

NOTE D'INFORMATION SUR L'ÉMISSION OBLIGATAIRE DE \$.US 1 MILLIARD SUR 10 ANS (BCT - JANVIER 2015)

En vue d'éclairer l'opinion publique tunisienne, initiée et non initiée, sur l'opportunité de l'émission obligataire d'un montant de \$ 1 milliard US sur 10 ans (2015-2025) réalisée à la fin du mois de janvier dernier par le Gouvernement tunisien (Ministère des Finances) en collaboration avec la Banque Centrale de Tunisie, et en vue d'éviter aussi que ne se développent autour de cette opération financière des polémiques non justifiées, la BCT se propose dans cette note de répondre aux questions-clés suivantes:

- L'émission obligataire a-t-elle été menée en conformité avec les prescriptions légales et réglementaires en la matière ?
- Pourquoi cette émission obligataire ?
- Pourquoi cette émission obligataire sans garanties publiques extérieures ?
- Pourquoi avoir choisi le mois de janvier 2015 pour relancer le retour de la Tunisie aux marchés financiers étrangers ?
- Pourquoi avoir fixé le montant de l'émission à 1 milliard de \$US ?
- Le cout de l'émission est-il prohibitif ?
- Quel est l'impact de cette émission obligataire sur l'évolution de l'endettement extérieur tunisien, à l'horizon de 2025 : taux et service
- Et pour conclure, l'émission a-t-elle été bien préparée ?

1- L'émission obligataire de Janvier 2015 a-t-elle été menée en conformité avec les prescriptions légales et réglementaires en la matière ?

La réponse est oui.

1.1 L'émission s'inscrit dans le cadre des deux lois de Finance 2014 et 2015 elle rentre dans le cadre de la mobilisation des ressources identifiées pour répondre aux besoins du Budget de l'Etat au titre des Lois de Finance 2014 et 2015, approuvées successivement par l'Assemblée Nationale Constituante et l'Assemblée des Représentants du Peuple.

1.2 La BCT, agent financier de l'Etat Le 20 novembre 2014, la BCT est mandatée, en sa qualité d'agent financier de l'Etat, par le Ministère de l'Economie et des Finances, pour réaliser la transaction, au nom et pour le compte de l'Etat. Le 26 Novembre 2014, le Conseil d'Administration de la BCT donne son aval à la proposition du Ministère de l'Economie et des Finances. Le Chef du Gouvernement signe le 31 Décembre 2014, un Décret approuvant les délibérations du Conseil d'Administration de la BCT en la matière, qui sera publié au JORT du 13 Janvier 2015.

2- Pourquoi cette émission obligataire ?

Cinq arguments au moins peuvent être invoqués pour justifier l'opportunité de l'opération :

2.1 Aggravation du déficit budgétaire tunisien en 2015, qui atteindra le chiffre-record de 7.5 milliards de dinars.

2.2 Incertitudes quant au déboursement en 2015 des financements au titre de l'appui budgétaire en provenance des trois institutions multilatérales majeures : la Banque Mondiale, le Fonds monétaire International, la Banque Africaine de Développement ainsi que l'Union Européenne, et qui avaient joué un rôle important dans le financement du déficit budgétaire tunisien au cours des années 2011, 2012 et 2013. Les incertitudes, évoquées plus haut, proviennent du fait que ces appuis budgétaires sont assujettis, plus que jamais à l'implémentation par la Tunisie d'un paquet de réformes économiques et financières dont la plupart passe par le vote de lois que le Parlement tunisien tarde à promulguer.

2.3 Incertitudes également à propos de la réalisation en 2015 d'une émission de sukuk souverains de l'ordre de \$.US 1 milliard, comme l'échec de l'expérience tentée en 2014 le prouve

2.4 Besoin de renforcer le stock de nos avoirs en devises pour faire face aux dépenses croissantes, libellées notamment en dollar, et de stabiliser le taux de change du dinar. Signalons au passage que le produit de l'émission obligataire récemment conclue a permis de consolider les avoirs nets en devises du pays pour les porter à un chiffre record jamais atteint dans l'histoire de la Tunisie, soit plus de 15 milliards de dinars ou l'équivalent de 129 jours d'importation

2.5 Renforcement de la part de la dette extérieure tunisienne à moyen et long terme (10 ans et au-delà), que l'émission envisagée pouvait assurer.

3- Pourquoi cette émission obligataire sans garanties publiques extérieures, c.a.d. basée sur le seul risque tunisien ?

Deux arguments peuvent être avancés, à ce propos :

3.1 Reconduction peu probable en 2015 des émissions obligataires tunisiennes en devises avec des garanties publiques étrangères : USA, Japon ou autres
La cause est que ce type de garanties, qui était disponible par le passé, n'est pas évident aujourd'hui

3.2 Besoin de tester, dès 2015, le retour de la Tunisie sur les marchés des capitaux internationaux "sans béquilles", c.a.d. sur la base du seul risque tunisien

- Les prémices évidentes d'une amélioration graduelle du risque souverain tunisien (politique et même économique), comme l'attestent les communiqués de certaines agences de notation de risque (Moody's, Fitch), encouragent un tel retour.
- Par ailleurs, après le choc démocratique réussi et internationalement célébré, et le succès de la conférence internationale « Investir en Tunisie » tenue en Septembre 2014, il nous a paru nécessaire et utile de provoquer un choc financier international, qui consacrerait le nécessaire retour de la Tunisie aux marchés de capitaux internationaux, et à travers ces derniers, aux sources des investissements directs étrangers, dont l'économie tunisienne a tant besoin.
- Le pari pris était de taille, nous le savions. Mais ce fut un pari gagné, comme l'a rapporté la presse économique internationale : plus de 4 milliards de dollars offerts par 278 investisseurs américains et européens, dont les plus grands au monde, pour une émission limitée au départ entre \$500 millions et \$750 millions. Du jamais vu pour la Tunisie et même pour un grand nombre de pays émergents comparables.

4- Pourquoi avoir choisi le mois de Janvier 2015 pour relancer le retour de la Tunisie aux marchés financiers étrangers ?

Le mois de Janvier 2015, selon les analystes financiers les plus avertis, est particulièrement propice audit retour, du fait :

- du niveau très bas des taux d'intérêt actuels aux Etats-Unis et en Europe
 - des perspectives quasi-certaines d'un resserrement des taux d'intérêt américains et européens au plus tard, à compter du début du second semestre 2015. Un recours différé de notre retour sur les marchés des capitaux étrangers risque de nous coûter beaucoup plus cher. L'argumentaire développé, ici et là, qui plaide en faveur d'une sortie, plus tard, sur les marchés de capitaux étrangers traduit, pour le moins, une méconnaissance de la réalité des marchés financiers.
 - de la nécessité de prendre en compte les besoins de financement du budget de l'Etat au 1^{er} trimestre 2015: doter le budget de l'Etat 2015 de ressources – y compris le remboursement par l'Etat, ce mois de Février 2015, de plus de 700 millions de dinars d'obligations du Trésor échues

5- Pourquoi avoir fixé le montant de l'émission à \$1 milliard US ? Et non entre \$ 500 millions et \$ 700 millions, comme initialement prévu ?

Deux raisons à cela:

5.1 D'abord le road-show (la promotion de l'émission auprès de quelques 80 investisseurs internationaux de renom, à Londres, à Los Angeles, à New-York, à Munich et à Paris), mené par le Ministre de l'Economie et des Finances, assisté du Vice-gouverneur et d'un haut cadre de la BCT, s'est conclu par des offres de souscription à l'emprunt tunisien de plus de \$ 4 milliards, soit entre 5 fois et 8 fois le montant initial de l'émission. Un engouement sans précédent pour la dette souveraine tunisienne, d'autant plus remarquable que le risque tunisien était seul en jeu, que la durée de l'emprunt était de 10 ans et que le remboursement de l'emprunt était de type 'Bullet', c-a-d en bloc et au terme de l'année 2025.

5.2 Pour un pays qui se relevait d'une transition éprouvante, et qui était dirigé par un gouvernement sur le départ, pareil engouement de la part de financiers méfiants et prudents, ne pouvait être qu'un vote de leur part pour l'avenir de la Tunisie nouvelle. C'est la démocratie tunisienne naissante et la crédibilité de ses représentants que les investisseurs étrangers ont voulu honorer.

6- Le coût de l'émission obligatoire est-il prohibitif ?

6.1 Les controverses soulevées à propos du coût de l'opération (5,75%) sont en fait fondées sur des comparaisons inadéquates :

- D'abord, la comparaison des conditions de la nouvelle émission libellée en dollar US à celle conclue en yen en 2007 pour une maturité de 20 ans, n'est ni adéquate ni pertinente. En effet, les coupons et les spreads obtenus font référence à deux marchés différents et deux types de courbes de taux d'intérêts différentes, l'une servie sur le Yen, l'autre servie sur le dollar US.

- Ensuite, le coupon de 3.28% de l'émission en yen conclue en 2007 sur la base d'une marge de 75 points de base par rapport au papier souverain japonais reflétait, d'une part, les conditions du marché Samourai (émissions étrangères en yen) à cette époque (2007), mais aussi la qualité d' « Investment Grade » du risque souverain de la Tunisie (BBB+ avec des perspectives positives).

Sur le marché secondaire à la date du 30 Janvier 2015 et du rating souverain actuel de la Tunisie (BB- avec des perspectives négatives), l'émission conclue en yen en 2007 se traite actuellement avec une décote de 20% : ce qui correspond à un rendement de 5,51%, soit une marge reflétant un risque souverain de la Tunisie de 508 points de base par rapport au papier souverain japonais. Pour pouvoir comparer, l'équivalent de ce rendement en dollar US se situe à 8.25%, soit une marge du risque de la Tunisie de 635 points de base par rapport au papier souverain américain (bons de Trésor à 10 ans).

S'agissant de la nouvelle émission de la Tunisie, réalisée avec succès selon tous les critères (liquidité, nombre et qualité d'investisseurs, performance sur le marché secondaire, et presse internationale extrêmement positive), elle se traite à la date d'aujourd'hui à un prix au-dessus du pair, 101.5%, correspondant à un rendement de 5.51%, soit une marge de risque de 268 points de base contre 412 points de base à l'émission.

6.2 Ces précisions faites, reste à savoir si le taux de 5.75% auquel a été conclue l'émission obligataire de Janvier dernier est un taux prohibitif.

Que ce taux soit plus élevé que celui consenti pour des émissions conclues en 2014, cela est un fait. A la condition que l'on ne verse pas dans le mélange des genres.

- D'abord, il faudrait ne comparer que ce qui est comparable. Ni les emprunts assortis d'une garantie gouvernementale étrangère, ni ceux qui se traitent sur des marchés aux courbes de taux différentes et libellés en monnaie différentes, comme on vient de l'illustrer plus haut, ne peuvent servir de benchmarks.
- Ensuite, le taux d'intérêt d'une émission est un des paramètres à prendre en considération, sans occulter ou tout simplement ignorer les autres. Outre l'accès à des emprunts libellés en monnaies fortes-le dollar particulièrement- dont la rareté est cruellement ressentie pour des pays comme la Tunisie, les externalités positives d'une opération comme celle que la Tunisie vient de conclure avec succès sur le marché yankee sont réelles : se constituer un book d'investisseurs étrangers influents, porte d'entrée par excellence des investissements directs étrangers, qui manquent à la Tunisie, s'ouvrir sur les marchés de capitaux étrangers, vecteur essentiel pour accélérer le processus d'émergence économique; se libérer progressivement des contraintes des financements multilatéraux pas toujours adaptés aux besoins d'une croissance forte et durable.
- Enfin, comment oser mettre face à face le taux d'intérêt d'une opération d'emprunt unique, en l'occurrence l'émission obligataire de Janvier dernier (5.75%) et le taux de croissance économique tunisien actuel (2,5% environ)? Bien sûr, il faudrait veiller toujours à ce que le coût de l'endettement soit soutenable (voir le point 7 infra). Mais s'il est vrai qu'il nous faudrait nous assurer que l'endettement ne serve pas à financer des dépenses courantes, ce qui devrait être comparé, c'est le coût moyen de l'endettement total de la Tunisie avec le taux de croissance économique, non pas sur une année donnée, mais sur une période de temps plus longue. Plus encore, l'évolution du déficit courant devrait aussi être prise en compte. La durée de l'émission obligataire conclue le mois dernier s'étale sur 10 ans (2015-2025) et elle est remboursable en totalité en 2025. Tout benchmark utilisé pour évaluer la soutenabilité de cet endettement, y compris le taux de croissance économique, ou le taux du déficit courant devra lui aussi tenir compte de ces paramètres là.

7- Quel est l'impact de cette émission obligataire sur l'évolution de l'endettement extérieur tunisien, à l'horizon de 2025 : taux d'endettement et service de la dette ?

L'émission obligataire de 1 milliard de dollars sur le marché financier international aurait les impacts suivants sur les paramètres de la dette extérieure à moyen et long termes :

7.1 Tirages : mobilisation au profit de l'Administration de 1.929 millions de dinars tunisiens (MDT)

7.2 Service de la dette

- Les remboursements de la dette liés à cet emprunt sera de 56 MDT en 2015 : il s'agit simplement d'intérêts qui seraient payés au cours de second semestre de l'année en cours . Ce paiement aurait un impact de 0.1% sur le ratio de la dette par rapport aux recettes courantes de l'année en question.
- Pour toute la période, 2016-2025, les montants à payer concerneraient les intérêts uniquement et représenteraient environ 0.3% des recettes courantes actuelles.
- Concernant l'année 2025, le montant à payer porterait sur le principal de 1 milliard de dollars en plus des intérêts

7.3 Encours de la dette

Cet emprunt augmenterait le taux d'endettement de la Tunisie, à fin 2015, d'environ de 2.2% du PIB.

8- Et pour conclure, l'émission a-t-elle été bien préparée ?

La réponse est oui. Pas moins de trois « arrangeurs » qui jouissent d'une haute renommée sur les marchés financiers internationaux : J.P Morgan, Citibank et Natixis, ont collaboré aux côtés de cabinets d'avocats internationaux et nationaux de renom et des cadres du Ministère des Finances et de la B.C.T pour assurer la bonne fin de l'opération.

Fin

Banque Centrale de Tunisie

Tunis, le 4 Février 2015