



البنك المركزي التونسي
BANQUE CENTRALE DE TUNISIE

Assemblée des représentants du peuple
Commission des Finances
Intervention du Gouverneur de la
Banque Centrale de Tunisie

Loi de Finances Rectificative
2020

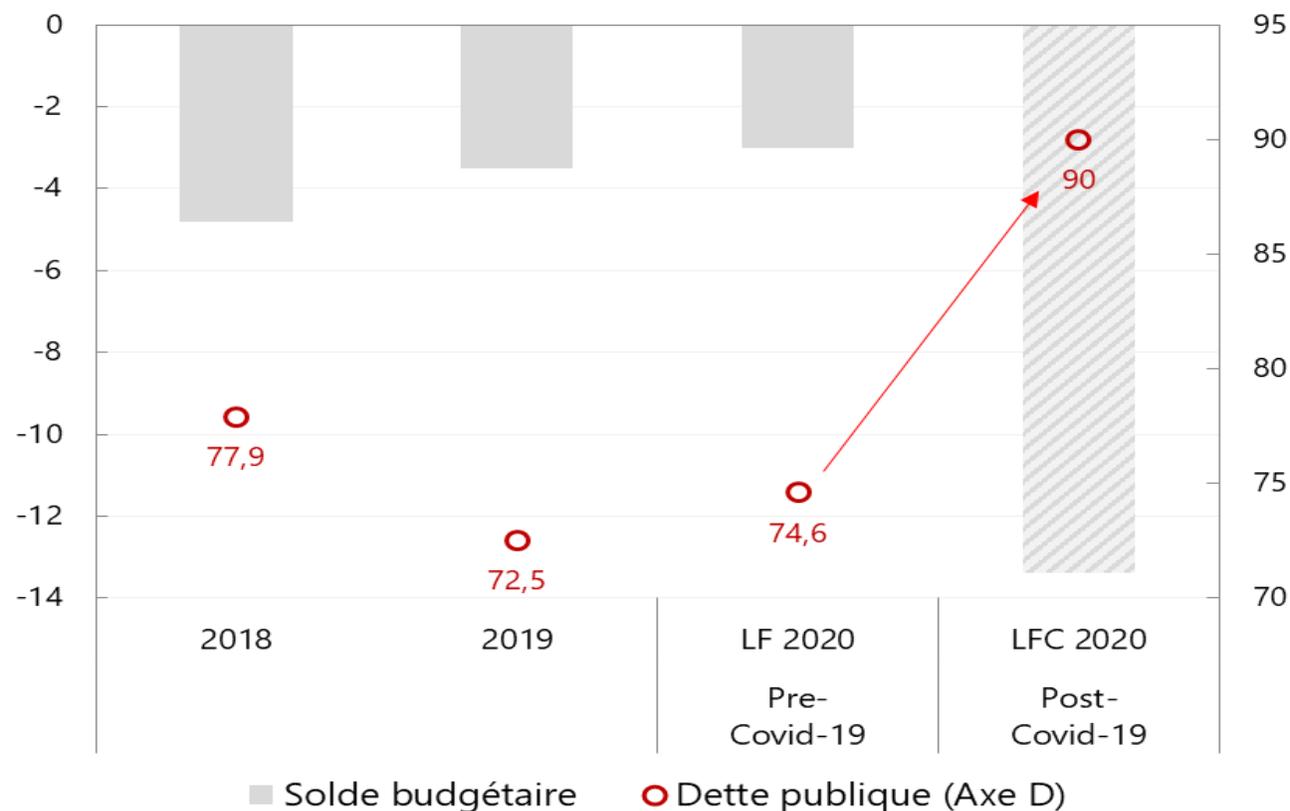
Tunis, le 28 octobre 2020

Rappel des réalisations de la politique monétaire: Adoption d'une politique monétaire proactive qui a permis à la Banque centrale d'éviter une dérive de l'inflation qui aurait exposé la stabilité macroéconomique à des risques avec des répercussions négatives sur la croissance économique.

- Les actions énergiques de la politique monétaire adoptées au cours des trois dernières années, ont permis de ramener l'inflation d'un pic de 7,7% en juin 2018 à 5,8% en février 2020.
- La poursuite de la trajectoire désinflationniste observée au cours des derniers mois a encouragé la Banque centrale à assouplir sa politique monétaire, en baissant ses taux directeurs de 100 pbs en mars 2020 puis de 50 pbs à la fin de septembre 2020.
- La politique monétaire adoptée a également permis de réduire le déficit de la balance courante (8,5% du PIB en 2019 contre 11,2% en 2018) et a ainsi contribué à un « retracement » du taux de change de la monnaie nationale et au renforcement des avoirs nets en devises lesquels s'établissent à 7.730 millions de dollars, soit 145 jours d'importation actuellement, après avoir atteint des niveaux critiques au cours des années 2017 et 2018.
- Ces résultats n'auraient pu être réalisés n'eût été l'indépendance de la Banque centrale dans la conduite de sa politique monétaire, qui a renforcé le capital-confiance et la crédibilité dont jouit la Tunisie auprès des pays partenaires, des institutions financières internationales, des investisseurs sur les marchés financiers et des agences de rating.

Les équilibres des finances publiques se sont fortement ressentis des retombées de la crise sanitaire COVID-19, affichant un déficit de plus de 13% du PIB en 2020, portant ainsi la dette publique à des niveaux sans précédents pouvant mettre en péril sa soutenabilité.

Figure - Projections du solde budgétaire et de la dette publique en % du PIB



Déficit abyssal qui traduit des déséquilibres structurels profonds et un héritage qui remonte à plusieurs années ...

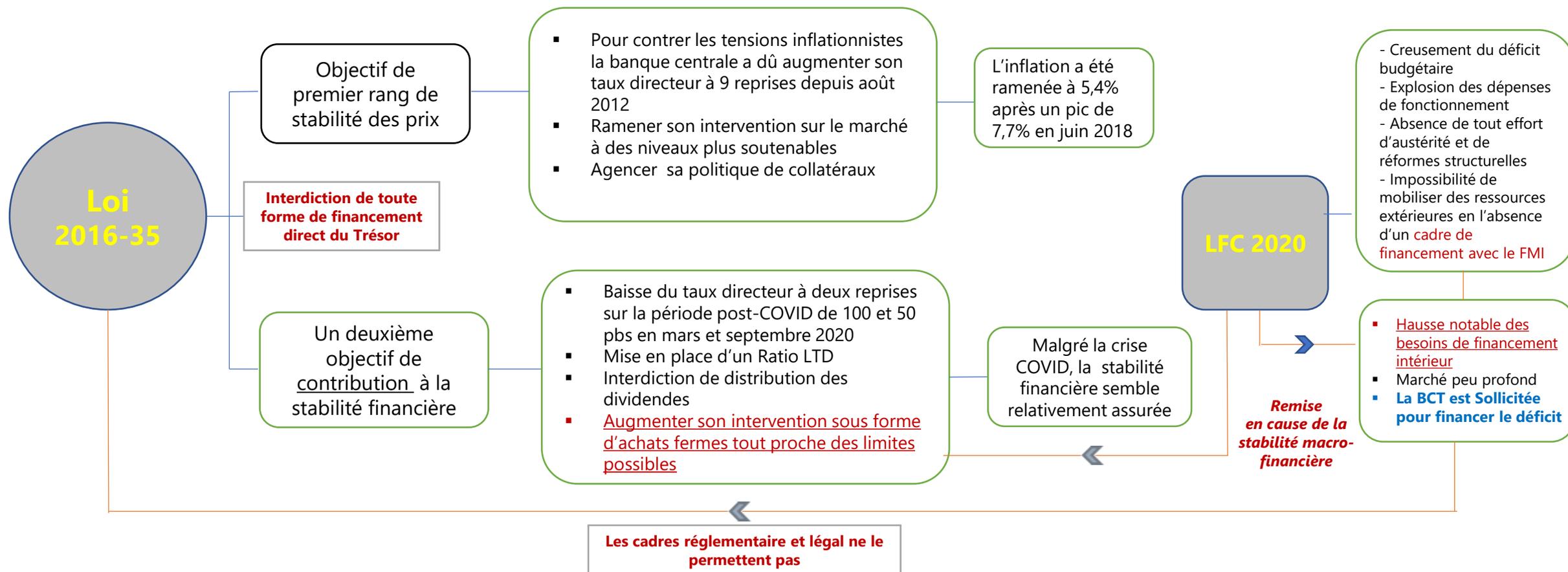
- Baisse significative attendue des ressources propres de l'Etat (dont un repli de -5.652 MDT des recettes fiscales par rapport aux prévisions de la loi de finances 2020) en dépit de la mobilisation d'importantes ressources provenant de dons extérieurs de 1.057 MDT.
- Hausse non anticipée du poste « interventions » (+2.833 MDT), en dépit de l'espace budgétaire dégagé grâce à la baisse des prix internationaux du pétrole (41 USD attendu pour 2020 contre 65 USD prévu dans le cadre de la loi de finances 2020) et à la bonne tenue du dinar, notamment, vis-à-vis du dollar américain.
- Révision à la hausse des dépenses au titre de rémunérations dans le secteur public, portant la masse salariale à 19.247 MDT ou à plus de 17% du PIB, soit le niveau le plus élevé jamais atteint.

Un gap de financement sans précédent avec un besoin intérieur important en un laps de temps très court pour le bouclage du déficit budgétaire de 2020.

Tableau - Financement du budget de l'Etat : Sources d'emprunts et du Trésor

	2019	2020 LF	Réal. 2020	Rest. 2020	2020 LFC	2021 LF
Ressources d'emprunts et du Trésor	9 899,7	11 248,0	9 120,3	12 428,7	21 549,0	17 498,0
Emprunts intérieurs	2 846,7	2 400,0	4 598,5	9 668,5	14 267,0	890,0
Emprunts extérieurs	7 053,0	8 848,0	4 521,8	2 760,2	7 282,0	16 608,0
Emprunts extérieurs affectés	668,9	849,0	715,6	133,4	849,0	890,0
Prêts extérieurs rétrocédés	100,0	120,0	64,2	55,8	120,0	175,0
Appui budgétaire	4 065,7	4 441,0	3 742,0	2 571,0	6 313,0	5 253,0
Marché Financier International	2 218,4	3 438,0	-	-	-	10 290,0

Cadre réglementaire et objectifs statutaires de la Banque centrale



La Banque centrale a prêté main forte au Gouvernement pour la mobilisation des ressources nécessaires pour mitiger l'impact de la crise sanitaire COVID-19 sur l'économie nationale

- Accompagner le Gouvernement dans la mobilisation de ressources extérieures, notamment, du Fonds Monétaire International (745 millions de dollars) après la suspension des revues dans le cadre du « Mécanisme Elargi de Crédit ».
- Soutien au Gouvernement dans la mobilisation du financement intérieur en devises auprès des banques de la place.
- Face à un marché peu profond et afin de subvenir aux besoins additionnels du Trésor, la Banque centrale a intensifié, en 2020, ses opérations d'achat ferme de titres publics sur le marché secondaire par le biais des opérations d'open-market.
- La part des opérations d'achat ferme de bons du Trésor dans le volume global de refinancement a atteint 41% au 23 octobre 2020.
- Pour l'année 2020, les émissions du Trésor ont été portées en octobre à 6.102 MDT dont 3.400 MDT, ou 55,7%, ont été achetées par la Banque centrale.

Figure - Evolution de l'encours des opérations d'achat ferme

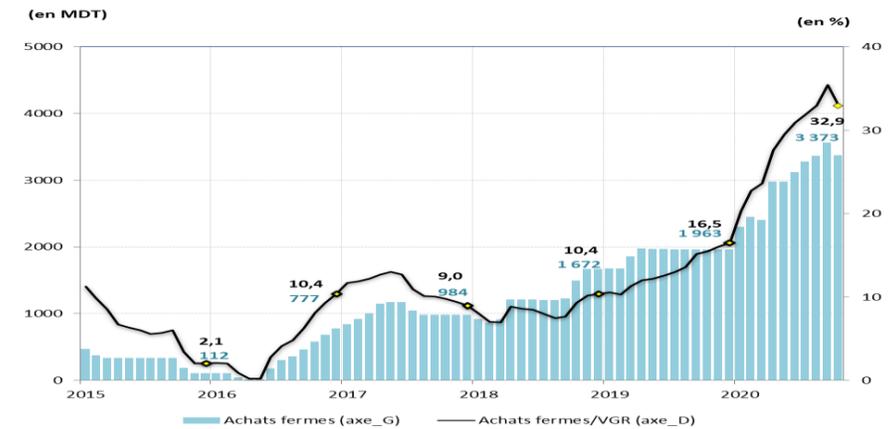
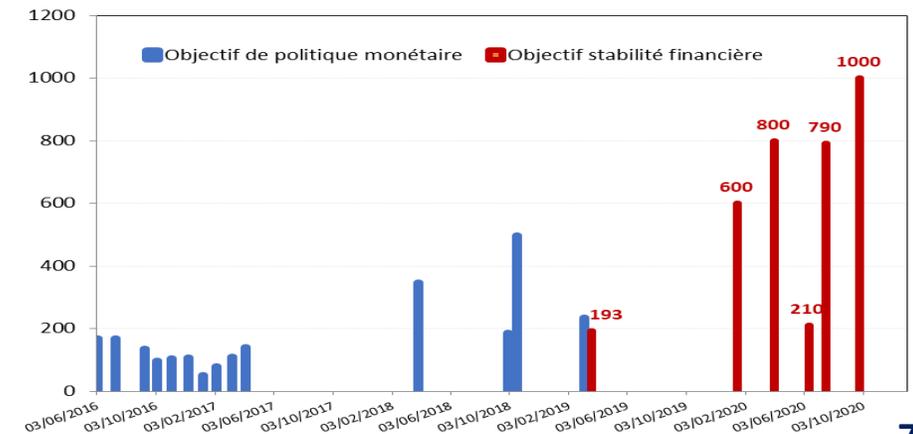


Figure - Répartition des opérations d'achat ferme



Le scénario adopté dans le projet de loi de finance comporte des risques élevés qui se refléteront dans équilibres globaux.

- Achats importants d'obligations d'Etat

- Forte création monétaire sans contrepartie

- Hausse de la demande de consommation

- Accentuation de la vulnérabilité extérieure
- Fortes pressions sur les réserves et le taux de change du dinar.
 - Anticipations de dépréciation
 - Hausse de l'inflation importée

- Préjudice à la crédibilité de la Banque centrale et à son engagement vis-à-vis de son mandat statutaire qui consiste en la préservation de la stabilité des prix.
 - Faible ancrage des anticipations des agents économiques.

- Perception négative des investisseurs, des institutions internationales et des agences de rating sur la capacité du Gouvernement à mettre fin à la dérive budgétaire.
 - Faible confiance dans les titres de l'Etat.
 - Accès difficile aux marchés financiers internationaux.

Risque inflationniste très élevé et une spirale prix-salaire.

Nuire à la croissance économique, éroder le pouvoir d'achat du consommateur et sa capacité à épargner, et entraver les décisions d'investissement

Le besoin de financement du Trésor tel qu'avancé dans la LFC 2020 porterait le taux d'évolution de la masse monétaire, en cas de financement monétaire, à plus de 15% et celui des créances nettes sur l'Etat (CNE) au double du taux de progression des crédits à l'économie.

Figure - Evolution de l'encours des opérations d'achats fermes

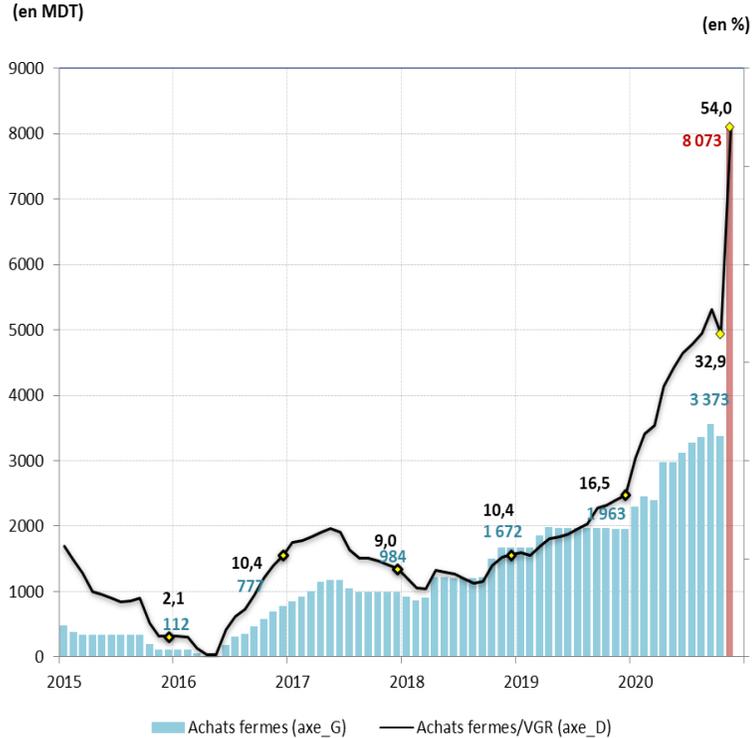


Figure - Evolution comparée des crédits à l'économie et des créances nettes sur l'Etat (CNE)

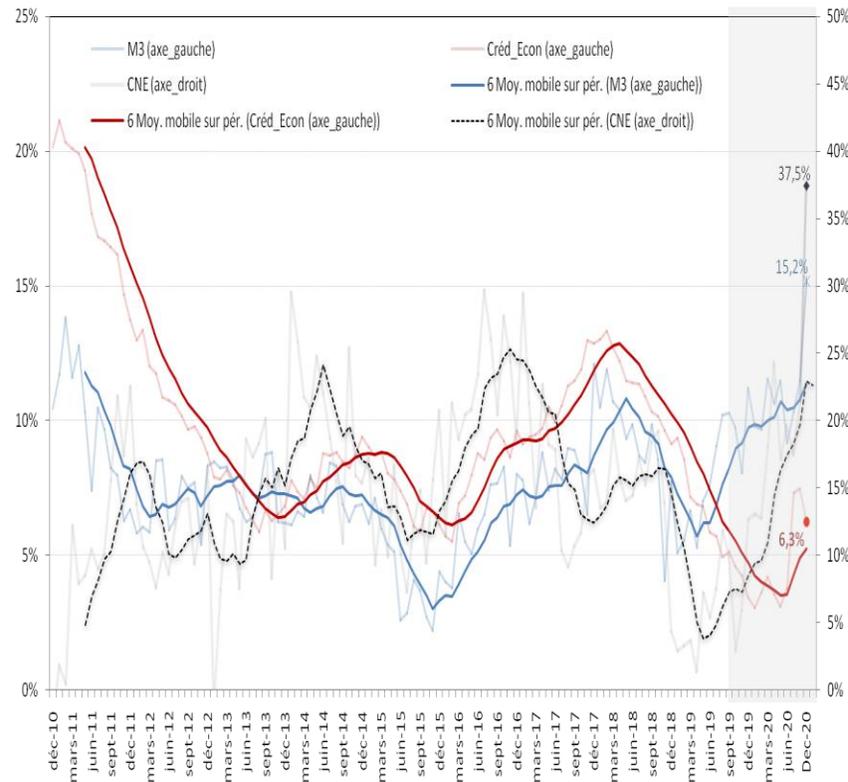
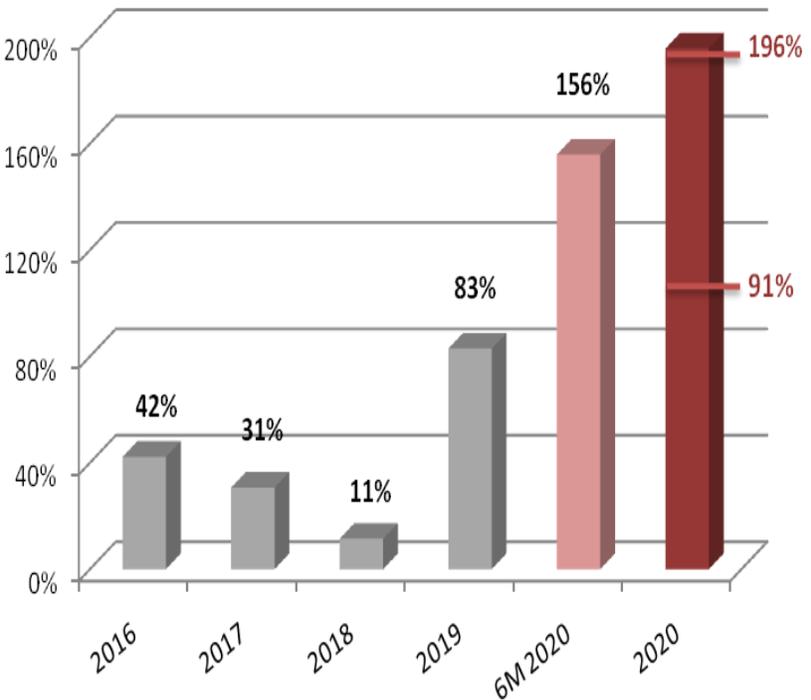


Figure - Evolution du ratio CNE / Crédits à l'économie

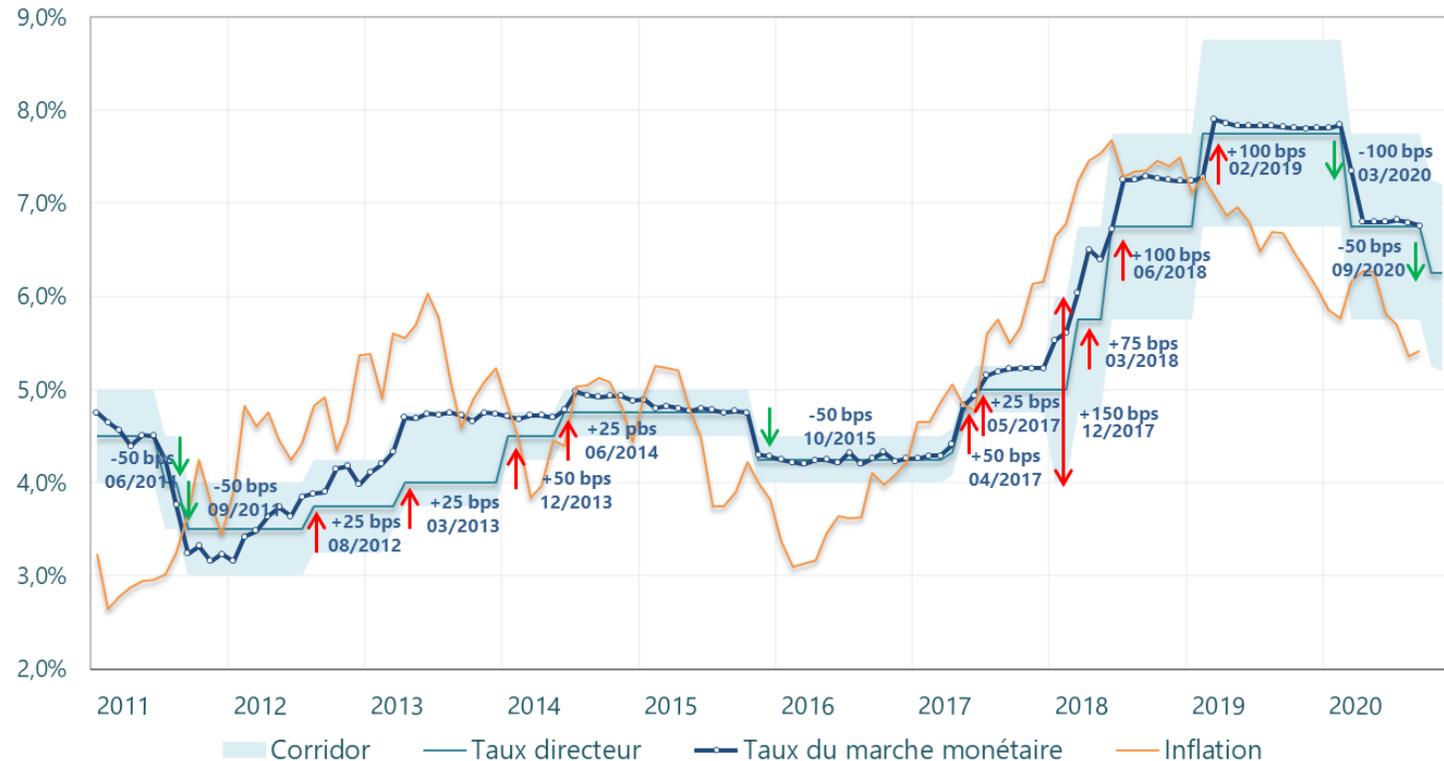


La Banque centrale tient à poursuivre les efforts consentis, ces dernières années, pour soutenir le processus désinflationniste et la stabilité macroéconomique.

- La Banque centrale estime qu'il est très difficile dans ce contexte délicat de mobiliser, dans un délai de deux mois, les besoins nécessaires au Trésor pour le bouclage de la loi de finances rectificative 2020.
- En dépit de la détente récente de l'évolution des prix à la consommation, les risques inflationnistes sont toujours actifs et l'orientation de la politique budgétaire énoncée dans le projet de la loi de finances rectificative 2020, en l'absence d'une reprise de la production et d'une création de richesses, risque d'accentuer les vulnérabilités extérieures, d'attiser les pressions sur les réserves en devises et sur le taux de change du dinar, et de raviver les tensions inflationnistes.

Le dérapage budgétaire risque d'entraver la trajectoire désinflationniste et d'interrompre le processus d'assouplissement de la politique monétaire entamé depuis mars 2020 (↓ 150 pbs) → Retour à un cycle de resserrement pour préserver le taux d'intérêt réel en territoire positif.

Figure - Orientation de la politique monétaire depuis 2011



Une monétisation directe impliquant un financement du déficit budgétaire à travers un achat direct de titres publics auprès du Gouvernement sur le marché primaire ne semble pas être cohérente avec les statuts de la Banque centrale et les principes de bonne gouvernance

- Conformément à l'alinéa 4 de l'article 25 de la loi 2016-35 du 25 avril 2016 portant fixation du statut de la Banque Centrale de Tunisie « **La banque centrale ne peut octroyer à la trésorerie générale de l'Etat des facilités sous forme de découverts ou de crédits, ni acquérir directement des titres émis par l'Etat** », la Banque centrale n'est pas autorisée à mettre à la disposition du Trésor un financement direct (sur le marché primaire) pour son déficit.
- Cette interdiction, partagée dans les textes réglementaires des banques centrales des pays démocratiques trouve son explication dans le fait qu'un recours à « La planche à billets » est générateur d'une inflation très forte avec des conséquences néfastes sur l'économie.

Benchmarking des programmes d'achat d'actifs

Cadre juridique du financement de la Banque Centrale

La base de données sur les lois des banques centrales du FMI couvrant plus de 150 pays semble très utile pour se positionner par rapport aux arrangements institutionnels régissant les prêts ou avances des banques centrales aux gouvernements et d'identifier les meilleures pratiques. Ces arrangements et dispositions légales observés dans les pays ont été réformés et ont évolué au cours des dernières décennies dans le sens de la consécration de l'objectif de maîtrise de l'inflation. **L'un des piliers de cette réforme était d'interdire ou bien de restreindre le financement du déficit budgétaire par la banque centrale et de le limiter à des situations de guerre ou de désastre naturel ou de force majeure.**

Interdictions strictes du financement de la banque centrale dans la constitution, la loi et les statuts de la banque centrale

La BCE et les autres banques centrales de la ZE, La banque centrale de Chine, La banque centrale de Russie, la banque centrale de Turquie, **BCT** ...

Dispositions de la constitution, de la loi de la banque centrale ou d' autres lois spécifiant le contexte, le montant, la teneur et le taux d'intérêt du financement de la banque centrale

Les Banques centrales du Canada, de la Malaisie, du Kenya, du Maroc, de l'Albanie, du Chili, du Brésil, du Mexique, de la Corée du Sud, du Botswana et du Japon ...

Benchmarking des programmes d'achat d'actifs

Limite du financement des Banques Centrales

- Le financement est limité à une proportion du PIB qui varie selon que la monnaie du pays constitue ou pas une monnaie de réserve et selon la satisfaction de certaines conditionnalités. Les Programmes sont de deux natures: les programmes Larges d'Achats d'Actifs (PLAA) peuvent représenter **10% à 40% du PIB** pour les pays ayant une monnaie de réserve **et 2% à 3% du PIB** pour les autres. Les PLAA supposent que certaines conditions préalables soient assurées, à savoir :
 1. Indépendance de la banque centrale
 2. La banque centrale a une stratégie de politique monétaire bien définie
 3. Les achats sont effectués sur les marchés secondaires
 4. L'inflation devrait être proche de l'objectif et les anticipations d'inflation bien ancrées
 5. Le taux directeur proche de la borne inférieure zéro (ZLB).
- Le financement est limité à une proportion des ressources du Trésor estimée sur la base des revenus moyens des trois exercices précédents. Il se situe généralement entre **5% et 12% de la base des revenus propres**. (la banque du Canada, la banque centrale de la Malaisie, la banque centrale du Kenya, la banque centrale du Maroc, la Banque d'Albanie, la Banque du Botswana et la Banque du Japon ...)
- Pour les pays qui ne remplissent pas les conditionnalités susmentionnées des Petits Programmes d'Achats d'Actifs (PPAA) sont envisageables avec une limite de **0,5% du PIB**.
- **Montant nominal fixe** (pour certains pays)

Benchmarking des programmes d'achat d'actifs

Durée maximale admissible et fixation des conditions des prêts

- La durée maximale admissible pour les prêts et avances varie selon les pays mais elle se limite pour la majorité des cas au **court terme** à l'instar de **Bank Al-Maghrib et la Banque du Canada avec des avances de 120 jours et de 6 mois** respectivement. Pour d'autres pays, ces prêts doivent être remboursés avant la fin du premier trimestre de l'exercice suivant la signature du prêt / de l'avance (Banque du Brésil, Banque de la Malaisie).
- **Le taux d'intérêt du financement** peut être soit **un taux de marché soit fixé par la banque centrale** (CPM/CA) ou bien **négocié par le Gouvernement**. Pour la grande majorité des cas, le taux d'intérêt des prêts aux gouvernements sont accordés aux conditions du marché.
- **Marché primaire / secondaire**: Les achats des bons du Trésor s'effectuent en général sur le marché secondaire.

Benchmarking des programmes d'achat d'actifs

Processus d'approbation

- En cas d'absence d'interdiction stricte, **le gouvernement doit déclarer que le pays est dans une situation d'urgence** basée sur la sécurité (guerre ou menace de guerre) ou de catastrophe naturelle pour que la banque centrale finance les dépenses budgétaires (Banque centrale de la République dominicaine et Banque centrale du Chili).
- Les prêts doivent être **approuvés par le conseil d'administration de la banque centrale** / les prêts sont assortis **d'un accord de prêt écrit et signé entre la banque centrale et le gouvernement** / les prêts doivent être **approuvés par le Parlement** (Banque d'Albanie, Banque centrale du Brésil, Banco de México, Banque de Corée du Sud, Reserve Bank of India, Banque centrale du Honduras...).
- L'octroi de prêts (ou les dérogations pour des montants supérieurs à la limite légale) **ne doit pas entrer en conflit avec les objectifs de la politique monétaire.**

Principales conclusions

- **Compte tenu du déficit abyssal prévu pour 2020, le Gouvernement doit revoir le budget** dans le sens de la compression des dépenses (report de certaines dépenses non nécessaires) et / ou l'intensification des recouvrements.
- Le financement monétaire du déficit tel qu'il se présente au niveau de la LFC2020 est interdit par le présent cadre juridique régissant la BCT. Une **autorisation exceptionnelle de l'Assemblée des Représentants du Peuple est requise, assortie d'un engagement de l'Etat à mener des réformes structurelles susceptibles de rétablir l'équilibre des finances publiques.**
- L'appui de la BCT conformément à ses statuts ne peut se faire qu'à travers **le marché secondaire et aux conditions de marché.** Les benchmarks et les meilleures pratiques internationaux indiquent que l'appui des banques centrales similaires à celle de la Tunisie ne doivent pas dépasser 0,5% du PIB que si certains prérequis sont remplis, sans toutefois dépasser les **3% du PIB ou 12% des ressources propres du Trésor.**
- Le financement additionnel **doit être défini en termes d'horizon temporel par l'établissement d'un calendrier.** Ce financement sera de court terme pour contenir son impact inflationniste et ses effets négatifs sur le financement de l'économie.