

The image features a 3D-rendered road with a central red arrow and four white arrows pointing forward, set against a white maze background. The road has yellow and white dashed lines. In the top left corner, the AFC logo is displayed in red, with the Arabic text 'المستشارون الماليون العرب' and the English text 'ARAB FINANCIAL CONSULTANTS' below it. Further down, 'GROUPE ATB' is written in grey.

**AFC**

المستشارون الماليون العرب  
ARAB FINANCIAL CONSULTANTS

GROUPE ATB

# TABLEAU DE BORD DE LA CONJONCTURE ECONOMIQUE DE LA TUNISIE

*Jun 2021*

## SOMMAIRE

**EDITORIAL** : Naviguer entre exigences du FMI, menace sur la notation souveraine et contraintes sociales : un arbitrage difficile pour le gouvernement..... 3

**Principaux indicateurs sélectionnés**..... 5

- ◇ *Croissance*
- ◇ *Commerce extérieur*
- ◇ *Balance des paiements*
- ◇ *Recettes touristiques et revenus du travail*
- ◇ *Avoirs nets en devises*
- ◇ *Change*
- ◇ *Inflation, Taux Directeur de la BCT et TMM*
- ◇ *Intentions d'investissement*
- ◇ *Investissements Directs Etrangers « IDE »*
- ◇ *Concours à l'économie*
- ◇ *Refinancement des banques*
- ◇ *Cours du pétrole*
- ◇ *Taux de chômage*
- ◇ *Budget de l'Etat*
- ◇ *Déficit budgétaire*
- ◇ *Dettes de l'Etat*
- ◇ *Indice des prix de l'immobilier*

**FOCUS** : La hausse des prix de l'immobilier, jusqu'où ? ....12



## Naviguer entre exigences du FMI, menace sur la notation souveraine et contraintes sociales : un arbitrage difficile pour le gouvernement

Il est incontestable que l'économie tunisienne traverse sa plus mauvaise décennie depuis l'indépendance et qu'elle va se heurter à de rudes écueils. Une croissance en berne, un chômage et une dette qui explosent et les besoins de financement du budget ont atteint des sommets historiques. Faut-il rappeler que cette situation n'est que le résultat d'une fuite en avant pratiquée depuis dix ans. Dit autrement, le gouvernement actuel assumera sa responsabilité certes mais il serait injuste de lui faire porter les erreurs du passé. L'enjeu n'est pas de chercher des boucs émissaires mais de trouver une voie de sortie face à une situation extrêmement fragile. En tout état de cause, l'actuel gouvernement doit mobiliser plus de 16 milliards de dinars pour boucler son budget. Ainsi, le recours au FMI devient incontournable dans la mesure où celui-ci permettra de mobiliser d'autres financements, si nécessaires et sur lesquels vient s'ajouter la menace d'une dégradation de la note souveraine !

Partant, l'enjeu actuel est comment trouver un accord avec le FMI? D'une manière concrète comment arbitrer entre les exigences du FMI, notamment d'importantes coupes budgétaires, et les contraintes sociales dans une conjoncture morose.

### **Les exigences du FMI, certes impopulaires mais bénéfiques pour le pays ...**

Parmi les exigences du FMI, on retrouve en premier lieu la question de la masse salariale. En effet, il ne faut pas être un grand clerc pour constater que le niveau de la masse salariale est non seulement important mais également inacceptable. C'est même injuste car, au final, seuls les fonctionnaires de l'Etat bénéficient de l'argent du contribuable.

Rappelons à cet égard que la masse salariale représente 61% de nos ressources budgétaires propres, soit l'équivalent de 17,4% du PIB. Il se trouve que 30% de la masse salariale est consacré au secteur de l'éducation avec des résultats plus que médiocres. Le gouvernement s'est fixé comme objectif très ambitieux de 15% le ratio masse salariale rapportée au PIB d'ici 2022. Un tel objectif est très difficile à atteindre avec l'unique action des départs volontaires. Pis encore, la centrale syndicale (UGTT) réclame un nouveau round de négociation salariale, ce qui rend l'objectif du gouvernement très peu probable.

La seconde exigence est en lien avec les subventions. Le FMI demande une rationalisation des subventions notamment énergétiques. Dans ce contexte, le gouvernement propose une hausse des prix des denrées alimentaires, l'électricité et le gaz naturel d'ici 2024. Il s'agit de remplacer les subventions actuelles par des transferts directs en espèces (cash transferts) pour les plus démunis. Ce mécanisme n'est pas aisé à mettre en place sachant que l'Etat ne dispose pas d'une base de données fiables permettant le succès de ces actions. Il faut également être très prudent quant aux subventions énergétiques et s'assurer que les hausses s'agissant des bouteilles de gaz soient graduelles.

La troisième exigence concerne le fardeau des entreprises publiques. Le FMI souhaite des solutions concrètes et efficaces pour mettre fin à une hémorragie budgétaire inquiétante. A cet égard l'option de privatisation de quelques entreprises n'est plus écartée. Le gouvernement, tentant d'amadouer l'UGTT, ne veut pas parler de privatisation et préfère utiliser le terme restructuration.

## **Le besoin d'un recours massif au financement sur le marché local devient inéluctable mais n'est pas sans risques**

Avec un accès limité aux financements externes, le gouvernement et les grandes entreprises publiques pourraient se tourner vers les banques locales comme ce fut le cas l'année dernière. En effet, l'exposition des banques au secteur public s'en est trouvée accrue, allant jusqu'à 45% du total des actifs des banques.

Les perspectives d'un recours massif aux marchés internationaux étant limitées, l'exposition des banques à l'État devrait s'accélérer dans les années à venir. Cela pourrait évincer le crédit au secteur privé à un moment où le financement privé est absolument nécessaire pour stimuler la reprise. En outre, les perspectives économiques pour la Tunisie nous amènent à estimer que les besoins budgétaires pourraient encore s'aggraver de 3 points du PIB supplémentaires dans le cadre d'un scénario de choc impliquant un resserrement rapide des conditions financières mondiales et un retard de l'ajustement budgétaire dû à une reprise lente. Si les banques nationales financent ces besoins inattendus, en plus du financement nécessaire prévu en 2021-22, l'Etat absorberait 10 à 20 % supplémentaires des actifs des banques sous forme de dette publique à la fin de 2022. En conséquence, les banques publiques et privées pourraient atteindre des niveaux d'exposition au secteur public similaires à ceux observés actuellement au Liban. Rappelons à ce titre que le gouvernement a couvert plus de 50 % de ses besoins de financement publics bruts par des financements bancaires nationaux en 2020.

La Tunisie aurait besoin d'une stratégie budgétaire et d'une gestion de la dette à moyen terme crédibles et clairement communiquées. Cette stratégie nécessitera une étroite coordination entre la politique monétaire (Banque Centrale), la politique budgétaire et la réglementation

du secteur financier, afin de parvenir à une vision commune de la capacité d'absorption globale des marchés financiers nationaux.

La Tunisie dont la marge de manœuvre budgétaire est limitée, voire inexistante, devra lancer des plans d'assainissement favorables à la croissance lorsque la crise s'estompera. Les décideurs doivent dès lors s'efforcer d'atténuer de manière proactive le risque de refinancement et de l'assèchement du marché aux acteurs privés.

Les opérations de gestion du passif (telles que l'allongement des échéances) pourront améliorer les conditions de la dette à court terme et le profil de la dette à moyen terme.

D'une manière générale, le gouvernement a intérêt à proposer une vision globale du redressement économique et éviter le replâtrage. Une telle vision devrait clairement distinguer objectifs et moyens tout comme l'horizon court et moyen terme. Les actions doivent être orientées vers le redressement de l'appareil de production, la création de valeur ajoutée et l'exportation.

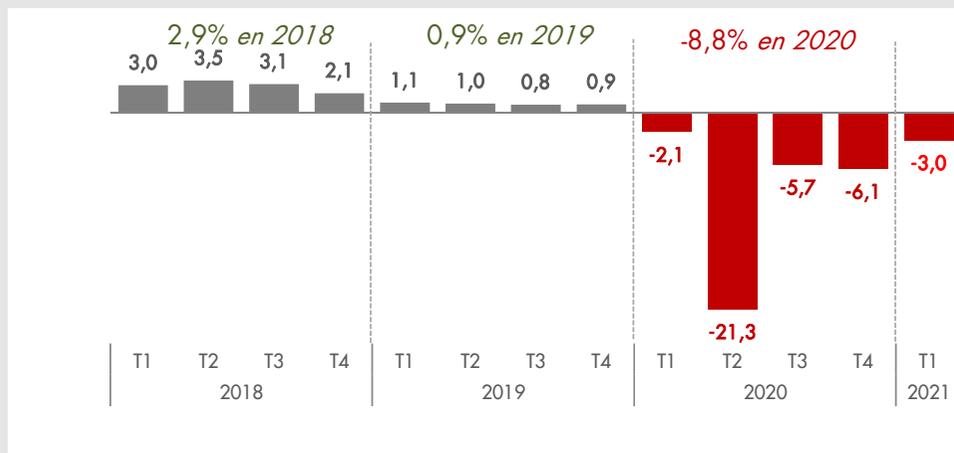
En tout état de cause l'avenir n'est pas radieux mais échapper à la démagogie des lobbies et des avantages acquis doit être la boussole de tout gouvernement crédible et sincère. Si cette stratégie de la vérité est enterrée par les adeptes de la politique de l'autruche alors les réveils seront douloureux et les réajustements inéluctables.

*Rédigé par :*

*M. Zouhair EL KADHI, et*

*M. Férid BEN BRAHIM*

## Croissance : Variation du PIB en Glissement annuel



L'activité économique est en recul pour le 5<sup>ème</sup> trimestre consécutif. Les -3% du 1<sup>er</sup> trimestre 2021 par rapport au 1<sup>er</sup> trimestre 2020 sont décevants. Ils remettent en cause la prévision du FMI qui était de +3,8% sur toute l'année 2021.

Cependant, les industries du cuir et des chaussures, celles du textile habillement et notamment les industries électriques et mécaniques et de manière générale les industries s'en sortent bien et expliquent la bonne tenue aussi du commerce extérieur pour les 4 premiers mois de 2021.

Signalons par ailleurs l'excellente tenue de l'extraction du pétrole et du gaz conséquence de la mise en route du projet Nawara.

La baisse de l'agriculture provient de celle de la production d'huile qui a connu une baisse lors de la saison 20/21 comparée à 19/20.

	Glissement annuel T/T-4						
	2019	T1-2020	T2-2020	T3-2020	T4-2020	2020	T1-2021
<b>AGRICULTURE ET PECHE</b>	0,4	6,7	3,3	3,4	4,5	4,4	-6,7
<b>INDUSTRIES MANUFACTURIERES</b>	-0,9	-1,8	-27,0	-3,2	-4,5	-9,3	-0,3
Industries agro-alimentaires	1,4	20,0	-4,3	0,5	-8,2	1,7	-17,3
Industries textiles, habillement et cuir	-4,1	-15,0	-41,0	0,3	-5,5	-15,4	2,3
Industries diverses	-1,3	-8,9	-32,2	-3,4	-5,6	-12,5	5,2
Raffinage de pétrole	-7,8	108,9	170,4	351,2	7,3	131,7	46,3
Industries chimiques	2,0	15,6	-3,6	-11,7	-13,8	-3,5	-10,1
Matériaux de construct. céramique et verre	0,5	-8,4	-38,0	-1,5	1,0	-11,6	12,8
Industries mécaniques et électriques	-1,5	-8,8	-35,7	-7,3	-0,9	-13,2	6,2
<b>INDUSTRIES NON MANUFACTURIERES</b>	-1,9	-4,7	-20,2	-6,9	-3,2	-8,8	11,5
Extraction de pétrole et gaz naturel	-8,2	-4,4	4,1	-12,4	-0,3	-3,2	26,1
<b>MINES</b>	17,2	13,7	-16,0	-5,8	-34,0	-12,0	-31,9
Electricité et gaz	5,1	-0,1	-5,0	-4,2	-1,0	-2,5	0,2
Eau	2,1	4,4	3,6	3,1	3,2	3,6	4,2
<b>BÂTIMENT ET GENIE CIVIL</b>	-0,5	-8,9	-42,5	-3,9	-1,3	-14,1	10,4
<b>ACTIVITES SERVICES MARCHANDS</b>	2,6	-3,2	-29,8	-10,9	-9,4	-13,3	-6,0
Entretien et réparation	2,9	-3,1	-43,5	-2,2	-1,4	-12,5	2,1
Commerce	1,1	-0,8	-14,5	-2,5	-1,0	-4,7	-2,5
Services d'hôtellerie et de restauration	6,5	-16,7	-77,3	-31,1	-49,1	-43,6	-30,4
Transports	-2,7	-12,1	-51,4	-25,5	-23,0	-28,0	-13,2
Poste et télécommunication	4,4	1,6	1,9	1,5	3,0	2,0	-0,3
Services financiers	6,7	5,5	-5,7	-5,2	4,2	-0,3	-2,7
Autres services marchands	3,0	-0,6	-32,5	-8,6	-3,6	-11,3	-3,1
<b>SIFIM</b>	7,6	8,1	-5,7	-11,2	5,1	-0,8	-4,3
<b>ACTIVITES NON MARCHANDES</b>	1,1	-1,9	-15,8	0,0	-7,6	-6,3	-5,1
Services d'administration publique	1,0	-2,0	-15,5	0,1	-7,7	-6,3	-5,2
Services fournis par les organisations associatives	5,5	3,7	-9,0	-3,4	-2,8	-2,9	1,3
Services domestiques	4,1	-1,3	-37,5	-2,3	-2,0	-10,7	-3,3
<b>TOTAL DES VALEURS AJOUTEES</b>	0,9	-2,0	-22,6	-5,4	-6,5	-9,2	-3,7
Impôts nets de subventions	1,1	-3,5	-6,7	-8,7	-1,4	-5,1	4,9
<b>P.I.B (aux p.m)</b>	0,9	-2,1	-21,3	-5,7	-6,1	-8,8	-3,0

Source : INS

## Commerce extérieur

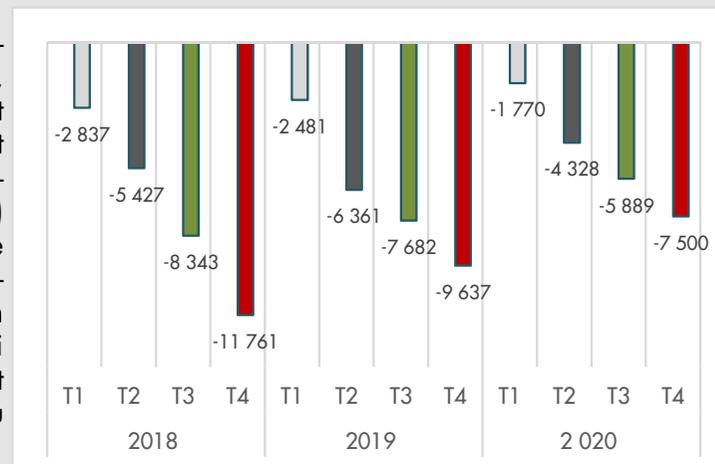
En MD	Total 2019	Total 2020	Var 20/19	4 mois 2020	4 mois 2021	Var 4m21/4m20
<b>Exportations par secteur d'activité</b>	<b>43 855</b>	<b>38 706</b>	<b>-11,7%</b>	<b>12 521</b>	<b>15 201</b>	<b>21,4%</b>
Agriculture & industries agro-alimentaires	4 709	5 275	12,0%	2 057	1 945	-5,5%
Energie & lubrifiants	2 418	2 191	-9,4%	1 014	735	-27,5%
Mines, phosphates & dérivés	1 667	1 259	-24,4%	481	471	-2,2%
Textiles, habillements & cuirs	9 354	8 062	-13,8%	2 261	3 052	35,0%
Industries mécaniques & électriques	20 428	17 563	-14,0%	5 363	7 192	34,1%
Autres industries manufacturières	5 280	4 355	-17,5%	1 345	1 807	34,3%
<b>Importations par type d'utilisation</b>	<b>63 292</b>	<b>51 464</b>	<b>-18,7%</b>	<b>17 366</b>	<b>19 622</b>	<b>13,0%</b>
Produits agricoles & alimentaires de base	3 483	3 796	9,0%	1 339	1 578	17,8%
Produits énergétiques	10 175	6 392	-37,2%	2 725	2 190	-19,7%
Produits miniers & phosphatés	939	696	-25,9%	272	367	35,1%
Autres produits intermédiaires	23 761	20 172	-15,1%	6 476	7 758	19,8%
Produits d'équipement	15 677	12 101	-22,8%	3 966	4 775	20,4%
Autres produits de consommation	9 256	8 307	-10,3%	2 588	2 953	14,1%
<b>Solde commercial</b>	<b>-19 436</b>	<b>-12 758</b>	<b>-34,4%</b>	<b>-4 845</b>	<b>-4 421</b>	<b>-8,7%</b>
<b>Taux de couverture(%)</b>	<b>69,3</b>	<b>75,2</b>	<b>5,9 pt</b>	<b>72,1</b>	<b>77,5</b>	<b>5,4 pt</b>

En MD	Total 2019	Total 2020	Var 20/19	4 mois 2020	4 mois 2021	Var 4m21/4m20
<b>Exportations hors énergie</b>	<b>41 437</b>	<b>36 515</b>	<b>-11,9%</b>	<b>11 508</b>	<b>14 466</b>	<b>25,7%</b>
<b>Importations hors énergie</b>	<b>53 117</b>	<b>45 072</b>	<b>-15,1%</b>	<b>14 640</b>	<b>17 432</b>	<b>19,1%</b>
<b>Solde commercial hors énergie</b>	<b>-11 680</b>	<b>-8 557</b>	<b>73,3%</b>	<b>-3 133</b>	<b>-2 966</b>	<b>94,7%</b>
<b>Taux de couverture(%) hors énergie</b>	<b>78,0</b>	<b>81,0</b>	<b>3,0 pt</b>	<b>78,6</b>	<b>83,0</b>	<b>4,4 pt</b>

L'amélioration du commerce extérieur provient pour une fois non pas de la mauvaise performance des importations qui baissent en valeur comme en 2020 versus 2019 mais de la hausse des importations de +13% qui est moins importante que celle des exportations + 21,4% et notamment des industries citées plus haut. Les importations des produits d'équipement, signe précurseur d'une reprise des investissements remontent par rapport à 2020 année de crise Covid mais sont en recul par rapport à 2019.

## Solde courant de la balance des paiements

Au terme du quatrième trimestre 2020, le déficit courant s'est amélioré atteignant 7,5 milliards de dinars (6,8% du PIB) contre un déficit de 9,6 milliards de dinars (8,5% du PIB) un an auparavant. Ceci est dû principalement à la contraction du déficit commercial.

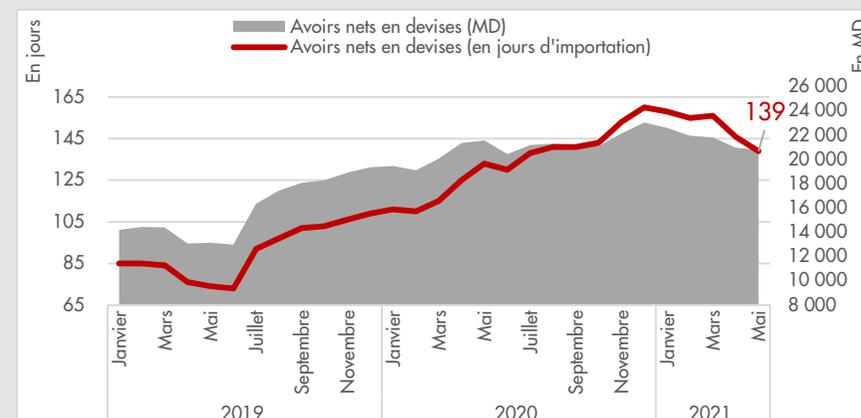


## Recettes touristiques et revenus du travail

A fin février 2021, les flux des recettes touristiques ont cumulé 95 M€, en baisse de -58% sur un an.

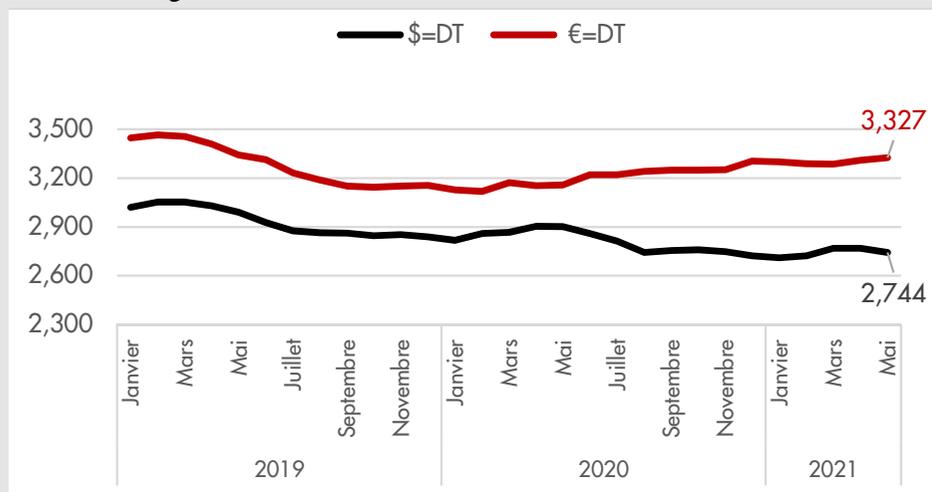
Au terme des deux premiers mois de 2021, les revenus du travail (en espèces), ont totalisé 310 M€, en hausse de 5% par rapport aux réalisations d'un an auparavant.

## Avoirs nets en devises



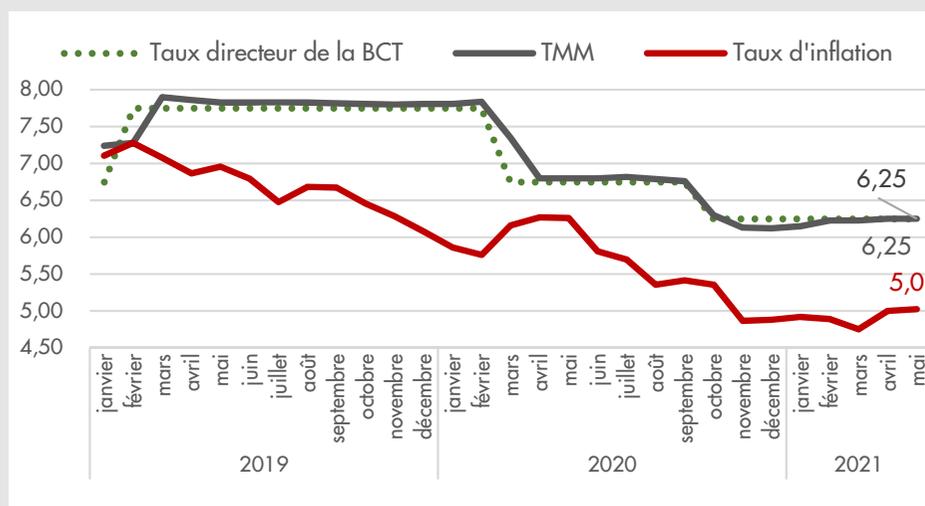
A fin mai 2021, les réserves de change se sont établies à 20 781 MD soit l'équivalent de 139 jours d'importation contre 21 569 MD au même mois de l'année précédente représentant 133 jours d'importation.

## Taux de change



En mai 2021, le dinar s'est déprécié de 5% par rapport à l'euro et s'est apprécié de 5,7% par rapport au dollar américain et ce, par rapport à mai 2020. Comparé à décembre 2020, le dinar s'est déprécié par rapport à l'euro et au dollar américain respectivement de 0,6% et 0,8%.

## Inflation, Taux Directeur de la BCT (TD) et TMM



En mai 2021, le taux d'inflation se stabilise à 5% et le taux d'inflation sous jacente se replie à 5,0% contre 5,5% le mois dernier. Le TD ainsi que le TMM stagnent à 6,25%.

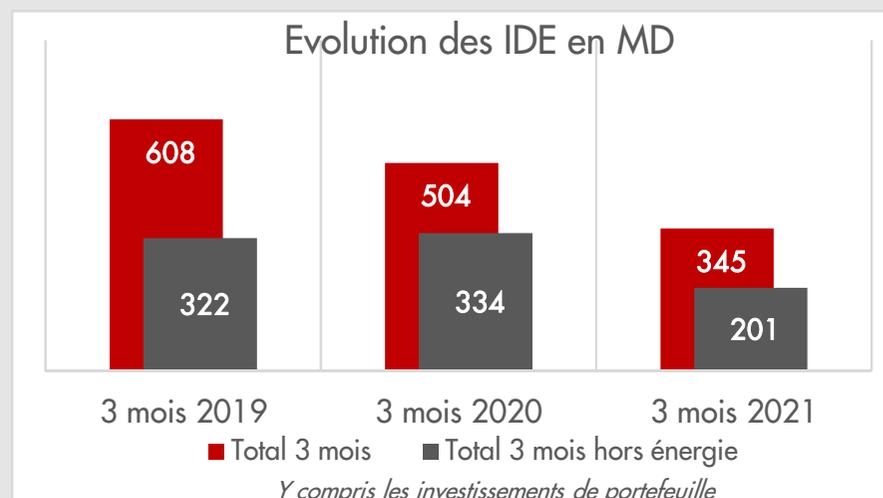
## Intentions d'investissement

En MD	2019	2020	Var 20/19	4 mois 2020	4 mois 2021	Var 4m21/4m20
<b>Total Industrie</b>	<b>2 966</b>	<b>3 409</b>	<b>14,9%</b>	<b>1 172</b>	<b>908</b>	<b>-22,5%</b>
Agroalimentaire	702	752	7,1%	196	332	69,1%
Matériaux de construction	456	452	-0,8%	215	56	-74,0%
IME	807	1 224	51,7%	511	297	-41,9%
Industries Chimiques	422	264	-37,5%	92	104	12,9%
Textile et habillement	158	161	2,2%	23	48	109,1%
Cuir et chaussures	29	26	-11,2%	19	10	-47,6%
Industries diverses	393	530	34,8%	116	62	-47,0%
<b>Total services</b>	<b>870</b>	<b>1 180</b>	<b>35,7%</b>	<b>312</b>	<b>295</b>	<b>-5,3%</b>
Totalement exportateur	86	90	4,8%	107	60	-44,2%
Autre que totalement exportateur	784	1 090	39,0%	204	235	15,1%

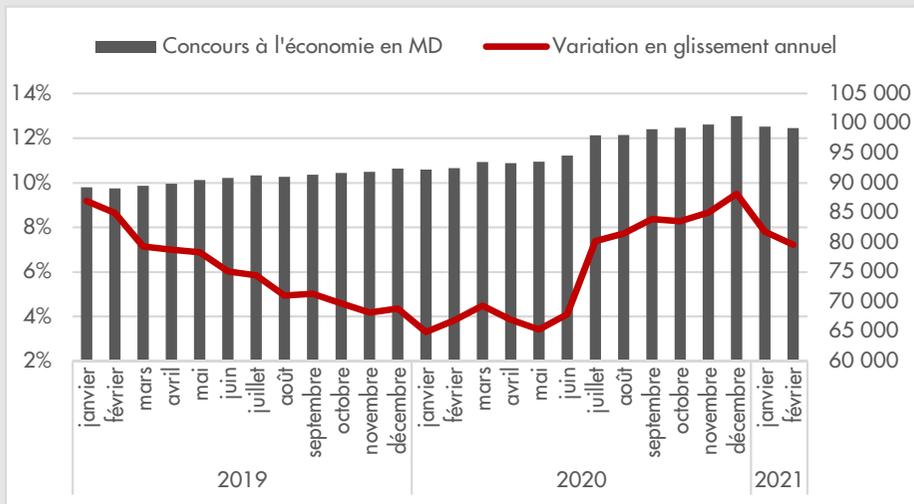
En MD	2019	2020	Var 20/19	4 mois 2020	4 mois 2021	Var 4m21/4m20
Agriculture :						
Investissements approuvés	680	506	-25,6%	93	118	26,8%

## Investissements Directs Etrangers (IDE)



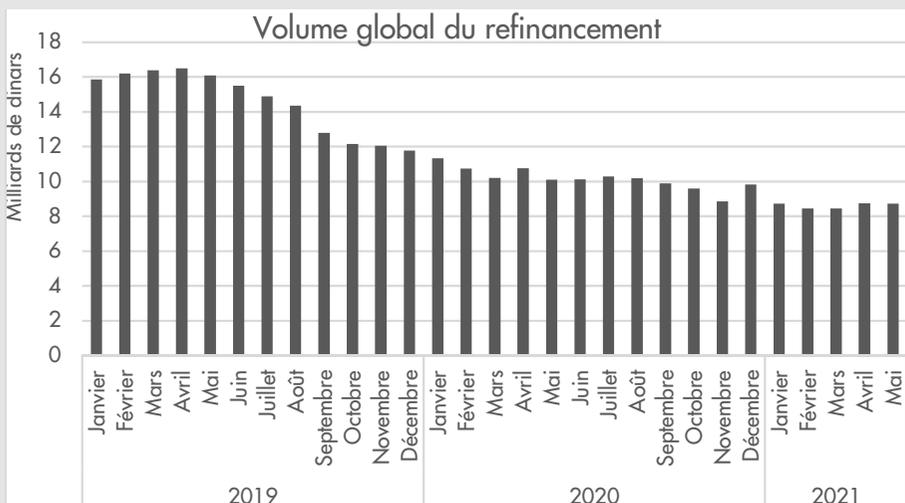
Pendant les trois premiers mois de 2021, les IDE hors énergie ont régressé de 39,8% par rapport à la même période de 2020.

## Concours à l'économie (en glissement annuel)



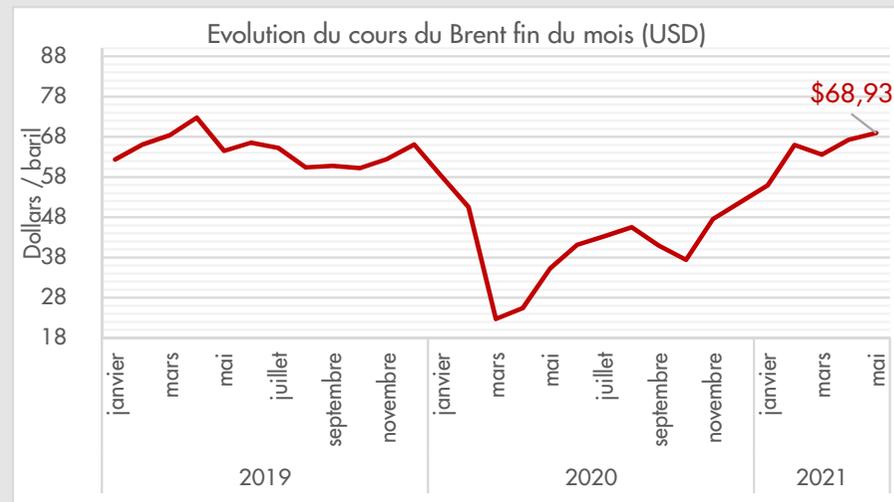
Les concours à l'économie (en glissement annuel) continuent leur décélération initiée depuis décembre 2020 passant d'un rythme annuel de 9,5% à un rythme annuel de 7,2% en février 2021.

## Volume moyen mensuel de refinancement des banques



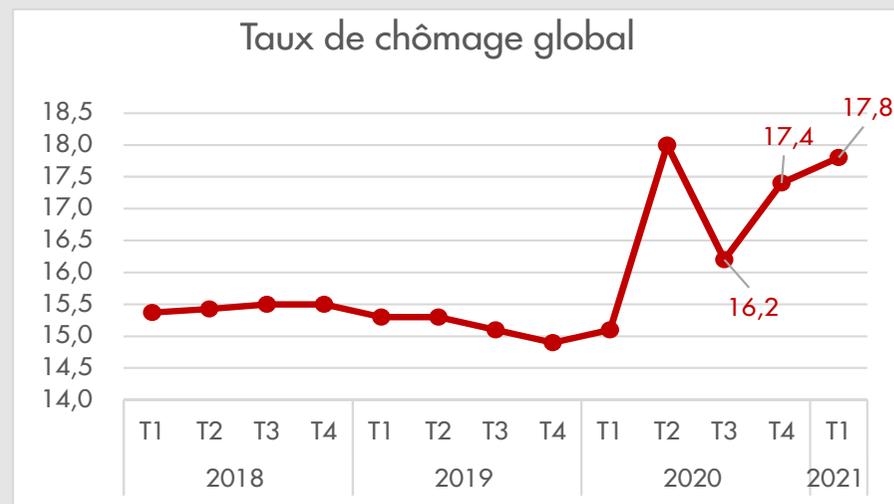
Le volume global moyen mensuel du refinancement a atteint 8 732 MD au mois de mai 2021 contre 10 107 MD au même mois de 2020.

## Cours du pétrole



Le cours du Brent à la fin du mois de mai 2021 est en hausse de 2,5% par rapport au mois précédent et de 33,3% par rapport à fin décembre 2020.

## Taux de chômage



La taux de chômage des jeunes de 15-24 ans a explosé au premier trimestre 2021 atteignant 40,8%. Ce taux est encore plus élevé pour les jeunes femmes dont le taux de chômage atteint presque les 42%.

## Budget de l'Etat

RECETTES EN MD	2019	LFR 2020	LF 2021	3 mois 2021	3 mois 2020	% de réalisation	Var 3m21/3m20
<b>Impôts Directs</b>	<b>12 648</b>	<b>11 837</b>	<b>12 905</b>	<b>3 256</b>	<b>2 964</b>	25%	10%
Impôts sur le Revenu	8 813	8 822	9 762	2 482	2 255	25%	10%
Impôts sur les Sociétés	3 835	3 015	3 143	774	709	25%	9%
<b>Impôts Indirects</b>	<b>16 253</b>	<b>14 570</b>	<b>16 920</b>	<b>4 331</b>	<b>3 749</b>	26%	16%
Droits de Douanes	1 284	1 148	1 303	328	299	25%	10%
TVA	7 797	6 773	7 553	2 077	1 709	27%	22%
Droits de Consommation	2 872	2 794	3 711	750	667	20%	12%
Autres Impôts indirects	4 299	3 855	4 353	1 176	1 074	27%	10%
<b>Total recettes fiscales</b>	<b>28 901</b>	<b>26 407</b>	<b>29 825</b>	<b>7 587</b>	<b>6 713</b>	25%	13%
<b>Total recettes non fiscales</b>	<b>3 035</b>	<b>2 757</b>	<b>2 484</b>	<b>235</b>	<b>1 019</b>	9%	-77%
Dons	249	1 057	800	38	0	5%	
<b>TOTAL DES RECETTES PROPRES</b>	<b>32 185</b>	<b>30 221</b>	<b>33 109</b>	<b>7 860</b>	<b>7 732</b>	24%	2%
Emprunts Intérieurs	2 640	11 948	5 580	1 949	1 081	35%	80%
Emprunts Extérieurs	7 053	7 364	13 015	890	814	7%	9%
Autres ressources du Trésor	397	179	100	81	1 144		-93%
<b>TOTAL EMPRUNTS ET TRESOR</b>	<b>10 090</b>	<b>19 491</b>	<b>18 695</b>	<b>2 919</b>	<b>3 038</b>	16%	-4%
<b>TOTAL DES RECETTES</b>	<b>42 275</b>	<b>49 712</b>	<b>51 804</b>	<b>10 779</b>	<b>10 770</b>	21%	0%

DEPENSES EN MD	2019	LFR 2020	LF 2021	3 mois 2021	3 mois 2020	% de réalisation	Var 3m21/3m20
<b>Charges budgétaires</b>	<b>35 778</b>	<b>41 713</b>	<b>40 203</b>	<b>8 582</b>	<b>8 784</b>	21%	-2%
Rémunérations Publiques	16 765	19 547	20 118	5 148	4 915	26%	5%
Dépenses de gestion	1 606	2 040	1 900	368	341	19%	8%
Interventions Publiques	9 970	11 237	9 420	1 554	1 774	16%	-12%
Dépenses d'Investissement	4 125	3 826	4 033	415	670	10%	-38%
Dépenses des opérations financières	107	216	302				
Charges de financement ( <i>Intérêts de la dette</i> )	3 205	4 134	4 030	1 097	1 084	27%	1%
Dépenses non réparties		713	400				
<b>Prêts</b>	<b>100</b>	<b>545</b>	<b>100</b>	<b>623</b>	<b>372</b>		68%
<b>TOTAL DES DEPENSES</b>	<b>35 878</b>	<b>42 258</b>	<b>40 303</b>	<b>9 205</b>	<b>9 156</b>	23%	1%
<b>PRINCIPAL DE LA DETTE</b>	<b>6 397</b>	<b>7 454</b>	<b>11 501</b>	<b>1 574</b>	<b>1 615</b>	14%	-2%
<b>TOTAL DES DEPENSES ET SERVICE DE LA DETTE</b>	<b>42 275</b>	<b>49 712</b>	<b>51 804</b>	<b>10 779</b>	<b>10 770</b>	21%	0%

## Déficit budgétaire

DEFICIT BUDGETAIRE EN MD	2019	LFR 2020	LF 2021	3 mois 2021	3 mois 2020	% de réalisation	Var 3m21/3m20
<i>Solde budgétaire (hors privatisation, dons &amp; revenus de confiscation)</i>	<i>-4 142</i>	<i>-12 649</i>	<i>-7 944</i>	<i>-760</i>	<i>-1 052</i>		-28%
<i>En % du PIB</i>	<i>-3,6%</i>	<i>-11,4%</i>	<i>-6,6%</i>				

NB : Le pourcentage de réalisation est marqué en rouge lorsqu'il est inférieur à 25% (soit 3/12 mois)

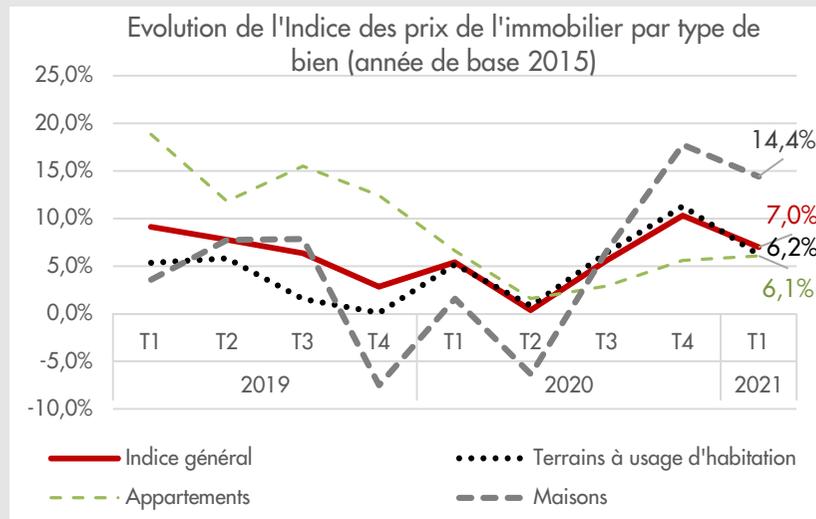
## Dettes de l'ETAT

DETTE EN MD	2019	Prov 2020	LFR 2020	LF 2021	3 mois 2021	3 mois 2020	% de réalisation	Var 3m21/3m20
<b>Service de la Dette Publique</b>	<b>9 602</b>	<b>11 128</b>	<b>11 588</b>	<b>15 531</b>	<b>2 671</b>	<b>2 699</b>	<b>17%</b>	-1%
Dette Intérieure	2 785	5 269	5 673	7 184	1 468	1 626	<b>20%</b>	-10%
<i>En %</i>	<i>29,0%</i>	<i>47,3%</i>	<i>49,0%</i>	<i>46,3%</i>	<i>55,0%</i>	<i>60,3%</i>		-9%
Dette Extérieure	6 817	5 859	5 915	8 347	1 203	1 073	<b>14%</b>	12%
<i>En %</i>	<i>71,0%</i>	<i>52,7%</i>	<i>51,0%</i>	<i>53,7%</i>	<i>45,0%</i>	<i>39,7%</i>		13%
<b>Remboursement du Principal de la Dette Publique</b>	<b>6 397</b>	<b>7 394</b>	<b>7 454</b>	<b>11 501</b>	<b>1 574</b>	<b>1 615</b>	<b>14%</b>	-2%
Dette Intérieure	1 163	3 108	3 121	4 995	885	1 061	<b>18%</b>	-17%
Dette Extérieure	5 234	4 286	4 333	6 506	690	554	<b>11%</b>	25%
<b>Remboursement des Intérêts de la Dette Publique</b>	<b>3 205</b>	<b>3 735</b>	<b>4 134</b>	<b>4 030</b>	<b>1 097</b>	<b>1 084</b>	<b>27%</b>	1%
Dette Intérieure	1 622	2 161	2 552	2 189	583	565	<b>27%</b>	3%
Dette Extérieure	1 583	1 574	1 582	1 841	514	519	<b>28%</b>	-1%
<b>Encours de la Dette Publique</b>	<b>83 334</b>	<b>92 850</b>	<b>97 706</b>	<b>109 236</b>	<b>96 732</b>	<b>86 245</b>		12%
<i>En % du PIB</i>	<i>73,2%</i>	<i>83,5%</i>		<i>90,1%</i>				
<b>Structure de la Dette publique</b>	<b>83 334</b>	<b>92 850</b>	<b>97 706</b>	<b>109 236</b>	<b>96 732</b>	<b>86 245</b>		12%
Dette Intérieure	24 727	31 573	34 076	35 024	35 310	26 676		32%
<i>En %</i>	<i>29,7%</i>	<i>34,0%</i>	<i>34,9%</i>	<i>32,1%</i>				
Dette Extérieure	58 606	61 277	63 630	74 212	61 421	59 569		3%
<i>En %</i>	<i>70,3%</i>	<i>66,0%</i>	<i>65,1%</i>	<i>67,9%</i>				

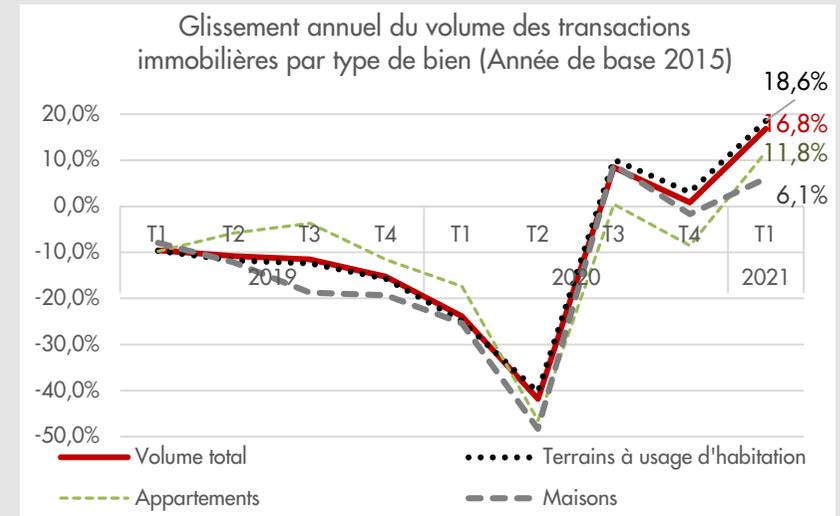
NB : Le pourcentage de réalisation est marqué en rouge lorsqu'il est inférieur à 25% (soit 3/12 mois)

## Indice des prix de l'immobilier

A la fin du premier trimestre 2021, l'indice des prix de l'immobilier s'est accru, en glissement annuel de 7% : +14,4% au niveau des maisons, +6,2% au niveau des terrains à usage d'habitation et +6,1% pour les appartements.



Quant aux transactions, elles ont grimpé de 16,8% par rapport au premier trimestre 2020 : +18,6% au niveau des terrains à usage d'habitation, +11,8% au niveau des appartements et +6,1% pour les maisons.



## FOCUS: La hausse des prix de l'immobilier, jusqu'où ?

Un adage boursier dit que les arbres ne montent jamais au ciel mais les prix de l'immobilier ne peuvent pas également augmenter indéfiniment. En effet, ces dernières années, les prix de l'immobilier en Tunisie se sont accrus d'une manière rapide, faisant de la propriété d'un logement un rêve de plus en plus difficile à réaliser. Aujourd'hui cependant, le risque de baisse des prix est écarté bien qu'un ajustement du marché vers un prix d'équilibre parait inéluctable. Même si les marchés immobiliers sont considérés comme très complexes car ne fonctionnant pas comme les autres marchés, la bulle immobilière ne risque pas d'exploser à court terme.

Nous ne sommes en effet pas au stade de nous interroger sur l'existence ou pas d'une bulle immobilière en Tunisie tant il est visible que celle-ci enfle depuis plusieurs années. De manière générale, une « bulle » a une essence spéculative, qui est révélée par un écart, une déconnexion, entre le niveau du prix observé et le niveau auquel conduiraient les déterminants fondamentaux (le prix d'équilibre à moyen terme). A ce propos, J. Stiglitz, prix Nobel d'économie en 2001, définissait une bulle spéculative comme un état du marché dans lequel *"la seule raison pour laquelle le prix est élevé est que les investisseurs pensent que le prix de vente sera encore plus élevé demain, alors que les facteurs fondamentaux ne semblent pas justifier un tel prix"*.

Une bulle commence souvent avec les années de croissance forte. Les acheteurs potentiels sont optimistes et gagnent de l'argent. Et une partie de leur revenu peut aller dans l'achat de logements ou d'actions. Ainsi, le prix de l'immobilier augmente et les épargnants se frottent les mains, se croyant plus riches. Beaucoup de gens constatant cette situation veulent également bénéficier de cet effet richesse. Ils achètent donc des logements au besoin en empruntant auprès des banques qui, rassurées de voir les prix monter, prêtent largement. Mais si les prix ont trop monté, ils devront redescendre. On parle de bulle spéculative qui enfle avant d'exploser. En effet, lorsqu'une bulle naît, les investisseurs ne se rendent pas compte que les prix auxquels ils achètent ne sont pas soutenables (à moyen terme), dans la mesure où ceux-ci sont supérieurs au prix d'équilibre.

La bulle éclate lorsqu'un nombre suffisant d'investisseurs se rend compte d'un tel écart et décident de se reporter sur d'autres types d'actifs. Cette plus grande lucidité peut venir tout simplement d'une baisse du rendement du prix de l'actif. La traduction économique d'une bulle est toujours à terme une baisse substantielle du rendement de l'actif ou de l'investissement.

**Bien que le marché immobilier tunisien ne soit plus rentable, le risque d'explosion de la bulle est écarté à court terme...**

Rappelons que les premiers signes de l'explosion d'une bulle immobilière peuvent apparaître dans la différence entre l'évolution des prix de vente et des loyers. Habituellement, si le prix de l'habitat monte pour des raisons physiques, par exemple la rareté de l'offre, alors les loyers et le prix de l'immobilier augmenteront ensemble. En revanche, si le prix du logement augmente beaucoup plus vite que les loyers, comme cela semble être le cas en Tunisie, c'est le signe d'une dimension spéculative. Durant la période récente, les prix de l'immobilier en Tunisie ont fortement augmenté alors que celui des loyers évolue presque au même rythme que l'inflation globale. De plus, le pouvoir d'achat des ménages n'augmente pas aussi rapidement et cela devrait avoir une incidence négative. En définitive, la rentabilité à la location des logements a nettement baissé compte tenu du fait que les coûts se sont beaucoup accrus alors que les loyers n'ont pas augmenté en conséquence, vu qu'ils sont indexés sur l'évolution des revenus. Si la hausse des loyers a été soutenue par les libyens résidant en Tunisie il y a quelques années, cette demande a nettement faibli abaissant par là-même le rendement de l'immobilier.

Cependant, la crise économique que vit le pays depuis quelques années a fait de l'immobilier une valeur refuge. En effet, dans une conjoncture marquée par de nombreuses incertitudes, lorsque l'investissement productif devient trop risqué et non attractif, l'investissement dans l'immobilier devient une alternative très appréciée, voilà pourquoi l'immobilier à encore de beaux jours en Tunisie.

Rédigé par : M. Zouhair EL KADHI, et  
M. Férid BEN BRAHIM

**Férid Ben Brahim** Directeur Général  
**Mehdi Dhifallah** Responsable études et recherches  
**Jihen Ellouze Khlif** Analyste financier  
**Boubaker Rekik** Analyste financier



[www.afc.com.tn](http://www.afc.com.tn)

[afc@afc.fin.tn](mailto:afc@afc.fin.tn)

**Siège social**

Immeuble El Karama. Carré de L'Or,

Les jardins du Lac II. 1053 Tunis

Tél : (+216) 70 020 260

Fax : (+216) 70 020 297