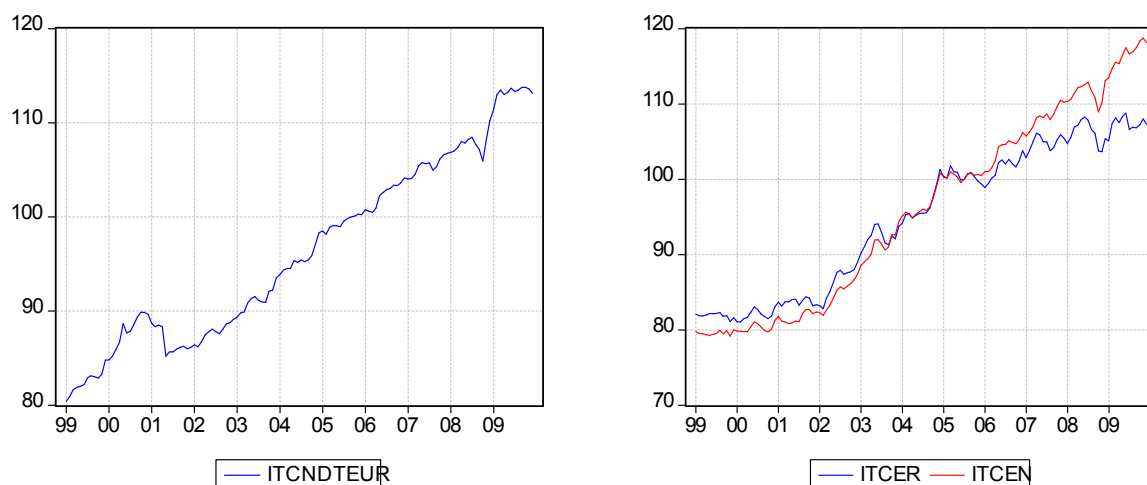
Dans le même temps, et afin de renforcer la contribution du secteur bancaire au financement de l'économie, il y a lieu de procéder à:

- l'allongement des maturités des crédits accordés aux entreprises.
- l'amélioration des conditions d'octroi de crédits et de suivi de la qualité des portefeuilles par la mise en place d'une analyse des risques de contrepartie.
- l'alignement des coûts d'intermédiation bancaire sur les standards en vigueur sur les marchés financiers internationaux.
- la mise en place d'instruments de quantitative easing par des injections de liquidités sous forme de financements bancaires directs par la banque centrale d'entreprises non financières par voie de souscriptions de billets de trésorerie émis à une maturité courte de 3 mois.
- l'assouplissement des conditions de crédit (credit easing) et le déblocage du marché des crédits bancaires en élargissant la gamme des collatéraux et des sûretés éligibles.
- la poursuite de la réduction des créances non performantes en incitant les banques à vendre leurs participations à des entreprises de placement de capitaux.
- la libéralisation des emprunts extérieurs en devises contractés par les banques cotées auprès de non-résidents.

IV. La dépréciation compétitive du dinar tunisien: solution pour la compétitivité-prix des exportations ou cause du déficit commercial chronique ?

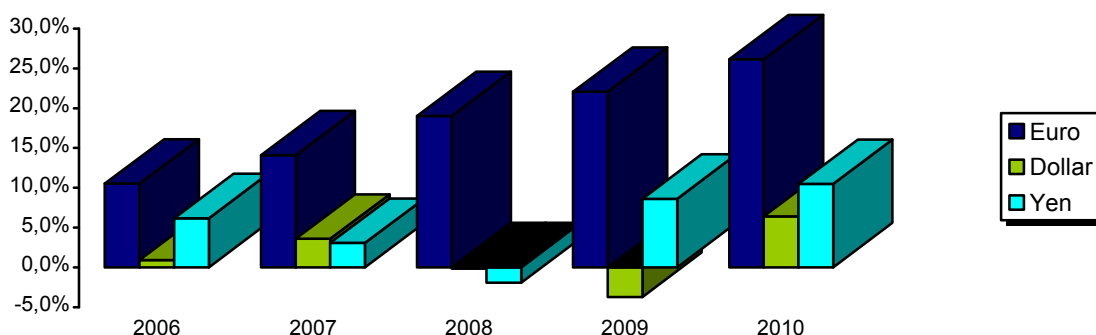
Alors même que la viabilité de la dette extérieure est principalement contrainte par la dépréciation du change qui renchérit forcément le service de la dette, les autorités monétaires semblent poursuivre, depuis le début de l'année 2000, une politique volontariste et délibérée de sur-dépréciation compétitive du dinar afin de soutenir les exportations.

En effet, et dans le cadre de la stratégie d'intégration régionale et globale renforcée, le régime de parité fixe du dinar a été graduellement remplacé par un flottement dirigé sans trajectoire prédéterminée, ni bande de fluctuation officielle. Un mouvement de dépréciation continue du taux de change effectif nominal et réel du dinar s'en est suivi. En particulier, et comme souligné auparavant, la forte dépréciation bilatérale nominale vis à vis de l'euro a induit une forte dépréciation cumulée du dinar en terme effectif aussi bien nominal que réel¹⁵.



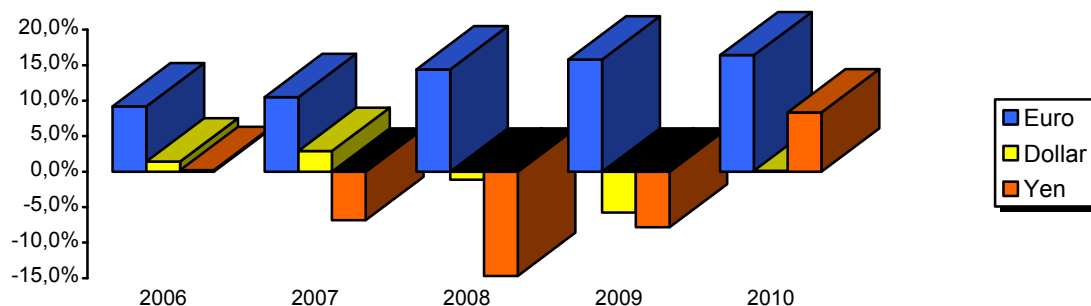
D'ailleurs, la lecture de la décomposition des dépréciations cumulées du dinar en termes effectifs, nominal et réel, dénotent essentiellement les fortes dépréciations bilatérales nominales et réelles enregistrées vis à vis de l'euro:

Dépréciation nominale bilatérale



¹⁵ Tous les détails techniques et méthodes de calcul relatives aux dynamiques de change, nominal et réel, bilatéral et effectif, en séries mensuelles sont disponibles auprès de l'auteur. Les interprétations s'entendent à l'incertain. Une hausse (respectivement baisse) correspond donc à une dépréciation (respectivement appréciation). Le taux de change nominal bilatéral dinar - euro est déduit du cours moyen mensuel en dinar coté sur le marché de changes interbancaire (opérations en compte et au comptant). L'indice du taux de change nominal dinar - euro est exprimé pour l'année de base 100 : 2005. L'indice du taux de change effectif nominal (resp. réel) du dinar est calculé à l'incertain selon une moyenne géométrique des indices de taux de change nominaux (resp. réels) bilatéraux, exprimés pour la même année de base, et pondérés selon les proportions relatives des pays partenaires dans les flux d'échanges extérieurs de biens. (Source: Statistiques financières, Banque Centrale de Tunisie).

Dépréciation réelle bilatérale



IV.1. L'effet change dans la compétitivité - prix

Bien que la compétitivité des exportations tunisiennes est conditionnée par les effets de revenu liés à la demande étrangère, il n'en demeure pas moins qu'elle demeure aussi largement tributaire de l'effet change si bien que la dépréciation compétitive du dinar tunisien s'avère le principal levier de la compétitivité-prix des produits exportés à défaut du rattrapage de la compétitivité hors-prix des normes et standards internationaux en la matière et étant donné la difficulté jusque là d'améliorer la productivité par référence aux pays partenaires. L'exercice mené qui suit concerne le commerce extérieur sur la zone euro du fait de sa forte concentration avec une moyenne de 75% des exportations, 64% des importations et 69% des échanges extérieurs. Le tableau suivant illustre les élasticités obtenues aussi bien à long terme qu'à court terme suivant en cela la méthodologie de Mouley, S (2011)¹⁶:

Elasticités de court et de long terme du commerce extérieur de la Tunisie avec la zone euro

	Elasticités-prix (effet change)		Elasticités-revenu (effet revenu)	
	Court terme	Long terme	Court terme	Long terme
Exportations réelles	0.51	0.73	1.18	1.69
Importations réelles	-0.71	-0.89	2.54	1.86

Matrices d'impacts

	Impact sur les exportations			
	Accroissement de 1% des variables		Accroissement de 10% des variables	
	Court terme	Long terme	Court terme	Long terme
Taux de change réel Dinar-Euro (*)	+0.51%	+0.73%	+5.1%	+7.3%
Revenu réel zone euro	+1.18%	+1.69%	+11.8%	+16.9%
	Impact sur les importations			
	Accroissement de 1% des variables		Accroissement de 10% des variables	
	Court terme	Long terme	Court terme	Long terme
Taux de change réel Dinar-Euro	-0.71%	-0.89%	-7.1%	-8.9%
Revenu réel Tunisie	+2.54%	+1.86%	+25.4%	+18.6%

(*) Construit à l'incertain, un accroissement de 1% (resp. 10%) signifie une dépréciation réelle du taux de change de l'ordre de 1% (resp. 10%).

¹⁶ Pour des détails utiles, le lecteur pourra se référer à Mouley, S (2011), *Economie du Central Banking, Théorie & Application*, Eds. Imprimerie Officielle de la République Tunisienne, 2011.

Les élasticités-prix des exportations réelles de long terme sont plus élevées que celles de court terme ce qui signifie que les exportations réelles sont plus sensibles à long terme à l'effet change. En revanche, les élasticités-prix des importations réelles de long terme sont plus faibles que celles de court terme ce qui signifie que les importations réelles sont moins sensibles à long terme à l'effet change. En d'autres termes, si bien qu'on peut agir sur la compression des importations à court terme pour réduire le déficit commercial, à long terme la nature des importations incompressibles d'inputs intermédiaires et de biens d'équipements induit un gonflement des flux d'importations et ce indépendamment, soit de la baisse du revenu national soit du renchérissement des coûts des importations en raison de la dépréciation du change réel.

Aussi, et outre les effets de revenu évidents liés à la demande étrangère, la dépréciation compétitive du taux de change réel agit certainement comme levier de compétitivité-prix mais contribue plus fortement au renchérissement des coûts des produits intermédiaires importés, et de fait à l'inflation importée (effet de pass-through). C'est donc l'une des explications du déficit commercial chronique de la Tunisie¹⁷.

IV.2. Résultats de l'enquête auprès des chefs d'entreprises: Impératif de réformes de la politique du taux de change

Un autre questionnaire a été établi afin de collecter les propositions des chefs d'entreprises en termes de mesures à prendre et dont les résultats de l'enquête menée sont détaillés comme suit:

Politique de taux de change

1. La politique actuelle de détermination du cours de change du dinar implique-t-elle pour les entreprises tunisiennes :	
a. Une protection de leur compétitivité à l'exportation.	10%
b. Des charges d'importation élevées.	50%
c. Une détérioration de leurs positions de trésorerie.	40%
2. S'il faut réformer la politique de taux de change dans la période de transition, cela doit-il être procédé :	
a. Par l'abondant du dispositif actuel de gestion administrée du taux de change par la banque centrale et l'instauration d'une flexibilité.	30,4%
b. Par l'élargissement de la durée des opérations de couverture contre le risque de change.	69,6%
3. Pour permettre de consolider le positionnement international des entreprises tunisiennes, pensez vous qu'il va falloir continuer la libéralisation progressive du régime de change (Oui : 87,0% - Non : 13,0%).	
Suggérer des priorités que vous jugez utiles:	
✓ Accorder une priorité aux mesures générant plus de création d'emplois et de compétitivité pour l'entreprise tunisienne	
✓ Procéder par étape graduelle avec des évaluations à mi-parcours et des mises à jour annuelles à l'occasion de la préparation du budget économique.	

¹⁷ Il n'en demeure pas moins que la dépréciation réelle du taux de change du dinar est aussi dictée par un impératif de rééquilibrage de la contrainte externe, en corrigeant les écarts de productivité et d'inflation entre la Tunisie et ses principaux partenaires et en agissant sur les termes de l'échange (cf. Mouley, S, 2011, Supra.).

La lecture de l'enquête auprès des entreprises tunisiennes a permis de conclure que la politique de sur-dépréciation compétitive du taux de change du dinar est source de charges d'importations élevées et de détérioration des positions de trésorerie. A défaut de l'abondant par la Banque Centrale de Tunisie dans l'immédiat de sa stratégie de gestion active du taux de change dans la période de transition pour des raisons de contraintes externes et d'équilibres extérieurs, les chefs d'entreprises interviewés proposent majoritairement aux autorités monétaires de procéder au moins à l'élargissement de la durée des opérations de couverture contre le risque de change. Dans le même temps, les chefs d'entreprises estiment que la période actuelle de transition reste toujours propice à continuer la libéralisation du régime de change mais progressivement et à condition de tenir compte des impératifs de la compétitivité et de l'emploi.

La première remarque qui mérite d'être étudiée concerne la question auparavant évoquée et relative au desserrement du contrôle de change sur les afflux de capitaux à moyen et long terme non créateurs de dette. En d'autres termes, l'accroissement du rythme de libéralisation du compte de capital devra privilégier en priorité les flux de capitaux à moyen et long terme, et en particulier les investissements directs étrangers effectués par les non résidents en Tunisie dans les secteurs non financiers ainsi que les emprunts à long terme contractés à l'étranger par les sociétés cotées en Tunisie et les souscriptions par les non résidents aux titres d'Etat libellés en dinar.

Ensuite, il serait opportun d'instituer un véritable marché organisé de produits dérivés (taux, devises...), mettre en place une courbe des taux d'intérêt sur le marché monétaire et instaurer des instruments de gestion des risques de taux d'intérêt (swap de taux). De même, l'élargissement de la durée des opérations de couverture contre le risque de change et l'approfondissement du marché des changes sont impératifs. Actuellement, les banques sont autorisées seulement à coter à leur clientèle et entres elles des contrats de change à terme jusqu'à une maturité maximale de 12 mois, à recourir aux options de change (plain vanilla) devises/dinars jusqu'à une maturité maximale de 3 ans et à coter entres elles et pour le compte de leur clientèle des opérations de swap de trésorerie devises/dinars.