

COORDINATION ENTRE LA POLITIQUE BUDGETAIRE ET LA POLITIQUE MONETAIRE : PISTES DE REFLEXION

Par **Ghazi Boulila**

- Professeur en Sciences Economiques à l'Ecole Supérieure des Sciences Economiques et Commerciales de Tunis
- Administrateur à la Société Tunisienne de Banque (STB)
- Directeur de l'Unité de recherche: Développement Financier et Innovation (DEFI)
- Membre du bureau de l'ASECTU
- Membre de l'Association des Anciens de l'Institut de Défense Nationale (AAIDN)
- Président de l'Association pour la Réflexion sur le Développement Economique et Social (ARDES)



Problématique

Le déficit budgétaire est en train d'évoluer à des niveaux importants. Il est devenu, aujourd'hui, le défi le plus urgent et le plus difficile que la Tunisie devra relever. Les recettes fiscales diminuent et les dépenses publiques surtout improductives augmentent. Les protestations contre la collecte des taxes additionnelles et les difficultés de réduire les dépenses publiques obligent le gouvernement à s'endetter de plus en plus. Dans ce contexte difficile, le nouveau statut de la Banque Centrale (2016) interdit les avances monétaires au gouvernement pour financer une partie du déficit budgétaire. En effet selon l'article 25, la BCT interdit de fournir des facilités et des crédits au trésor public sans proposer une politique alternative. Les pays développés qui ont interdit les avances au trésor public, ont adopté quelques années plus tard (BoJ en 2001 suite à la décennie perdue des années 1990, FED en 2008 suite à la crise, BoE en 2009 et BCE en Janvier 2015), une « politique d'assouplissement quantitatif » ou « Quantitative Easing » qui permet le financement du déficit budgétaire suite aux crises. Il s'agit d'une politique monétaire non conventionnelle qui consiste pour une Banque Centrale d'injecter une quantité importante de liquidités dans l'économie et dans le système bancaire permettant un accroissement des crédits aux Etats, aux entreprises et aux ménages et de relancer ainsi l'activité économique. La FED et la BoE pourraient acheter directement la dette publique, permettant ainsi aux gouvernements de financer leur déficit à un taux faible. En Europe, la BCE pouvait aussi racheter aux banques universelles, les titres de dette que ces derniers ont achetés au moment de leur émission. Récemment, La BCE a acheté des dettes souveraines et des obligations d'Etats à long terme (7 ans ou 10 ans) sur les marchés primaires. En contrepartie de ces achats, elle crée de la monnaie, des liquidités nouvelles, qu'elle injecte dans les circuits financiers.

Constats

La BCT finance le déficit budgétaire indirectement en prêtant aux banques et en les «forçant» par la suite à acheter des bons du Trésor à des taux relativement élevés comparés aux taux des prêts étrangers. Cette pratique a engendré des effets pervers importants grevant davantage le déficit budgétaire, augmentant le service de dette intérieure et engendrant des sorties additionnelles de devises. Ces effets sont résumés comme suit :

i) Un accroissement du portefeuille titres des banques (privées- nationales et étrangères- et publiques) au dépens des crédits à l'économie. Les banques se sont orientées vers l'activité de placement pour préserver un niveau de revenu stable et moins risqué. En 2015, les encours de crédits des banques ont enregistré une hausse seulement de 4,8% par rapport à 2014, alors que les portefeuilles titres d'investissement et commercial ont connu une progression importante de l'ordre de 19,5%. La part du portefeuille titres dans les crédits est passée de 17,63% à 20,1%. Cette évolution a réduit le rôle d'intermédiation des banques et a créé une situation de rente.



Tableau : Evolution des crédits et du portefeuille titres

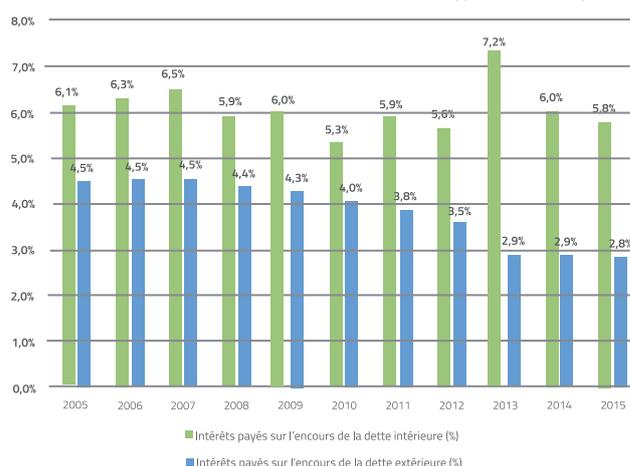
	2014	2015	Variation
Evolution des crédits (en millier de dinars)	45 521 200	47 724 356	4,8%
Evolution du portefeuille titres des banques (en millier de dinars)	8 023 617	9 590 433	19,5%
Part des titres dans les crédits	17,63%	20,1%	2,47

Source : ministère du développement économique

ii) Une augmentation du service de la dette intérieure. Le trésor vend les BTA à un taux entre 6 et 7%, un taux considéré très élevé estimé entre 2 à 3 fois plus élevé que celui de la banque mondiale par exemple. Une estimation du coût annuel moyen de la dette intérieure payé par la Tunisie par rapport à l'encours de la dette intérieure (Intérêts de la dette intérieure de l'année t / Encours de la dette intérieure de l'année t-1) et le coût annuel moyen de la dette extérieure payé par la Tunisie (Intérêts de la dette extérieure de l'année t / Encours de la dette extérieure de l'année t-1) montre bien que le premier ratio est de l'ordre de 6% entre 2005 et 2015 (ce ratio moyen est identique durant les deux périodes 2005-2010 et 2011- 2015) et le second est de 4,4% durant la période 2005-2010 et de 3,2% durant la période 2011-2015. Ce résultat montre que le coût de la dette intérieure est nettement supérieur à celui de la dette extérieure.

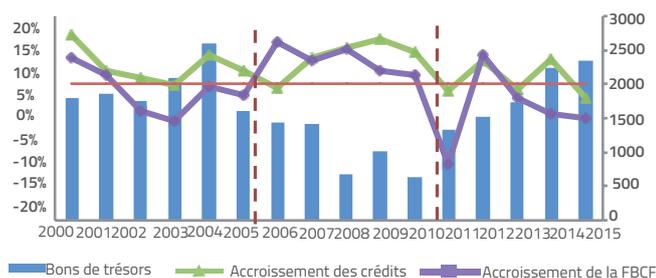
Graphique 1: Coût annuel (intérêts payés) de la dette intérieure et extérieure

Source : ministère du développement économique



iii) Une réduction des ressources allouées à l'investissement privé c'est-à-dire un effet d'éviction important comme le montre le graphique ci-dessous. Les Bons du Trésor sont des titres émis par l'Etat tunisien en représentation d'emprunts dans le cadre de l'équilibre budgétaire. Ils sont négociables auprès de l'ensemble des banques intervenant sur le marché monétaire. On distingue trois types de bons de trésor: Les Bons de Trésor à Court Terme (BTCT); les Bons de Trésor Assimilables (BTA) et les Bons de Trésor à Coupon Zéro (BTZC). Les BTA constituent le principal instrument de la gestion de la dette publique utilisé. Le graphique montre que lorsque les Bons de Trésor augmentent, les crédits accordés à l'économie et l'investissement privé baissent.

Graphique 2: évolution des bons de trésor, des crédits et de la FBCF (Source : ministère du développement économique)



Pour limiter les conflits, il est important d'assurer la coordination entre le gestionnaire de la dette publique qui est le ministère des finances qui est mandaté pour minimiser les coûts de financement du gouvernement et la BCT qui assure l'objectif de stabilité des prix. La BCT devra réfléchir à développer une politique monétaire qui permet au gouvernement d'avoir des revenus supplémentaires à moindre coût pour financer en partie le déficit budgétaire et pour améliorer son efficacité. Elle doit nécessairement être associée étroitement à la gestion de la dette publique et à la politique budgétaire.

Pistes de solution

La conjoncture économique tunisienne exceptionnelle nécessite l'adoption des instruments de politiques monétaires exceptionnels. La FED, la BoE, BoJ, la BCE ont adopté des politiques exceptionnelles suite à une conjoncture exceptionnelle de crises. La BCT devra adopter une politique monétaire plus créative et adaptée à notre situation économique caractérisée par une croissance faible et une dette et un déficit budgétaire de plus en plus élevés. Dans ce contexte, trois pistes de solution sont avancées :

1. La première politique est la plus recommandée et qui consiste à permettre à la BCT d'acheter directement les bons du trésor. Ce système élimine la rente des banques universelles, augmente le financement de l'activité réelle et réduit le service de la dette intérieure. La BCT pourrait jouer le rôle de médiation entre le marché secondaire et le marché primaire de la dette. Il suffit qu'elle achète des bons du Trésor nouvellement émis sur le marché primaire de la dette et qu'elle les revende sur le marché secondaire lors d'opérations d'Open Market. Elle pourrait vendre ou acheter aussi des anciens bons du Trésor à maturités différentes dans les opérations d'open market sur le marché secondaire de la dette pour fournir ou réduire la liquidité du marché. Elle peut faire circuler des bons du Trésor en vendant dans un premier temps des titres nouvellement émis qu'elle a récemment acheté, puis en achetant des bons anciennement émis sur le marché secondaire. Le recours à cette politique doit être temporaire, ponctuel et exceptionnel.

2. Le contexte actuel de notre économie est une occasion pour développer le marché obligataire tunisien, et ce pour quatre raisons. i) Le développement de ce marché permet au gouvernement de financer son déficit budgétaire sans produire de l'inflation. ii) Le besoin accru de l'émission des titres de dette par le ministère des finances dans les années à venir aura un rôle majeur dans le développement d'un marché de la dette. iii) Utiliser le rendement de la dette souveraine comme un niveau de base ou de référence pour la détermination des prix de tous les autres instruments de dette du marché en les majorant par des primes de risque, de liquidité et d'échéance adéquates au taux d'intérêt sous-jacent. iv) Bénéficiaire de la haute qualité des titres pour soutenir le développement des marchés.



Plusieurs études ont montré qu'en Afrique, notamment au Kenya, les marchés obligataires sont en pleine expansion et même la participation étrangère est de plus en plus importante.

3. La deuxième consiste à accorder des prêts au Trésor pour financer le déficit. Cette politique est incompatible avec l'article 25 du nouveau statut de la BCT. Cependant, on peut envisager une coordination entre les politiques monétaires et budgétaires tout en respectant l'indépendance de la BCT en lui laissant le soin de fixer le montant des prêts et le taux d'intérêt dans l'objectif d'atteindre le taux d'inflation annoncé et d'assurer la discipline budgétaire. Cette politique nécessite l'amendement de l'article 25 du nouveau statut de la BCT (2016).

Conclusion

Quand l'endettement public atteint un niveau élevé et que la soutenabilité budgétaire est menacée, la BCT doit nécessairement être associée à la gestion de la dette publique et à la politique budgétaire. Le système actuel qui consiste à ce que les banques universelles font appel à la BCT pour couvrir leurs besoins de liquidité et acheter en continu de la dette publique comme collatéral à des opérations de refinancement a atteint ses limites. Dans notre contexte économique, les dangers d'un endettement extérieur de plus en plus important deviennent une menace plus grave que l'endettement intérieur et l'inflation. La BCT devra innover une nouvelle politique monétaire capable de limiter la dette extérieure au profit de la dette intérieure à moindre coût pour financer en partie le déficit budgétaire. Les autorités financières devront élaborer une stratégie de gestion de la dette à moyen terme pour répondre aux besoins de réduction du risque de refinancement et de poursuite du développement du marché intérieur de la dette

Les pays avancés ont inventé une solution adaptée à leur situation économique. Les Etats Unis, le Japon, le Royaume-Uni et dans une moindre mesure l'Europe, par une pratique non conventionnelle d'assouplissement quantitatif, la banque centrale peut se mettre à acheter directement la dette publique (les bons du trésor).