

Rapport technique

Déficits des finances publiques, besoins de financement courants en devises et leurs impacts prospectifs sur la dépréciation du taux de change du dinar :

Quelles réelles marges de manœuvre du nouveau gouvernement d'union nationale ?

1. Exposé des motifs en guise d'introduction.

Par rapport à la fin de l'année 2015 et jusqu'à fin juin 2016, le cours moyen du marché interbancaire en fin de période du dinar a enregistré une dépréciation vis-à-vis de l'euro de 9% (contre 3,3% au premier trimestre), du dollar américain de 7,3% (contre une appréciation de 0,7% au premier trimestre), du yen japonais (20,9%) et du dirham marocain (8,6%). En termes de moyennes sur la période, au premier semestre 2016 et en comparaison avec la même période de l'année écoulée, le taux de change du dinar a enregistré une dépréciation de 5,6% à l'égard de l'euro et du dollar américain, de 12,2% vis-à-vis du yen japonais et de 4,5% vis-à-vis du dirham marocain. Sur les huit premiers mois de 2016, la dépréciation du cours du dinar sur le marché interbancaire par rapport à l'euro et au dollar s'est même creusée à près de 8%, en rapport avec la détérioration alarmante et sans précédent du déficit courant.

Dans le même temps, la baisse du solde des opérations en capital et financières, ajoutée aux pressions inflationnistes internes, ne font qu'aggraver encore plus les contraintes auxquelles fera face le nouveau Gouvernement d'Union Nationale pour la mobilisation des ressources externes de financement des déficits publics, aussi bien pour la loi de finance complémentaire de 2016 (dont un premier projet fût discuté le vendredi 23 septembre 2016 en conseil des ministres), la loi de finance et le budget de l'Etat de 2017 ainsi que du budget économique de 2017.

Parallèlement, et du fait que la Banque Centrale de Tunisie (BCT) a progressivement allégé, sinon annulé, ses mécanismes d'interventions sur le marché de change afin de soutenir la parité du dinar, l'amenuisement des réserves de change, faute de mobilisation de ressources en devises, exercera inéluctablement des pressions baissières additionnelles sur le cours du dinar. Car en dépit de la conclusion par la Tunisie d'un accord de principe avec le FMI au titre d'une nouvelle ligne de facilité de crédit élargie pour mobiliser 2.9 milliards de \$ sur 4 ans, 1.7 milliards de \$ de ce nouvel arrangement seront utilisés pour rembourser le prêt stand by précédent.

De même, le programme encore en discussion avec la Banque Mondiale d'une enveloppe de 5 milliards de \$ pour les cinq années à venir pourrait connaître des conditions plus drastiques du volet concessionnel du fait que depuis juillet 2016, la Tunisie a été déclassée par cette institution dans la tranche inférieure des pays à revenus intermédiaires avec un PIB par tête de 3970 dollars US (contre une moyenne régionale de 8207 dollars par tête dans la zone MENA), alors qu'elle était pendant plusieurs années auparavant dans le groupe des pays à revenu intermédiaire supérieur. Enfin, la dernière opération en date d'émission obligataire au mois d'août 2016 sur le marché obligataire américain, pilotée par la BCT et garantie par l'agence américaine pour le développement international (USAID), et ce pour un montant de 500 millions de dollars US d'une maturité de 5 ans, a été quasiment absorbée dans des tirages d'appuis budgétaires.

Les éléments contextuels précédents interviennent alors même que depuis le mois de mars 2016, l'agence Fitch Ratings a dégradé la notation souveraine de la Tunisie à BB- avec perspectives négatives contre perspectives stables auparavant, tout en demeurant dans le grade spéculatif. L'agence a indiqué que le recul des projections de la croissance en 2016 de 2% à 1.2% demeure la principale préoccupation malgré les efforts du gouvernement.

C'est dire que les marges de manœuvre du Gouvernement d'Union Nationale en matière de conduite des politiques économiques, et surtout pour la mise en œuvre des réformes annoncées, seront extrêmement limitées, voire fragilisées, si un assainissement préalable et opérationnel des finances publiques tardait à être implémenté. Mais quelles seraient réellement ces marges de manœuvres ? Existe-t-il réellement des solutions à la dépréciation galopante du dinar qui risque de s'amplifier et de fait d'handicaper la compétitivité à l'exportation et d'alourdir le service de la dette externe en devises ? Seront-nous encore servis de mesures purement populistes qui ne feraient que perdurer la crise de crédibilité du gouvernement ? C'est à cet ensemble d'interrogations que cette note est dédiée.

2. Tout d'abord, la dépréciation du taux de change n'est que le reflet du décrochage des fondamentaux économiques, et particulièrement de la détérioration du déficit courant.

Au terme du premier trimestre 2016, la Tunisie a enregistré un taux de croissance économique de 1% en glissement annuel, avec en moyenne la même contre-performance au terme du second trimestre, à seulement 1,4% (en glissement annuel) et de 0,2% en référence au premier trimestre, par suite de la baisse de 3,6% de la valeur ajoutée dans le secteur de l'agriculture et de la pêche maritime et un recul de 0,5% dans celle des produits industriels non manufacturés. Pour l'ensemble du premier semestre de 2016, le taux de croissance n'a été que de 1,2%. Les prévisions tablent sur une croissance ne dépassant pas dans le meilleur des cas 1.5% au terme de l'année 2016 (2.0% selon les estimations du FMI), en deçà des prévisions du budget de 2016 qui a tablé sur 2,5%.

De même, le taux de chômage a évolué à la hausse par rapport aux réalisations de l'année écoulée, pour se stabiliser à 15,4% au terme du second trimestre de l'année en cours. De plus, le taux d'inflation de l'indice des prix à la consommation, bien que prévu à 4,0% (fin de période) pour toute l'année 2016 cache en fait un taux d'inflation sous-jacente (indice des prix hors produits frais et encadrés) qui se maintient à un niveau relativement élevé à hauteur de 4,8%.

Mais c'est certainement au niveau de la détérioration accrue du déficit courant et de son corollaire les besoins de mobilisation des ressources externes de son financement que se situent les sources majeures de risque. En effet, la baisse des exportations de biens (phosphates et dérivés, textiles, outillages mécaniques et électriques) et de services (tourisme) a aggravé les déficits commercial et courant, et s'est aussi accompagnée par une baisse des investissements domestiques et étrangers et par un recours à l'endettement extérieur. Au niveau des échanges commerciaux, et au terme des cinq premiers mois de l'année 2016, l'économie nationale n'a réalisé que 11.685 MDT en exportations et 16.820 MDT en importations, enregistrant ainsi des variations à prix courant (en glissement), respectivement, de - 2,6% et de + 0,9% par rapport à la même période de l'année 2015. A cet effet, le déficit de la balance commerciale s'est établi à fin mai à 5.135 MDT (contre 4.691 MDT à la même période une année auparavant), enregistrant une augmentation de 9,5%.

Car en dépit du net allègement de la facture énergétique due à la baisse du prix du pétrole, le déficit de la balance alimentaire, en particulier, s'est creusé avec près de 1.496 MDT en 5 mois. Le taux de couverture s'est ainsi détérioré de 2,4 points de pourcentage pour se situer à 69,5% contre 71,9% à fin mai 2014. Par ailleurs, l'autre fait marquant est inhérent au déficit de la balance des services, historiquement excédentaire en tendance, et dont l'inflexion semble inquiétante avec une baisse des recettes touristiques de - 44,6 % (- 489 MDT), une baisse des revenus du travail de - 9,3% (-108 MDT) et la hausse du service de la dette de + 62,9% (+ 735 MDT), durant les cinq premiers mois de 2016, relativement à la même période en 2015. Aussi, la détérioration du déficit courant a représenté sur cette période 4,3% du PIB, avec en plus un recul tangible des flux des investissements étrangers, qu'il s'agisse des investissements de portefeuille ou des investissements directs étrangers. Sur cette période aussi, la dépréciation du dinar a contribué négativement à l'élargissement du déficit de la balance commerciale des biens à hauteur de 320 MDT dans le régime général.

S'agissant des financements extérieurs sous forme de prêts à moyen et long termes pour financer le déficit courant et le service de la dette, ils se sont élevés au terme de la période en question à 7,3 milliards de dinars, ce qui a porté le taux de l'endettement national à 51,1% du PIB. Pour leur part, les investissements étrangers n'ont pas dépassé les 2 milliards de dinars, ce qui a fait chuté les réserves en devises à 109 jours d'importations, à fin mai 2016, contre 121 jours, un an plus tôt et 128 jours, fin 2015.

Il est vrai que durant la période du mois de juin au mois d'août de 2016, la situation s'est quelque peu améliorée, avec notamment une relative bonne saison touristique. Ainsi, les exportations aux prix courants sur les huit premiers mois de 2016 ont progressé de +1.2% contre une baisse des importations de -0.5%. Néanmoins, tant que la reprise des exportations du phosphate et des produits chimiques ne sera pas enclenchée durablement, les fragilités de la balance courante continueront à amplifier son déficit et de fait à peser sur la dépréciation du cours du dinar.

Aussi, pour toute l'année 2016, la BCT prévoit que le déficit courant se stabilisera autour de 7205 millions de dinars, soit 7,9% du PIB (contre 7,7% selon les dernières projections du FMI). Néanmoins, en l'absence de réformes adéquates destinées à rationaliser les dépenses d'importations et les transferts en devises, le déficit courant pourrait grimper à 10%, exigeant des financements extérieurs supplémentaires de l'ordre de 2 milliards de dinars, d'autant plus que la tendance des sorties de dividendes et de revenus des IDE s'est inversée depuis 2012 en dépassant largement leurs entrées nettes.

Au-delà de la détérioration des fondamentaux économiques, la dépréciation du dinar n'a pu être redressée par les récents événements liés au Brexit. Les dernières données sur les marchés des changes internationaux, suite au vote du Brexit par la Grande Bretagne, montrent que l'ampleur de la volatilité sur les marchés des capitaux internationaux (dépréciation de la livre sterling, montée des cours de l'or...) a eu pour conséquences immédiates une dépréciation de l'euro et une dynamique inversée du cours de change du dollar comme valeur refuge. Néanmoins, ces effets n'ont pas été pour autant bénéfiques pour le redressement de la parité du dinar, car l'impact sur les soldes extérieurs de la Tunisie, et particulièrement le solde courant a été totalement neutre voire partiellement absorbé du fait que la sortie de la Grande Bretagne de l'UE exercera un effet de recul de la croissance de la zone euro, notre principal partenaire commercial, et par conséquent un effet négatif sur les exportations.

Outre les impacts de creusement additionnel du déficit commercial et courant, les impacts négatifs de la dépréciation du dinar seront plus perceptibles sur les réserves de changes, et surtout sur le budget de l'Etat et le déficit budgétaire, du fait du renchérissement en dinars du service de la dette extérieure. En effet, au niveau de la répartition de la dette extérieure à moyen et long terme par devises, l'euro représente près de 63%, le yen japonais 16%, le dollar américain 13% et le reliquat dans diverses devises. 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.

En particulier, les échéances de remboursement de la dette extérieure en devises à partir de 2017 sont escomptées à hauteur de 8 MDT, dont 65,2% libellées en euros et 14,4% en dollars. A ce sujet, il y a lieu de rappeler que le stock de la dette publique est passé de 25,6 milliards de dinars en 2010 à 50,4 milliards de dinars prévus à fin 2016, soit près de 97% d'accroissement. A ce niveau, le stock de la dette extérieure brute est passé de 23 milliards de dinars en 2010 à 43 milliards de dinars prévus à fin 2016. Compte tenu des réserves de change qui sont passées de 13 milliards de dinars en 2010 et escomptées à 12 milliards de dinars en 2016, le stock de la dette extérieure nette des réserves en devises se sera ainsi accru de 10 milliards de dinars en 2010 à 31 milliards en 2016.

Outre qu'une grande partie du stock de la dette extérieure a été absorbée dans les tirages d'appui budgétaire des titres de fonctionnement, son ampleur est aussi la résultante de l'effet change du fait de la dépréciation galopante du dinar durant la période 2011-2015, avec une dépréciation cumulée de plus de 28,4% en terme nominal bilatéral vis-à-vis de l'euro (soit une moyenne de 5,68% par an) et de 25,2% en termes cumulés vis à vis du dollar (soit une moyenne de 5,04% par an). Il s'en est aussi suivi une dépréciation cumulée en termes effectifs¹, nominal (de près de 11,4%) et réel (de près de 7,6%). D'ailleurs, rien qu'au terme du premier semestre de 2016, le taux de change effectif nominal du dinar s'est déprécié en moyenne de 5,5%, comparativement à la même période une année auparavant, contre une tendance moyenne de dépréciation effective réelle à hauteur de 5,8%.

Dans le même temps, la crise des paiements courants a induit des effets restrictifs perceptibles sur la liquidité bancaire. L'aggravation du déficit courant, passant d'un déficit courant mensuel moyen de 586 MDT au premier trimestre de 2016 à 975 MDT au second trimestre, s'est traduite par l'affermissement des achats nets de devises par les banques auprès de la BCT qui ont totalisé 858 MDT. Ces mouvements ont exercé un effet restrictif sur la liquidité bancaire. En effet, les facteurs autonomes de la liquidité ont exercé au deuxième trimestre un effet restrictif de 769 MDT sur la liquidité des banques, qui s'est amplifié par la dinarisation au profit du solde du compte courant du Trésor d'une enveloppe de 471 MDT au titre de la perception, au cours des mois d'avril et mai 2016, du produit de cession de la licence 4G aux trois opérateurs téléphoniques Tunisie Télécom, Ooredoo et Orange.

¹ Le taux de change nominal bilatéral du dinar (par rapport à l'euro et au dollar) 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 du dinar 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).

3. Ensuite, les besoins de financement en devises du déficit courant sont amplifiés par l'impératif de mobilisation additionnelle de financement des déficits publics

3.1. Les contraintes d'équilibre du budget de l'Etat.

L'examen de l'évolution des équilibres du budget de l'Etat montre à quel point les précédents gouvernements ont massivement recouru aux emprunts externes dans le financement des dépenses de fonctionnement et de développement dans la période de transition. Depuis 2011, les ressources cumulées d'emprunts externes introduites dans les lois de finances ont atteint 23.235,2 MDT (Tableau. 1).

Tableau. 1 : Equilibres du budget de l'Etat (en Millions de DT : MDT)

	2011	2012	2013 (a)	2014	2015 (b)	2016
Ressources propres et dons	16753	18504	20545	20287	21557	22656
Recettes fiscales	13630	14864	16600	17897	18487	20600
Recettes non fiscales	3123	3640	3945	2390	3070	2056
Ressources d'emprunts	3731	4764,2	6110	7840	5441	5555
(Emprunts internes)	(1335)	(1518)	(2280)	(2500)	(1173)	(1400)
(Emprunts externes)	(2396)	(3246,2)	(3830)	(5340)	(4268)	(4155)
Ressources de trésorerie	265,6	-10	826	-	788	1039
Total ressources	20749,6	23258,2	27481	28127	27786	29250
(Indice de finances publiques) (c)	(80,7%)	(79,5%)	(74,7%)	(72,1%)		
Dépenses hors principal	18332,7	20407	24476	24925	24716	24120
Dépenses de fonctionnement	12502,2	14630	17996	17752	17508,2	18619
dont : (Rémunérations publiques et divers)	(8571)	(9633)	(10777)	(11606)	(11631)	(13000)
(en % du PIB nominal) (d)	(-)	(13,6%)	(14,3%)	(14,4%)	(13,6%)	(14,1%)
(en % du budget de l'Etat)	(41,3%)	(41,4%)	(39,2%)	(41,2%)	(41,8%)	(44,5%)
(en % des dépenses de Fonct.)	(68,5%)	(65,8%)	(59,9%)	(59,7%)	(66,4%)	(69,8%)
(Compensation)	(2869,2)	(3624)	(5514)	(4294)	(4701,9)	(2612)
(Autres interventions)	(1062)	(1373)	(1550)	(1556)	(1024,5)	(2759)
(Dépenses imprévues)	(-)	(-)	(155)	(296)	(150,8)	(248)
Dépenses d'Equipement (Développement)	4729,4	4766	4800	5600	4670	5401
Intérêts de la dette publique	1190,1	1272	1440	1475	1750	100
Prêts nets du trésor	-89	-261	240	100	787,8	-
Amortissement du principal	2416,9	2851,2	3005	3200	3070	5130
Total dépenses	20749,6	23258,2	27481	28127	27786	29250

Sources : Budgets de l'Etat (2010-2015) et Budgets Economiques (2010-2015), Ministère des Finances (2016).

(a) Loi de finances complémentaire 2013

(b) Loi de finances complémentaire 2015

(c) Ratio des ressources propres par rapport aux ressources totales. Ce ratio est largement inférieur à la norme internationale minimale de 85%, ce qui signifie que un excès de dépenses publiques par rapport aux ressources propres.

(d) PIB aux prix courants (en MDT). Néanmoins, il est à signaler que la rubrique chantiers dans les investissements de développement dans le titre II (budget de développement) concerne en fait une autre forme de rémunération publique suite à l'intégration de près de 60.000 ouvriers de chantiers percevant en moyenne 350 DT brut /mois, soit une enveloppe brute additionnelle de 252 MDT par an qui s'ajoute à la rémunération publique dans le budget de fonctionnement et portant ainsi le taux en 2016 à 14,5% du PIB.

En particulier, l'impulsion initiale des dérapages qu'ont connus les finances publiques en Tunisie fût l'actionnement depuis le début de la période de transition d'une politique budgétaire expansionniste (médiatisée par le vocable *go and stop*), agissant essentiellement par l'accroissement des dépenses de fonctionnement (notamment par des hausses salariales). Aussi, après la récession sans précédent qu'a connue l'économie en 2011 avec un taux de croissance de (-1,9%), une reprise artificielle a été enclenchée par la suite, et portée par une prépondérance plus accrue des services d'administration publique dans les activités non marchandes (16,78% en moyenne entre 2012-2013, contre 15,06% en 2010). En particulier, les services non marchands d'administration publique ont cru durant cette période à une moyenne de 6,8% contre 4,8% en 2010, et donc contribué artificiellement à la dynamique de croissance en raison des recrutements massifs dans l'administration publique et des augmentations substantielles des traitements et salaires publics. On relève globalement que le nombre de fonctionnaires est passé de 404.000 en 2010 à 630.000 en 2015, dont 48.000 concernent le programme des amnistiés de la fonction publique.

C'est ce qui explique d'ailleurs qu'au niveau des dépenses courantes ou de fonctionnement, le poste de rémunérations publiques a littéralement explosé, passant de 7626 millions de dinars en 2010 à 13000 millions de dinars en 2016 (+70,4%). Ce poste représente actuellement 44,5% du budget de l'Etat en 2016, plus de 69,8% des dépenses de fonctionnement et 14,1% du PIB. Au niveau des ressources propres, l'augmentation des recettes fiscales n'est due qu'à l'augmentation de l'impôt sur le revenu faisant suite aux augmentations salariales et au recrutement massif dans la fonction publique. L'apport de la TVA et de l'impôt sur les sociétés de l'économie formelle ayant baissé du fait de la concurrence déloyale qu'elles subissent de la part d'un secteur informel connaissant un élargissement sans précédent aussi bien en termes géographiques, de secteurs d'activités que de capacité financière.

En revanche, et en dépit de la relative stationnarité des dépenses d'équipement, elles demeurent caractérisées par un faible taux d'exécution avec une moyenne de 50%, ce qui a affecté négativement la croissance, en réduisant l'investissement public, et, pour les entreprises, en réduisant les opportunités de marchés.

3.2. Déficit budgétaire et dette publique.

L'expansionnisme budgétaire s'est aussi traduit par une hausse, à la fois, du déficit budgétaire primaire hors privatisations et dons (5,5% du PIB en 2015 contre 0,6% en 2010), du déficit budgétaire structurel (4,3 du PIB en 2015 contre 1,1% en 2010) et de la dette publique (53,2% du PIB en 2015 contre 40,3% en 2010). En particulier, outre son accroissement, on note une part plus élevée de la dette publique exposée aux risques de change dès lors que la composante de la dette publique en devises (en % de la dette totale) est passée de 24,5% en 2010 à 62,6% en 2015. Il s'en suit que les mêmes difficultés latentes de mobilisation de fonds externes se révèlent comme les principaux problèmes induits dans le bouclage du budget de l'Etat. En conséquence, il est prévu par les instances multilatérales la poursuite des fragilités externes liées à l'ampleur de la dette externe, et notamment son compartiment de la dette publique (Tableau. 2).

Tableau. 2 : Paramètres des finances publiques (en % du PIB)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016 (a)
Déficit budgétaire (hors dons) en % du PIB (b)	3,5	5,8	7,5	4,3	5,5	4,6
Déficit budgétaire structurel en % du PIB (c)	3,0	5,7	6,4	4,3	4,3 (d)	4,0
Dettes publiques (en % du PIB) (e)	44,4	45,5	44,5	49,0	53,2	54,6
Dettes publiques en devises (en % du total de la dette)	-	61,6%	59,6%	62,6%	62,6%	68,0%
Total dettes extérieures (% du PIB) (f)	47,8	52,9	57,0	61,4	63,5	69,0

Sources : IMF - Staff Country Reports et Banque Centrale de Tunisie.

(a) Projections

(b) Compte non tenu du déficit des caisses de sécurité sociale

(c) Déficit budgétaire structurel (hors effets liés aux cycles économiques et à d'autres coûts ponctuels et passifs contingents).

(d) Hors coûts de la restructuration des banques publiques, de la réforme de la fonction publique et des déficits des entreprises publiques. Les besoins de recapitalisation des trois principales banques publiques (dont les actifs représentent environ 40% du total des actifs du système bancaire) ont été estimés initialement à 2160 MDT (2,6% du PIB), dont 0,8% du PIB ont été imputés sur le budget de l'Etat en 2015 en guise d'enveloppes de recapitalisation. Pour l'ensemble du secteur bancaire, le besoin de recapitalisation a été estimé à 7% du PIB. A cela s'ajoute les pertes comptables cumulées des entreprises publiques non financières qui ont enregistré sur une base consolidée des déficits de plus de 4,4% du PIB.

(e) Dettes publiques externes et internes

(f) Calculée sur la base de l'encours de la dette extérieure à moyen et long terme à l'exception des établissements de crédit.

3.3. Besoins de financements externes des budgets économiques.

Alors que les ressources d'emprunts externes du budget de l'Etat sont estimées à hauteur de 4155 MDT pour 2016 (contre 4268 MDT en 2015), les besoins de financements externes du budget économique le sont beaucoup plus (11.244 Millions de dollars, soit près de 24.738 MDT à fin 2016). En fait, outre le poste d'amortissement spécifique du principal de la dette externe (qui est inclus dans la rubrique d'amortissement de la dette publique interne et externe dans le budget de l'Etat), le budget économique tient compte en plus des besoins de financement du déficit courant et du stock de l'encours de la dette à court terme. Cette programmation est d'autant plus nécessaire face à l'aggravation du déficit courant et son corollaire, la dégradation de la position des réserves de change auprès de la BCT.

Tableau. 3 : Evolution des équilibres de financements externes du budget économique (en Millions de dollars)

	2012	2013	2014	2015	2016 (a)
Financement du déficit courant	3.738	3.879	4.341	3.891	3.390
Amortissement principal de la dette externe à moyen et long terme	2.038	1.534	1.242	1.207	1.554
Stock de l'encours de la dette à court terme	5.110	6.193	6.572	6.846	6.300
Besoins de financements externes	10.886	11.607	12.155	11.944	11.244
IDE et participations	1.539	1.139	1.097	1.106	944
Décaissements sur dette publique	3.351	3.179	3.505	3.474	3.487
Décaissements sur dettes à court terme	6.193	6.572	6.845	6.300	6.309
Variations des réserves de change et autres flux nets	-197	717	708	1.064	504
Sources potentielles de financements externes	10.886	11.607	12.155	11.944	11.244

Source : FMI (2016), Budgets économiques et balances des paiements - BCT (diverses livraisons)

(a) Projections

Compte tenu des sources potentielles de financements externes et du décalage des financements extérieurs identifiés et sécurisés de ceux qui ne le sont pas, le gap (ou écart) des besoins de financements externes concerne essentiellement le décalage entre le déblocage prévu des financements extérieurs officiels et les décaissements escomptés sur la dette publique :

Tableau. 4 : Gap (écart) de financements externes à fin 2016 (en Millions de dollars)

Décaissements escomptés sur dette publique	3.487
Financements extérieurs identifiés et sécurisés à fin 2016 (Tableau.5) (Décaissements sur dette publique) (Dons budgétaires)	<3.079> (2985.9) (93.1)
Gap (écart) de financement : Financements extérieurs non identifiés et non sécurisés (en Millions de dollars)	408
Gap (écart) de financement : Financements extérieurs non identifiés et non sécurisés (en MDT)	900

Tableau.5 : Financement extérieur officiel, 2016-2017 (en Millions de dollars)

	2016					2017				
	T1	T2	T3	T4	Année	T1	T2	T3	T4	Année
Financement extérieur du gouvernement	75	551	999	1361	2985.9	475	1143.2	75	893.2	2586.4
Prêts projets	65	65	65	65	260	75	75	75	75	300
Financement multilatéral	-	476	219	1281	2175.9	400	568.2	-	318.2	1286.4
BAD	-	-	200	300	500	-	-	-	-	-
FMA	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
FMI	-	317	-	317	633.9	-	318.2	-	318.2	636.4
Banque Mondiale	-	50	0	500	550	400	-	-	-	400
UE	-	109	219	164	492	-	250	-	-	250
Financement bilatéral	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Marchés financiers et autres	10	10	515	15	550	-	500	-	500	1000
Sukuks	-	-	-	-	-	-	500	-	500	1000
Emissions obligataires avec garantie du Trésor Américain	-	-	500	-	500	-	-	-	-	-
Prêts rétrocédés aux entreprises publiques	10	10	15	15	50	-	-	-	-	-
Dons budgétaires	-	-	47.7	45.4	93.1	-	150	-	0.9	150.9

Source : FMI (2016)

A cela s'ajoute d'autres besoins de financement : (i) d'abord, ceux des déficits cumulés des caisses de sécurité sociale (CNRPS, CNSS et CNAM) estimé à hauteur de 3.000 MDT², ainsi que les déficits sur base consolidée des entreprises publiques non financières (STEG, STIR, Office des Céréales, Tunis-air, Régie Nationale des Tabacs, Transtu, Groupe chimique, ect....), qui ont atteint 3400 MDT en cumulé depuis 2011, (ii) ensuite, un besoin de financement additionnel du budget de l'Etat, à hauteur de 2.305 MDT, par suite de la présentation d'un projet de loi de finance complémentaire (LFC) pour 2016 (tableau.6) :

Tableau. 6 : Révision du budget de l'Etat (en Millions de DT : MDT)

	LF 2016	Projet LFC 2016	Ecart
Ressources propres et dons	22656	20941	-1715
Recettes fiscales	20600	18735	-1865
Recettes non fiscales	2056	2206	+150
Ressources d'emprunts et de trésorerie	6594	8563	+1969
Total ressources	29250	29504	+254
Dépenses hors principal	24120	24254	+134
Dépenses de fonctionnement	18619	18534	-85
dont :			
(Rémunérations publiques et divers)	(13000)	(13200)	(+200)
(Compensation)	(2612)	(2230)	(-382)
(Autres interventions)	(2759)	(3004)	(+245)
(Dépenses imprévues)	(248)	(100)	(-148)
Dépenses d'Equipement (Développement)	5401	5545	+144
Intérêts de la dette publique et prêts nets du trésor	100	175	+75
Amortissement du principal	5130	5250	+120
Total dépenses	29250	29504	+254
Déficit budgétaire	- 3664	- 5969	+ 2305

Sources : Ministère des Finances (2016)

En outre, il s'entend que ces besoins de financements additionnels pour 2016 ne concernent pas le programme de financement des projets d'investissement prévus par le plan quinquennal 2016-2020 dont il est estimé que le besoin qui sera annoncé lors de la prochaine conférence sur l'investissement en novembre atteigne la somme de 20 milliards de dollars répartie sur 5 ans, soit près de 50.000 MDT à raison de 10.000 MDT par an, et ce pour les seuls projets publics portés par l'État et les entreprises publiques.

Au total, les besoins réels de financement additionnels liés au déficit courant et à la dette publique interne et externe sont estimés à hauteur de 7.305 MDT et peuvent être résumés comme suit :

Tableau. 7 : Gap global de financements à fin 2016 (en MDT)

Gap de financements extérieurs non identifiés et non sécurisés	900
Besoins de financement caisses sociales et entreprises publiques	6.400
Déficit budgétaire additionnel (LFC 2016)	2.305
Recours accessoire au marché de la dette intérieure	<2.300>
Gap global de financement	7.305

² Pour la seule année 2016, ces déficits sont escomptés à hauteur de 1.172 MDT, dont 484 MDT pour la CNRPS, 588 MDT pour la CNSS et 100 MDT pour la CNAM.

3.4. Politiques de réponses gouvernementales.

La lecture des mesures proposées dans le projet de la loi de finance de 2017, récemment discutées en conseil des ministres, révèle un faible degré d'efficacité et surtout une faible portée de réponse aux problèmes structurels du gap de financement estimé précédemment. En effet, on y relève seulement des mesures fiscales, avec trois scénarii de révision du barème de l'impôt sur le revenu des personnes physiques qui généreraient en moyenne une économie budgétaire de 380 MDT, l'accroissement des recouvrements des recettes fiscales et des économies de dépenses globalement de 720 MDT en reportant notamment les élections municipales ou en réduisant les interventions du trésor, entre autres. Dans le même temps, la proposition de report à 2019 des augmentations salariales permettrait d'économiser 1.600 MDT.

En l'absence de réformes radicales, ces mesures permettront certes de générer une économie budgétaire considérable minimale escomptée à 2.700 MDT, ce qui réduirait le besoin à 4.605 MDT (4,6 Milliards de dinars ou près de 2,1 Milliards de dollars), mais demeurent en l'état insuffisantes et disproportionnées par rapport au gap de financement des déficits publics et courant, ce qui laisse présager la poursuite de la dépréciation du dinar.

4. En guise de conclusion : En absence de réformes radicales, les tendances futures du taux de change du dinar accuseront une dépréciation plus alarmante.

La BCT a reformulé en 2012 le cadre opérationnel de la politique de détermination du taux de change du dinar tunisien, avec une gestion active plus flexible du taux de change, en calibrant le taux de change de référence sur la base du taux de change moyen sur le marché interbancaire et non en fonction d'un panier fixe de monnaies. En d'autres termes, la BCT n'interviendrait sur le marché de change à travers des transactions bilatérales que lorsque les cotations de marché subiraient des déviations substantielles par rapport à un fixing quotidien ce qui amené concrètement à réduire la marge bid/ask de 1% à 0,2%.

Ce système a récemment été abandonné du fait qu'il était conditionné par la disponibilité de ressources en devises suffisantes dont ne pourrait disposer la BCT pour intervenir régulièrement sur le marché des changes en guise de défense de la parité en cas d'écart des cotations interbancaires de celle du fixing.

En effet, et conformément aux accords conclus avec le FMI, qu'il s'agisse du stand by antérieur ou du présent accord de facilité de crédit élargi, un nouveau dispositif de change a été introduit. Il consiste depuis, le mois de mai 2013, à déprécier le dinar en terme effectif (panier euro-dollar) selon un régime de parité mobile dans une bande de 2% en moyenne par an, et ce tant que la monnaie nationale demeurera surévaluée en termes réels. Cette dépréciation sera facilitée par le fait que le nouveau système impose à la BCT de réduire ses interventions sur le marché des changes à moins de 20% contre 40% auparavant.

Selon les estimations actualisées du référentiel CGER (Consultative Group on Exchange Rate Issues)³, utilisé à des fins d'harmonisation internationale par le FMI, une dépréciation réelle du dinar s'imposera encore pour corriger un taux de change effectif réel encore surévalué (ou sur-apprécié) par rapport à ses différentes normes standardisées d'équilibre d'une moyenne de 9,4%. En effet, sur la base de ces estimations, le taux de change effectif réel du dinar demeure encore surévalué: (i) de 6,4% en 2016 (contre 7% à fin 2015)⁴ par rapport à sa norme d'équilibre fondamentale, (ii) de 9,1% en 2016 (contre 5,2% en 2015) selon la méthode de l'équilibre macroéconomique sur les données projetées jusqu'en 2021, (iii) de 13,1% en 2016 (contre 13,2% en 2015) selon l'approche de l'équilibre macroéconomique ajusté, et (iv) de 9,1% en 2016 (contre 5% en 2015) selon la méthode de la viabilité du solde extérieure calée sur le rééquilibrage ou le rétablissement au niveau de 2010 du ratio des avoirs extérieurs nets à 14,4% du PIB.

En particulier, la lecture de la décomposition de la dépréciation cumulée du dinar en terme effectif dénote beaucoup plus de la forte dépréciation bilatérale enregistrée vis à vis de l'euro, qui y contribue en terme réel à hauteur de 14,2% en moyenne par an, et en terme nominal à hauteur de 19,3%. Aussi, et à défaut de réformes adéquates, la correction de la surévaluation moyenne de 9,4% du taux de change effectif réel du dinar par rapport à ses normes standardisées d'équilibre imposerait une dynamique future de dépréciation additionnelle par rapport à l'euro estimée comme suit :

Sur-appréciation Réelle du Dinar		Dépréciation réelle additionnelle requise par rapport à l'euro	
Méthodes	Valeurs estimées (2016)	Dépréciation moyenne annuelle	Dépréciation cumulée 2017-2020
Equilibre fondamental	6,4%	0,91%	-
Equilibre macroéconomique	9,1%	1,29%	2,20%
Equilibre macroéconomique ajusté	13,1%	1,87%	4,07%
viabilité du solde extérieure	9,1%	1,29%	5,36%
Moyenne	9,4%	1,34%	3,87%

Dépréciation nominale additionnelle requise par rapport à l'euro (*)			
	Différentiel d'inflation projeté (**)	Dépréciation moyenne annuelle	Dépréciation cumulée
2017	2,8%	3,71%	-
2018	2,7%	3,99%	7,70%
2019	2,1%	3,97%	11,67%
2020	1,8%	3,09%	14,76%
Moyenne	2,35%	3,69%	11,38%

(*) Corrigée par le différentiel moyen d'inflation Dinar - Euro 2017-2020

(**) IMF, World Economic Outlook, Update, Septembre 2016.

³ Ou méthodologie du GCTC (Groupe Consultatif sur les Taux de Change) appliquée à un panel d'économies avancées mais aussi émergentes. La Tunisie figure depuis 2007 dans l'échantillon utilisé par le GCTC.

⁴ Du fait de la détérioration concomitante de la productivité et des autres fondamentaux (inflation, actifs étrangers nets et termes de l'échange notamment).

Compte tenu du cours moyen actuel du dinar par rapport à l'euro en 2016 sur le marché de change interbancaire (2,47), et en l'absence de mesures urgentes pour limiter l'ampleur des déficits, courant et public, et de leurs impacts sur le cours du dinar, la correction technique ou mécanique de sa surévaluation en termes réels conduirait inéluctablement à maintenir une pression baissière de dépréciation du taux de change nominal par rapport à l'euro dont le cours pourrait frôler une barre fatidique de 3, avec en moyenne 2,56 en 2017, 2,67 en 2018, 2,78 en 2019 et 2,86 en 2020.