

Le financement direct par la Banque Centrale : quelles répercussions sur l'économie Tunisienne ?

Le 6 février 2024, l'Assemblée des Représentants du Peuple a adopté une loi, qui autorise le financement direct du budget, par la Banque Centrale de Tunisie (BCT) pour un montant de 7000 millions de dinars (l'équivalent de 2000 millions d'Euros) et ce, pour faire face à des dépenses urgentes, dont essentiellement le remboursement, le 19 février 2024, d'un emprunt de 850 M Euros, du marché financier international.

Cette décision a suscité des opinions divergentes quant à son impact sur l'économie tunisienne. L'accent a été surtout mis, sur les répercussions de la politique actuelle du financement du budget sur le niveau des opérations de refinancement et, par conséquent, sur l'inflation. Etant signalé que l'impact du financement monétaire indirecte via les opérations d'open market a été d'ores et déjà observée en 2023.

Dans ce contexte inédit, l'IACE, fidèle à sa ligne de conduite présente, une analyse factuelle et objective, des conséquences potentielles de cette décision, sur l'économie tunisienne.

Le recours au financement direct par la BCT est généralement considéré, comme une décision exceptionnelle expliquée par des circonstances d'urgence et d'imprévisibilité, dans un contexte de faible marge de manœuvre budgétaire.

C'était le cas en 2020 lorsque les finances publiques ont absorbé le choc de la crise sanitaire.

Est-ce le cas en 2024 ?

Le financement direct par la Banque Centrale en Tunisie en 2020

En décembre 2020 et au vu des répercussions de la crise sanitaire du Covid-19 particulièrement sur les finances publiques, le gouvernement a sollicité une autorisation exceptionnelle de l'Assemblée des Représentants du Peuple pour un financement direct du budget par la Banque centrale d'un montant de 2800 MDT¹. Etant signalé que le cadre juridique régissant la BCT n'autorise pas le financement monétaire direct du Budget².

A l'époque, les décideurs politiques ont fortement rejeté tout impact éventuel d'une telle décision sur les indicateurs macroéconomiques. Il est important de rappeler que le Budget de l'Etat de 2020 a prévu la mobilisation de 11248 MDT au titre d'emprunt, intérieurs et extérieurs, dont 1500 M\$ à des conditions préférentielles. Ceci, outre la poursuite des discussions avec le FMI pour la conclusion d'un accord de prêt.

Toutefois, l'avènement de la crise sanitaire et l'augmentation substantielle des charges budgétaires (dépenses de santé, soutien aux familles nécessiteuses, etc.) a aggravé le déficit budgétaire ; les besoins de financement ont culminé 21549 MDT dans la LFR 2020.

¹ <https://www.bct.gov.tn/bct/siteprod/actualites.jsp?id=892>

² L'alinéa 4 de l'article 25 de la loi 2016-35 « La banque centrale ne peut octroyer à la trésorerie générale de l'Etat des facilités sous forme de découverts ou de crédits, ni acquérir directement des titres émis par l'Etat »

Le recours au financement direct de la BCT au mois de décembre 2020 a été jugé indispensable pour boucler l'année budgétaire.

Force est de constater qu'en 2020 la situation économique et financière était imprégnée par l'impact de la crise sanitaire et que l'accès au financement extérieur était possible.

L'analyse de l'impact du financement direct de 2024, nécessite un examen de la situation économique et budgétaire, afin de mieux en apprécier le coût et les répercussions.

La situation économique et financière et la politique de financement du Budget

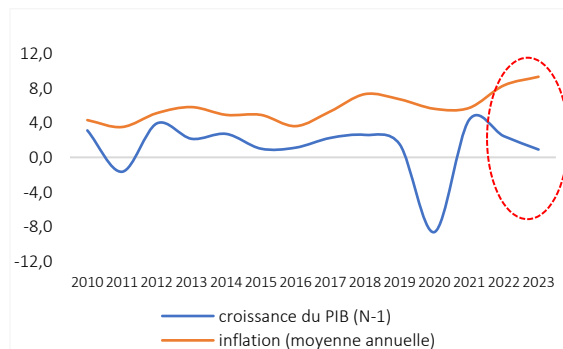
L'économie tunisienne est prise dans une trappe de faible croissance, accentuée par une conjoncture internationale, peu favorable à cause de la multiplication des crises de tous genres, et l'impact de plus en plus prononcé du stress hydrique.

La faible dynamique économique est largement expliquée, d'une part par la contre-performance des industries extractives et l'acuité des vagues de désindustrialisation et d'autre part, par le ralentissement de l'investissement privé, le retard au niveau de l'implémentation des projets en mode PPP et des grands projets structurants ainsi que par le ralentissement de l'investissement public.

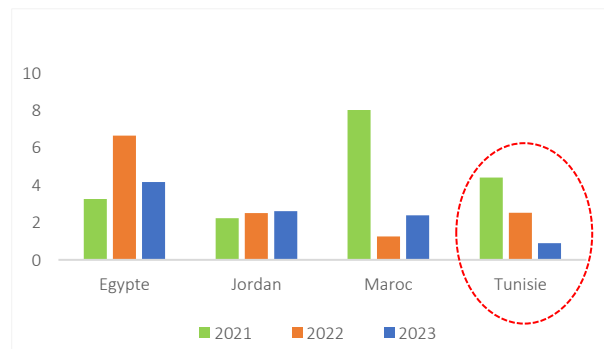
Cette faible croissance conjuguée à des taux d'inflation relativement élevés explique l'enlèvement dans une phase de stagflation (voir graphique 1).

Contrairement aux autres pays de la région MENA, la performance économique de la Tunisie est la plus faible de la région. (voir graphique 2).

Graphique 1: Evolution de la croissance et de l'inflation entre 2010 et 2023

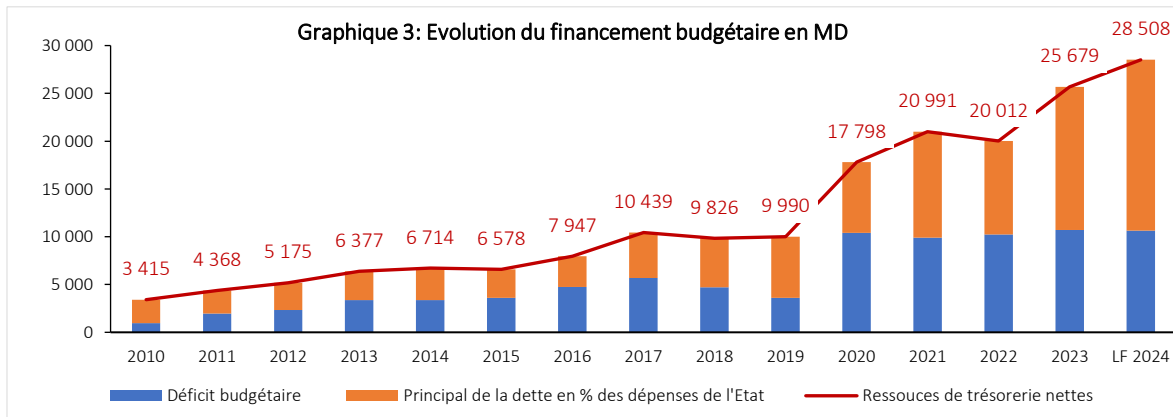


Graphique 2: Evolution de la croissance économique dans des pays de la régions MENA



Conjuguée avec le retard dans la mise en œuvre de réformes structurelles adéquates, pour favoriser une stabilisation économique à court terme et une croissance inclusive et durable à moyen et long terme, cette morosité économique, a impacté le Budget de l'Etat.

les besoins de financement ont, en effet, connu une tendance haussière atteignant des niveaux exceptionnels (voir graphique 3).



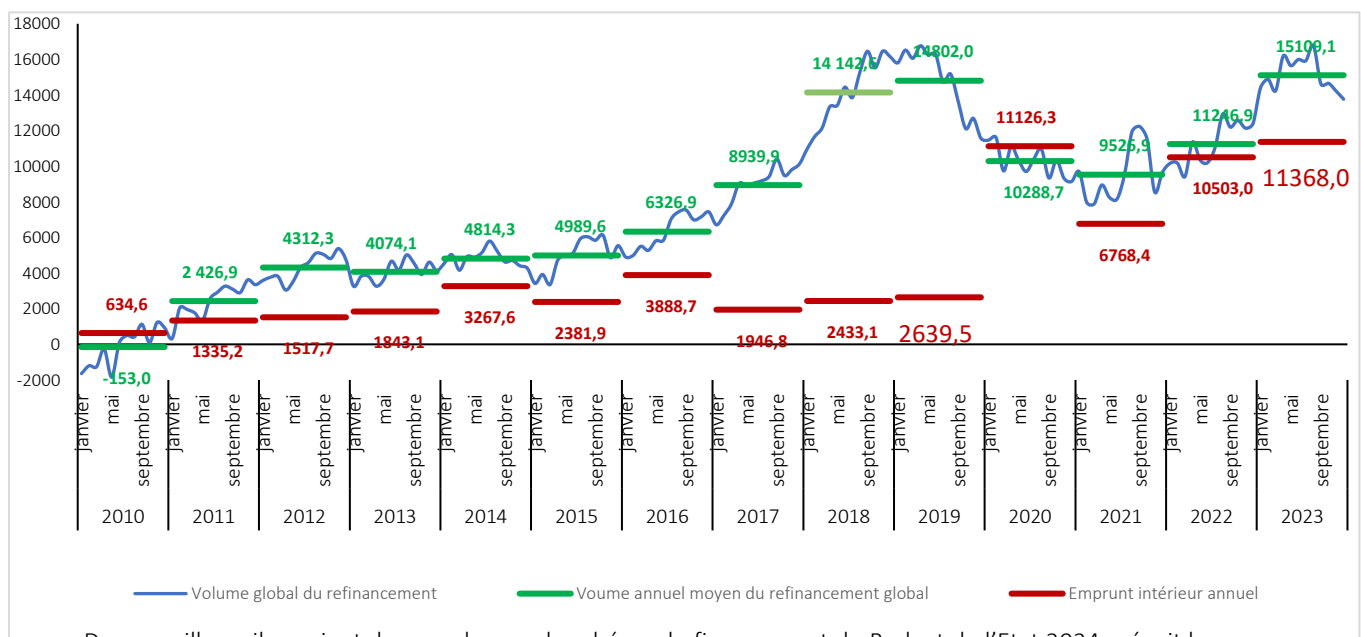
Par ailleurs, il est important de noter que cette situation inédite a également, été caractérisée, par des difficultés manifestes de mobilisation de ressources de financement extérieur.

Les besoins de financement ont été couverts, par un recours massif au financement intérieur, qui a dépassé les moyennes habituelles ; En 2023, le niveau du financement intérieur a plus que triplé par rapport au niveau de 2019 (voir graphique 4).

Parallèlement, le volume global de refinancement a atteint des niveaux exceptionnels en 2019 et en 2023 avec un impact manifeste, en termes d'effet d'éviction et de risque d'exposition.

La structure du schéma de financement est devenue, désormais, de plus en plus fragile et suscite des inquiétudes sérieuses quant à la soutenabilité de la dette publique à moyen terme.

Graphique 4 : Evolution de l'encours du volume du refinancement



Dans ce sillage, il convient de rappeler que le schéma de financement du Budget de l'Etat 2024 prévoit le recours important au financement intérieur (Bons de trésor à court terme, Bons de trésor assimilables, emprunt national et prêts syndiqués).

Ce schéma est jugé fragile. En témoigne, les résultats de l'exécution budgétaire de l'année 2023 et les premiers résultats de 2024 en termes d'adjudications infructueuses et de leur faible attractivité.

Tableau 1 : Fragilité du schéma de financement intérieur en 2024

	Montant	Sources de fragilité
BTCT 52 semaines	5805 MD	<ul style="list-style-type: none"> • Faible attractivité comparativement aux BTCT 13 et 26 semaines. • Préférence du taux variables.
BTA	2375 MD	<ul style="list-style-type: none"> • Faible attractivité.
Emprunt national	2870 MD	<ul style="list-style-type: none"> • Durcissement des conditions financières.
Prêt syndiqué	693 MD	<ul style="list-style-type: none"> • Révision de la maturité et du taux.

Aussi, le schéma de financement du Budget 2024 prévoit un gap de financement qui s'élève à 3200 M\$. Le recours au financement exceptionnel en janvier 2024 d'un montant de 7 000 MD pourrait être considéré comme un moyen de combler une partie de ce gap.

Le financement direct par la Banque Centrale en Tunisie en 2024

Le financement direct du Budget par la BCT et, plus globalement le recours massif au financement intérieur pour couvrir des dépenses en dinar courant pourrait engendrer une inflation monétaire ; Deux scénarios sont possibles :

1. Relèvement du taux directeur de plus que 100 points de base : impact direct et élevé sur le service de la dette intérieure, impact immédiat sur le pouvoir d'achat, etc.
2. Pas de relèvement du taux directeur : augmentation de l'inflation pour atteindre 10,7% en 2024 et accentuation de l'illusion monétaire.

A ce titre, il est important de prévoir des mesures d'accompagnement extra budgétaires, afin de préserver une certaine stabilité sociale et limiter la prolifération de l'emploi informel et la précarité.

Par ailleurs, si une partie de ce financement dédiée au remboursement de la dette extérieure (l'argument avancé par le gouvernement pour l'octroi du financement direct auprès de la BCT), l'impact sera ressenti au niveau de l'inflation importée, à la suite de la dépréciation du dinar (et non pas suite à une inflation causée par la hausse du taux directeur)

En effet, cette création monétaire qui sera transformée en devises afin de payer les échéances de l'endettement, est considérée économiquement comme une destruction monétaire ; étant donné que la quantité créée ne fera pas partie de la masse monétaire en circulation, seule en mesure de créer de l'inflation.

En d'autres termes par le biais de deux opérations comptables ; la banque centrale sera en mesure de créer et détruire la monnaie. Dès lors, la quantité de monnaie qui sera transformée en devise n'aura aucun impact direct sur l'inflation à court terme.

Néanmoins l'impact de ce remboursement en devise sera observé au niveau des réserves de changes. Etant signalé que le remboursement de 850 M Euro effectué le 19 février 2024 a engendré une baisse des réserves de 14 jours.

Une diminution continue et substantielle des réserves de change engendrerait (comme déjà dit), une dépréciation du dinar et, par conséquent, une augmentation du taux d'inflation importée.

Selon les estimations de l'IACE, il est fort probable qu'il sera enregistré une pression sur les réserves durant la première période de 2024 (remboursement des emprunts extérieurs et faible mobilisation de ressources en devise : IDE, TRE, dépôts, etc.).

La baisse des réserves estimée à 22 jours d'importation se traduirait par une dépréciation de 12% du taux de change en 2024.

A ce titre, il est important de :

- Fixer un objectif de maintenir un niveau de réserves de change aux environs de 90 jours d'importation (cela est primordial pour ancrer les anticipations et éviter des sorties massives de devises).
- Mobiliser des flux de ressources en devises (appuis budgétaires, IDE, dépôts, etc.) avec un plancher de 1500 M\$ pour maintenir l'objectif de 90 jours d'importations et d'une évolution modérée du taux de change.

Conclusion

L'économie tunisienne en général et les finances publiques en particulier subissent des pressions de plus en plus importantes. L'adoption d'une loi pour un financement direct exceptionnel du Budget au mois de janvier constitue une contrainte supplémentaire et confirme l'acuité des difficultés de trésorerie.

L'impact de ce financement direct sera ressenti davantage au niveau des réserves de changes qu'au niveau de l'inflation.

Les différents scénarios de préservation des réserves en devise et de maîtrise du taux de change devraient être discutés.

Même si la situation extérieure est, jusqu'à aujourd'hui maîtrisée, il est important d'avoir à l'esprit les expériences, à éviter, vécues par d'autres pays (Cas de l'Egypte).

Tableau 1: Echancier de l'endettement publique en devise pour 2024

Echéances	Bailleurs	Date d'émission	Montant
janv-24	FMI (FRI)	2020	90 Millions de Dollars
	Arabie Saoudite		50 Millions de dollars
	Fonds monétaire Arabe		14 Millions de dollars
févr-24	Fonds monétaire Arabe		14 Millions de dollars
	Marché Financier International	2017	850 Millions d'euro
mars-24	FMI (EFF)	2016/2019	25,6 Millions de dollars ³
avr-24	FMI (EFF)	2016/2019	25,6 Millions de dinars
	FMI (RFI)	2020	90 Millions de Dollars
mai-24	Prêt syndiqué en devises	2021	5 Millions de dollars
	Prêt syndiqué en devises	2021	19 Millions d'euro
	FMI (EFF)	2016/2019	25,6 Millions de dollars
juin-24	Afriximbank		34 Millions de Dollars
	Fonds monétaire Arabe		14 Millions de dollars
	FMI (EFF)	2016/2019	25,6 Millions de dollars
juil-24	FMI (EFF)	2016/2019	25,6 Millions de dollars
	Arabie Saoudite		50 Millions de dollars
	FMI (RFI)	2020	90 Millions de Dollars
	Fonds monétaire Arabe		14 Millions de dollars
août-24	Fonds monétaire Arabe		14 Millions de dollars
	FMI (EFF)	2016/2019	25,6 Millions de dollars
sept-24	Afriximbank	2022	34 Millions de Dollars
	FMI (EFF)	2016/2019	25,6 Millions de dollars
oct-24	FMI (EFF)	2016/2019	25,6 Millions de dollars
	Marché obligataire Japonais	2014	50 Milliards de JPY
	Prêt syndiqué en devises	2023	13 Millions de dollars
	Prêt syndiqué en devises	2023	180 Millions d'euro
	FMI (RFI)	2020	90 Millions de Dollars
nov-24	FMI (EFF)	2016/2019	25,6 Millions de dollars
déc-24	FMI (EFF)	2016/2019	25,6 Millions de dollars

³ Echéances du crédit FMI d'un montant total de 256 Millions de dollars réparties sur 10 échéances 2024.