



La normalisation de la politique monétaire américaine

et ses implications sur l'économie tunisienne



Sommaire

Page 2 : **La fin de la politique monétaire accommodante**

Page 3 : **Implications sur l'économie tunisienne**

Page 4 : **Un impact plutôt limité en 2016**

Le 16 décembre 2015, la Federal Reserve américaine a démarré son cycle de resserrement monétaire, mettant fin à sept années de politique de taux zéro. Les taux directeurs de la FED (Fed funds rates) qui évoluent entre 0 % et 0.25% passeront ainsi à la fourchette de 0.25% à 0.50%.

Une décision très attendue par les marchés. Un resserrement lourd de conséquences aussi bien pour les pays développés que pour le monde émergent.

Pour donner un éclairage sur les retombées de cette décision de la Federal Reserve américaine sur l'économie tunisienne, nous commençons d'abord par un bref rappel des raisons qui ont poussé la FED à normaliser sa politique monétaire. Ensuite, nous nous interrogeons sur les implications de ce resserrement sur l'économie tunisienne.

La fin de la politique monétaire accommodante

Durant ces dernières années, la FED, comme toutes les banques centrales engagées dans des politiques monétaires non-conventionnelles, s'est montrée très hésitante à définir de façon claire sa stratégie de sortie de crise. Sa décision de relever les taux a mis fin à toutes les spéculations sur l'abandon de sa politique ultra-accommodante [Figure 1].

Faut-il démarrer par des mesures conventionnelles (remontée des taux directeurs) ou plutôt mettre en priorité les mesures non-conventionnelles (dégonflement du bilan de la banque centrale par la vente des titres achetés dans le cadre du quantitative easing) ?

La FED a tranché. La priorité est de relever les taux. Le dégonflement prendra le temps nécessaire tant que la maturité des titres détenus dans son portefeuille n'est pas encore arrivée.

A quel rythme faut-il engager le resserrement ? Resserrement graduel ou resserrement agressif ?

La FED a clarifié sa position le 16 décembre 2015. Le choix s'est porté sur un resserrement graduel. Les craintes d'étouffer une reprise embryonnaire justifie la prudence de l'autorité monétaire américaine.

Quel est le bon timing ?

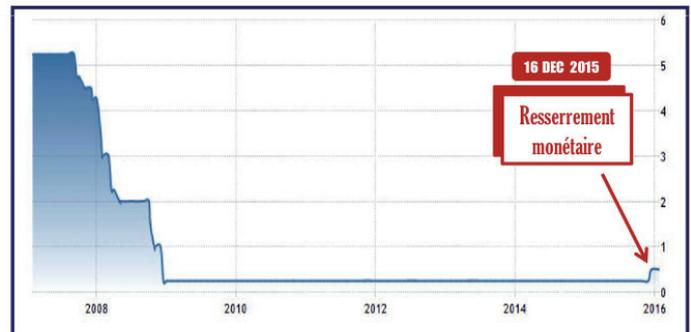
La FED est consciente du danger qui la guette. Un resserrement tardif risque de réveiller l'inflation et un resserrement prématuré pourrait saper une reprise déjà molle et fragile. Plusieurs indicateurs ont poussé la Réserve Fédérale à déclencher le cycle de normalisation.

Depuis le mois de juin 2015, l'économie américaine n'a pas cessé de montrer des signes tangibles de reprise. Les enquêtes auprès des entreprises ont signalé une nette amélioration surtout dans le secteur manufacturier.

Les statistiques de l'emploi jusqu'à novembre 2015 (un taux de chômage autour de 5% en 2015 contre 10% en 2009) et de la croissance en T3 ont traduit le rebond tant attendu par les maîtres de la FED. D'ailleurs, la hausse des salaires confirment bien le nouveau cycle emprunté par l'économie américaine.

Figure 1

Evolution du taux directeur de la FED (Fed Funds Rate)



Source : Federal Reserve 2016

Ces différents signes ont forcé la *Federal Reserve* américaine à siffler la fin de la politique monétaire accommodante et l'ont amené à normaliser sa politique monétaire, en relevant son taux directeur de 0,25% pour la première fois depuis près de 10 ans (juin 2006 la dernière hausse).

L'attention se porte beaucoup moins sur la décision de relever les taux directeurs que sur le rythme et le calendrier du programme de resserrement qui sera adopté par la FED.

L'autorité monétaire américaine a laissé entendre que ce resserrement serait progressif. Plusieurs arguments plaident pour une telle démarche.

Primo, la fragilité de la reprise américaine justifie la prudence de la Federal Reserve.

Secundo, la vulnérabilité de la croissance mondiale (Europe et monde émergent) qui est loin d'être rassurante.

Tertio, le niveau du taux réel des Fed funds d'équilibre qui demeure encore en territoire négatif.

Enfin, l'orientation baissière des anticipations de l'inflation, boostée par la chute vertigineuse des cours pétroliers, risque de creuser l'écart entre le taux d'inflation réalisé et l'objectif de 2%, affectant ainsi la crédibilité de la FED.

•Durcissement des conditions de sortie sur le marché international

La transmission des taux courts (du marché monétaire) au taux longs (du marché obligataire) pourrait renchérir les conditions d'emprunt sur le marché international, et du coup, la Tunisie serait forcée d'emprunter à un coût élevé. Car les taux longs américains restent la référence sur le marché obligataire international.

Toutefois, la hausse des taux longs américains largement anticipée par les marchés suite au resserrement des taux de la FED, risque d'être insignifiante en 2016. L'écart de rendement très favorable aux bons du Trésor américain, par rapport aux titres souverains japonais et européens, continue de renforcer les positions acheteuses de titres longs américains, et du coup permettrait de contenir toute pression haussière sur les taux.

Ainsi, pour ses sorties sur le marché international programmées en 2016, la hausse du coût de l'emprunt pour la Tunisie serait plus le résultat de la montée de son *spread* souverain (étroitement lié aux perspectives de l'économie tunisienne) plutôt que l'effet de la majoration du taux sans risque de référence (*Treasury Bond américain*)

Un impact plutôt limité en 2016

Au total, les effets du changement de la politique monétaire américaine sur la Tunisie ne seront pas d'une grande importance, au moins pour 2016. Et cela pour un certain nombre de raisons.

D'abord, les marchés (devises et taux) ont largement intégré l'entrée de la FED dans un cycle haussier de taux avant même la décision du 16 décembre.

*Ensuite, il ne faut pas surestimer le risque d'une hausse des taux longs qui finira par renchérir le coût des sorties de la Tunisie sur le marché international. C'est du côté du *spread* sur la Tunisie qu'il faut rechercher le risque de majoration du coût de l'emprunt tunisien, et non sur le marché obligataire américain. Car l'engouement des investisseurs pour les positions acheteuses en dollars reste intact, compte tenu de la faiblesse des rendements des titres longs japonais et européens. Un tel engouement permettrait de contenir la hausse des taux américains.*

Enfin, le fléchissement de la croissance dans le monde émergent et l'incapacité de la zone euro de sortir des méandres de la croissance anémique, pèseront sur les perspectives de la croissance américaine et de l'inflation, ce qui ne pourrait que plaider pour un rythme de normalisation beaucoup plus lent.

Bref, un rythme de resserrement monétaire agressif, de la part de la FED, n'est pas à l'ordre du jour, pour 2016. Tous les scénarios resteront envisageables en 2017.

•L'investissement étranger

Les Etats-Unis ainsi que les monnaies ancrées sur le dollar seront les plus attractives pour l'investissement étranger (IDE et IDP). Anticipant l'appréciation du dollar, les bailleurs de fonds internationaux seront de plus en plus tentés de réorienter leurs flux d'investissement vers les actifs en dollars. De ce fait, dans un environnement marqué par une réallocation des portefeuilles internationaux au profit du dollar et des monnaies ancrées sur le billet vert, la Tunisie ne pourrait pas espérer séduire facilement les bailleurs de fonds étrangers.

Un contexte très difficile, même pour ses partenaires du Golfe, où la force de frappe de leurs fonds souverains a été affaiblie par la chute vertigineuse des recettes pétrolières.

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