



Le stimulus monétaire de la BCE est-il à la portée de la BCT ?

Sommaire

Page 2 : **La BCE frappe fort**

Page 4: **La BCT face à l'arsenal monétaire de la BCE**

Page 5: **Le marché obligataire : l'urgence d'une réforme pour donner des ailes à la BCT**

Page 6 **La réforme du marché des capitaux: à la recherche d'un strapontin dans l'agenda des décideurs**



Pour sauver l'économie de la zone euro, la BCE joue son va-tout. Mario Draghi, son Président, a bien tenu sa promesse de 2012, de faire « tout ce qui est nécessaire » pour éviter le pire. Une intervention musclée sur les marchés avec un élargissement de son programme d'achats d'actifs aux obligations d'entreprises, un taux directeur ramené à zéro, un taux des facilités de dépôt qui s'enfonce encore plus en territoire négatif, ...

Bref un stimulus monétaire qui fait grincer les dents des dirigeants des banques centrales de plusieurs économies émergentes, frappées par une vague de récession.

La question qui taraude aujourd'hui les tunisiens : la BCT peut-elle s'inspirer de l'action de la BCE pour raviver une croissance en manque de souffle ?

Pour donner des éléments de réponse à cette question, nous allons commencer, d'abord, par un rappel du package des instruments avancés par la BCE lors de sa dernière réunion du 10 mars 2016. Ensuite, nous allons essayer de repérer les contraintes qui pèsent sur la politique monétaire de la BCT et qui empêchent l'activation de certains instruments. Enfin, nous précisons les conditions nécessaires pour l'élargissement de la gamme des instruments monétaires mis à la disposition de la BCT.

La BCE frappe fort

«Les performances» décevantes de l'économie européenne (croissance anémique et faiblesse de l'inflation) ont forcé la BCE à renforcer son dispositif non-conventionnel à travers une action musclée définie lors de sa dernière réunion du 10 mars 2016.

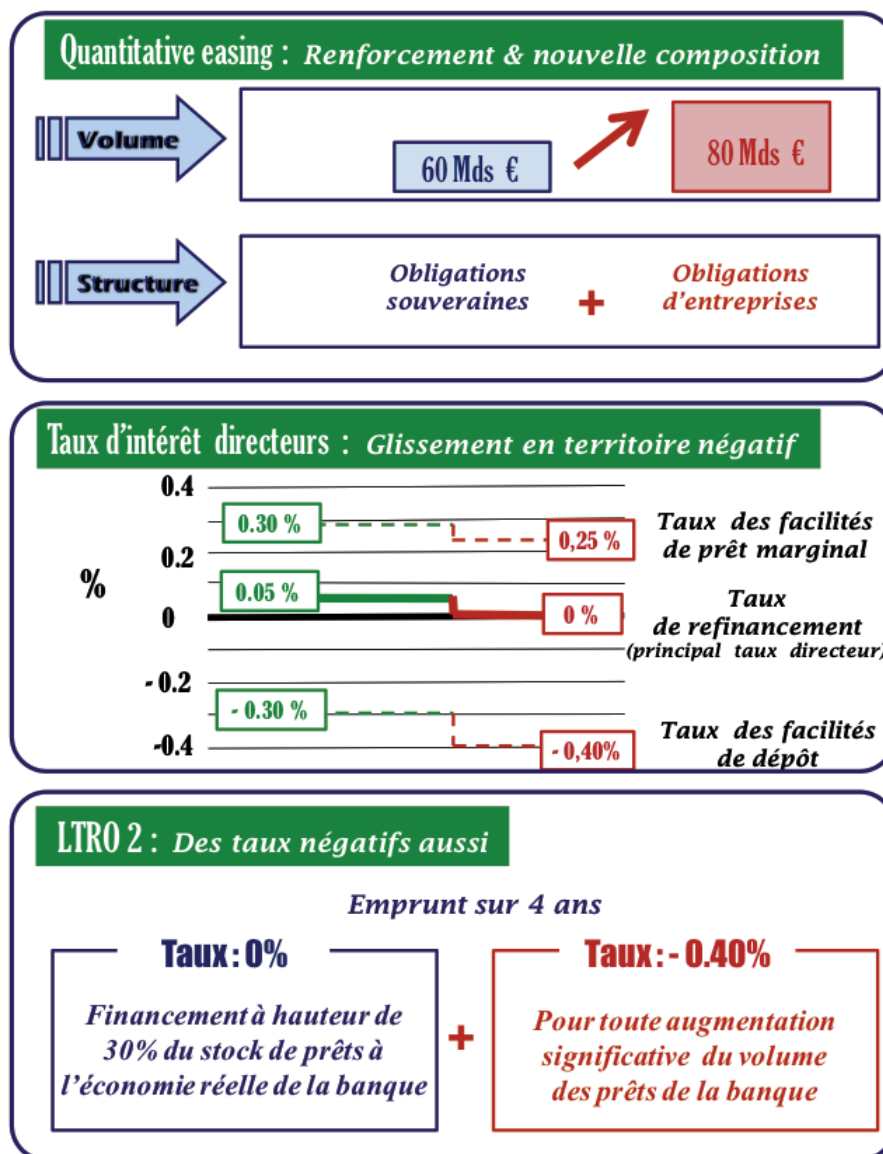
L'artillerie de l'assouplissement quantitatif ou *quantitative easing* (QE) a permis, jusqu'à aujourd'hui, d'assouplir de façon substantielle les conditions du crédit pour les entreprises européennes, et de stimuler la demande de prêts pour financer des projets dans l'économie réelle.

Toutefois, aucune amélioration significative dans les fondamentaux n'a été observée jusqu'à aujourd'hui. Le lancement de ce programme (700 milliards d'euros) depuis juin 2014, n'a pas empêché la révision à la baisse des prévisions d'inflation de 1% à 0,1%.

Dans un tel contexte, la BCE s'est retrouvée amenée à assouplir davantage sa politique monétaire [Figure 1].

Figure 1

L'artillerie lourde de la Banque Centrale Européenne



- L'artillerie du QE a été, encore une fois, activée en ramenant le montant de ses rachats d'actifs à 80 milliards d'euros par mois, contre 60 milliards auparavant.

- La BCE a voulu ratisser large, en innovant en matière de rachat d'actifs. L'élargissement de son programme d'achat, aux titres des entreprises privées bien notées, représente un tournant dans sa politique monétaire non-conventionnelle. L'objectif des autorités monétaires européennes est de baisser les taux et de comprimer les *spreads* de crédit.

- La BCE a décidé de réduire ses trois taux directeurs. Elle n'a pas hésité à ramener son principal taux directeur à 0%, un record historique! A travers cette mesure, la BCE voudrait pousser les banques à répercuter la baisse du coût de refinancement sur les taux des prêts destinés aux entreprises et aux ménages, afin de relancer la consommation et l'investissement.

- Le taux des facilités de dépôt s'enfonce davantage en territoire négatif. Il est passé de -0.3% à -0.40%. La BCE vise, à travers cette mesure, à décourager les banques à placer la liquidité excédentaire, afin de les amener à l'orienter vers l'économie réelle.

- Le lancement d'un programme de refinancement des banques à long terme (*Long Term Refinancing Operation - LTRO2*) sur la période : juin 2016 – avril 2017. Dans le cadre de ce programme, les entreprises pourront emprunter, sur 4 ans, à hauteur de 30% de leur stock de prêts destinés à l'économie réelle, à un taux de 0%. Les banques pourront profiter d'un taux négatif de -0,4%, si le volume des prêts dépasse le seuil de façon significative.

Du jamais vu dans l'histoire du *central banking*.

L'intervention musclée de la BCE révèle aussi un aveu d'échec de tout ce qui a été mené jusqu'à aujourd'hui. En affirmant que le QE pourrait durer jusqu'à mars 2017, et que les taux bas resteront sur une longue période dépassant même le programme de rachats d'actifs le président de la BCE a voulu activer la politique de *Forward guidance* qui repose essentiellement sur la dynamique des anticipations. Son objectif est de pousser les taux longs à la baisse afin de déclencher un mouvement de rééquilibrage des portefeuilles, très favorable pour les prêts au secteur privé.



La BCT face à l'arsenal monétaire de la BCE

Les autorités monétaires tunisiennes peuvent-elles s'inspirer de la politique ultra-expansionniste de la BCE pour redonner des couleurs à des fondamentaux en berne ?

Plusieurs facteurs expliquent l'étroitesse du champ d'action de la BCT.

Une question de priorité

Les dirigeants de la BCE priorisent les mesures qui permettent de faire repartir l'inflation et la croissance dans la zone euro. Ceux de la BCT partagent les mêmes soucis en matière de croissance, mais ils restent vigilants face au risque inflationniste. Car tous les ingrédients d'un dérapage demeurent présents : pressions baissières sur le dinar, revendications salariales excessives, contrôle partiel des circuits de distribution, ... Et les gains enregistrés en matière d'inflation (de 6% en juin 2014 à 3.3% en février 2016) ne sont pas encore rassurants, comme en témoigne le maintien de l'inflation sous-jacente à un niveau relativement élevé (4,7% en février 2016).

En ouvrant les vannes de la liquidité, les dirigeants de la BCE voudraient rapprocher l'inflation de l'objectif de 2%, alors que les prévisions tablent sur 0,1%.

Cette différence de contexte, où les menacent inflationnistes continuent de peser sur l'économie tunisienne, justifie le maintien par la BCT de ses taux directeurs à un niveau positif, et explique le glissement des taux européens en territoire négatif.

Une question de dynamisme du marché obligataire

Rappelons que le *quantitative easing* se transmet à l'activité économique, entre autre, via la baisse des taux longs. Les achats massifs d'obligations souveraines poussent les cours à la hausse, et du coup, ils provoquent la chute des taux longs. Aujourd'hui, les économies européennes se refinancent à des taux extrêmement bas. Le 30 mars, l'Allemagne se refinance à un taux de 0,15%, la France à 0,44% et l'Italie à 1,27%. Cette situation est très profitable pour les finances publiques de ces économies qui demeurent piégées dans les méandres de la crise de la dette souveraine, dans la mesure où la faiblesse des taux favorise l'allègement de la charge de leurs dettes.

Dans un marché obligataire défiguré (absence d'une valorisation « *mark-to-market* » pour les portefeuilles obligataires ; domination des opérations de gré à gré ; sous estimation du risque *corporate* par rapport au risque souverain, mauvaise évaluation du risque de subordination, ...). et plus précisément lorsque le dynamisme du marché secondaire fait défaut, comme c'est le cas de la Tunisie, le recours aux instruments non-conventionnels ne se justifie pas. Résultat : le Trésor tunisien se retrouve condamné à se refinancer à des taux supérieur à 5% aussi bien sur le marché domestique que sur le marché international des capitaux.

Une question de présence de « l'effet de richesse » dans le comportement des agents

Les bourses européennes profitent des interventions musclées des banques centrales sur les marchés. Ce qui est loin d'être le cas en Tunisie. Malgré l'avalanche de liquidités injectées par la BCT depuis la Révolution de janvier 2011 (près de 5 milliards de dinars aujourd'hui contre 962 millions de dinars en décembre 2010), aucun signe significatif de flambée des cours boursiers n'a été observé sur la place de Tunis.

Sur les places européennes, une hausse des cours, laissant présager la formation d'une bulle financière, commence à inquiéter les observateurs. Toutefois, malgré la hausse des marchés, « l'effet de richesse » n'est pas encore au rendez-vous. Du coup, la demande interne (consommation et investissement) ne décroche pas.

Le marché obligataire : l'urgence d'une réforme pour donner des ailes à la BCT

Comment le développement du marché obligataire pourrait améliorer l'efficacité de la politique monétaire ?

L'histoire récente de la crise financière des *subprimes* a montré à quel point le dynamisme du marché obligataire, et plus précisément l'activation du compartiment secondaire de ce marché, pourrait améliorer l'efficacité de la politique monétaire.

En cas de dégradation de la conjoncture économique et de montée des pressions récessionnistes, les banques centrales seront amenées à baisser leurs taux directeurs. Or, dans certains cas, les taux d'intérêt atterrissent dans la zone de trappe à liquidité et l'économie ne démarre pas. Dans une telle situation, les autorités monétaires pourraient recourir au marché obligataire pour activer les instruments non conventionnels (*Quantitative easing*, *Credit easing*, *Operation twist*, ...). Seuls les économies disposant d'un marché obligataire dynamique pourront recourir à ce type d'instrument.

Dans le cadre de ces politiques, les banques centrales interviennent sur le compartiment secondaire du marché obligataire pour acheter des titres longs, poussant les cours des obligations vers la hausse et entraînant la baisse des taux d'intérêt à long terme.

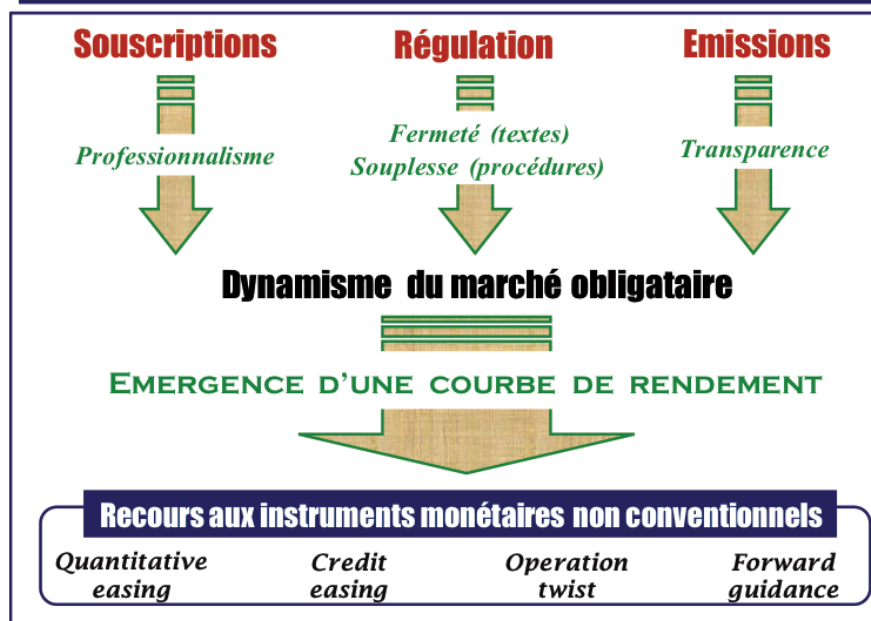
Cette opportunité n'est pas offerte aux économies en développement, dont le marché obligataire secondaire est quasi inexistant, comme c'est le cas de la Tunisie.

L'intervention de la banque centrale sur le marché obligataire serait très utile pour contrecarrer l'essoufflement des instruments monétaires conventionnels.

D'une part, les opérations d'achats de titres souverains pourront faire baisser les taux longs et du coup, alléger les conditions de financement des entreprises (investissements) et des ménages (investissements immobiliers et consommation).

Figure 2

Dynamisme du marché obligataire et enrichissement de la boîte à outils de la Banque centrale



D'autre part, dans une situation de grippage du canal bancaire, les banques centrales peuvent être amenées à intervenir directement sur le compartiment *corporate* du marché obligataire pour acheter les titres des entreprises.

Les autorités monétaires ont tout à gagner du dynamisme du marché obligataire et de l'émergence d'une courbe de rendement (*yield curve*), indispensable pour *benchmarker* les autres émissions et aussi pour guider les anticipations des opérateurs (*Forward guidance*). Ce dynamisme exige un certain nombre de conditions [Figure 2].

- Du côté **des émetteurs**, plus de fermeté pour ancrer la culture de la bonne gouvernance afin de mieux répondre aux exigences des émissions obligataires (*rating*, prospectus ...).
- Du côté **des souscripteurs**, il faudrait adopter une gestion dynamique des titres obligataires en instaurant la valorisation « *mark-to-market* » du portefeuille obligataire et en délaissant le comportement de « *buy & hold* », qui justifie l'attachement à une valorisation au « prix historique ».
- Du côté **du régulateur**, une réelle volonté politique s'impose. Elle pourrait se traduire par la fermeté dans l'application du texte réglementaire et la souplesse des procédures d'émission des emprunts obligataires.

En somme, tant que le vent de dynamisme ne souffle pas sur le marché obligataire, les marges de manœuvres de la politique monétaire resteront très étroites.

La réforme du marché des capitaux : à la recherche d'un strapontin dans l'agenda des décideurs

Face à un pays éreinté par cinq années de crises (flou institutionnel, multiplication des actions terroristes, amateurisme politique, fièvre revendicative, banditisme dans les circuits de distribution, ...) qui ont lourdement dégradé les fondamentaux de l'économie, la BCT ne pourra pas faire mieux en matière de politique monétaire.

Aujourd'hui en Europe comme en Tunisie, l'incertitude géopolitique, la montée de l'insécurité et les dysfonctionnements structurels pèsent plus lourd que les interventions des banques centrales. Cependant, contrairement à la BCT dont les marges de manœuvre sont très minces, la BCE dispose encore, grâce à la profondeur de ses marchés de capitaux, de plusieurs outils non conventionnels.

Si le recours à des taux d'intérêt négatifs ne se justifie pas pour le cas tunisien, compte tenu de la forte présence de pressions inflationnistes et de la faiblesse de l'épargne, le dynamisme du marché obligataire reste une piste prometteuse pour booster l'efficacité de la politique monétaire. La BCT ne pourrait pas espérer élargir la gamme de ses instruments non-conventionnels sans une réforme sérieuse du marché financier et notamment du compartiment obligataire.

Pr Moez LABIDI

Professeur à la Faculté des Sciences Economiques et de Gestion de Mahdia
Conseiller économique auprès de MAC SA.

MAC SA – Intermédiaire en Bourse
Département Recherches

Green Center- Rue du Lac Constance

1053 Les Berges du Lac – Tunisie

Tél : + 216 71 137 600

Fax : + 216 71 960 903

Email : macsa@macsa.com.tn

www.macsa.com.tn