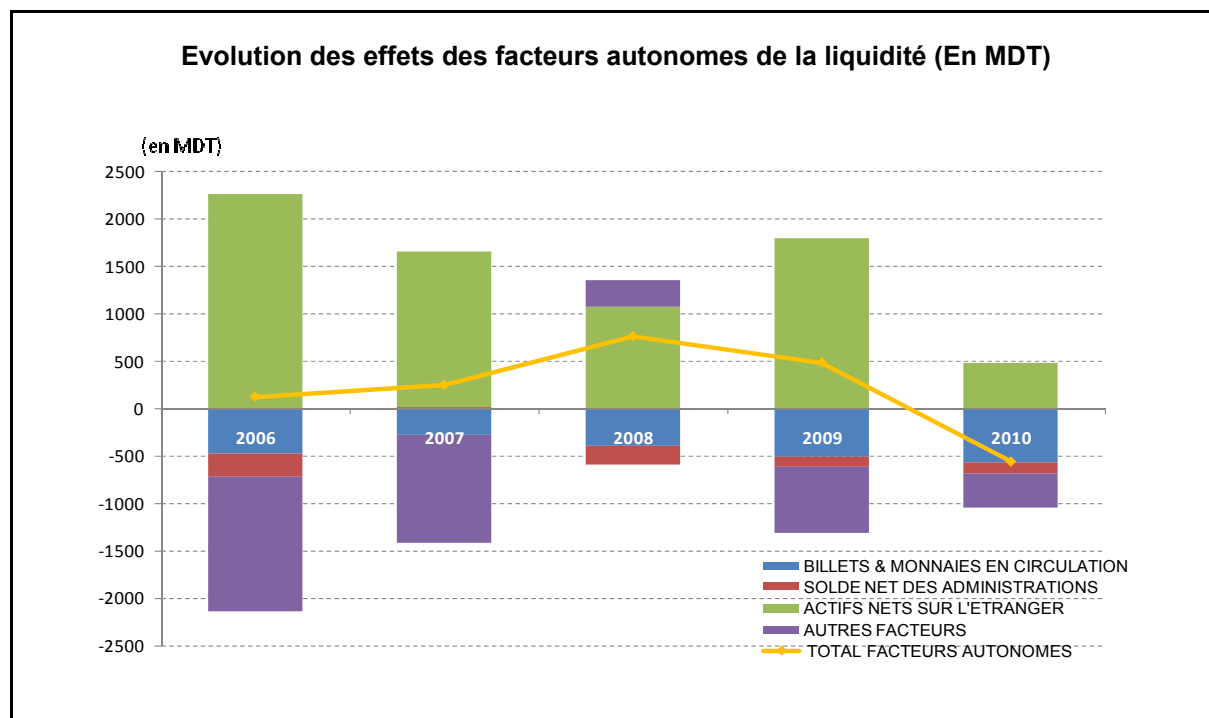


## SECTION 2 – LIQUIDITE ET OPERATIONS DE POLITIQUE MONETAIRE EN 2010<sup>1</sup>

L'aisance de la trésorerie des banques qui a caractérisé l'année 2009 s'est poursuivie durant les premiers mois de l'année 2010, amenant ainsi la Banque centrale à resserrer sa politique monétaire. En effet, après avoir connu une forte hausse en 2009, l'excédent de liquidité s'est contracté en 2010 laissant place à une situation de resserrement de la trésorerie bancaire. Cette évolution trouve son origine, essentiellement, dans l'augmentation des billets et monnaie en circulation (569 MDT) et la baisse du solde net des administrations publiques (108 MDT) et dont l'effet restrictif a été quelque peu atténué par celui expansif exercé par les actifs nets sur l'étranger.



Corrélativement avec le degré d'importance de la liquidité du marché, les opérations de politique monétaire se sont soldées par une injection moyenne de 222 MDT en 2010 contre une ponction de 844 MDT, une année auparavant, étant précisé que l'essentiel, soit 86% du total des concours de la Banque centrale a été effectué sous forme d'adjudications par appels d'offres (190 MDT contre une ponction moyenne de 855 MDT l'année précédente).

En conséquence, et compte tenu des relèvements des taux de la réserve obligatoire<sup>2</sup>, les avoirs en comptes courants ordinaires des banques tenus à la Banque centrale se sont consolidés de 509 MDT pour s'établir à 1.255 MDT.

L'augmentation soutenue des besoins des banques demandeuses de liquidité, conjuguée au repli des excédents des banques offreuses, s'est traduite par une situation de liquidité déficitaire de 196 MDT en 2010 contre un excédent net de 869 MDT une année auparavant.

Au niveau du compartiment interbancaire, les transactions se sont consolidées, passant de 508 MDT en 2009 à 692 MDT en 2010, soit un accroissement de 36%. Les transactions à terme qui se sont accrues, d'une année à l'autre, de 53% ont représenté 85% du total contre 75% en 2009, dénotant d'un regain de dynamisme au niveau du marché.

<sup>1</sup> L'analyse est faite sur la base de données exprimées en termes de moyennes.

<sup>2</sup> Cf. Circulaires de la BCT aux banques n°2010-05 du 25 février 2010 et n°2010-07 du 30 avril 2010.

**EVOLUTION DES FACTEURS DE LA LIQUIDITE ET DES OPERATIONS DE POLITIQUE MONETAIRE**

(En MDT)

DESIGNATION	2009	2010	Variations 2010/2009 <sup>1</sup>
<b>BILLETS &amp; MONNAIES EN CIRCULATION</b>	<b>-4.916</b>	<b>-5.485</b>	<b>-569</b>
<b>SOLDE NET DES ADMINISTRATIONS</b>	<b>-132</b>	<b>-240</b>	<b>-108</b>
<i>dont : SOLDE DU CCT</i>	-660	-663	-3
<b>ACTIFS NETS SUR L'ETRANGER</b>	<b>9.859</b>	<b>10.344</b>	<b>+485</b>
<i>dont : AVOIRS NETS EN DEVISES</i>	12.550	12.963	+413
<b>AUTRES FACTEURS NETS</b>	<b>-3.221</b>	<b>-3.586</b>	<b>-365</b>
<b>= TOTAL FACTEURS AUTONOMES (A)</b>	<b>1.590</b>	<b>1.033</b>	<b>-557</b>
APPELS D'OFFRES	-855	190	+1.045
PRISES EN PENSION DE 1 à 7 JOURS	1	0	-1
PENSIONS DE BT A 3 MOIS	0	0	0
OPERATIONS PONCTUELLES NETTES	-1	0	+1
OPERATIONS D'OPEN –MARKET	25	26	+1
PENSIONS LIVREES	0	0	0
FACILITES DE DEPOT A 24 HEURES	-23	-30	-7
FACILITES DE PRET A 24 HEURES	9	36	+27
<b>= TOTAL OPERATIONS DE POLITIQUE MONETAIRE (B)</b>	<b>-844</b>	<b>222</b>	<b>+1.066</b>
<b>= AVOIRS EN COMPTES COURANTS DES BANQUES (A)+(B)</b>	<b>746</b>	<b>1.255</b>	<b>+509</b>

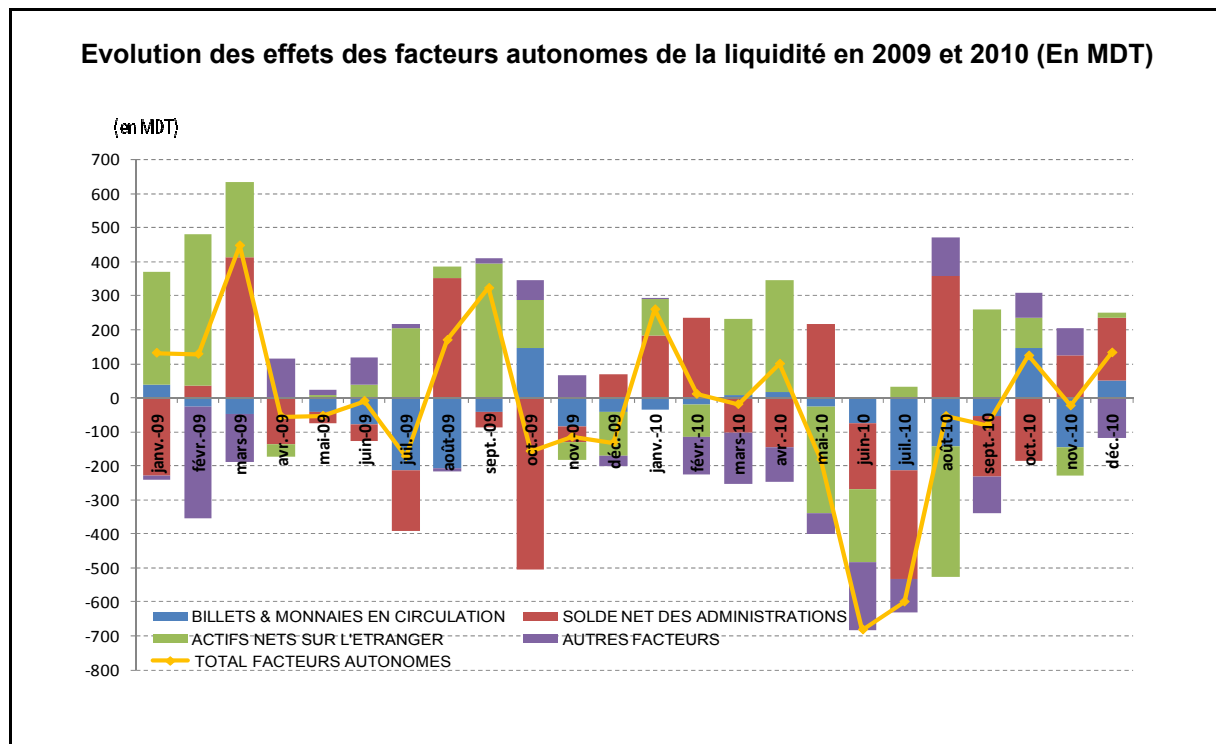
<sup>1</sup> Le signe moins désigne un effet restrictif sur la liquidité.

En cours d'année, la liquidité bancaire et le refinancement des banques ont connu deux phases distinctes d'évolution :

**La première période qui couvre les cinq premiers mois de l'année** a été caractérisée par la poursuite de la situation de surliquidité, suscitée, notamment, par l'augmentation du **Solde net des administrations publiques** (+387 MDT) en relation avec la forte baisse du niveau du solde du compte courant du Trésor. L'évolution de ce dernier dont le niveau a fluctué dans une fourchette allant de 25 MDT à 1.258 MDT est, essentiellement, imputable à l'engagement d'importantes dépenses au titre du remboursement de la dette intérieure en principal (782 MDT dont 707 MDT de Bons du Trésor assimilables) et intérêts (244 MDT) et ce, en dépit des transferts effectués à partir du Compte Spécial du Gouvernement Tunisien en devises<sup>1</sup> et de l'encaissement des revenus de participation de l'Etat dans le capital de certaines entreprises publiques (240 MDT) en l'occurrence Tunisie Télécom et la Compagnie des phosphates de Gafsa (CPG) au titre de l'exercice 2009.

Au cours de ladite période et en dépit de la baisse des avoirs nets en devises suscitée, notamment, par l'aggravation du déficit commercial et le repli des recettes touristiques, **les actifs nets sur l'étranger** se sont consolidés de 250 MDT, en moyenne, exerçant un effet expansif sur la liquidité. Cette évolution résulte de la baisse du Compte Spécial du Gouvernement Tunisien en devises, en relation avec les transferts susmentionnés effectués à partir de ce compte en faveur du Compte courant du Trésor, étant précisé que ces opérations n'ont pas d'impact sur la liquidité.

<sup>1</sup> Soit 250 millions de dollars américains ou 349 MDT octroyés à parts égales en 2009 par la Banque internationale pour la reconstruction et le développement (BIRD) et la Banque africaine de développement (BAD) dans le cadre du programme d'appui à l'intégration PAI.

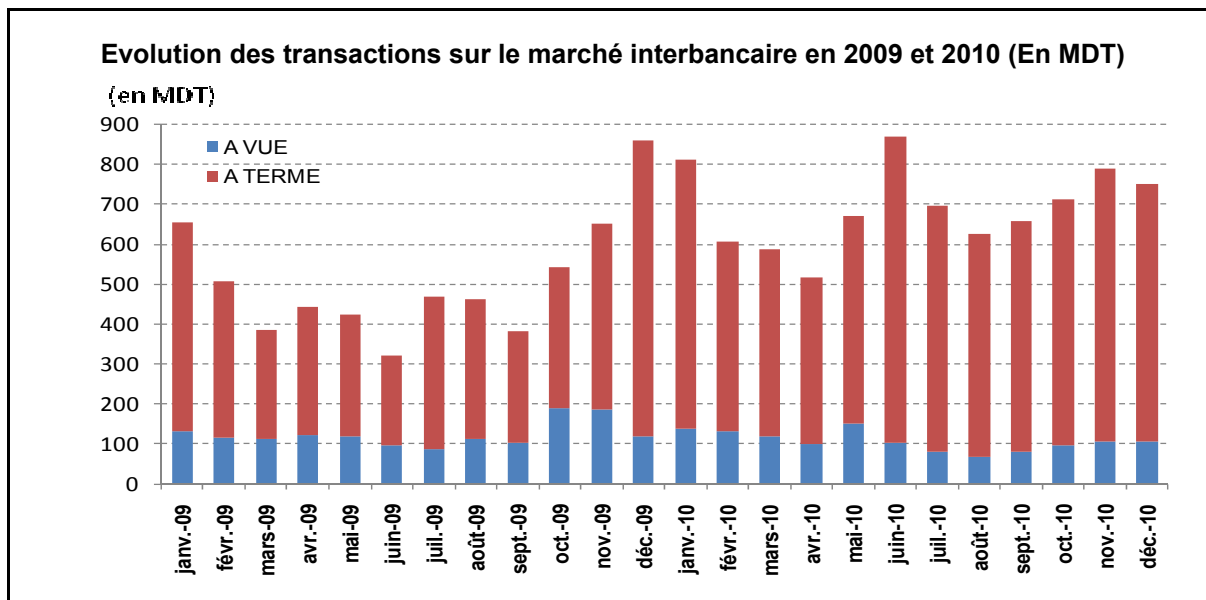


En revanche, **les billets et monnaies en circulation**, qui ont augmenté de 54 MDT en mai 2010 comparativement à leur niveau de décembre, ont exercé un effet restrictif d'autant sur la trésorerie des banques.

Compte tenu de l'évolution des facteurs autonomes de la liquidité bancaire, au cours des cinq premiers mois de l'année 2010, **les opérations de politique monétaire** se sont traduites par une ponction moyenne de 756 MDT dont l'essentiel a été effectué par voie d'appels d'offres. Considérant l'impact des relèvements successifs des taux de la réserve obligatoire, les avoirs en comptes courants ordinaires des banques tenus à la Banque centrale se sont affermis de 561 MDT par rapport à leur niveau de décembre 2009 pour s'établir à 1.351 MDT en mai 2010.

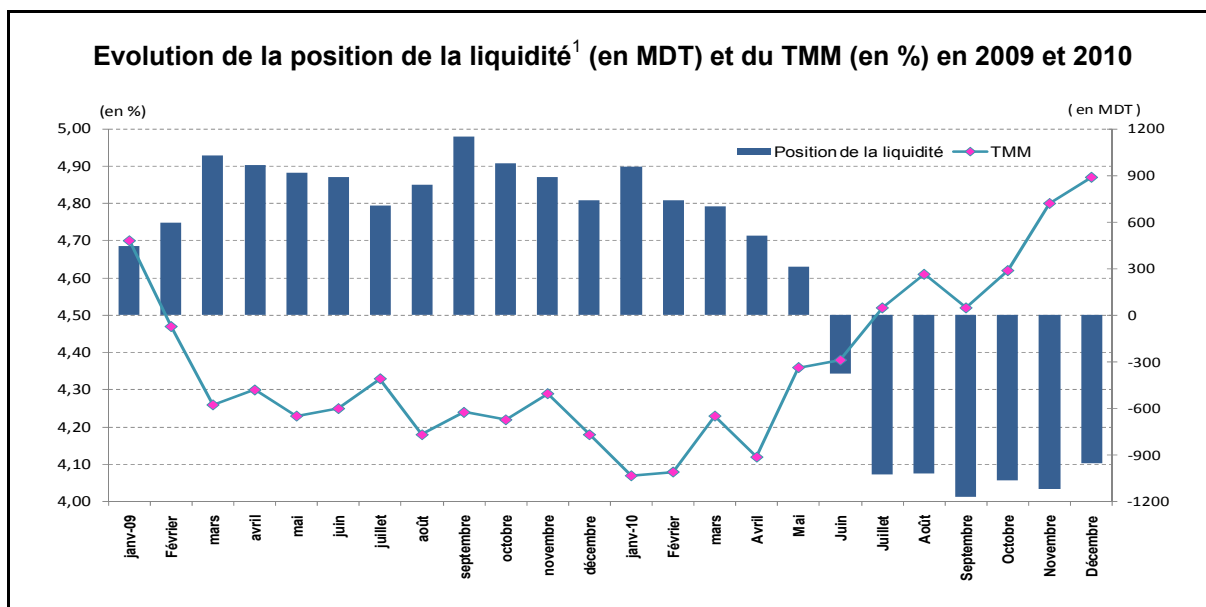
Dans le cadre de l'activité du marché monétaire marquée par la poursuite d'une situation de surliquidité prévalant depuis août 2007, l'Institut d'émission a concentré ses interventions sur les opérations d'appels d'offres négatifs pour des durées allant d'une semaine à un mois. A ce titre, une enveloppe moyenne de 794 MDT a été épongée. Egalement, les banques ont recouru aux facilités permanentes de dépôt à 24 heures pour placer leurs excédents. Ces placements, qui se sont concentrés spécifiquement sur la dernière semaine de chaque mois, ont porté sur des enveloppes plus ou moins importantes, variant entre un minimum de 82 MDT et un maximum de 713 MDT.

L'activité du compartiment interbancaire a porté la marque de la prédominance des transactions à terme. En effet, ces dernières qui ont totalisé, en moyenne, 511 MDT ont représenté 80% du volume des transactions sur ce marché.



Reflétant la situation d'aisance de trésorerie des banques durant les cinq premiers mois de 2010, le **taux d'intérêt pondéré, au jour le jour, sur le marché monétaire** a fluctué dans une bande délimitée par le taux directeur et le taux de la facilité de dépôt à 24 heures. En effet, durant cette période, la situation du marché était structurellement excédentaire, amenant les banques offeuses à concrétiser des transactions interbancaires à des taux inférieurs à ceux pratiqués par la Banque centrale dans le cadre de ses opérations principales de refinancement. Par conséquent, le taux moyen mensuel du marché monétaire (TMM) s'est situé en dessous du taux directeur, fluctuant, au cours de ladite période, entre 4,07% et 4,36%.

Au cours de la **période juin-décembre**, la trésorerie des banques, qui s'est ressentie, d'une part, de l'effet des modifications des taux de la réserve obligatoire durant la période précédente et d'autre part, de l'évolution des facteurs autonomes, a dégagé un besoin de liquidité qui s'est particulièrement accentué en septembre et octobre.



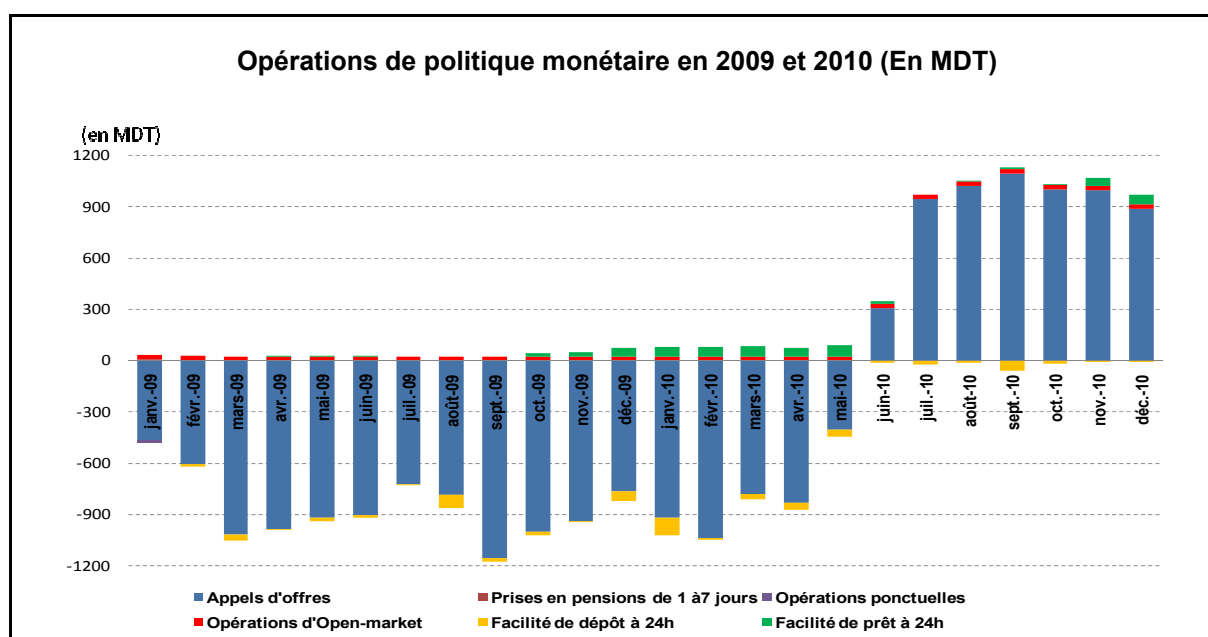
<sup>1</sup> La position de la liquidité est égale à la différence entre le total des facteurs autonomes et le montant de la réserve obligatoire requise.

Les **billets et monnaies en circulation** ont augmenté en moyenne de 434 MDT, en décembre 2010 comparativement à leur niveau du mois de mai, exerçant un effet restrictif d'autant sur la liquidité bancaire. Leur évolution reflète le comportement saisonnier des dépenses des ménages occasionnées aussi bien par la période estivale que par le mois de ramadhan, Aïd el Fitr et Aïd el Idha.

De même, le **solde net des administrations** qui a baissé de 211 MDT en décembre 2010 par rapport à mai de la même année, suite à la hausse du Solde du Compte Courant du Trésor de 253 MDT, a contribué au resserrement de la liquidité. La consolidation du niveau du Compte du Trésor, en perspective du remboursement d'une échéance importante de la dette extérieure tel que ci-dessous mentionné, est imputable à la mobilisation d'importantes recettes fiscales, en relation, notamment, avec la reprise de l'activité économique, et l'encaissement d'une partie des revenus de participation de l'Etat dans le capital de la CPG. L'effet restrictif engendré par ces ressources a été, toutefois, atténué par l'impact des dépenses engagées au titre du remboursement des échéances de la dette intérieure (311 MDT dont 166 MDT de bons du Trésor à court terme) et des transferts effectués au profit d'organismes et entreprises publics. Il y a lieu également de signaler qu'une enveloppe de 597 MDT<sup>1</sup> a servi au remboursement (en principal et intérêts), en juillet, de l'emprunt obligataire contracté en 2000 sur le marché financier japonais, sachant que cette opération n'a pas eu d'effet sur la liquidité puisqu'elle a été neutralisée par une opération équivalente au niveau des avoirs nets en devises.

Egalement, les **actifs nets sur l'étranger**, dont le niveau moyen a baissé de 284 MDT, en décembre 2010 par rapport à mai, se sont ressentis de l'aggravation du déficit courant, en relation avec le creusement du déficit commercial suscité par l'accélération des importations notamment de produits énergétiques et de matières premières de base, de l'engagement d'importantes dépenses au titre du service de la dette extérieure et de la décélération du rythme des investissements directs étrangers malgré l'importance des tirages sur prêts extérieurs.

Eu égard à l'effet des facteurs autonomes de la liquidité bancaire, les **opérations de politique monétaire** menées au cours de la période juin-décembre se sont soldées par une injection moyenne de 893 MDT par voie d'appels d'offres. En conséquence, les avoirs en comptes courants ordinaires des banques tenus à la Banque centrale se sont consolidés, pour s'établir à 1.484 MDT en décembre 2010.



<sup>1</sup> Montant calculé au taux de référence comptable.

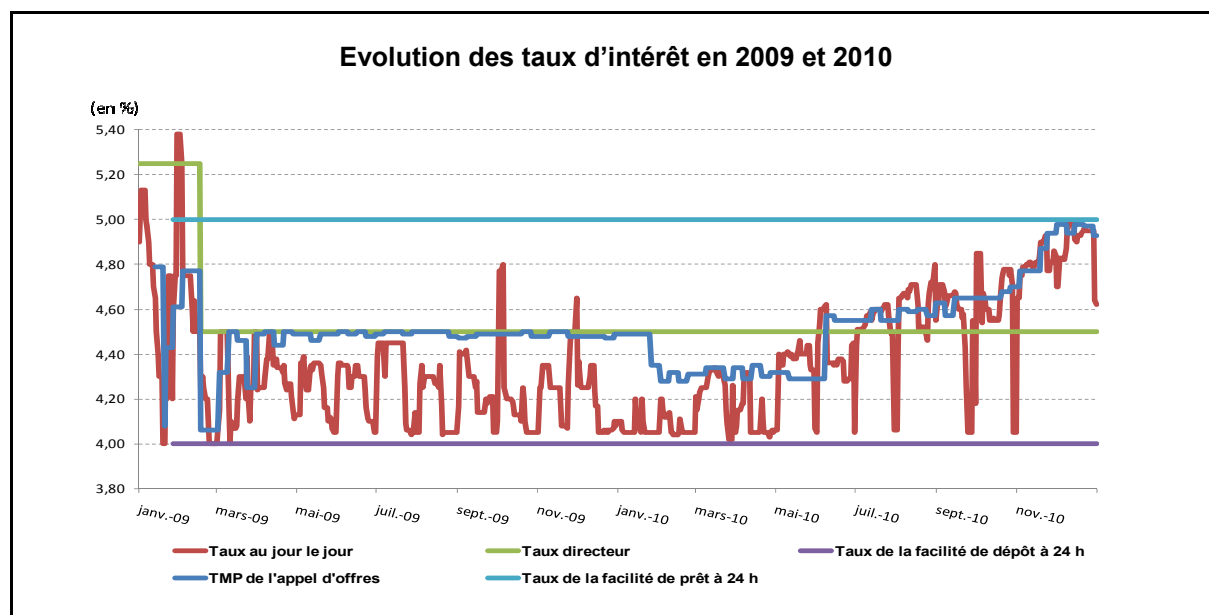
Au cours de cette période durant laquelle la liquidité bancaire s'est fortement contractée et les surplus complètement résorbés, les besoins journaliers moyens en refinancement des banques se sont établis à 895 MDT, traduisant une situation nette déficitaire de la liquidité. Dans ce contexte, la Banque centrale est intervenue, grâce à ses opérations principales de refinancement ; son intervention moyenne a porté sur l'injection d'une enveloppe de 893 MDT par voie d'appels d'offres.

**OPERATIONS DE POLITIQUE MONETAIRE EN TERMES DE MOYENNES DE LA PERIODE** (En MDT)

Désignation	Moyenne janv.-mai 2010	Moyenne juin-déc. 2010
Appels d'offres	-794	893
Prises en pension de 1 à 7 jours	0	0
Opérations ponctuelles nettes	0	0
Opérations d'open-market	26	26
Pensions livrées	0	0
Facilité de dépôt à 24 h.	-45	-19
Facilité de prêt à 24 h.	57	21
<b>Total</b>	<b>-756</b>	<b>921</b>

Au niveau du marché interbancaire, les transactions se sont affermies, passant de 639 MDT au cours de la première période à 730 MDT ; la part des transactions à terme ayant continué à se consolider pour atteindre 88% du total.

La contraction de la liquidité des banques, au cours de la période sous-revue et l'accroissement des besoins des banques qui s'en est suivi se sont fait ressentir au niveau des taux d'intérêt. C'est ainsi que les banques demandeuses ont été amenées à concrétiser des transactions interbancaires à des taux supérieurs à ceux pratiqués par la Banque centrale dans le cadre des ses opérations principales de refinancement. En conséquence, le TMM s'est progressivement renchéri, passant de 4,38% en mai à 4,87% en décembre 2010, reflétant la situation de la trésorerie des banques et leur position de liquidité.



En ce qui concerne les **taux des facilités de dépôt et de crédit à 24 heures**, ils se sont établis, respectivement, à 4% et 5%, tout le long de l'année, soit 50 points de base de part et d'autre du taux directeur de la Banque centrale. Pour ce qui est du **taux de rémunération de l'épargne (TRE)**, il s'est établi, au cours du premier semestre à 2,25% puis, à partir du mois de juillet, il s'est amélioré de 25 points de base pour se situer à 2,50%. En outre et corrélativement à la progression du TMM, il a terminé l'année au niveau de 2,80%.