

CHAPITRE 4 – MONNAIE, CREDIT ET POLITIQUE MONETAIRE

Tout en s'attachant à la réalisation de l'objectif final de la Banque centrale qui consiste en la préservation de la stabilité des prix¹, la politique monétaire menée en 2010 a œuvré à soutenir une activité économique dont la demande extérieure a été fortement affectée par la récession des économies des principaux partenaires commerciaux.

Le cadre analytique de cette politique, qui était auparavant fondé sur le suivi de l'évolution de l'agrégat monétaire de référence et du crédit, a été enrichi par des indicateurs liés à l'inflation à l'instar de l'écart de production (output gap)² et de l'inflation sous-jacente³. Par ailleurs, et compte tenu du caractère prospectif de la politique monétaire, la Banque centrale s'est engagée dans un projet de jumelage dans le cadre du programme d'appui à l'accord d'association avec l'Union Européenne pour approfondir l'analyse des canaux de transmission de la politique monétaire et mettre en place un dispositif d'analyse et de prévision de l'inflation et de la croissance économique qui servira de base pour la prise de décision en la matière et constituera un moyen de communication transparent avec le public.

L'année 2010 a été marquée par le relèvement, à deux reprises en mars et mai, des taux de la réserve obligatoire pour prévenir l'exacerbation des tensions inflationnistes et l'évolution accélérée des crédits à l'économie sur fond de surliquidité. En dépit de ce relèvement, l'encours des crédits a clôturé l'année à un niveau relativement élevé par rapport aux années précédentes du fait qu'une bonne partie de ces crédits a servi au financement des importations et par conséquent à combler un gap de financement extérieur du déficit courant. La modification des taux de la réserve obligatoire, conjuguée à l'incidence restrictive de certains facteurs autonomes ont mis un terme, en juin, à une phase de surliquidité qui a prévalu durant trois années.

Sur le plan opérationnel, la Banque centrale a poursuivi, en 2010, sa politique de régulation du marché monétaire à travers des interventions menées, essentiellement, par voie d'appels d'offres et ayant pour objectif de réduire la volatilité du taux du marché monétaire par rapport au taux directeur.

Le début de l'année 2011 a connu de profonds changements politiques visant l'instauration d'un système démocratique de nature à ouvrir des perspectives prometteuses à l'économie tunisienne dans un climat de transparence qui garantit l'égalité des chances pour tous les investisseurs et rétablit la confiance des opérateurs économiques. Les événements qui ont accompagné cette transition, les retombées de la situation dans la région ainsi que la hausse des prix mondiaux des produits de base et de l'énergie ont pesé lourdement sur la conjoncture économique nationale, amenant la Banque centrale de Tunisie (BCT) à assouplir sa politique monétaire à travers des réductions substantielles des taux de la réserve obligatoire et une baisse de son taux directeur le ramenant de 4,5% à 4% à la faveur de la détente observée de l'inflation.

¹ Article 33 de la loi n°2006-26 du 15 mai 2006 modifiant la loi n°58-90 du 19 septembre 1958 portant création et organisation de la BCT.

² Il correspond à la différence en pourcentage entre le PIB effectif et le PIB potentiel, ce dernier étant défini comme le niveau soutenable (non-inflationniste) maximal de production que permet d'obtenir le stock existant de main-d'œuvre et de capital dans l'économie à l'aide des technologies actuelles.

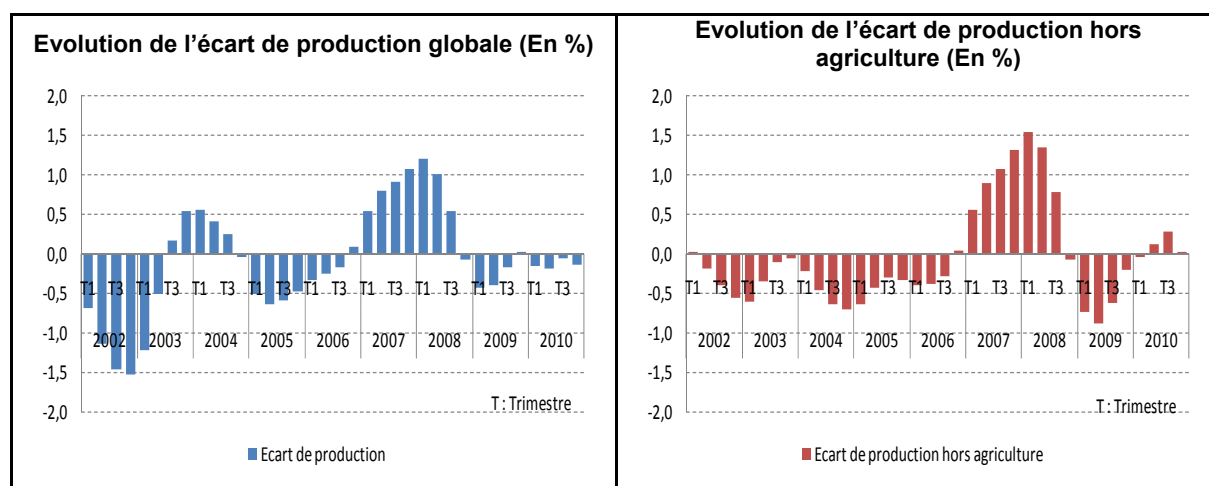
³ C'est une mesure qui permet de dégager une tendance de fond de l'évolution des prix. Cet indicateur peut être calculé à travers les méthodes statistiques ou par une simple exclusion des prix des produits administrés (énergie, tabac...) ou des produits à prix volatils (produits frais, produits laitiers, viandes,...) qui subissent des mouvements très variables dus à des facteurs climatiques ou à des tensions sur les marchés mondiaux.

SECTION 1 – MONNAIE, CREDIT ET INFLATION EN 2010

1) Croissance et inflation

Sur le plan économique et en dépit d'une campagne agricole modeste, l'économie s'est bien comportée en 2010 avec un taux de croissance non agricole de 4% et ce, après une année difficile dont le taux de croissance équivalent a été de 2,7%.

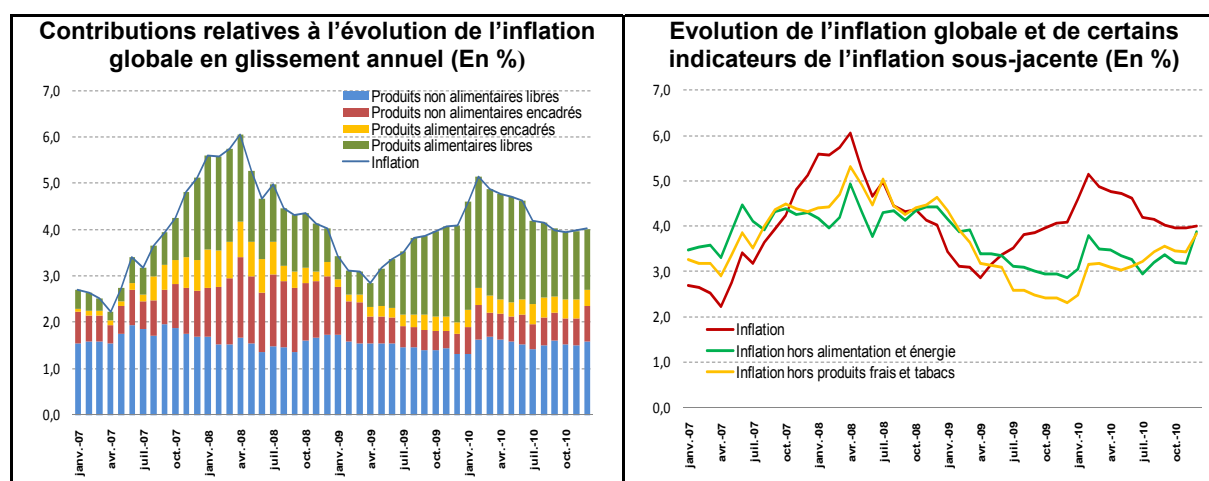
L'écart de production (output gap) s'est situé à un niveau positif dans l'ensemble des secteurs hors agriculture dénotant d'un regain, quoique conjoncturel, des pressions sur les capacités de production.



Sources : INS et calculs de la BCT

Du côté des prix à la consommation et après avoir atteint un pic de 5,1% en février 2010, l'inflation a entamé une phase de ralentissement graduel pour se stabiliser à 4% durant les quatre derniers mois de l'année sous-revue, soit une progression moyenne de 4,4% contre 3,5% une année auparavant. Cette évolution a été nettement perceptible au niveau des prix des produits alimentaires (6,8% contre 4,3%), alors que les prix des autres composantes du panier ont progressé à un rythme équivalent à celui de l'année précédente, soit 3,2%.

Les indicateurs de l'inflation sous-jacente, qui retracent l'évolution fondamentale des prix, ont affiché en 2010 des niveaux en deçà de l'inflation globale avec, toutefois, une reprise à partir de la deuxième moitié de l'année dénotant d'une réapparition des tensions inflationnistes.

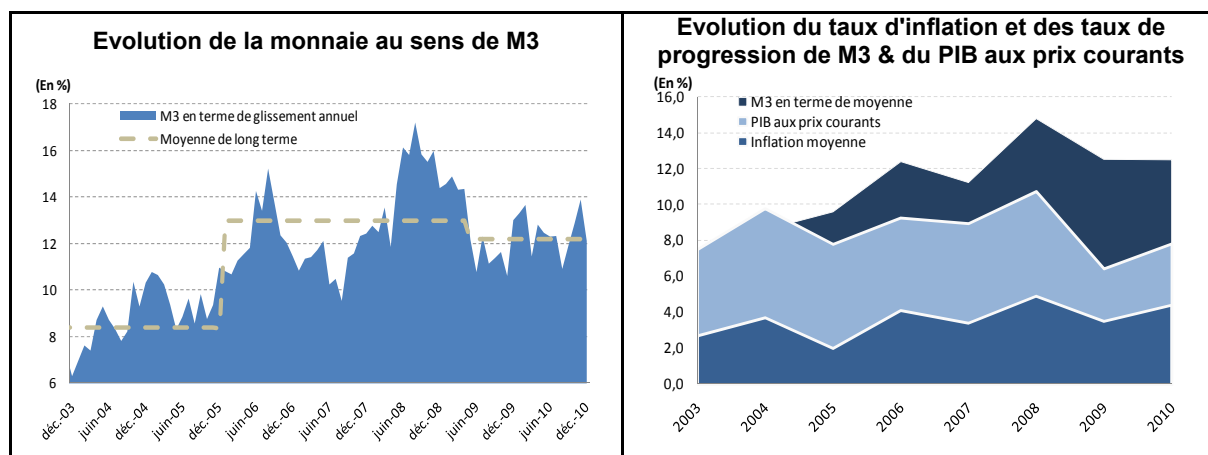


Sources : INS et calculs de la BCT

2) Monnaie, crédit et autres sources de création monétaire

2-1 Monnaie

Sur le plan monétaire, l'agrégat M3 s'est accru en 2010 à un rythme soutenu avec, toutefois, une légère décélération par rapport à ceux enregistrés durant les deux dernières années. Son accroissement qui a résulté principalement de la forte accélération des concours à l'économie aurait été plus important n'eussent été le repli de l'endettement de l'Etat vis-à-vis du secteur bancaire mais également et surtout la forte baisse des créances nettes sur l'extérieur, étant signalé qu'une part importante des crédits accordés par le système bancaire en 2010 a servi à financer l'importation, notamment, de matériel de transport.



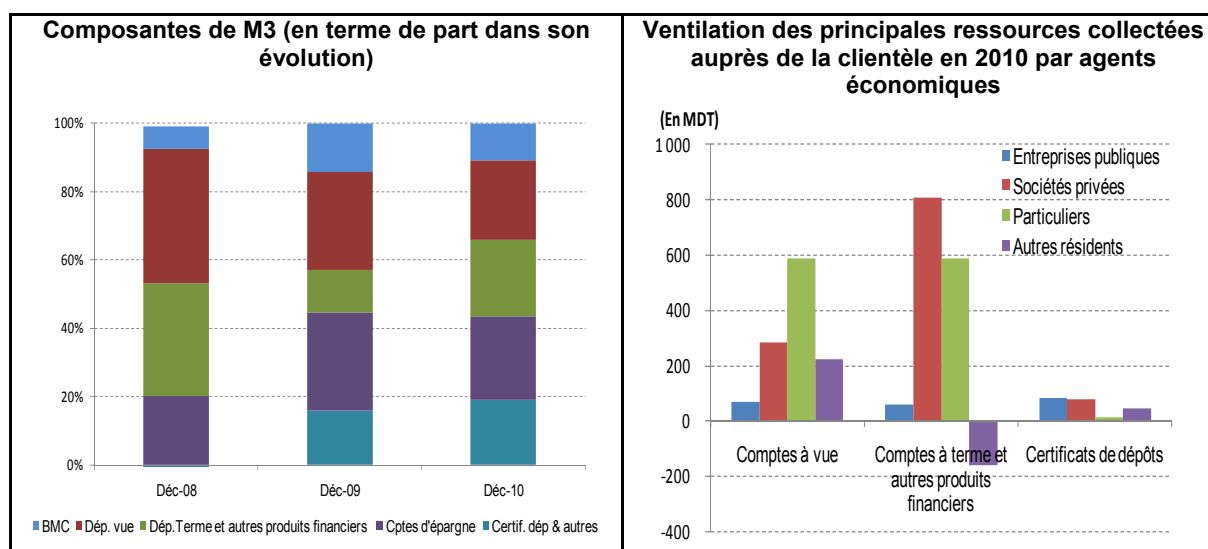
Sources : BCT et Ministère de la Planification et de la coopération internationale

Par ailleurs et bien qu'en baisse, le gap entre le rythme de progression de la masse monétaire M3 et celui de l'activité économique (PIB) demeure élevé en 2010, traduisant une baisse de la vitesse de circulation de la monnaie mesurée par le rapport entre le PIB et l'agrégat de monnaie M3 (1,55 contre 1,61).

S'agissant des composantes de la masse monétaire M3, des évolutions contrastées ont été observées indiquant, dans l'ensemble, des réaménagements au niveau de la structure du portefeuille des agents économiques. En effet, le dynamisme des placements monétaires reflète, en plus des écarts dans leur rémunération, la forte distorsion dans l'application des taux de la réserve obligatoire entre les dépôts en dinars à court terme et ceux à plus long terme, suscitant un mouvement de substitution entre les catégories de dépôts précitées et ce, d'autant plus que les opportunités de placement qui se présentent sont relativement modestes en raison, notamment, de la faiblesse du volume des émissions de bons du Trésor en 2010.

Ces évolutions se sont traduites par des réallocations au sein de la masse monétaire M3 des placements à vue en faveur de la quasi-monnaie, enregistrant une accélération de son rythme de progression de 12,4% contre 11,7% constatée, essentiellement, au niveau des placements à terme aux dépens des disponibilités monétaires (M1) qui se sont considérablement ralenties (11,2% contre 15,1%).

Après une progression soutenue en 2009, traduisant la préférence des agents non financiers à détenir des actifs liquides en raison des retombées de la conjoncture internationale sur l'économie nationale, les disponibilités monétaires (M1) ont enregistré, en 2010, une décélération, essentiellement, au niveau de la fiducie (10,1% contre 13,9%) et des dépôts à vue auprès des banques (14,5% contre 17,8%). S'agissant des dépôts à vue, leur évolution en 2010 reflète des mouvements divergents entre la forte décélération des dépôts en dinars (10,7% contre 17,8%) et l'affermissement de ceux libellés en devises (27,3% contre 12,9%). Notons que les particuliers, les sociétés privées et les entreprises individuelles demeurent les principaux déposants.



L'affermissement de la quasi-monnaie durant l'année d'étude a été imprégné par une accélération notable des dépôts à terme et des autres produits financiers (11,3% ou 1.041 MDT contre 6,5% ou 565 MDT). Cette évolution s'est traduite par le changement de comportement de certains agents non financiers, particulièrement, les sociétés privées qui ont enregistré une croissance rapide de leurs placements à terme (+807 MDT en 2010 contre +33 MDT en 2009). Quant aux particuliers, ils ont participé à cette augmentation à concurrence de 587 MDT contre 403 MDT une année auparavant.

Notons, dans ce cadre, que la plus forte hausse de ces dépôts a été enregistrée en avril 2010 (+538 MDT) suite au remboursement d'une importante enveloppe de bons du Trésor conjugué à la faiblesse des émissions des titres de l'Etat.

EVOLUTION DES PRINCIPALES RESSOURCES COLLECTEES AUPRES DE LA CLIENTELE

(Chiffres de fin de période)

Désignation	2009	2010	Variat.2009/2008 en %	Variat.2010/2009 en %
Dépôts à vue auprès des banques	8.227	9.420	17,8	14,5
Dépôts à vue auprès du CCP	1.004	896	2,3	-10,8
Dépôts à terme et autres produits financiers	9.191	10.232	6,5	11,3
Certificats de dépôts	1.729	1.952	29,7	12,9
Comptes d'épargne chez les banques	8.788	9.664	12,3	10,0
Epargne à la CEP	2.367	2.635	15,0	11,3

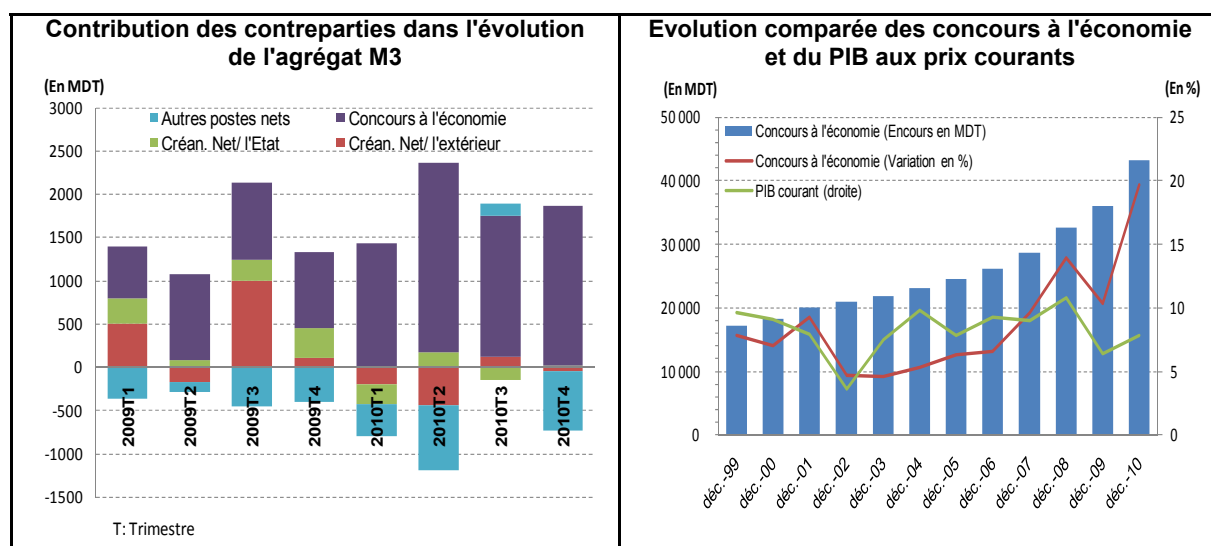
Pour leurs parts, les comptes d'épargne ont connu un ralentissement dans leur rythme de progression par rapport à 2009, évolution expliquée, en partie, par le renchérissement du coût de la vie comme en témoigne l'accélération de l'inflation moyenne (4,4% contre 3,5%). Ce ralentissement a été relevé aussi bien au niveau des comptes spéciaux d'épargne ouverts auprès des banques (+812 MDT contre +870 MDT) qu'à celui de ceux ouverts auprès du Centre d'épargne postale (CEP) (+268 MDT contre +309 MDT).

Pour la troisième année consécutive, le rythme de progression de l'épargne à long terme sous forme, principalement, d'emprunts obligataires connaît une accélération, passant de 29,2% en 2009 à 34,2% en 2010. Cette évolution est suscitée par le souci des établissements de crédit d'assurer une meilleure adéquation entre leurs emplois et leurs ressources.

2-2 Crédit et autres sources de création monétaire

Malgré la modeste progression de l'activité économique (3% contre 3,1%), les concours à l'économie ont enregistré en 2010 une accélération exceptionnelle (19,6% contre 10,3% seulement en 2009) expliquée par les crédits qui ont servi, en grande partie, pour le financement

des importations notamment, de matériel de transport, mais aussi de produits destinés à la consommation finale.



Sources : BCT et INS

L'évolution de ces crédits a porté la marque, particulièrement, de l'accroissement de ceux libellés en devises. Cette hausse s'explique, en partie, par l'engagement de certains établissements de crédit dans le financement de gros projets dont, essentiellement, la mise en place d'une nouvelle raffinerie de pétrole par la Société tunisienne des industries de raffinage (STIR) et la consolidation des flottes maritime et aérienne de la Compagnie tunisienne de navigation (CTN) et Tunisair, respectivement, ainsi que par l'augmentation des prix sur les marchés internationaux des produits énergétiques et alimentaires importés.

S'agissant des avoirs extérieurs nets, ils ont clôturé l'année 2010 avec une baisse de 553 MDT contre une hausse de 1.455 MDT une année auparavant, sous l'effet de l'aggravation du déficit courant qui n'a pas pu être résorbé par le solde excédentaire de la balance des opérations en capital et financières. Ce dernier s'est établi en-deçà de son niveau atteint l'année précédente, à cause, notamment, de l'importance des dépenses au titre du remboursement de la dette extérieure.

Notons que la baisse des avoirs nets en devises aurait été plus importante n'eût été l'effet change (335 MDT). Il convient de noter que ledit effet n'a pas impacté l'évolution de la masse monétaire en 2010 vu que le montant y afférent a été enregistré dans des comptes d'attente de l'Institut d'émission.

De leur côté, les créances nettes sur l'Etat ont marqué un recul de 168 MDT en 2010 contre une augmentation de 953 MDT une année auparavant. Leur évolution demeure caractérisée par l'importance de l'encours des bons du Trésor en portefeuille des banques qui, après un affermissement substantiel en 2009 (+488 MDT), s'est replié de 115 MDT en 2010. En effet, le Trésor n'a pas jugé opportun de lever des fonds sur le marché domestique considérant la situation d'aisance de sa trésorerie, d'une part, et des taux jugés élevés proposés par les agents économiques, d'autre part.