

Institut Arabe des Chefs d'Entreprises



Centre Tunisien des Etudes Economiques



**L'Entreprise Tunisienne Face à la Conduite de la
Politique Monétaire : Réflexions et Pistes de réformes**

**Sami Mouley
Professeur - Université de Tunis**

(Juin 2011)

Sommaire

I. Aspects factuels pour la compréhension: une grille de lecture du contexte national	3
I.1. Les difficultés d'accès des entreprises tunisiennes aux sources de financement bancaire	4
I.2. Un synopsis du cadre opérationnel de la politique monétaire	10
I.3. Une évolution du taux d'intérêt tribulaire du mécanisme de gestion de la liquidité bancaire	11
I.4. Une panoplie d'instruments à l'efficacité limitée suggérant une refonte de la réglementation en vigueur	13
I.5. Une taxinomie du coût du crédit bancaire en Tunisie	16
I.6. Un grippage des canaux de transmission de la politique monétaire	22
II. Les stratégies de sorties initiées dans la situation actuelle: une nouvelle génération de mesures	23
III. Les leçons de la crise financière internationale pour les politiques monétaires et les nouveaux rôles des banques centrales	24
III.1. Les nouvelles orientations: passage au crible	25
III.2. Quelles leçons de la crise pour les politiques monétaires ?	26
<i>III.2.1. Les nouvelles modulations des politiques monétaires: les politiques monétaires non conventionnelles</i>	26
<i>III.2.2. La réorientation macroprudentielle de la réglementation des banques</i>	31
<i>III.2.3. La stabilité financière et la stabilisation des prix des actifs</i>	35
III.3. La supervision microprudentielle et les nouvelles règles de Bâle.3 pour un contrôle bancaire efficace	36
III.4. Les stratégies de ciblage de l'inflation : quelles perspectives dans l'après crise ?	38
IV. Pistes de réformes proposées en Tunisie: un programme exécutif	38
IV.1. Remodelage et réorientations des instruments de la politique monétaire	38
IV.2. Remédier aux dysfonctionnements des canaux de transmission ouvrant la voie à une politique monétaire non conventionnelle	40
IV.3. Autres orientations suggérées	40

I. Aspects factuels pour la compréhension: une grille de lecture du contexte national

Le financement bancaire des entreprises tunisiennes est fondamental aussi bien dans la phase de démarrage qu'au cours des phases opérationnelles (besoins en fonds de roulement, investissements), si bien qu'en Tunisie, il demeure le moyen de financement prépondérant du secteur privé. Il l'est d'autant plus que, relativement aux autres outils de financement non bancaire (factoring, leasing, marché boursier, capital-risque), qui jouent un rôle mineur, il représente quasiment la source privilégiée de levée de fonds. Néanmoins, les concours bancaires aux secteurs productifs en Tunisie sont limités dans la plupart des cas à des crédits de court terme, et demeurent faibles par rapport à plusieurs comparateurs et pays émergents mais aussi à ceux des économies avancées de l'OCDE¹. En fait, les problèmes significatifs et récurrents des difficultés d'accès des entreprises tunisiennes, et essentiellement des PME - PMI, aux sources de financement bancaire sont principalement attribués aux contraintes liées aux collatéraux, du fait d'exigences contraignantes généralement adossées aux garanties hypothécaires, et surtout aux coûts d'emprunts exorbitants.

En particulier, les coûts des crédits, en termes de taux d'intérêt et de marges appliquées, découlent principalement des spécificités de la pratique actuelle de calcul des taux d'intérêt, d'une part, et à l'inefficacité des initiatives publiques dédiées au financement intermédié, d'autre part. Ces deux constats sont directement imputables au cadre de conduite de la politique monétaire. Par ailleurs, et en dépit de la migration du statut des banques de développement à des banques universelles, le système bancaire souffre encore de certaines caractéristiques structurelles, et en particulier, le volume des créances classées et la part croissante de leur provisionnement requis qui induisent une aversion des banques au risque du crédit. La bonne santé des banques est cruciale pour la transmission de la politique monétaire : lorsque les bilans bancaires sont encombrés de créances douteuses ou que leurs actifs sont dévalorisés, elles sont moins disposés à accorder de nouveaux crédits (credit crunch). C'est là aussi une autre explication des contraintes pouvant entraver l'efficacité de la politique monétaire en Tunisie.

En conséquence, et durant la période récente, l'économie nationale a accusé structurellement un déficit moyen de l'épargne brute par rapport à l'investissement brut de l'ordre de (-3,12%) du PIB avec un blocage du taux d'investissement privé brut domestique autour d'une moyenne de 13,8% ainsi qu'une contribution moyenne quasi-stationnaire de la formation brute du capital fixe, comme composante de la demande, au PIB à prix constants de l'ordre de 21,4%:

¹ cf. Infra ;

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010 (*)
Epargne nationale brute (en % du PIB)	19.8	19.4	20.1	22.8	23.2	22.1	21.8	23.1
FBCF (en % du PIB)	23.4	22.8	22.3	24.8	25.7	25.9	24.8	27.6
Taux d'investissement privé brut (en %)	13.6	13.0	12.7	13.3	14.4	15.4	14.3	13.7
Déficit épargne brute / investissement brut (en % PIB)	-3.6	-3.4	-2.2	-2.0	-2.5	-3.8	-3.0	-4.5

Source : IMF "Staff Country Reports" (Diverses livraisons), Institut Tunisien de Compétitivité et d'Etudes Quantitatives (ITCEQ) et Banque Centrale de Tunisie.

(*) Provisoire

Ventilation des composantes de la demande (en %) au PIB à prix constants (100:1990)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010 (*)
Imports. de biens et services	-44,5	-43,6	-41,2	-42,1	-43,4	-43,9	-39,6	-42,2
Consommation privée	62,8	62,3	63,0	62,4	61,8	62,0	62,6	62,1
Consommation publique	15,7	15,4	15,4	15,4	15,2	15,1	15,3	15,2
Total Consommation	78,5	77,8	78,4	77,9	77,0	77,2	77,9	77,3
FBCF	22,0	20,9	20,5	21,5	21,5	21,6	22,2	21,7
Variation de stocks	2,1	2,2	-0,9	0,0	-0,1	0,8	-0,6	0,1
Total Investissement Net	24,1	23,1	19,6	21,5	21,4	22,4	21,6	21,8
Exp. de biens et services	41,9	42,8	43,2	42,8	45,0	44,2	40,1	43,1
PIB aux prix du marché	100	100	100	100	100	100	100	100
<i>Pour Mémoire:</i>								
<i>(% de Croissance du PIB à PC.)</i>	<i>(5,6)</i>	<i>(6,0)</i>	<i>(4,0)</i>	<i>(5,6)</i>	<i>(6,3)</i>	<i>(4,6)</i>	<i>(3,0)</i>	<i>(3,8%)</i>

Source: Institut Tunisien de Compétitivité et d'Etudes Quantitatives (ITCEQ)

(*) Provisoire

1.1. Les difficultés d'accès des entreprises tunisiennes aux sources de financement bancaire

Dans le secteur on-shore, près de 97,8% des entreprises tunisiennes (tous secteurs confondus) se classent dans la catégorie des PME-PMI². La principale conséquence est que leur capacité à obtenir des financements pour leurs opérations commerciales est capitale pour la croissance économique.

² Sur la base des critères du CMF (Bulletin N°2588 du 3 mai 2006) que forment les seuils plafonds de 4 MDT en ce qui concerne le montant des actifs nets immobilisés et 300 personnes d'effectif total permanent, mais aussi du décret N°2008-388 du 11/2/2008 ajoutant le critère de réalisation d'investissements ne dépassant pas 5 MDT dans les activités des industries manufacturières, de l'artisanat et de certains services.

En particulier, le financement bancaire en Tunisie ainsi que les autres mécanismes de soutien dédiés (BFPME, SOTUGAR pour les garanties ect...) demeurent les principales sources de collecte de fonds si bien que l'accès des entreprises tunisiennes aux autres services de financement non bancaire (factoring, leasing, marché boursier, capital-risque) demeure limité par plusieurs contraintes³ et joue un rôle mineur.

Au niveau du financement bancaire, et bien que la part des crédits à l'économie a représenté en moyenne 56,4% du PIB durant la dernière période, elle demeure en deçà du niveau moyen d'intermédiation bancaire observé dans des pays comparateurs et concurrents de la région MENA (62%) et, dans tous les cas, faible et nettement inférieure à la moyenne de la région Asie de l'est et pacifique (123,6%) ou à celle des économies avancées des pays de l'OCDE (147,2%) durant la même période⁴:

	(en MDT)							
	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010 (*)
Crédits à l'économie (1)	20 695	21 848	23 168	24 661	27 084	30 832	34 042	38 058
PIB nominal (prix courants)								
Ancien PIB	32 170	35 192	37 767	41 408	45 629	50 325	53 419	-
Nouveau PIB ⁵	35 373	38 839	41 871	45 756	49 874	55 297	58 768	63 397
%	58,5%	56,2%	55,3%	53,8%	54,3%	55,7%	57,9%	60,1%

Source : IMF "Staff Country Reports" (Diverses livraisons), Banque Centrale de Tunisie et Institut Tunisien de Compétitivité et d'Etudes Quantitatives (ITCEQ)

(1) Concours consentis par le système financier à l'économie (en MDT)

(*) Provisoire

Par ailleurs, la quasi-stationnarité de l'importance des financements bancaires dans le PIB révèle en fait la baisse des concours aux secteurs productifs⁶ au profit des crédits aux particuliers.

³ C'est l'exemple notamment des financements via les SICAR (capital-risque). Les opérations de rétrocession des participations au capital s'effectuent au profit des promoteurs de projets sous forme de contrats de portage qui sont en fait assimilés à des opérations de crédit bancaire, puisque le prix de rétrocession est calculé en faisant référence au TMM assorti d'un échéancier.

⁴ cf. BankScope Database et Datastream.

⁵ Les autorités ont adopté en 2010 un nouveau système de comptabilité nationale pour la période 1997-2008 afin de se conformer au système de comptabilité nationale de 1993 des Nations Unies, en réévaluant les chiffres des principaux agrégats macroéconomiques aux prix courants, à savoir, le PIB, la formation brute de capital fixe, la consommation, les investissements, l'épargne, etc... L'introduction du nouveau système a eu pour effet global d'augmenter d'environ 10 % tous les ans les chiffres du PIB nominal. En conséquence, les agrégats aux prix constants sont calculés sur la base des prix de l'année précédente, et notamment la croissance globale du PIB réel qui n'est plus calculé en fonction d'une année de base fixe (taux de croissance chaîné).

⁶ En particulier, la part moyenne des financements bancaires aux PME-PMI ne dépasse pas 5% des crédits accordés aux secteurs productifs.

En effet, l'analyse des taux de croissance de la ventilation par type de bénéficiaire de l'encours des crédits à l'économie montre un net découplage en faveur de la croissance des crédits aux particuliers qui demeure plus élevée par rapport à celle des crédits accordés aux secteurs productifs:

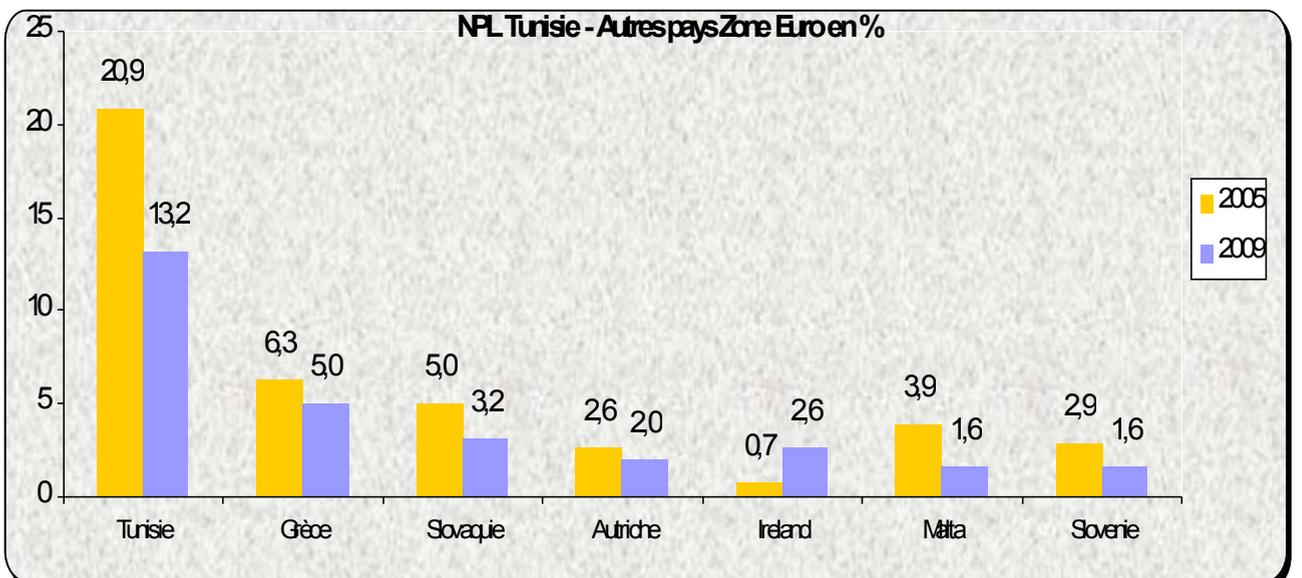
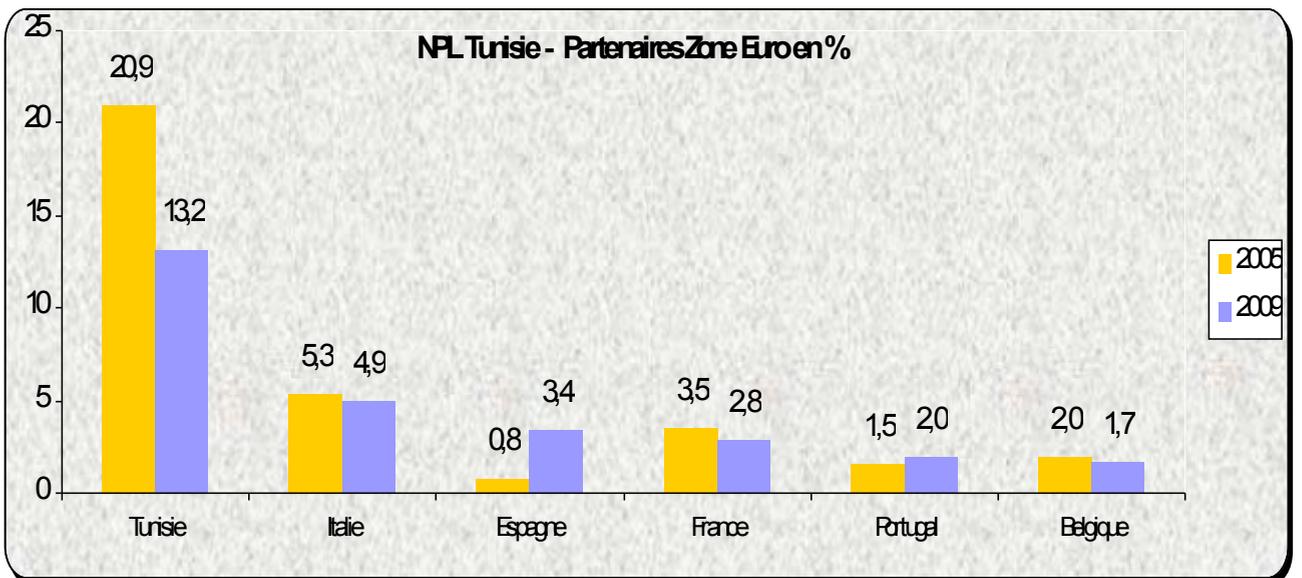
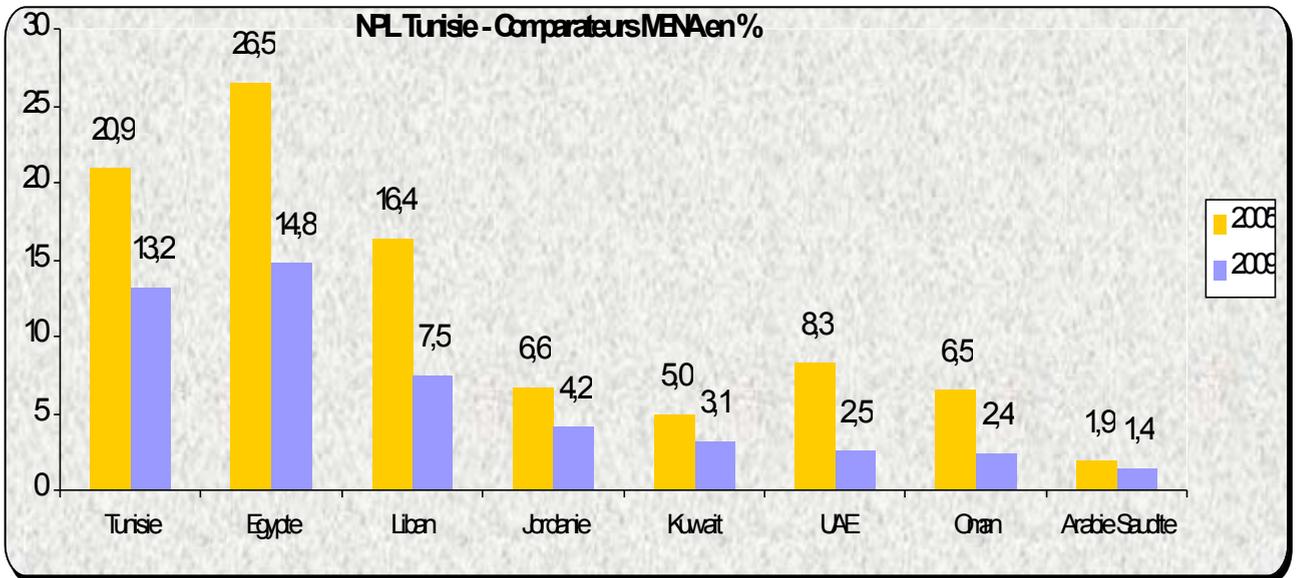
	(en taux de croissance)					
	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Crédits aux secteurs productifs	+5,3%	+3,9%	+6,4%	+8,5%	+12,7%	+8,2%
Crédits aux particuliers	+17,3%	+24,6%	+18,6%	+20,1%	+15,2%	+18,8%
Ecart	+12%	+20,7%	+12,2%	+11,6%	+2,5%	+10,6%
<i>dont :</i>						
<i>Crédits à la consommation</i>	<i>nd</i>	<i>nd</i>	+27,5%	+14,8%	-17,1%	-3,2%
<i>Crédits immobiliers</i>	<i>nd</i>	<i>nd</i>	+11,9%	+24,6%	+40,5%	+28,8%
Total	+5,6%	+6,1%	+6,4%	+9,8%	+13,8%	+10,4%

Il en est résulté un pourcentage encore élevé des créances improductives brutes et ce en dépit des résultats enregistrés ces dernières années en matière d'indicateurs de solidité, de la qualité des portefeuilles et de la gestion du secteur bancaire. Car, en la matière, la part des créances classées ou crédits non performants (NPL), bien qu'en baisse durant la période d'analyse, demeure néanmoins élevée par rapport aux comparateurs et pays émergents. Ceci est dû notamment à l'augmentation des crédits impayés induite par cette politique d'encouragement des crédits aux particuliers et essentiellement des crédits immobiliers. En effet, selon la Banque Mondiale, les crédits à la consommation impayés ont augmenté en moyenne de 21% entre 2005 et 2009, alors que les NPL relatifs aux prêts accordés aux secteurs productifs n'ont augmenté que d'une moyenne de 6%⁷:

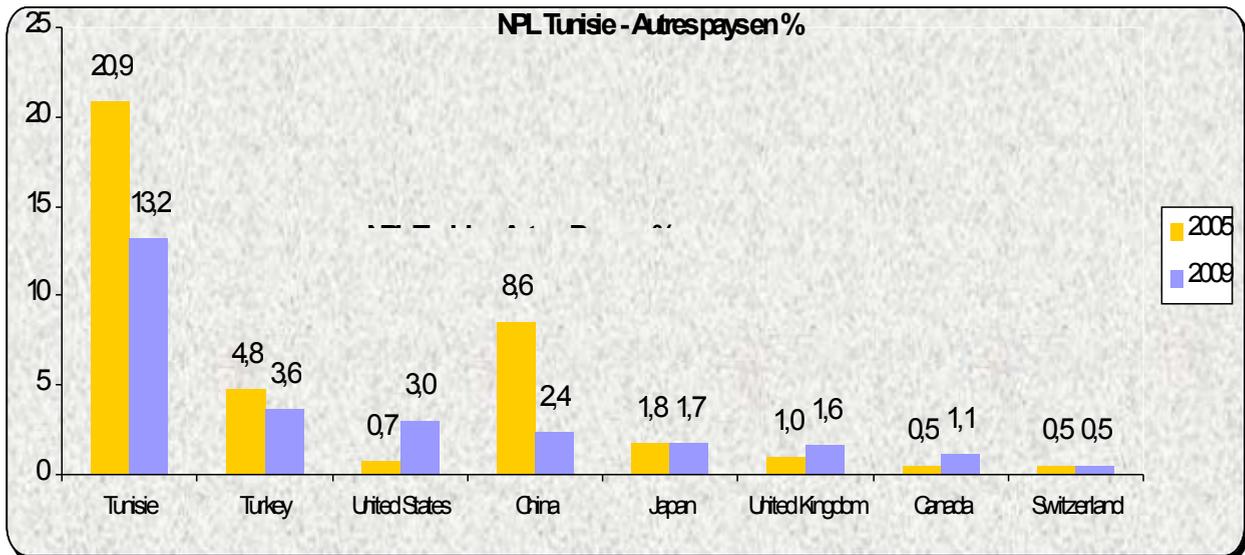
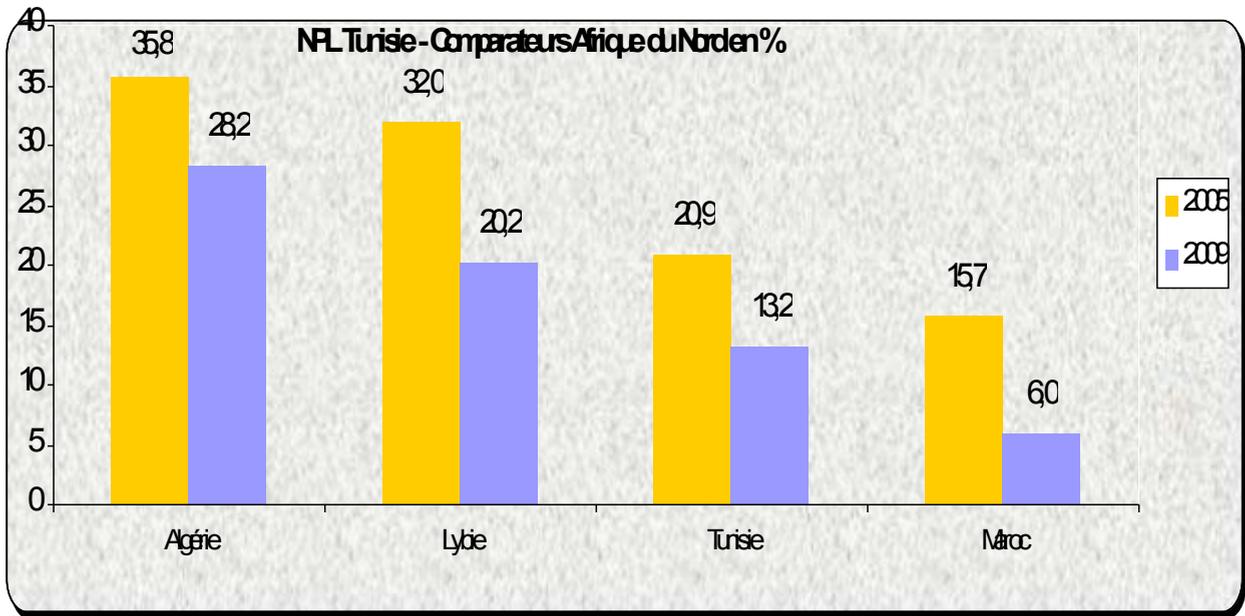
	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Créances improductives brutes (en % du total des prêts)	24.0	23.7	20.9	19.3	17.6	15,5	13.2
<i>(Banques publiques)</i>	(26.7)	(27.4)	(22.1)	(19.7)	(17.3)	(15.9)	(14.1)
<i>(Banques privées)</i>	(21.6)	(20.4)	(20.0)	(19.0)	(18.1)	(15.3)	(12.5)
Ratio de fonds propres des banques commerciales (Capital adequacy ratio en %)	9.3	11.6	12.4	11.3	11.0	11.7	12.4
<i>(Banques publiques)</i>	(10.8)	(10.1)	(10.0)	(9.3)	(9.9)	(9.6)	(10.9)
<i>(Banques privées)</i>	(8.4)	(12.4)	(13.5)	(12.1)	(9.7)	(11.0)	(11.6)
Provisions (en % des créances improductives)	43.1	45.8	47.4	49.0	53.2	56.8	58.3
<i>(Banques publiques)</i>	(46.2)	(47.6)	(49.1)	(50.2)	(55.0)	(58.1)	(57.1)
<i>(Banques privées)</i>	(39.9)	(43.5)	(45.9)	(48.4)	(52.0)	(55.0)	(59.2)
Qualité de la gestion et indicateurs de rentabilité							
Rendement des actifs (ROA en %)	0.6	0.4	0.5	0.7	0.9	1.0	1.0
Rendement des fonds propres (ROE en %)	4.6	5.1	6.5	7.7	10.1	11.2	11.7

Sources: BCT, IMF Country Reports (diverses livraisons) et World Bank Database (2010)

⁷ cf. World Bank, République de Tunisie: Revue des politiques de développement, Rapport N° 50847 - TN, Washington, Février 2010.

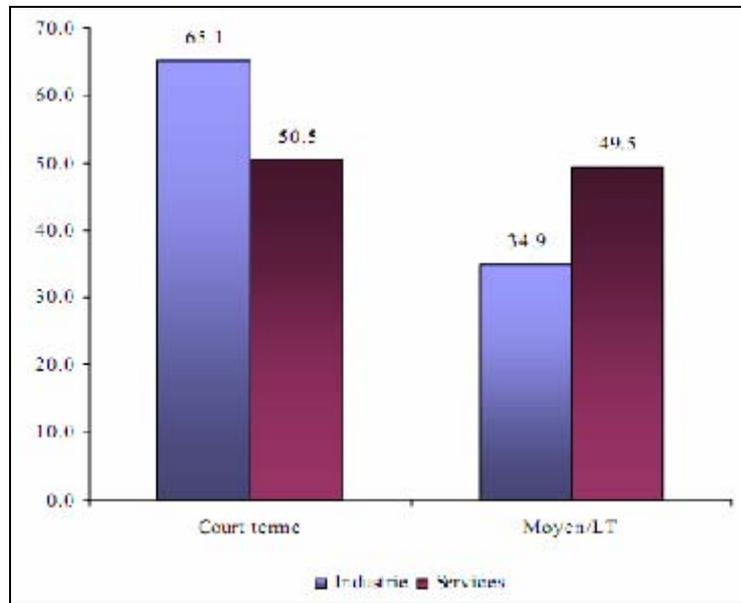


Source: World Bank Database (2010)



Source: World Bank Database (2010)

En revanche, l'analyse de la ventilation par maturité de l'encours des crédits octroyés aux secteurs productifs dénote de la prépondérance des crédits de court terme au détriment de ceux de moyen et long terme :



Parallèlement, tous secteurs confondus, la contribution du système bancaire demeure modérée. Selon les données de la dernière enquête sur la compétitivité (ITCEQ) mais aussi celles des données d'enquêtes d'entreprises de la banque mondiale, le crédit bancaire n'assure que 19,3% en moyenne des besoins de financement des actifs de long terme, contre 50,6% pour l'autofinancement (surtout lorsqu'il s'agit de réinvestissement exonéré des bénéficiaires) qui reste donc la principale source de financement des entreprises tunisiennes :

Secteurs d'activités	Industrie	Services aux entreprises	Autres services	Moyenne
Autofinancement	52,0%	52,0%	48,0%	50,6%
Crédit bancaire	23,0%	11,0%	24,0%	19,3%
Crédit bail (leasing)	11,0%	15,0%	13,0%	13,0%
SICAR	1,0%	2,0%	1,0%	1,4%
Marché financier	1,0%	2,0%	3,0%	2,0%
Autres	12,0%	18,0%	11,0%	13,7%
	100%	100%	100%	100%

Source : World Bank (Enquêtes d'entreprises, www.entreprisesurveys.org) et ITCEQ (Enquête sur la compétitivité, 2008)

D'ailleurs, dans le cadre de l'environnement global des affaires, la Tunisie n'est classée qu'au rang (87) dans l'indice d'obtention du crédit dans une échelle de (1) (meilleure performance) à (183) (plus mauvaise performance) selon le dernier classement annuel 2010 de Doing business⁸. En particulier, dans l'environnement légal du crédit bancaire, la Tunisie est faiblement notée, dans une échelle de 1 (minimum) à 5 (maximum), notamment en matière de mécanismes de prise de garantie (2) et d'enregistrement d'actifs circulants (1).

⁸ Pour un marché relativement étroit, la sur-bancarisation en Tunisie (20 institutions de crédit) contraste avec une offre de crédits relativement fragmentée.

Au niveau de la perception des entreprises, des problèmes significatifs et récurrents d'accès au financement bancaire signalent des exigences contraignantes au niveau des collatéraux. Les données d'enquêtes disponibles provenant d'études sectorielles menées entre 2006 et 2009 par l'IACE et l'ITCEQ ainsi que les enquêtes d'entreprises de la banque mondiale démontrent que les entreprises tunisiennes considèrent que les garanties exigées à l'accès au financement bancaire ainsi que son coût sont deux obstacles majeurs devant leur croissance. Les taux de garanties hypothécaires exigées comme collatéraux des emprunts bancaires en Tunisie sont comparativement beaucoup plus élevés que dans d'autres pays. Tous secteurs confondus, les dernières données disponibles avancent un taux moyen de 169% de la valeur des prêts accordés, contre, par exemple, 88,5% en Chine.

1.2. Un synopsis du cadre opérationnel de la politique monétaire

En dépit de l'amendement opéré sur les statuts de la Banque Centrale de Tunisie (BCT) en mai 2006, qui consacre la stabilité des prix comme objectif final de la conduite de la politique monétaire⁹, le cadre opérationnel actuel demeure régi par un double dispositif.

Le premier relève du processus de ciblage du taux de change effectif réel avec comme objectif une dépréciation compétitive de ce dernier, et pour cela la BCT intervient quotidiennement de manière discrétionnaire, même à titre indicatif, pour corriger la valeur du taux de change effectif nominal dans une fourchette de 1% entre les cours acheteurs et vendeurs du dinar vis-à-vis des principales devises étrangères.

⁹ L'article 33 nouveau de la loi n°2006-26 du 15 mai 2006 modifiant la loi n°1958-90 du 19 septembre 1958 portant création et organisation de la Banque Centrale de Tunisie stipule néanmoins que la mission principale de la politique monétaire consiste à préserver la stabilité des prix. Pour ce faire, la BCT, par le biais de ses interventions sur le marché monétaire, influence le taux d'intérêt à court terme considéré comme étant l'instrument principal de la conduite de la politique monétaire en vue d'atteindre l'objectif final de stabilité des prix.

Le second consacre toujours un système de contrôle intermédiaire d'un agrégat monétaire au sens large comme étape devant se transposer à terme par un régime de ciblage formel de l'inflation, dont les ingrédients et pré-requis sont loin d'être vérifiés¹⁰. En particulier, et à défaut de la pleine maîtrise du contrôle du taux d'intérêt comme objectif opérationnel, la BCT recourt toujours, dans une phase transitoire, à une approche quantitative basée sur le ciblage de l'agrégat monétaire (M3)¹¹ comme objectif intermédiaire en agissant sur la base monétaire comme objectif opérationnel, et en contrôlant essentiellement les instruments du taux d'intérêt directeur (taux de l'appel d'offres) et du taux de la réserve obligatoire.

1.3. Une évolution du taux d'intérêt tributaire du mécanisme de gestion de la liquidité bancaire

Dans le même temps, les difficultés inhérentes au dispositif en place de la prévisibilité de la liquidité bancaire n'autorisent pas encore une flexibilité suffisante du taux de marché monétaire car le schéma actuel de programmation financière utilisé par la BCT repose sur un ciblage monétaire aux fins de la projection d'une cible annuelle, puis mensuelle, de l'agrégat monétaire M3 (objectif intermédiaire). Pour les besoins de refinancement de la BCT, une cible de la base monétaire (objectif opérationnel depuis 2004) est déduite à la fin du mois de décembre en appliquant les multiplicateurs mensuels observés entre M3 et la base monétaire tout au long de l'année courante, ce qui permet d'établir une relation entre la cible mensuelle estimée de M3 et la cible mensuelle de la base monétaire (utilisée comme variable de contrôle pour le calibrage des opérations de politique monétaire)¹².

¹⁰ Du fait, d'une part, de plusieurs obstacles patents et notamment la pratique des prix administrés et l'absence d'indépendance économique et institutionnelle de l'institut d'émission, et d'autre part, la nécessaire migration d'abord à un régime de change parfaitement flexible, ce qui n'est pas encore techniquement envisageable.

¹¹ - Agrégat M3 (monnaie au sens large): (M2) + épargne logement, épargne projet, épargne investissements et emprunts obligataires.

- Agrégat M2 (monnaie au sens strict): (M1) + quasi-monnaie (dépôts à terme, produits financiers, certificats de dépôts, comptes spéciaux d'épargne, avoirs en devises étrangères ou en dinars convertibles)

- Agrégat M1 (monnaie centrale): (M0) ou monnaie fiduciaire (billets et monnaie en circulation - encaisses des banques - encaisses du trésor) + dépôts à vue (monnaie scripturale)

¹² Néanmoins, les multiplicateurs observés de la base monétaire (et de la base monétaire ajustée) pour l'agrégat M3 ont été, notamment durant les années récentes, plus élevées par rapport aux multiplicateurs projetées sans que les écarts cumulés ne fassent l'objet de corrections mensuelles. De ce fait, les écarts observés entre la cible mensuelle de la base monétaire, estimée à partir de la cible de croissance mensuelle de M3, et les interventions de politique monétaire, ne sont pas résorbées d'un mois à l'autre, d'où la constatation d'écarts cumulatifs croissants entre M3 et sa cible intermédiaire.

En particulier, le schéma en vigueur pour le contrôle de la liquidité bancaire et la projection des opérations de refinancement de la BCT s'effectue sur la base de prévisions des facteurs autonomes de la liquidité avec comme objectif le maintien du taux d'intérêt moyen de court terme du marché monétaire (TMM) dans un corridor de plus ou moins 12 points de base de variabilité seulement.

D'ailleurs, au niveau du cadre institutionnel de contrôle de la liquidité bancaire, le choix des instruments de conduite de la politique monétaire a privilégié les opérations indirectes de réglage fin sous forme d'opérations d'appels d'offre. En effet, et dès lors que l'instrument véritablement opérationnel dont dispose la banque centrale est le volume des liquidités, l'équilibre du marché interbancaire et le contrôle de la masse monétaire s'opèrent par des injections (ou ponctions) quotidiennes de liquidités. Cette gestion des besoins en liquidités permet d'ajuster l'offre à la demande de monnaie centrale sans la variation significative du taux d'intérêt.

Evolution des opérations de politique monétaire

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Appels d'offre	256	196	106	-38	-111	-471	-855
Prises en pension de 1 à 7 jours	-	-	1	4	4	1	1
Pensions de bons de trésor à 3 mois	125	101	-	-	-	-	-
Opérations ponctuelles nettes	7	5	-9	-7	-	-2	-1
Opérations d'open market	12	21	127	208	89	25	25
Pensions livrées	-	-	-	-37	22	29	0
Facilités perm. de dépôts à 24 heures	-	-	-	-	-	-	-23
Facilités perm. de prêts à 24 heures	-	-	-	-	-	-	9
Total des opérations de politique monétaire	400	323	225	130	4	-418	-844

(Données exprimées en termes de moyennes quotidiennes en MDT)

- ✓ Opérations d'open-market: intervention de la BCT sur le marché monétaire sous forme d'achat ou de vente fermes de bons du trésor. Ces transactions sont effectuées soit de gré à gré ou en bourse.
- ✓ Pensions livrées (repo): opérations d'achat avec engagement de revente des valeurs mobilières et des effets de commerce. Les banques peuvent recourir à la pension livrée dans le cadre de l'échange de liquidité sur le marché interbancaire. La référence en matière de négociation des taux de rémunération des titres monétaires est le TMM (taux moyen mensuel du marché monétaire). La BCT n'agit pas sur le marché primaire mais peut agir sur le marché secondaire dans le but de réguler le marché monétaire.
- ✓ Prise en pension de 1 à 7 jours à l'initiative des banques: opérations de pension de bons du trésor à 3 mois ainsi que d'achats ou de ventes fermes de bons du trésor.
- ✓ Facilités permanentes de prêt ou de dépôt à 24 heures: prises à l'initiative des banques et leur permettant de couvrir leurs besoins ou placer leurs excédents temporaires de liquidité.

1.4. Une panoplie d'instruments à l'efficacité limitée suggérant une refonte de la réglementation en vigueur

La réglementation des conditions de banques en Tunisie est régie par la circulaire de la BCT N°91-22 du 17 décembre 1991 ainsi que l'ensemble des circulaires ultérieures qui l'ont modifiée ou complétée et notamment les circulaires aux banques N°96-15 du 29 novembre 1996, N°2001-14 du 26 juillet 2001 et N°2004-02 du 26 mai 2004. En particulier, la libéralisation graduelle des conditions de banque¹³ a abouti à la libre fixation par les banques des taux d'intérêts débiteurs appliqués à toutes les formes de crédit quelle qu'en soit la maturité, majorés des commissions de péréquation de change et de garantie¹⁴. En revanche, la libéralisation partielle des conditions créditrices impose encore de limiter le taux de rémunération de l'épargne (TRE) au taux moyen mensuel du marché monétaire (TMM) minoré de deux points de pourcentage.

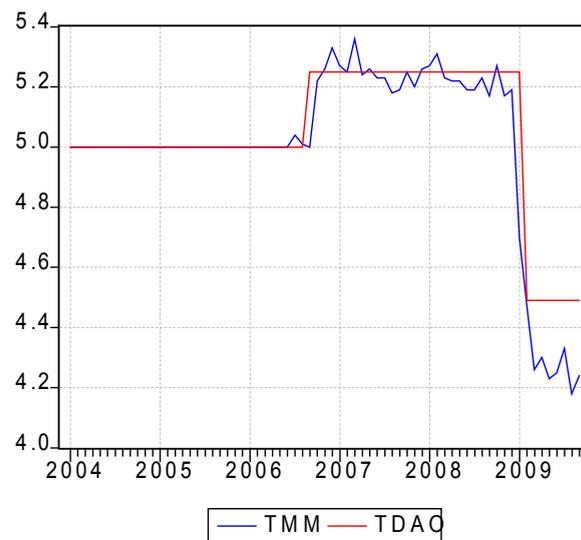
Toutefois, la libéralisation des conditions débitrices et créditrices ainsi que du niveau des commissions ne doivent pas donner lieu à une concurrence déloyale entre les banques tel que cela résulte de la loi N°2001-65 du 10 juillet 2001 relative aux établissements de crédit ainsi que l'ensemble des textes ultérieurs qui l'ont modifiée ou complétée et en particulier la loi N°2006-19 du 2 mai 2006.

Les marges appliquées sur les octrois de crédits bancaires aux entreprises et particuliers sont indexées sur le taux moyen mensuel du marché monétaire (TMM) publié régulièrement par la BCT. Néanmoins, et pour protéger les emprunteurs, le ministère des finances actualise régulièrement la communication par arrêtés spécifiques de la liste des taux d'intérêt excessifs sur toutes les formes et maturités de crédits. Le dernier en date du 13 juillet 2010 stipule par exemple que les crédits à long terme (respectivement à moyen et court terme) doivent être adossés à des taux d'intérêt débiteurs annuels ne dépassant pas un plafond de 7,95% (respectivement 8,11% et 7,83%). Si l'on se réfère au TMM mensuel moyen du mois précédent de juin 2010, de l'ordre de 4,38%, on peut discerner que les marges moyennes pouvant être jugées au plafond des marges excessives se situent à 3,57% pour les crédits de long terme, 3,73% pour les crédits de moyen terme et de 3,45% pour les crédits de court terme, soit un taux moyen de marge excessive de l'ordre de 3,6% toutes maturités confondues.

¹³ La circulaire n°86-42 du 1^{er} décembre 1986 a d'abord introduit un système de libéralisation partielle des taux débiteurs dans une marge de 3% autour du taux du marché monétaire, à l'exception de ceux applicables aux crédits accordés aux activités prioritaires. En revanche, les taux créditeurs à l'exception de ceux ayant trait à la rémunération de la petite épargne (dépôts logés dans les comptes spéciaux d'épargne) et aux dépôts à vue dont la rémunération maximale ne doit pas excéder 2%.

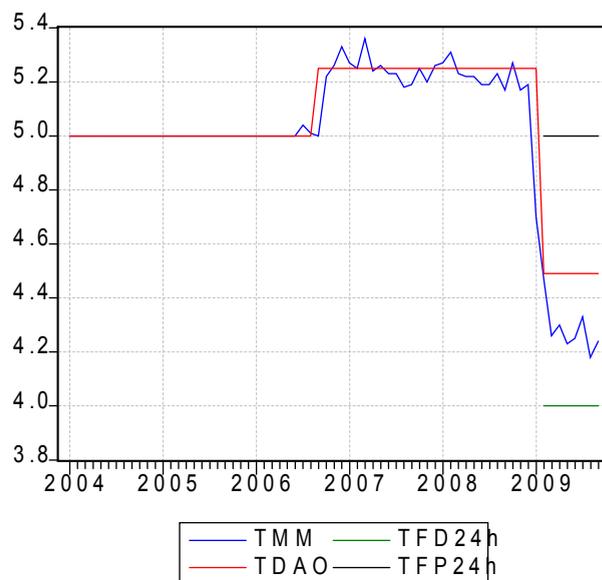
¹⁴ Déjà prévues par la circulaire de la BCT aux banques n° 85-25 du 2 juillet 1985 et la circulaire de la BCT aux banques n°85-26 du 2 juillet 1985 telle que modifiée par la circulaire de la BCT aux banques n°88-27 du 15 novembre 1988.

S'il est communément établi que les marges bancaires financent les coûts de ressources des banques et les commissions couvrent les charges opératoires, alors le coût du financement bancaire des entreprises tunisiennes est directement tributaire du TMM qui répond à la gestion de la liquidité bancaire par la BCT et en particulier à l'évolution du taux d'appel d'offre qui représente le taux directeur de l'institut d'émission (TDAO). Néanmoins, dans la pratique, l'évolution du TMM a été caractérisée par trois tendances : (i) d'abord, une indexation totale sur le taux d'appel d'offre (ou taux directeur de la BCT) fixé auparavant à 5%, (ii) ensuite, une désindexation partielle du taux directeur augmenté à 5,25% et enfin (iii) un début de désindexation totale du taux directeur réduit depuis février 2009 de 75 points de base pour se situer à 4,50%:



En fait, cette désindexation n'est pas seulement liée à la baisse du taux directeur mais surtout à l'introduction à la même période de deux nouveaux instruments du marché monétaire en vertu de la circulaire de la BCT aux établissements de crédit N°2009-07 du 19 février 2009. Il s'agit des facilités permanentes de prêt et de dépôt à 24 heures prises à l'initiative des banques et leur permettant de couvrir leurs besoins ou placer leurs excédents temporaires de liquidité. La facilité de prêt à 24 heures est effectuée contre mise en pension d'effets publics, de créances ou de valeurs sur les entreprises et les particuliers. Elle est assortie d'un taux d'intérêt égal au taux directeur de la BCT majoré d'une marge. Pour ce qui est de la facilité de dépôt, elle est rémunérée à un taux égal aux taux directeur de la BCT minoré d'une marge. Un corridor de 100 points de base est instauré entre le taux facilité de dépôt (TFD 24h), fixé à 4%, et le taux de facilité de prêt (TFP 24h), fixé à 5%.

Aussi, et depuis l'abondant par la BCT du fine tuning en février 2009, on assiste à une convergence du TMM au TFD 24h. De ce fait, et au lieu d'induire une flexibilité à la baisse du TMM, ces nouveaux instruments ont totalement désindexé le TMM du taux directeur de la BCT (taux d'appel d'offre) et l'ont convergé de fait, et progressivement au taux de facilité de dépôt qui reste élevé compte tenu des besoins de financement des entreprises en induisant structurellement des coûts démesurés d'emprunts:

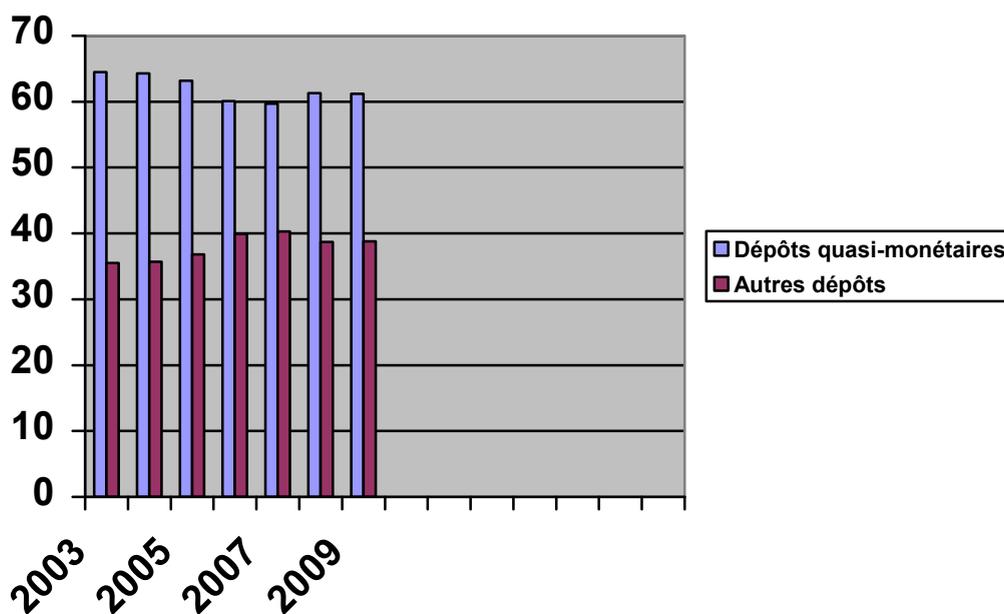


Par ailleurs, les marges bancaires sont aussi imputables aux coûts des ressources liés à la mobilisation des dépôts. C'est ainsi que la lecture de la situation rétrospective par secteur des banques ou des bilans consolidés du système bancaire montre que, bien qu'en accélération, la croissance des crédits à l'économie contraste avec la baisse de la croissance des dépôts bancaires, notamment durant les trois dernières années, ce qui a été à l'origine de la baisse conséquente du multiplicateur du crédit :

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Dépôts monétaires	3919	4265	4721	5422	6271	7000	7743
Dépôts quasi Mon.	10868	12151	13273	14677	16539	19278	21098
Dépôts d'Eng. Ext.	2054	2471	3027	4331	4899	5147	5601
Total Dépôts	16841	18887	21021	24430	27709	31425	34442
(En variation)	(-)	(+2046)	(+2134)	(+3409)	(+3279)	(+3716)	(+3017)
<i>(Taux de croissance)</i>	<i>(-)</i>	<i>(+12,1%)</i>	<i>(+11,2%)</i>	<i>(+16,2%)</i>	<i>(+13,4%)</i>	<i>(+13,4%)</i>	<i>(+9,6%)</i>
Crédits à l'économie	20695	21848	23168	24661	27084	30832	34042
(En variation)	(-)	(+1153)	(+1320)	(+1493)	(+2423)	(+3748)	(+3210)
<i>(Taux de croissance)</i>	<i>(-)</i>	<i>(+5,6%)</i>	<i>(+6,1%)</i>	<i>(+6,4%)</i>	<i>(+9,8%)</i>	<i>(+13,8%)</i>	<i>(+10,4%)</i>
Multip. du crédit	-	1,78	1,62	2,28	1,35	0,99	0,93
Taux de couverture	-	86,4%	90,7%	99,8%	102,3%	101,9%	101,2%

(1) Situation rétrospective annuelle par secteur des banques (chiffres de fin de période: en MDT)

En particulier, la structure des dépôts montre clairement la prépondérance des dépôts quasi-monétaires (dépôts à terme, comptes spéciaux d'épargne ect...) ¹⁵ qui sont à l'origine de coûts de ressources élevés pour les banques dès lors que leur taux de rémunération annuelle moyen a dépassé la moyenne du taux d'intérêt nominal en raison des surenchères qu'ont pratiquées les banques sur les dépôts des institutionnels, ce qui a fortement faussé les conditions de banques, conduit à des fragilisations en matière de mobilisation de la liquidité et induit des pressions sur la rentabilité bancaire:



Le tableau qui suit illustre parfaitement le jeu faussé de la concurrence des banques qui attribuent des rémunérations aux dépôts à termes à des taux généralement supérieurs au taux du marché monétaire :

	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Coûts des dépôts à termes	5,40%	5,10%	5,20%	5,30%	5,30%	4,70%
Taux d'intérêt nominal (TMM en moyenne annuelle)	5,00%	5,00%	5,07%	5,26%	5,19%	4,18%
Ecart	+0,40%	+0,10%	+0,13%	+0,04%	+0,11%	+0,52%

Source: Banque Centrale de Tunisie

1.5. Une taxinomie du coût du crédit bancaire en Tunisie

Le coût exorbitant du crédit bancaire en Tunisie figure comme le principal obstacle de financement. En particulier, les taux d'intérêt en Tunisie sont nettement supérieurs à ceux observés par ailleurs, notamment au Maroc et au sein de l'Union Européenne.

¹⁵ Près de 62% en moyenne contre 38% en moyenne pour les dépôts monétaires et d'engagements extérieurs durant la dernière période.

Evolution comparée du taux d'intérêt nominal (moyenne annuelle) (en%)

	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Tunisie	5,00	5,00	5,07	5,26	5,19	4,18
Maroc	3,22	2,39	2,78	2,58	3,31	2,82
Zone Euro (*)	2,33	2,11	2,18	3,08	4,28	3,16

(*) Eurepo rate (3-month)

Source: Datastream et FMI (IFS YearBook 2010)

De même, au niveau des marges d'intermédiation bancaire, les marges nettes moyennes d'intérêt sur les crédits bancaires (toutes maturités confondues) des principales banques tunisiennes figurent parmi les plus élevées des pays comparateurs de la région MENA :

Marges nettes moyennes d'intérêt

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Tunisie	2,26	2,14	2,16	3,89	2,65	3,10	2,95	2,80
Egypte	1,49	1,49	1,77	1,38	1,12	1,72	2,03	1,95
Jordanie	1,81	1,88	1,82	2,40	2,63	2,76	2,76	2,70

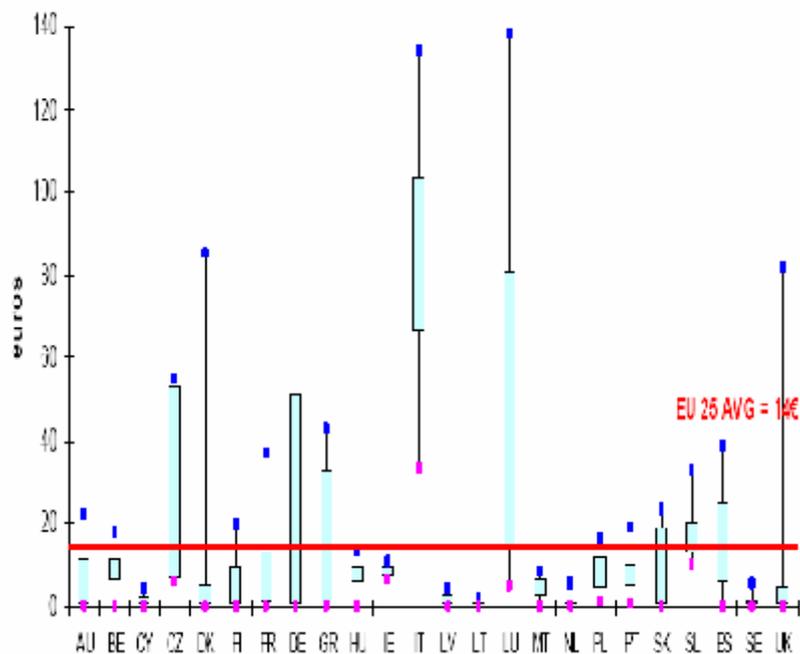
Source : BankScope Database (comparatif consolidé sur les 10 plus grandes banques en termes d'actifs courants)

Alors que les opérateurs bancaires justifient les niveaux des taux d'intérêt et des marges d'intermédiation jugées élevés sur les prêts octroyés par la nécessité de couvrir et financer les coûts de ressources sur les dépôts (collecte, rémunération, exigences prudentielles, réserves obligatoires, coût de refinancement interbancaire ect...), les commissions bancaires prélevées apparaissent injustifiées compte tenu du niveau soutenable des charges opératoires. Un récent rapport de la commission européenne¹⁶ a contribué à établir un référentiel analytique comparé sur les pratiques de concurrence dans le secteur des services bancaires de détail (retail banking) à l'échelle de l'Union Européenne (UE).

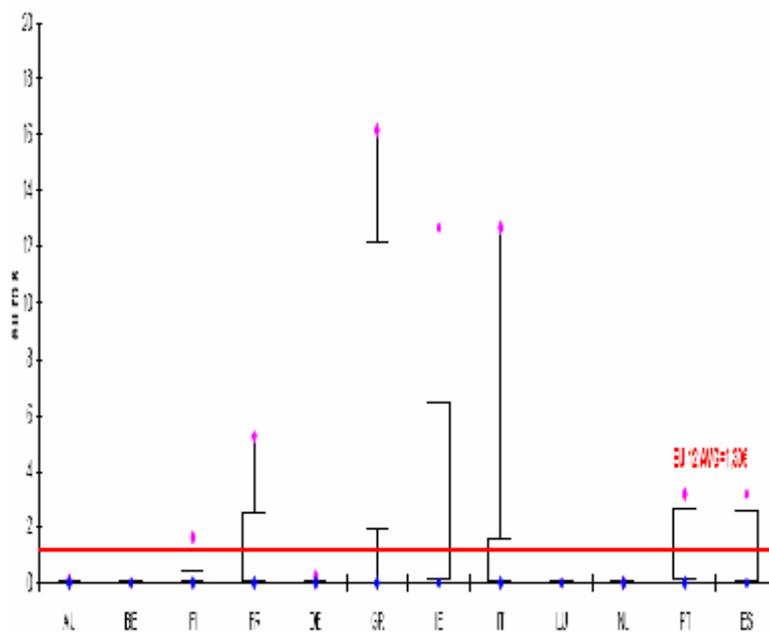
¹⁶ Competition dg-services et financial service & banking, en collaboration avec toutes les instances bancaires européennes, les banques centrales nationales, les centrales de risques, the European Banking Federation et la banque centrale européenne.

L'étude en question s'est en particulier appuyée sur des enquêtes approfondies fournies par l'Eurobarometer surveys qui recensent des sondages d'opinions de clients européens sur la qualité des services bancaires qu'offrent les banques. L'objectif étant de renforcer les règles de concurrence et de transparence des services bancaires à l'échelle de l'UE dans la perspective de mise en place de la zone euro de paiement unique (Single Euro Payment Area, SEPA), conformément aux recommandations du document de stratégie sur les services financiers élaboré à partir du Livre Blanc sur la politique des services financiers à l'échelle de l'UE (White Paper Financial services policy 2005-2010). L'hétérogénéité des commissions bancaires à l'échelle de l'UE est donc un fait stylisé marquant. On constate (i) une variabilité des frais et commissions bancaires de tenue de comptes (account management fees), (ii) une variabilité des commissions sur les opérations de virements qu'il s'agisse des virements émis inter-agences et inter-banques même place ou des virements émis déplacés et enfin (iii) une variabilité des frais de retraits DAB/GAB auprès d'une banque autre que celle du porteur. Ces variabilités estimées par le ratio des revenus bruts bancaires (assiette : client/an) rapportés au nombre total de comptes bancaires (assiette : compte/an) par type d'activités sont présentées comme suit :

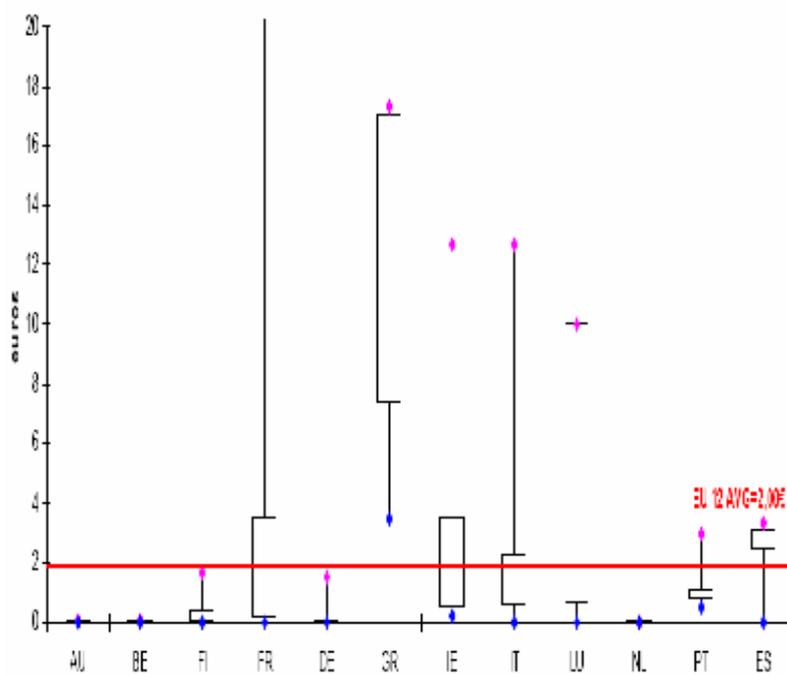
Variabilité des frais et commissions bancaires de tenue de comptes :
(Commission moyenne pondérée dans UE-25 : 14 €)



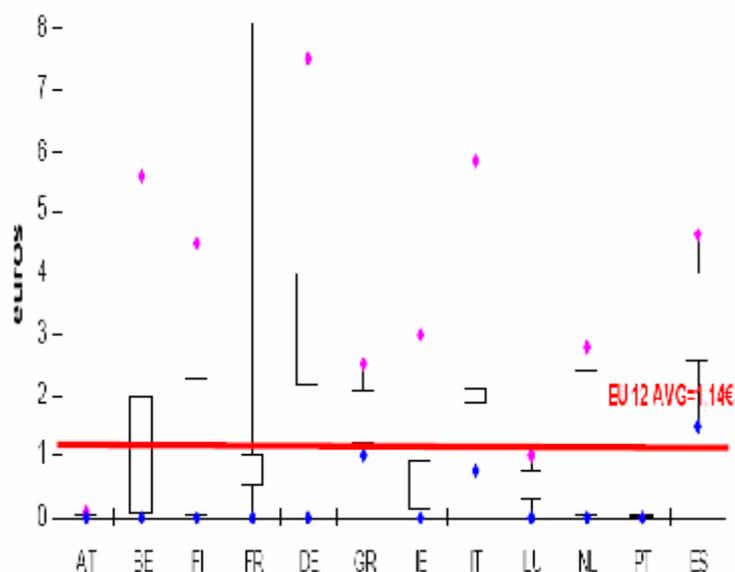
Variabilité des commissions sur les opérations de virements émis inter-agences et inter-banques même place :
 (Commission moyenne pondérée dans la zone euro (12): 1.30 €)



Variabilité des commissions sur les opérations de virements émis déplacés :
 (Commission moyenne pondérée dans la zone euro (12): 2.00 €)



**Variabilité des frais de retraits DAB/GAB auprès
d'une banque autre que celle du porteur :**
(Commission moyenne pondérée dans la zone euro (12): 1.14 €)



La comparaison des données relatives aux commissions prélevées par les banques tunisiennes sur les opérations usuelles par rapport aux standards de la zone euro permet de générer des éléments de positionnement des banques nationales dès lors, qu'exception faite des frais de virement et de retrait, les commissions bancaires pratiquées pour les frais de tenue de comptes s'avèrent nettement plus élevées dans les banques tunisiennes que celles de leurs concurrentes européennes :

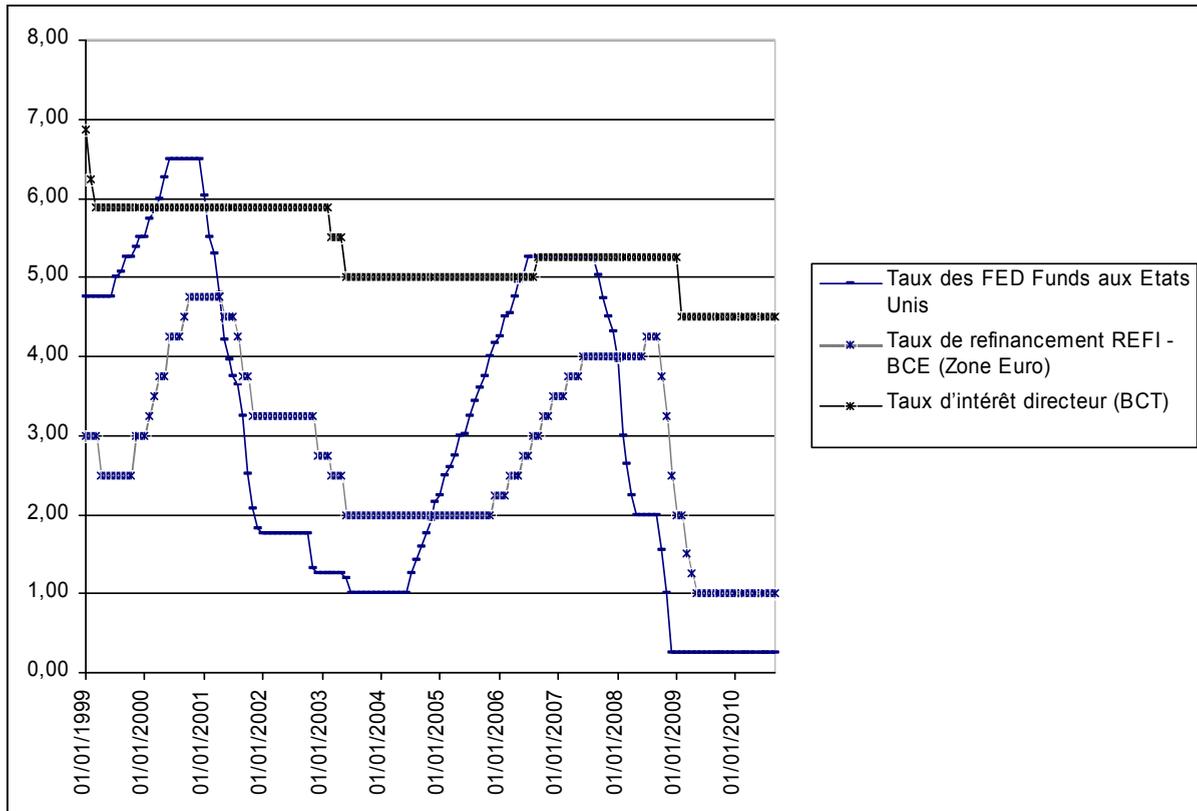
Nature de l'opération retail banking	Assiette	Économie Tunisienne		Zone	Ecart
		Moyenne Arithmétique (1)		Euro (3)	Euro
		DT	Euro (2)	Euro	Euro
Tenue de compte	Compte/An	35,780	19,05	14,00	+5,05
<i>dont :</i>					
		(32,500)	(17,31)		
		(68,900)	(36,69)		
		(5,950)	(3,17)		
Virement émis inter-agences et inter-banques même place	Virement	1,770	0,94	1,30	-0,36
Virement émis déplacé	Virement	2,365	1,26	2,00	-0,74
Frais de retraits DAB/GAB auprès d'une banque autre que celle du porteur	Opération	1,000	0,53	1,14	-0,61

(1) Sur la base d'une grille de tarifications pour 11 banques fournie par l'observatoire des services bancaires, Banque Centrale de Tunisie (2009)

(2) Conversion au taux de change nominal bilatéral du dinar - euro (cours moyen annuel du marché interbancaire de l'euro contre dinar des opérations en compte et de change au comptant)

(3) Commission européenne (Compétition DG-Services et Financial Service & Banking), 2009

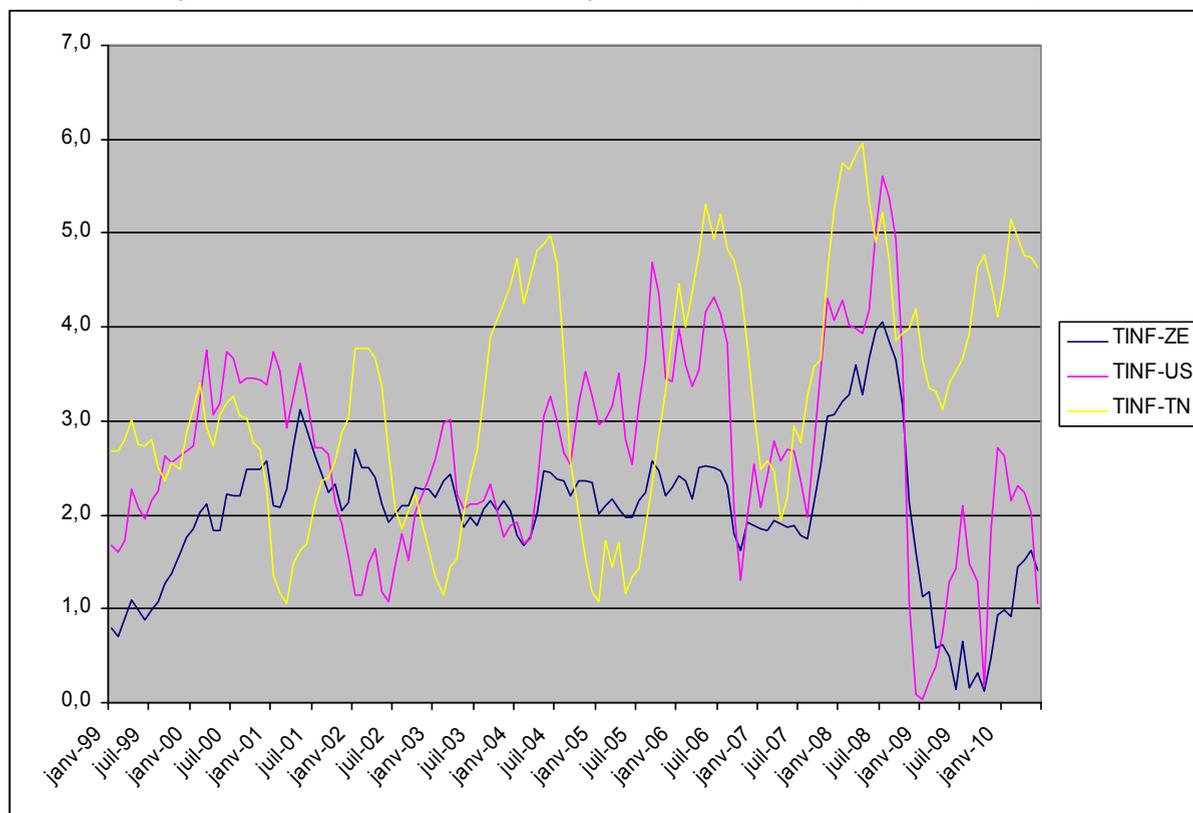
Au niveau des taux directeurs comparés des instituts d'émission, le taux directeur de la BCT (fixé à 4,5%) reste largement disproportionné par rapport à celui de la BCE (taux de refinancement REFI pour la zone euro établi depuis avril 2011 à 1,25% après s'être maintenu depuis mai 2009 à 1%) et accessoirement de la FED (taux directeur effectif ou FED Funds effective rate¹⁷ aux Etats-Unis maintenu depuis décembre 2008 entre 0% et 0,25%) :



Certes, cet écart semble à priori justifié par le décalage d'inflation entre la Tunisie et les autres zones qui n'autorise pas encore de désarmer la politique monétaire par une réduction du taux d'intérêt directeur, ce qui pourrait entraîner des risques de reprise de l'inflation:

¹⁷ Le federal funds rate est l'intérêt que les banques se facturent pour des prêts de un jour (overnight), contrairement au taux d'escompte (discount rate) aux Etats-Unis qui est le taux d'intérêt appliqué par la FED pour les prêts d'urgence aux banques.

Evolution comparée des taux d'inflation : variation mensuelle (en %) en glissement annuel des indices des prix à la consommation (base 100:2005)



Source: Datastream

1.6. Un grippage des canaux de transmission de la politique monétaire

La politique monétaire agit sur les conditions de financement bancaire des entreprises et met en jeu des mécanismes de transmission qui interfèrent avec leurs décisions d'investissement et conditionnent leur rentabilité. En Tunisie, les canaux monétaires (crédits bancaires et taux de change effectif nominal) sont les principaux canaux de transmission de la politique monétaire. En revanche, et en raison des délais et retards de transmission de la politique monétaire sur l'inflation, le canal du taux d'intérêt apparaît faiblement significatif.

En fait, un accroissement du taux d'intérêt (resserrement de la politique monétaire) réduit temporairement l'inflation. Néanmoins, l'amplitude de la réaction des prix est faible en Tunisie et de court terme. Ce résultat fondamental dénote de la difficulté actuelle à utiliser le taux d'intérêt comme objectif opérationnel. D'ailleurs, l'amplitude de la réaction des prix au taux d'intérêt est beaucoup plus faible que celle induite par un choc monétaire (crédits bancaires ou taux de change effectif nominal).

En particulier, bien que la BCT entreprend d'agir sur le taux d'intérêt nominal de court terme (ou taux du marché monétaire) en fixant son taux directeur ou taux de ses appels d'offre (en fonction du niveau de la liquidité bancaire), le taux d'intérêt pertinent qui mérite d'être analysé est plutôt le taux d'intérêt réel à long terme, qui représente en fait le coût réel des emprunts en cas de financement des investissements par concours bancaire. Or, dans ce cadre, il subsiste une incohérence entre la conduite actuelle de la politique monétaire et les attentes des entreprises tunisiennes. Une baisse du taux d'intérêt place l'économie dans une situation de trappe à liquidité du fait que les opérateurs n'arbitrent plus entre monnaie et titres si bien qu'une augmentation de l'offre de monnaie (injection de monnaie) est sans effet sur l'activité. Dans des situations de crise (de déflation), où un taux d'intérêt réel proche de zéro serait utile, ce taux ne peut être obtenu. Ceci suggère d'avoir une cible d'inflation positive.

En réalité, il n'existe pas un seul taux d'intérêt mais une panoplie dont chacun correspond à une durée (une maturité) et une catégorie d'emprunteurs déterminés. La séquence des taux servis aux différents horizons constitue la courbe des taux, dont on ne dispose pas encore au sein du système bancaire, faisant en sorte que l'intervention de la BCT à l'extrémité courte de la courbe, en fixant le taux de référence des opérations au jour le jour (taux directeur) s'avère sans effet sur les taux débiteurs auxquels sont calculés les emprunts. Dans de telles circonstances, débloquent le canal du taux d'intérêt impose la mise en œuvre de mesures et dispositifs non conventionnels.

II. Les stratégies de sorties initiées dans la situation actuelle: une nouvelle génération de mesures

Au niveau des politiques monétaire et de financement bancaire, les manifestations de la situation économique dans la phase de post-révolution de janvier 2011 en Tunisie se sont caractérisées essentiellement par une progression de la masse monétaire de l'ordre de 2,9% en moyenne au cours du premier trimestre contre 1,6% pour la même période de l'an passé. En conséquence, une légère reprise de l'inflation a été enregistrée au cours du mois d'avril 2011 contre une stationarité autour de 3% en glissement annuel au cours du trimestre précédent.

Ces effets résultent directement des récentes réductions du taux de la réserve obligatoire, la première, en février 2011, de l'ordre de 2,5 points de pourcentage sur l'encours des dépôts à vue et de 0.5 point sur l'encours des certificats de dépôts et des autres dépôts soumis à la réserve obligatoire, et la seconde, en mars 2011, de 5 points de pourcentage sur l'encours des dépôts à vue, passant globalement de 12,5% à un taux de 5%. Outre les autres opérations habituelles de refinancement bancaire et d'injections massives de liquidité sur le marché monétaire à travers les mécanismes hebdomadaires d'appel d'offre de la BCT qui ont déjà atteint une enveloppe de 1.790 MDT en moyenne sur le marché monétaire durant les deux premiers mois de 2011, la première mesure de baisse du taux de la réserve obligatoire a permis de fournir une liquidité supplémentaire au système bancaire pour environ 360 MDT. En conséquence, la dynamique de baisse du taux d'intérêt interbancaire moyen s'est poursuivie en passant de 4,65% au cours du mois de février à 4,56% en mars et 4,44% en avril 2011.

En revanche, la croissance du volume des concours à l'économie, de l'ordre de 3,7% au cours du premier trimestre 2011 a été inférieure à celle enregistrée pour la même période (3,9%) une année auparavant. En fait, la liquidité additionnelle a jusque là permis de contourner les risques d'affaiblissement des capacités du secteur financier, en raison de l'augmentation des impayés sur les crédits octroyés aux entreprises et aux particuliers et de l'accroissement des besoins des banques pour en constituer les provisions.

La question fondamentale étant donc de savoir si le soutien des banques par la BCT en leur assurant la fourniture en liquidité sera-t-il suffisant pour le financement des entreprises en crédits d'investissement et en fonds de trésorerie ? A cette question, il semblerait que la nouvelle baisse du taux de la réserve obligatoire de 5% à son niveau théorique plancher de 2% décidée au mois de mai 2011 tout en maintenant inchangé le taux d'intérêt directeur de la BCT contribuerait à la baisse additionnelle du taux d'intérêt interbancaire moyen et le ferait converger de plus en plus vers le taux de la facilité de dépôt, ce qui permettrait d'accroître les concours à l'économie.

III. Les leçons de la crise financière internationale pour les politiques monétaires et les nouveaux rôles des banques centrales

La crise économique et financière internationale a livré plusieurs enseignements en matière des nouveaux rôles des banques centrales, et en particulier l'articulation entre la conduite de la politique monétaire et la stabilité financière. Bien que l'essence même des banques centrales modernes est leur indépendance opérationnelle, il est légitime de se demander comment celle-ci pourrait être affectée ou influencée par la recherche d'une plus grande stabilité financière.

Avant la crise, la plupart des modèles macroéconomiques avaient tendance à représenter les mécanismes de transmission au travers d'un effet de substitution simple en vertu duquel les modifications des taux directeurs induiraient des modifications des dépenses au fil du temps. La monnaie et les institutions financières ne jouaient pratiquement aucun rôle dans ce mécanisme, le crédit étant implicitement supposé réagir uniquement aux variations des taux d'intérêt. C'est essentiellement en raison des dysfonctionnements des marchés du crédit que les banques centrales se sont engagées dans des opérations exceptionnelles de fourniture de liquidités, d'assouplissement du crédit (credit easing) et d'achats d'actifs.

III.1. Les nouvelles orientations: passage au crible

En réponse à la crise financière internationale, le G20 a enclenché des projets de réformes multilatérales de l'architecture financière et une nouvelle assise de régulation de la finance globale. Lors du premier sommet du 15 Novembre 2008 à Washington, un plan d'actions pour la mise en œuvre des principes de réforme a été adopté, avec, en particulier une refonte des mesures de politiques monétaires menées par les banques centrales. Le second sommet du G20 en avril 2009 à Londres a permis d'entériner une déclaration sur le renforcement du système financier avec une officialisation des options retenues à Washington. Une batterie de mesures a été adoptée dont, en particulier, la réforme des modes de supervision bancaire fondée non plus, seulement, sur l'adéquation des fonds propres en fonction du risque de solvabilité, mais aussi, désormais, en référence au risque de liquidité et à la concentration des risques de contrepartie.

Le troisième sommet du G20 à Pittsburgh en septembre 2009 a produit une feuille de route non seulement centrée sur les aspects microéconomiques de la crise mais aussi sur la dimension macroéconomique avec l'intégration du contrôle macroprudentiel des banques. Le sommet du G20 à Toronto en juin 2010, a permis de déclarer l'impératif de renforcement de la surveillance prudentielle, en améliorant notamment la gestion du risque.

Le sommet du G20 en Corée du Sud en Novembre 2010¹⁸, qui s'est inscrit en prolongement des quatre derniers sommets, a livré un (i) plan d'inclusion financière et un cadre de finance flexible pour les petites et moyennes entreprises, ce qui contribuera à améliorer significativement leurs accès aux services financiers, (ii) un renforcement des cadres de politiques macro-prudentielles, (iii) la mise en place de lignes directrices afin d'augmenter la flexibilité des taux de change pour refléter les fondamentaux économiques sous-jacents et s'abstenir des dévaluations (dépréciations) compétitives des monnaies et (iv) l'approbation du projet des nouvelles réglementations bancaires de Bâle.III, qui doivent entrer pleinement en vigueur d'ici janvier 2019, et qui englobent des normes strictes en matière de capitalisation, de liquidités et d'évaluation des risques.

III.2. Quelles leçons de la crise pour les politiques monétaires ?

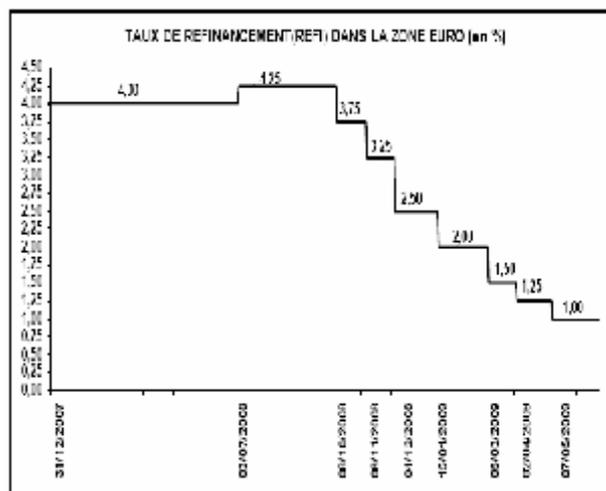
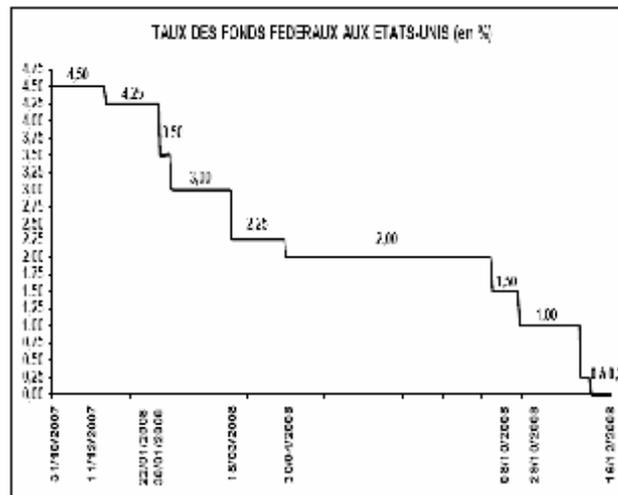
Face aux multiples facteurs de vulnérabilités des systèmes bancaires et, en particulier de leurs modèles de gouvernance, révélées par suite de la crise financière internationale, il est devenu impératif d'élargir les objectifs de la politique monétaire pour y inclure explicitement la stabilité financière et notamment macroprudentielle ainsi que la stabilisation des prix des actifs, d'intensifier les efforts de renforcement de la supervision microprudentielle et de prioriser la gestion des risques systémiques.

III.2.1. Les nouvelles modulations des politiques monétaires: les politiques monétaires non conventionnelles

La crise financière a induit de nouvelles orientations dans les cadres de gestion de la politique monétaire en vue d'une réactivité efficace contre les risques de ralentissement de l'activité économique et de trappe de la déflation¹⁹, ce qui impose une réorientation inévitable des cadres de gestion monétaire et financière et le recours à des mécanismes jugés non conventionnels. Dans le même temps, la modération des risques d'inflation a offert la possibilité de relâcher et d'assouplir la politique monétaire par une réduction sans précédent des taux d'intérêt directeurs :

¹⁸ Les prochains sommets du G20 auront lieu en France en Novembre 2011 et au Mexique en 2012.

¹⁹ La trappe de la déflation signifie en substance une baisse des prix ne générant pas une reprise de la consommation. Ce concept est à opposer à celui de la stagflation (croissance faible, voire une récession, associée à une inflation élevée), la désinflation (ralentissement du rythme de la hausse des prix) et à la pure déflation (baisse généralisée et durable des prix).



Les banques centrales ont aussi mis en œuvre des mesures non conventionnelles dès lors que les canaux traditionnels de la politique monétaire sont temporairement ou transitoirement bloqués ou grippés comme en période de crise. Deux grandes catégories de mesures non conventionnelles ont été privilégiées:

- La politique du « quantitative easing » (assouplissement ou détente quantitative), qui consiste à augmenter massivement la quantité de monnaie en circulation. Cette mesure vise en particulier à contourner l'obstacle du blocage des taux d'intérêt;
- La politique du « credit easing » (assouplissement des conditions de crédit) qui consiste à débloquent les marchés de crédit en élargissant la gamme des crédits accordés à l'économie et en achetant directement des titres sur ces marchés.

En plus des opérations exceptionnelles de réglage fin, les banques centrales ont donc introduit des modifications techniques en créant de nouveaux moyens d'interventions sur les marchés interbancaires et de la dette. L'on pourrait résumer les mesures non conventionnelles des banques centrales autour de quatre directions principales:

- un allongement des maturités auxquelles les banques centrales allouent des liquidités.
- un élargissement de la gamme des titres acceptés en garanties.
- un élargissement des bénéficiaires des facilités de prêt, notamment les banques d'investissement;
- enfin, une plus grande coordination entre les banques centrales qui, outre la signature d'accords de swap entre elles, ont publié des communiqués communs destinés à rassurer les marchés sur la fourniture de liquidité.

Le tableau suivant retrace quelques actions et modalités d'intervention des politiques monétaires conduites par les banques centrales:

Banques Centrales	Conduite de la politique monétaire			Autres interventions sur les marchés interbancaires et de la dette
	Mesures de réglage fin (fine tuning)		Autres	
	Mesures directes	Mesures indirectes		
Banque Centrale Européenne (BCE)	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Hausse du taux d'intérêt directeur de 50 Pb ramené à 4% à la fin de l'année 2007 ✓ Suivie en 2008 d'une baisse globale du taux directeur de 150 Pb ramené à 2,5% à la fin de cette même année ✓ Lors du conseil des gouverneurs du 15 janvier 2009, la BCE a de nouveau baissé ses taux d'intérêt de 50 points de base pour s'établir à 2% ✓ Suivie en mars 2009 d'une nouvelle baisse de 50 Pb, soit 1,5% ✓ Puis en début d'avril 2009 de 25 Pb, soit 1,25% ✓ Depuis mai 2009 de 25 Pb pour s'établir à 1% ✓ A partir d'avril 2011, rétablissement au taux de 1,25% 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Injections de liquidité et recapitalisation d'actifs bancaires par octrois de prêts portant intérêt à taux fixe aux établissements de crédit ✓ Appels d'offre en dollar ✓ Dépôts à court terme ou bons de la banque centrale 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Eurosysteme des banques centrales nationales : projet de directive pour le relèvement commun du taux de réserve obligatoire et des seuils nationaux de garantie des dépôts bancaires ✓ Projet de directive assorti d'un mécanisme transitoire de refinancement des banques en difficulté 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Elargissement de la gamme des sûretés éligibles ✓ Opérations et lignes de swaps de devises entre banques centrales ✓ Financement, achat ou acceptation comme sûretés des ABS (Asset Backed Securities)
Réserve Fédérale (FED)	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Baisse concertée du taux d'intérêt directeur (ou taux des fonds fédéraux) de 100 Pb ramené à 4,25% à la fin de l'année 2007 ✓ Accentuée en 2008 par une baisse globale du taux directeur de 325 Pb ramené à 1% à fin octobre 2008 ✓ Instauration depuis décembre 2008 d'une marge de 0% à 0,25% 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Recapitalisation d'actifs bancaires ✓ Financements directs d'entreprises non financières par souscription de billets de trésorerie émis à une maturité courte de 3 mois ✓ Rémunération des réserves ✓ Augmentation des dépôts du trésor 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Monétisation de billets de trésorerie 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Elargissement de la gamme des sûretés éligibles ✓ Elargissement de la liste des contreparties éligibles ✓ Opérations et lignes de swaps de devises entre banques centrales ✓ Modification de la facilité d'escompte par la réduction du taux, le rallongement de la durée et l'admission des courtiers principaux comme contreparties (Primary Dealer Credit Facility) ✓ Financement, achat ou acceptation comme sûretés des ABS (Asset Backed Securities) ✓ Achat de titres publics du trésor et des agences fédérales de financement hypothécaire (obligations et MBS - Mortgage Backed Securities)

Banque du Japon (BoJ)	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Hausse du taux d'intérêt directeur de 25 Pb ramené à 0,5% ✓ Suivie en 2008 d'une baisse ponctuelle du taux directeur de 20 Pb ramené à 0,3% ✓ Une baisse supplémentaire de 20 points de base, pour instaurer depuis décembre 2008 d'une marge de 0% à 0,1% 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Recapitalisation d'actifs bancaires ✓ Rémunération des réserves excédentaires (Complementary Deposit Facility) ✓ Dépôts à court terme ou bons de la banque centrale 		<ul style="list-style-type: none"> ✓ Elargissement de la gamme des sûretés éligibles ✓ Elargissement de la liste des contreparties éligibles ✓ Opérations et lignes de swaps de devises entre banques centrales ✓ Achat d'obligations d'Etat
-----------------------	--	---	--	--

Source: Auteur à partir de données nationales et BRI, 79^{eme} et 80^{eme} Rapports Annuels, 2009-2010

Néanmoins, et en dépit de leur caractère innovant, les politiques d'assouplissement du crédit (credit easing), tout en se traduisant par un gonflement des bilans des banques centrales, dans un environnement de taux zéro, n'ont pas réussi à stimuler suffisamment l'activité du crédit bancaire et les autorités se sont trouvées en situation de trappe à liquidité. C'est dans ce cadre, en particulier, que la FED s'est lancée en novembre 2010 dans un vaste programme d'assouplissement quantitatif de seconde génération (quantitative easing 2) qui prévoit le rachat de 600 milliards de \$ d'obligations du trésor américain jusqu'à la fin du deuxième trimestre 2011, au rythme de 75 milliards de \$ supplémentaires par mois. Face à des taux d'intérêt nominaux faibles voire nuls, ce deuxième cycle de détente monétaire a pour principal objectif de maintenir les taux d'intérêt réels de long terme à des niveaux bas en augmentant les anticipations d'inflation, ce qui favorisera l'achat d'actions et permettra, par un effet de richesse, de redémarrer la consommation et donc d'éviter les risques éminemment contreproductifs de la déflation.

III.2.2. La réorientation macroprudentielle de la réglementation des banques

Le thème de la réorientation macroprudentielle de la réglementation des banques figure comme la principale novation en la matière. En réaction au risque de procyclicité du crédit, l'adoption d'un cadre macroprudentiel permettrait en effet d'intégrer le risque systémique, la cyclicité macroéconomique et les scénarios de fragilisation ou de vulnérabilité financière (détresse financière) dans les exigences microéconomiques en capitaux propres. Mais aussi, la réorientation macroprudentielle de la politique de stabilité financière faciliterait l'évaluation du risque systémique adossé à l'évolution globale du cycle des affaires et générerait un provisionnement dynamique des encours bancaires²⁰.

Dans ce contexte, la réforme Bâle II et l'adoption des normes comptables (IFRS, International Financial Reporting Standards) pour les entreprises cotées sont souvent critiquées dès lors qu'elles favorisent les comportements procycliques, amplifiant par la même les cycles économiques. Le scénario est le suivant : avec les normes IFRS, l'évaluation des actifs à la juste valeur (fair value) se fait sur la base d'une valeur de marché estimée selon la méthode mark to market qui consiste à comparer quotidiennement le cours de compensation du jour avec le cours auquel ils ont été négociés. Dès lors, la dette des acquéreurs d'actifs va paraître faible puisqu'elle est garantie, en collatéral, par des actifs dont la valeur croît plus vite que la dette. Les banquiers ne perçoivent donc pas le risque puisqu'ils prennent pour indicateurs les valeurs de marché.

²⁰ La combinaison des dimensions macroéconomiques et macroprudentielle de l'objectif de stabilité financière revient à intégrer explicitement la question de la stabilité financière parmi les objectifs poursuivis par les banques centrales

La lutte contre le biais procyclique des banques et des marchés financiers est ainsi un moyen de réduire les risques systémiques. Sur le plan des instruments de régulation macroprudentielle, il s'agit aussi de mettre en place des procédures de détection, de mesure et de lutte contre les risques systémiques. L'introduction de nouveaux indicateurs macroprudentiels dans le calcul des ratios bancaires consiste à adopter par exemple les déviations cumulées vis-à-vis du trend de croissance, le ratio crédits privés/PIB ou les bulles sur les prix d'actifs. Une autre approche concerne le provisionnement dynamique (ou sélectif) en fonction des variations, et non pas des niveaux, d'encours ou de capitaux propres ou en fonction de la position de l'économie dans le cycle²¹. A titre de comparaison, les tableaux suivants retracent les deux volets, microéconomique et macroéconomique, de la supervision prudentielle:

²¹ L'un des instruments proposé par la Banque de France notamment consiste à la mise en œuvre d'un système de provisionnement dynamique ou pré-provisionnement dans les banques afin de conduire un lissage des provisions sur la durée du cycle économique. Ce système permettrait aux banques de calculer leurs provisions sur les pertes attendues sur toute la durée du cycle, ce qui réduirait la procyclicité des comportements bancaires.

	Perspective micro-prudentielle	Perspective macro-prudentielle
Objectif premier	Limiter les épisodes de détresse des institutions financières considérées individuellement.	Limiter les épisodes de crise affectant l'ensemble du système financier.
Modalité	Repérer les risques des institutions financières en fonction du risque à un moment donné.	Anticiper le profil temporel du risque commun à un grand nombre d'institutions financières.
Objectif ultime	Protection du consommateur (déposant/investisseur).	Éviter les coûts d'une crise financière en terme de perte de croissance et implication budgétaire.
Type de risqué	Choc exogène souvent idiosyncrasique révélant des faiblesses de la gestion individuelle du risque.	Processus endogène: les interactions entre agents (mimétisme) et leur comportement procyclique amplifient les déséquilibres et entraînent une crise financière.
Type de modèle de référence pour la supervision	Équilibre partiel, modèle typique de gestion de portefeuille	Équilibre général, prise en compte des interdépendances entre institutions et corrélations entre risques et marchés
Calibrage des contrôles prudentiels	En termes de risque individuel en fonction de chocs le plus souvent idiosyncrasiques. Approche ascendante : du micro au macro. Modèles de panique bancaire	En fonction du risque de crise systématique que fait courir une institution financière. Approche descendante: du macro au micro. Modèle d'instabilité financière
Théorisation/Formalisation		
Références historiques	Herstdt (1974), BCCI (1990), Barings (1994).	Crises latino-américaines des années 80 Crises bancaires des pays nordiques au début des années 1990. Crises du Sud-Est asiatique (1997-1998). Crise japonaise (1993-2003).

Indicateurs macro-prudentiels

Indicateurs micro-prudentiels agrégés		Indicateurs macroéconomiques
Niveau des fonds propres	Liquidité	Croissance économique
Coefficients de fonds propres globaux	Crédit de la banque centrale aux institutions financières	Taux de croissance globaux
Distribution de fréquences des coefficients de fonds propres	Dépôts en proportion des agrégats monétaires	Crises sectorielles
Qualité des actifs	Segmentation des taux interbancaires	Balance des paiements
Institutions de crédit	Ratio prêts/dépôts	Déficit des transactions courantes
Concentration sectorielle du crédit	Structure des échéances des actifs et des passifs	Niveau des réserves en devises
Prêts libellés en devises	Mesures de la liquidité du marché secondaire	Dette extérieure (y compris la structure des échéances)
Créances improductives et provisions	Sensibilité au risque de marché	Termes de l'échange
Prêts à des entités du secteur public	Risque de change	Composition et échéances des flux de capitaux
Profil de risque des actifs	Risque de taux d'intérêt	Inflation
Prêts liés	Risque de prix des actions	Volatilité de l'inflation
Coefficients d'endettement	Risque de prix des produits de base	Taux d'intérêt et de change
Emprunteurs	Indicateurs fondés sur le marché	Volatilité des taux d'intérêt et de change
Ratios dette/fonds propres	Prix du marché des instruments financiers	Niveau des taux d'intérêt réels intérieurs
Rentabilité des entreprises	Indicateurs des excès de rendement	Soutenabilité du taux de change
Autres indicateurs de la situation des entreprises	Notation du crédit	Garanties de taux de change
Endettement des ménages	Écarts de rendement des dettes publiques	Montée en flèche des prêts et du prix des actifs
Qualité de la gestion		Montée en flèche des prêts
Ratio des dépenses		Montée en flèche du prix des actifs
Bénéfices par employé		Effets de contagion
Augmentation du nombre d'institutions financières		Corrélation des marchés financiers
Bénéfices et rentabilité		Transmission par le commerce extérieur
Rendement des actifs		Autres facteurs
Rendement du capital		Crédits et investissements dirigés
Rapport revenu/dépenses		Recours de l'État au système bancaire
Indicateurs de la rentabilité structurelle		Arriérés de paiements dans l'économie

III.2.3. La stabilité financière et la stabilisation des prix des actifs

Dans cette période de post-crise financière globale, toutes les réformes engagées, notamment au niveau multilatéral, pour la rénovation de l'architecture financière internationale, demeurent profondément contraintes par des aspects factuels liés aux déséquilibres globaux des balances de paiements à des échelles régionales, à la recrudescence de zones monétaires non optimales, à la faiblesse voire l'absence d'un schéma parfaitement coordonné des politiques monétaires et de change et à des volatilités accrues des taux de change des principales devises clés, si bien que le retour à l'usage du levier d'endettement se révèle comme le principal instrument de sortie des mesures non conventionnelles jusque là adoptées par les principales banques centrales.

En conséquence, les modulations suggérées au niveau de la conduite des politiques monétaires devront nécessairement prendre en compte la probable reprise des tensions inflationnistes à l'échelle des économies industrialisées, et d'ailleurs les clivages actuels de positions porteraient sur l'usage sinon la tolérance d'une inflation plus forte comme moyen d'alléger le gonflement des actifs des banques centrales du fait de l'ampleur des mesures non conventionnelles de politiques monétaires entreprises depuis plus de deux ans. A ce titre, les contrastes de positions entre la FED d'une part et la BCE de l'autre sont marquants.

Parallèlement, la focalisation des banques centrales sur le seul objectif de stabilité des prix et de contrôle de l'inflation n'exempte pas les économies de la récurrence de crises financières, ce qui implique d'introduire la stabilité financière et la stabilisation des prix des actifs et du crédit dans les objectifs poursuivis par les banques centrales. C'est ainsi que le champ d'actions des banques centrales devrait donc être élargi aux responsabilités de la stabilité du système financier dans sa globalité, en identifiant les vulnérabilités des structures de supervision et en détectant de manière précoce et avancée les facteurs de fragilisation des marchés financiers.

Ces interdépendances sont en effet essentielles pour la maîtrise des mécanismes de transmission de la politique monétaire ainsi que des interactions entre les cycles économiques et financiers. Mais bien que les missions des banques centrales doivent inclure la stabilité financière en plus de la stabilité monétaire, ce qui implique de mettre fin au principe de séparation, ces deux objectifs entretiennent des relations complexes, à double sens et parfois opposées.

III.3. La supervision microprudentielle et les nouvelles règles de Bâle.3 pour un contrôle bancaire efficace

Les principales orientations stratégiques et recommandations en matière de réformes des mécanismes de supervision microprudentielle pour les banques concernent essentiellement la (i) mise en œuvre de dispositifs rigoureux de gestion du risque de liquidité, (ii) le renforcement de la surveillance des risques, (iii) une réforme des techniques de valorisation des actifs financiers et (iv) de meilleures pratiques en matière de gestion de scénarii de crises, au travers notamment d'informations pertinentes des engagements hors bilan des banques.

En particulier, le sommet du G20 à Séoul en novembre 2010 a entériné le projet des nouvelles réglementations bancaires de Bâle.3, qui doivent entrer pleinement en vigueur d'ici janvier 2019, et qui englobent des normes strictes en matière de capitalisation, de liquidités et d'évaluation des risques. Les principales novations en la matière consistent en l'adossement à la règle des fonds propres durs d'un matelas de précaution (capital conservation buffer) et d'un matelas contracyclique (countercyclical buffer), permettant aux banquiers centraux et autorités de régulation de renforcer la surveillance prudentielle et la gestion proactive du risque, et asseoir une capacité de résistance des banques à des crises systémiques de grande ampleur sans le soutien des budgets étatiques:

Principaux axes de passage de Bâle.II à Bâle.III

	Bâle.II	Bâle.III
Minimum Common Equity Ratio	2.00%	4.50%
Minimum Tier 1 Ratio	4.00%	6.00%
Minimum Core Tier 1 Ratio	2.00%	4.50%
Capital Conservation Buffer	--	2.50%
Countercyclical Buffer Range	--	%0-%2.5
Capital for Systemically Important Banks	--	--

Il est à noter que ces réformes entreront progressivement en vigueur selon le chronogramme de transition suivant:

Basel. III Transition Periods										
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	1 Jan 2019	
Minimum Common Equity Capital Ratio			3,5	4	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	
Capital Conservation Buffer						0,625	1,25	1,875	2,5	
Minimum Common Equity + Conservation Buffer			3,5	4	4,5	5,125	5,75	6,375	7	
Phase-in of deductions from common equity (including amounts exceeding the limit for DTAs, MSRs and financials)				20	40	60	80	100	100	
Minimum Tier 1 Capital			4,5	5,5	6	6	6	6	6	
Minimum Total Capital			8	8	8	8	8	8	8	
Minimum Total Capital + Conservation Buffer			8	8	8	8,625	9,25	9,875	10,5	
Capital Instruments that no longer qualify as non-core Tier 1 or Tier 2 Capital			Phased out over 10 year beginning							
			90	80	70	60	50	40	30	
Tier-1 Leverage Ratio	Supervisory monitoring		Parallel run 1 Jan 2013 - 1 Jan 2017 Disclosure starts 1 Jan 2015				Final adjustments	Migration to pillar 1		
Liquidity Coverage Ratio	Observation period begins			Introduce minimum standard						
Net Stable Funding Ratio	Observation period begins							Introduce minimum standard		

III.4. Les stratégies de ciblage de l'inflation : quelles perspectives dans l'après crise ?

Le champ de conduite des politiques monétaires à l'échelle internationale a nettement contribué à démontrer la baisse notable du différentiel d'inflation entre les économies pratiquant le ciblage et les autres. En la matière, nombre d'idées dominantes ont été balayées par la crise. Tel est le cas de l'hypothèse selon laquelle la politique monétaire ne devrait s'occuper que de la volatilité et du niveau de l'inflation. Aussi, de nouvelles orientations suggèrent aux banques centrales d'accepter, voire même de cibler, des taux d'inflation allant au delà des objectifs de 2%, et de combiner de façon plus étroite la politique monétaire et la politique prudentielle dans le sens d'une politique monétaire plus contracyclique qu'elle ne l'a été. La politique monétaire pourrait de ce fait devenir plus attentive au financement de la croissance faute de dispositifs prudentiels permettant de maîtriser les spill overs du crédit vers les marchés d'actifs.

Plus particulièrement, alors que les économies s'étant dotées de mécanismes de ciblage formel les ont définis en fonction des taux d'inflation, la question récurrente est de savoir s'il faut plutôt cibler le niveau des prix. Une cible formulée par rapport au niveau des prix présente en effet plusieurs avantages dont (i) la réduction l'incertitude au sujet du niveau auquel s'établiront les prix à des horizons de prévision éloignés, et (ii) une variabilité moindre de la production.

IV. Pistes de réformes proposées en Tunisie: un programme exécutif

IV.1. Remodelage et réorientations des instruments de la politique monétaire

Il faut d'abord souligner qu'à la date de finalisation de ce rapport, le plan progressif de baisse graduelle du taux de la réserve obligatoire a été parachevé puisque la décision prise lors du dernier conseil d'administration de la BCT de mai 2011 l'a ramené à son niveau plancher de 2%. Néanmoins, l'impact attendu de cette mesure en matière d'élargissement des possibilités d'intervention et de concours du système bancaire dans le financement des entreprises dépendra de l'assainissement financier des banques puisque, comme nous l'avons auparavant souligné, l'essentiel de la liquidité additionnelle semble plutôt canalisé vers le provisionnement des créances. Un remodelage d'accompagnement et de nouvelles orientations en matière d'instruments de conduite de la politique monétaire sont donc nécessaires. Les recommandations suivantes peuvent s'avérer utiles :

- ✓ Elargir le corridor entre les taux de facilités de dépôts et de prêts de 50 points de base contre 100 points de base actuellement, ce qui permettrait implicitement de réduire le Taux du Marché Monétaire (TMM).
- ✓ Par conséquent, prévoir à moyen terme une réduction directe du taux directeur de la BCT (taux d'appel d'offre) de 50 points de base.

- ✓ Mise en place de lignes de financement spécialisées à des conditions de banque appropriées, à l'égard des lignes de crédits étrangères, au profit des entreprises résidentes opérant dans les zones de développement régional prioritaires.
- ✓ Réduire la désindexation du taux directeur de la BCT du véritable taux d'intérêt du marché interbancaire, seule référence des coûts d'emprunts, en instaurant une véritable courbe des taux. En pratique, et au lieu d'un seul taux d'intérêt, songer à instaurer une panoplie de taux dont chacun correspond à une durée (une maturité) et une catégorie d'emprunteurs déterminés. La séquence des taux servis aux différents horizons constitue la courbe des taux.
- ✓ Mesures réglementaires en faveur de la compression des crédits aux particuliers, et donc des taux de créances compromises qui leur sont adossés, inversant ainsi la tendance au profit des crédits aux secteurs productifs.
- ✓ Introduction d'un système différentiel et progressif de réserves obligatoires par nature et par maturité de crédits dont l'objectif serait de contrer les emballements des crédits aux particuliers.
- ✓ Instauration d'une règle de décote de garanties permettant l'abattement de la valeur des garanties réelles de l'assiette de calcul du volume des réserves obligatoires requises, ce qui incite les banques à considérer la rentabilité des projets comme critère fondamental pour leurs financements.
- ✓ Renforcement des bases de la restructuration du système bancaire et la poursuite de la réduction des créances non performantes en incitant les banques à vendre leurs participations à des entreprises de placement de capitaux.
- ✓ Dans le cadre du soutien aux entreprises économiques, prévoir un dégrèvement du différentiel entre le taux d'intérêt des prêts de rééchelonnement octroyés par les établissements de crédit et le taux moyen du marché monétaire.
- ✓ Renforcement du rôle des banques dans le financement des PME- PMI dans les régions, restructuration du dispositif de micro-crédits et création de pôles bancaires dans les régions.
- ✓ Instauration d'un mécanisme de rémunération des réserves excédentaires (Complementary Deposit Facility) ou même institution de réserves obligatoires rémunérées pour les banques en situation d'excédents de liquidités.
- ✓ Mise en place d'un instrument de dépôts à termes rémunérés pour les banques.
- ✓ Instauration de mécanismes d'appel d'offre modulables ou différenciés par banque en fonction de ses propres disponibilités de réserves.
- ✓ Introduction d'une modulation du système actuel des TA (Term Auction) ou appels d'offre par enchère compétitive en instaurant des taux variables
- ✓ Émission de certificats de dette de la BCT (ou de dépôts) à court terme ou bons de la banque centrale.

IV.2. Remédier aux dysfonctionnements des canaux de transmission ouvrant la voie à une politique monétaire non conventionnelle

En nous rappelant les principaux cas de dysfonctionnements des canaux de transmission de la politique monétaire, il est possible d'identifier trois grandes catégories de mesures non conventionnelles susceptibles d'être combinées. Ces mesures visent respectivement à :

- ✓ Augmenter la quantité de monnaie en circulation dans l'économie «quantitative easing» (assouplissement quantitatif) par des injections de liquidités sous forme de financements bancaires directs par la banque centrale d'entreprises non financières par voie de souscriptions de billets de trésorerie émis à une maturité courte de 3 mois.
- ✓ Assouplir les conditions de crédit («credit easing») et débloquer le marché des crédits bancaires en élargissant la gamme des collatéraux et des sûretés éligibles.
- ✓ Réfléchir sur une garantie de l'Etat pour aider les banques à lever des ressources à long terme afin de relancer le financement des entreprises. C'est l'exemple de la caisse de refinancement des établissements des crédits en France qui en empruntant sur les marchés financiers internationaux avec la garantie de l'Etat peut re-prêter aux banques à des conditions préférentielles.

IV.3. Autres orientations suggérées

Il faut aussi souligner à ce stade qu'une récente refonte partielle de la législation actuelle en matière de gestion des crédits par les banques a été introduite en juin 2011 par la circulaire de la BCT N°2011-06 aux établissements de crédit portant révision de la circulaire N°2006-19 relative au contrôle interne. Pour aussi importante que soit cette première démarche, il n'en demeure pas moins que d'autres points clés et propositions peuvent en plus être dégagés:

- ✓ Pour gérer les risques de défaillances des entités systémiques, un repérage et une surveillance de ces entités s'imposent. De ce point de vue, un système d'Autorité de Contrôle Prudentiel (ACP) proche du modèle français au sein de la BCT pourrait être adopté, et engloberait l'Observatoire des Services Bancaires (jouant le rôle d'une autorité de protection des consommateurs de services financiers), afin de constituer un réseau d'informations commun (proche de celui prévu aux Etats-Unis par la loi Dodd-Frank).
- ✓ Compte tenu de la nécessité d'élargissement de ses missions et de ses prérogatives en matière de stabilité financière, la BCT devra, non seulement acquérir son indépendance vis-à-vis des pouvoirs politiques et économiques, satisfaire l'obligation de redevabilité et de rendre compte (accountability) et développer une culture du partage d'informations et de la coopération avec les autres autorités et la société civile.

- ✓ Afin de réduire les créances classées et les besoins croissants de fonds de provisionnement qui leur sont associés, prévoir des plans de debt equity swap par l'annulation partielle de prêts non performants sous forme de reconversion de dettes en fonds propres ou de prises de participation en actions.
- ✓ Modernisation, adaptation et harmonisation de la législation relative aux garanties immobilières avec les normes et standards internationaux en la matière.
- ✓ Introduction d'une modulation complémentaire du desserement du contrôle de change en privilégiant en priorité les flux de capitaux à moyen et long terme, et ce par l'accroissement du rythme de libéralisation du compte de capital, et en particulier les emprunts à long terme contractés à l'étranger par les sociétés cotées en Tunisie.
- ✓ Libéralisation graduelle (élargissement des plafonds) des crédits commerciaux et financiers contractés à l'étranger par les établissements de crédit et les autres entreprises résidentes.