



المركز التونسي للإقتصاد
Observatoire Tunisien de l'Economie

working paper | n°1

L'indépendance de la Banque Centrale Tunisienne: enjeux et impacts sur le système financier tunisien

Observatoire Tunisien de l'Economie

25/03/2016

Résumé

La politique monétaire est de ces disciplines réputées comme étant très techniques et complexes. Elle représente, en dernier lieu, la tour d'ivoire des technocrates financiers. L'opacité technique qui entoure cette question est à la hauteur du pouvoir qu'elle renferme. Nous saisissons ainsi l'occasion du projet de loi sur la modification des statuts de la Banque Centrale de Tunisie pour tenter, dans la mesure du possible, de comprendre les enjeux liés à la politique monétaire en Tunisie.

Nous commencerons tout d'abord par expliquer la notion d'indépendance d'une banque centrale, son origine, sa définition et ses limites. Par la suite, nous tenterons de saisir les difficultés structurelles auxquelles fait face une banque centrale aujourd'hui dans le cadre du système financier contemporain. Enfin, nous décrirons le rôle joué par le FMI et les conséquences de ses réformes sur la stabilité du système financier et économique en Tunisie.

Chafik Ben Rouine

Head of Quantitative
Research

chafik.benrouine@economie-tunisie.org

Table des matières

I. Origines, définition et limites de l'indépendance d'une banque centrale

1. Une victoire idéologique des monétaristes : objectif unique de stabilisation des prix

2. Comment mesure-t-on l'indépendance d'une banque centrale ?

3. Les limites de l'indépendance d'une banque centrale

II. La stabilisation économique et financière : la mission (quasi) impossible de la Banque Centrale

1. La création de la monnaie endettée

2. Le privilège de la création monétaire ou le droit de seigneurage

3. Le système de réserves fractionnaires

4. Des instabilités structurelles de la monnaie endettée et du système de réserves fractionnaires

III. Le rôle joué par le FMI pour désarmer la Banque Centrale de Tunisie

1. La stabilisation de la monnaie

2. La stabilité des prix

3. La stabilité du système du crédit et du système financier

IV. Conclusions et perspectives

V. Recommandations

I. Origines, définition et limites de l'indépendance d'une banque centrale :

En Mai 2013, un accord a été signé entre la Tunisie et le FMI afin de remédier, officiellement, aux difficultés auxquelles l'économie tunisienne fait face depuis 2011. Comme tout accord avec le FMI, cela s'accompagne de réformes structurelles en contrepartie de lignes de financements qui ne sont déboursées qu'à la suite d'un contrôle strict des équipes du FMI. Dans ce cadre, la question du changement des statuts de la Banque Centrale de Tunisie (BCT), n'a pas été abordée lors du premier accord signé en Mai 2013 avec la Tunisie. Cette conditionnalité n'est apparue qu'à la suite de l'investiture du gouvernement de technocrates de Mehdi Jomaa avec une lettre d'intention signée le 28 Janvier 2014. Cette conditionnalité s'est par la suite renouvelée à chaque changement de gouvernement jusqu'à la fin du contrat qui s'est prolongé jusqu'à fin décembre 2015. Ainsi, c'est dans un contexte de négociation d'un nouvel accord sur quatre ans que le FMI a, de manière assez claire mais non officielle, mis le vote de l'indépendance de la BCT au-dessus des priorités de l'Assemblée des Représentants du Peuple (ARP), comme une condition préalable à toute signature d'un nouvel accord. C'est pour mieux aiguiller les citoyens et les décideurs que nous abordons ici les enjeux liés à l'indépendance d'une banque centrale.

1. Une victoire idéologique des monétaristes : objectif unique de stabilisation des prix :

Au cours du XXe siècle une bataille acharnée sur le plan idéologique a vu s'affronter deux écoles afin d'expliquer la crise de 1929. Souvent, cette bataille se résume à un combat entre Keynes et Friedman, deux économistes dont les divergences ont donné lieu à des théories très différentes sur la relation entre la monnaie et l'inflation. Sans rentrer dans les détails et les débats qui continuent d'alimenter jusqu'à aujourd'hui le cercle des économistes, c'est la théorie de Milton Friedman, résumée par cette phrase célèbre : « l'inflation est toujours et partout un phénomène monétaire », qui est sortie gagnante de cette bataille et qui a imposé la vision monétariste et quantitative de la politique monétaire suite aux tensions inflationnistes des années 70. Pour résumer, seule la quantité de monnaie a une influence sur l'inflation et les autres variables de l'économie ne sont pas impactées, à long terme, par la variation de la quantité de monnaie (appelée communément la neutralité de la monnaie sur le long terme.). Ainsi, une banque centrale ne doit se préoccuper que de l'inflation et de la stabilité des prix comme objectif unique ou prioritaire. C'est dans ce cadre précis de la victoire des monétaristes que, naturellement, l'idée d'une banque centrale indépendante est née.

2. Comment mesure-t-on l'indépendance d'une banque centrale ?

Plusieurs économistes se sont penchés sur la question de la mesure de l'indépendance d'une banque centrale dans les années 80 et jusque dans les années 90. De toutes ces différentes méthodologies, c'est celle de l'économiste Alex Cukierman, de l'Université de Tel-Aviv, et publiée dans la revue économique de la Banque Mondiale en 1992¹, qui s'est imposée comme la référence pour mesurer l'indépendance d'une banque centrale. Etant donné son importance, c'est cette méthodologie que nous allons présenter pour comprendre comment l'indépendance d'une banque centrale est mesurée. Tout d'abord, il importe de signaler, comme l'indique Cukierman, que l'objectif ultime est d'atteindre la stabilité des prix et que l'indépendance d'une banque centrale est un outil, et non une fin, pour atteindre cet objectif. Pour ce faire,

¹http://www-wds.worldbank.org/external/default/WDSContentServer/WDSP/IB/1999/10/21/000178830_98101911134552/Rendered/PDF/multi_page.pdf

l'auteur se base sur une base de données de lois régissant les banques centrales dans 72 pays (21 industrialisés et 51 en voie de développement). Puis, afin de mesurer l'indépendance d'une banque centrale, il distingue quatre caractéristiques d'une loi régissant les banques centrales :

- La nomination, la démission et la durée du mandat du Gouverneur d'une banque centrale
- La formulation des politiques, la gestion des conflits entre la banque centrale et le gouvernement ainsi que la participation de la banque centrale dans le processus budgétaire
- Les objectifs de la banque centrale
- Les limites posées à la possibilité pour la banque centrale de prêter au secteur public comprenant le volume, la maturité, les taux d'intérêt et les conditions d'un tel prêt.

Ainsi, une banque centrale est d'autant plus indépendante que la durée du mandat est longue, que le pouvoir exécutif a un rôle minime dans la nomination et la démission du gouverneur ; que la banque centrale a plus de degrés de liberté pour formuler la politique monétaire et qu'elle est plus à même de résister aux pressions de l'exécutif ; que l'objectif de stabilité des prix est prioritaire et unique ; et enfin, que les limites de prêts au secteur public sont les plus restrictives possible. Pour ces quatre caractéristiques, des degrés différents sont présentés et à chaque degré est affecté un score entre 0 et 1. 0 étant le degré d'indépendance le plus faible et 1 le plus fort (voir Annexe).

Cette méthodologie fut un succès et a servi de base à toutes les études suivantes voulant mesurer l'indépendance des banques centrales. Plus particulièrement, une étude du FMI en 2008², réalisée par Crowe et Meade, confirme la méthodologie de Cukierman comme étant la plus fiable. Cependant, tous les résultats de l'article de Cukierman, en dehors de la méthodologie de construction d'un indice de mesure d'indépendance d'une banque centrale, n'ont pas eu autant de succès. Et pourtant, ils sont essentiels lorsque nous voulons comprendre plus en détail la relation entre indépendance d'une banque centrale et inflation.

²<https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2008/wp08119.pdf>

3. Les limites de l'indépendance d'une banque centrale :

En effet, et afin de pouvoir faire une étude plus empirique du lien entre inflation et indépendance d'une banque centrale, Cukierman a appliqué son indice à son échantillon de 72 pays.

Table 2. *Legal Central Bank Independence and Average Annual Inflation, 1980–89*

Industrial economy			Developing economy					
Economy	Legal central bank independence ^a (index)	Average annual rate of inflation ^b (percent)	Economy	Legal central bank independence ^a (index)	Average annual rate of inflation ^b (percent)	Economy	Legal central bank independence ^a (index)	Average annual rate of inflation ^b (percent)
Germany, Fed. Rep. of	0.69	3	Greece	0.55	18	Botswana	0.33	10
Switzerland	0.64	3	Egypt	0.49	16	Zambia	0.33	25
Austria	0.61	4	Costa Rica	0.47	23	Ghana	0.31	37
Denmark	0.50	7	Chile	0.46	19	Romania	0.30	4
United States	0.48	5	Turkey	0.46	41	Bolivia	0.30	119
Canada	0.45	6	Nicaragua	0.45	128	Western Samoa	0.30	12
Ireland	0.44	9	Malta	0.44	3	China	0.29	8
Netherlands	0.42	3	Tanzania	0.44	27	Singapore	0.29	3
Australia	0.36	8	Kenya	0.44	10	Korea, Republic of	0.27	8
Iceland	0.34	32	Philippines	0.43	13	Indonesia	0.27	9
Luxembourg	0.33	5	Zaire	0.43	45	Colombia	0.27	21
Sweden	0.29	8	Peru	0.43	108	Thailand	0.27	6
Finland	0.28	7	Honduras	0.43	7	South Africa	0.25	14
United Kingdom	0.27	7	Venezuela	0.43	19	Hungary	0.24	9
Italy	0.25	11	Bahamas, The	0.41	6	Uruguay	0.24	45
New Zealand	0.24	12	Portugal	0.41	16	Panama	0.22	3
France	0.24	7	Argentina	0.40	143	Pakistan	0.21	7
Spain	0.23	10	Ethiopia	0.40	4	Brazil	0.21	119
Japan	0.18	3	Lebanon	0.40	—	Taiwan	0.21	5
Norway	0.17	8	Israel	0.39	72	Zimbabwe	0.20	12
Belgium	0.17	5	Barbados	0.38	7	Qatar	0.20	4
			Uganda	0.38	72	Nepal	0.18	10
			Nigeria	0.37	18	Yugoslavia	0.17	73
			Malaysia	0.36	4	Morocco	0.14	7
			Mexico	0.34	50	Poland	0.10	36
			India	0.34	9			

— Not available.

a. The potential range of the index for legal central bank independence is from zero (minimal independence) to one (maximum independence).

b. Inflation is computed in logs.

Il faut saluer l'honnêteté de l'auteur d'avoir publié les données brutes du lien entre l'indice d'indépendance d'une banque centrale et le niveau d'inflation du pays, les auteurs suivants n'en feront pas de même. L'Allemagne ressort comme étant l'exemple parfait entre indépendance d'une banque centrale et maîtrise de l'inflation à 3 %. Cependant, en y regardant de plus près, des incohérences profondes apparaissent au grand jour. Comment expliquer le fait que le Japon ou le Qatar avec des indices faibles d'indépendance, respectivement 0.18 et 0.20, ont un niveau d'inflation faible à hauteur de 3 % et 4 % respectivement ? Comment expliquer que le Canada et le Nicaragua ont le même niveau élevé d'indépendance de banque centrale, de 0.45, alors que le premier a un niveau d'inflation de 6 % tandis que le second est à 128 % ?

L'auteur s'engage ensuite dans une série de tests afin de comprendre, composante par composante, et selon les pays, ce qui pourrait mieux « expliquer » (au sens statistique) l'inflation dans l'indice construit. Voici ses résultats d'une importance cruciale :

- Pour les pays industrialisés, il y a une relation entre l'inflation et l'indice d'indépendance de la banque centrale
- Pour les pays industrialisés, sur les quatre composantes de l'indice, seule la composante concernant la limite de prêt au secteur public a une relation avec l'inflation. Les trois autres composantes sur le Gouverneur, la formalisation des politiques et les objectifs d'une banque centrale n'expliquent pas l'inflation.
- Pour les pays en voie de développement, il n'y a aucun lien entre l'indice, ou ses composantes, et l'inflation.

Ainsi, alors que cet indice a servi et sert toujours de référence aux institutions financières internationales telles que le FMI ou la Banque Mondiale pour guider les pays en voie de développement dans le changement du cadre légal de leur banque centrale, il n'est quasiment jamais mentionné, à notre connaissance, que la mise en

place dans ces pays d'une banque centrale indépendante selon cet indice n'aura aucun effet sur l'objectif qu'il s'est imposé. Ainsi, aussi curieux que cela puisse paraître, bien que la mise en place d'une banque centrale indépendante ne permet pas de stabiliser les prix dans les pays en voie de développement, elle a partout été imposée au nom de cette stabilisation. Ce résultat troublant a même été confirmé seize ans plus tard en 2008 par les auteurs du FMI, Crowe et Meade. En effet, ils ont repris l'indice de Cukierman, mais cette fois-ci en l'appliquant sur une base de données plus élargie, incluant les pays de l'échantillon de Cukierman, permettant ainsi de renforcer les résultats de leur étude. Leurs résultats vont encore plus loin car les auteurs ne trouvent aucun lien entre l'indépendance de la banque centrale et l'inflation pour l'ensemble de leur échantillon, pays industrialisés compris. Malgré ces résultats, le FMI continue d'utiliser cet indice pour réformer les statuts des banques centrales à chaque fois que l'occasion se présente. Ainsi l'indépendance d'une banque centrale s'avère, selon plusieurs auteurs de référence, comme étant un outil inefficace pour assurer la stabilité des prix. De même, il est significatif de constater que c'est au moment où l'idéologie monétariste paraissait au sommet de son triomphe, que les fondements de sa théorie se sont effondrés suite à la crise des subprimes de 2008 aux Etats-Unis. A la suite de cette grande crise, l'objectif de stabilité financière a pris le dessus sur celui de la stabilité des prix qui s'est vu relégué en arrière fond suite aux politiques monétaires non conventionnelles adoptés par les banques centrales des grandes puissances (Fed, BCE, BoJ, BoE) et les risques déflationnistes engendrés par ces politiques.

La stabilisation économique et financière : la mission (quasi) impossible de la Banque Centrale

II. La stabilisation économique et financière : la mission (quasi) impossible de la Banque Centrale

Cette partie a pour objectif de présenter le système financier et son instabilité structurelle afin de comprendre les enjeux liés aux politiques monétaires. Nous présenterons ainsi le système de création monétaire, et les enjeux de pouvoir colossaux qu'il renferme.

1. La création de la monnaie endettée

Commençons par la création monétaire. L'Etat est réputé détenir le privilège de battre monnaie, ou dit d'une autre manière, de frapper la monnaie. Cependant, de nos jours, ce privilège est, en très grande partie, aux mains des banques commerciales. En effet, il existe deux types de monnaies : la première est ce qu'on appelle la monnaie-dette ou la monnaie endettée, tandis que la seconde est la monnaie non endettée. C'est la première qui s'est généralisée depuis l'entrée du monde dans la modernité. La monnaie endettée est créée à chaque fois qu'un prêt est émis. Cette monnaie est une reconnaissance de dette, ou dit autrement, c'est une promesse de payer (dette) qui s'est transformée en monnaie (monétisation de cette dette) par une simple écriture comptable. Ainsi, les établissements de crédits, les banques commerciales, peuvent créer autant de monnaie endettée qu'il existe une demande pour s'endetter. Cependant, si chaque banque pouvait créer sa propre monnaie de son côté, il y aurait un problème d'équivalence entre toutes ces monnaies. C'est pourquoi la banque centrale émet sa propre monnaie, la monnaie centrale, pour homogénéiser l'équivalence entre les différentes monnaies créées par les banques commerciales. Ainsi, bien que l'Etat, à travers sa banque centrale, détienne officiellement le privilège de création monétaire, en pratique, ce privilège est conservé pour la monnaie fiduciaire (pièces et billets) et est en grande majorité déléguée aux banques

commerciales pour la monnaie scripturale (écrite sur les comptes en banques). Cette délégation est d'autant plus grande que le Taux de réserves obligatoires est faible. Par exemple, si la BCT fixe le taux de réserves obligatoires à 3 %, cela veut dire qu'elle délègue 97 % de la création de monnaie scripturale aux banques commerciales.

2. Le privilège de la création monétaire ou le droit de seigneurage

Avant l'émergence de la société moderne, le privilège de frapper la monnaie chez les rois, les princes, les sultans ou les émirs s'accompagnait d'un droit de seigneurage. En effet, cette monnaie non endettée était fabriquée à partir de métaux précieux (or, argent, bronze, cuivre) et la différence entre le coût de production de la monnaie et sa valeur faciale générait un revenu conséquent pour celui qui détenait le privilège de frapper la monnaie, revenu appelé « droit de seigneurage ». De nos jours, en déléguant ce privilège aux banques commerciales, l'Etat renonce volontairement à ce droit de seigneurage au profit des banques commerciales. Cependant, son calcul est différent du fait de la différence de nature de la monnaie. En effet, vu qu'il ne coûte rien de créer la monnaie endettée mais que la banque centrale peut limiter ce droit en relevant le taux de réserves obligatoires que doivent déposer les banques commerciales à la banque centrale (avec un coût cette fois), le droit de seigneurage des banques commerciales peut être calculé comme étant la différence entre le taux d'intérêt appliqué à ses clients lors du prêt émis et le coût de dépôt des réserves auprès de la BCT (souvent le taux directeur) multipliée par le volume de crédit (qui dépend de la demande et du taux de réserves obligatoires).

3. Le système de réserves fractionnaires

Pour mieux comprendre comment s'effectue cette délégation de pouvoir aux banques commerciales, il faut comprendre le système de réserves fractionnaires dans le cadre d'une monnaie de type endettée. En effet, le bon sens commun voudrait que lorsqu'un particulier dépose 100 dinars sur son compte en banque, il estime que ces 100 dinars lui appartiennent et qu'il peut les retirer à tout moment. Cependant, voyant que le déposant ne retire jamais tout son argent en même temps, la banque va utiliser la partie dormante de ces 100 dinars pour aller les prêter à des clients. La banque estime donc qu'une fois l'argent déposé sur son compte, cet argent lui appartient et peut le fructifier et jouir de cette fructification. Ce transfert de propriété a été communément accepté depuis 1848 et la jurisprudence britannique de Lord Cottenham lors de l'affaire *Foley c/ Hills* et autres. Légalement, la banque doit uniquement garder sur son compte une partie infime de ces 100 dinars qu'elle ne peut pas prêter et qui correspond justement au taux de réserves obligatoires imposé par la BCT, ici 3% dans notre exemple. Etant donné qu'à chaque prêt émis par les banques commerciales correspond une création de monnaie endettée, plus le taux de réserves obligatoires est faible, et plus les banques disposent de dépôts à faire fructifier par des prêts, plus elles créent de la monnaie endettée, et plus, ainsi, elles jouissent du privilège de cette création.

4. Des instabilités structurelles de la monnaie endettée et du système de réserves fractionnaires

L'inconvénient de la monnaie endettée, c'est que la monnaie, qui est un moyen de paiement, est créée à chaque fois qu'un prêt est émis, mais elle est détruite à chaque fois que ce prêt est remboursé. Ainsi, comme le souligne le prix Nobel d'économie Maurice Allais : « la création de monnaie scripturale dépend d'une double volonté, la volonté des banques de prêter, et la volonté des agents économiques d'emprunter. En

temps de prospérité, cette double volonté existe et la monnaie scripturale augmente. En temps de récession, cette double volonté disparaît et la monnaie scripturale diminue »³, si bien que ce système est complètement déséquilibré et instable car la croyance dans la hausse entraîne la hausse et l'appréhension de la baisse entraîne la baisse. Cette première instabilité structurelle du système de monnaie endettée met en exergue l'importance de la psychologie des masses et l'effet de leur croyance dans le domaine économique et financier. Ce sont ces croyances qui sont à l'origine des bulles financières (durant la phase de croyance dans la hausse) et de leur éclatement (durant la phase d'appréhension de la baisse).

Une autre instabilité structurelle concerne l'activité quotidienne des banques commerciales. En effet, les banques commerciales utilisent les dépôts à vue ou à terme de leurs clients pour financer des investissements à moyen ou long terme à travers les emprunts à ses clients. D'un côté la banque promet aux déposants la possibilité de retirer leur argent à court terme et de l'autre elle met cet argent à disposition de ses clients emprunteurs sur le long terme moyennant un taux d'intérêt. Ainsi, comme le souligne Allais « les totaux de l'actif et du passif du bilan d'une banque sont bien égaux, mais cette égalité est purement comptable, car elle repose sur la mise en parallèle d'éléments de nature différente : au passif, des engagements à vue et à court terme de la banque ; à l'actif, des créances à plus long terme correspondant aux prêts effectués par la banque. De là résulte une instabilité potentielle permanente du système bancaire dans son ensemble puisque les banques sont à tout moment dans l'incapacité absolue de faire face à des retraits massifs des dépôts à vue ou des dépôts à terme arrivant à échéance, leurs actifs n'étant disponibles qu'à des termes plus éloignés. » Cette pratique de gérer des passifs à court terme contre des actifs à long terme, appelée gestion actif-passif, est au coeur de l'instabilité structurelle du système de réserves fractionnaires.

C'est pourquoi aussi, le « bank run », ou retrait massif de dépôts d'une banque, est le cauchemar absolu pour une banque commerciale.

Il suffit parfois d'une rumeur sur la solidité d'une banque pour l'affaiblir structurellement. Comme on le voit, ce système de monnaie endettée et de réserves fractionnaires dépend essentiellement de facteurs psychologiques pour rester stable (croyance dans la hausse et confiance dans la solidité des banques). Du fait de cet équilibre instable (au sens physique du terme), le rôle de stabilisation du système économique et financier pour une banque centrale revient à faire en sorte que le système ne s'écarte pas de sa position instable d'équilibre au risque d'un emballement incontrôlable qui s'en suivrait, ce qui explique la fréquence élevée de crises graves dans un tel système.

De là, provient l'importance qu'accordent les marchés financiers à la personnalité du Gouverneur d'une banque centrale et à sa capacité à rassurer les parties prenantes de ce système. De là aussi, provient le pouvoir des agents ayant une capacité de nuisance médiatique et de propagation de rumeurs pour influencer, dans un sens ou un autre, les facteurs psychologiques impactant ce système structurellement instable.

III. Le rôle joué par le FMI pour désarmer la Banque Centrale de Tunisie

Dans cette partie nous présenterons le rôle que joue le FMI, et dans une certaine mesure la Banque Mondiale, pour empêcher la BCT de stabiliser ce système tel que décrit précédemment. Nous avons choisi volontairement de nous focaliser sur la stabilisation de trois paramètres : la monnaie, les prix et le système financier, tout en laissant pour le moment de côté d'autres enjeux liés plus directement au

développement et à la création d'emplois. Nous présenterons ainsi la raison pour laquelle il faut stabiliser ces paramètres, les outils dont dispose la BCT pour atteindre cette stabilisation dans le cadre du système financier tunisien actuel et les moyens utilisés par le FMI pour désarmer la BCT.

1. La stabilisation de la monnaie

• Pourquoi une monnaie stable ?

De tous temps, la stabilité de la valeur d'une monnaie a été un signe de prospérité et les monnaies stables ont toujours été très appréciées des peuples. Pour comprendre cela, il faut considérer la monnaie comme étant l'unité de mesure principale d'une économie. La monnaie est à l'économie ce que le mètre est à l'architecture. Il ne viendrait à l'idée d'aucun architecte de faire varier la mesure du mètre et, si nous étions dans un système de « marché du mètre » où la valeur du mètre varierait quotidiennement, cela risquerait de rendre la tâche des architectes très ardue pour bâtir une maison. Avis aux amateurs de Picasso ! De même, pour bâtir des plans économiques sur le long terme, il est préférable d'avoir une unité de mesure, la monnaie, la plus stable possible. Dans un système de monnaie adossée à un métal précieux, la valeur quantitative d'une monnaie se mesure selon son poids en métal et il est aisé de la mesurer en valeur absolue par tout un chacun. Par contre, dans un système où plus aucune monnaie n'est adossée à un métal et où, comme aujourd'hui, la référence est une autre monnaie dont la valeur varie avec le temps, il devient plus difficile de stabiliser la valeur de sa propre monnaie. Dans un tel contexte, ce n'est plus la stabilité absolue de la monnaie qui est recherchée, mais sa stabilité relative à travers celle du taux de change.

• Les outils de la BCT pour stabiliser le dinar

Le choix de la BCT pour faire face aux régimes de change flottants, dans le cadre d'une économie de plus en plus intégrée dans la globalisation économique et financière, a été d'opter pour un régime de change encadré dont l'objectif principal était d'ajuster la valeur du dinar par rapport à un panier de devises contenant, entre autres, l'euro principalement du fait de l'importance du commerce extérieur avec l'UE, mais aussi le dollar par rapport à l'endettement extérieur du pays. Ce régime de change encadré donne ainsi un pouvoir discrétionnaire très fort à la BCT pour stabiliser, dans la mesure du possible, la valeur du dinar tout en l'ajustant pour défendre la compétitivité des entreprises exportatrices tunisiennes.

• Comment le FMI et la Banque Mondiale tentent de désarmer la BCT pour stabiliser la monnaie ?

Depuis 2011, le FMI et la Banque Mondiale, suite à la révolution en Tunisie, ont imposé leurs fameuses recettes de réformes structurelles issues du Consensus de Washington et ce, malgré la multitude d'exemples qui ont montré leur échec. Parmi ces mesures, nous allons nous focaliser sur deux d'entre elles qui ont une certaine importance pour stabiliser la monnaie.

Pour comprendre la première, il faut présenter un principe économique appelé Triangle d'incompatibilité ou Triangle de Mundell⁴. Ce principe énonce qu'il est impossible d'atteindre simultanément les trois objectifs suivants : un régime de change fixe ; disposer d'une politique monétaire souveraine ; avoir une parfaite mobilité de la circulation des capitaux. Jusqu'à présent, la BCT a tenté de garder un équilibre entre un régime de change encadré, un compte de capital asymétriquement et partiellement libéré et donc une certaine liberté sur sa politique monétaire. Cependant, à travers le projet de loi de nouveau code d'investissement, le FMI et

⁴https://fr.wikipedia.org/wiki/Triangle_d%27incompatibilit%C3%A9

http://www.bct.gov.tn/bct/siteprod/documents/Etude_BCT_20150113.pdf

la Banque Mondiale poussent la BCT à libérer totalement les flux de capitaux et plus particulièrement les sorties de capitaux à court terme. De telle sorte qu'avec une totale libéralisation des flux de capitaux, la BCT, pour conserver son pouvoir de mener une politique monétaire autonome, devra obligatoirement abandonner le régime de change encadré et céder la maîtrise du taux de change du dinar aux forces du marché. Ceci est confirmé par la BCT qui, dans une récente étude⁵, observe que « la maîtrise du taux de change par la BCT a été facilitée par les restrictions imposées sur les opérations en capital et plus particulièrement, les capitaux de court terme. » Ainsi, par des entrées et surtout par des sorties massives de capitaux à court terme, le dinar pourra facilement être attaqué par des spéculateurs malintentionnés. La crise asiatique à la fin des années 90 en est un exemple parfait.

La deuxième mesure structurelle découle directement de la première. Ainsi, dès la première lettre d'intention du FMI en Mai 2013, il est spécifié dans le tableau des réformes structurelles :

Mise en place d'une plateforme électronique permettant l'interconnexion avec les banques et entrée en vigueur de l'Accord de teneurs des marchés.

Plus grande souplesse du taux de change

Octobre-13

Ainsi, la BCT doit abandonner le système de stabilisation du taux de change via un panier de devises pour adopter le système de teneurs de marchés où ce sont les banques ayant signé un accord de teneurs de marchés qui fixent le taux de change. De ce fait, après avoir abandonné le privilège de l'émission de la monnaie, la BCT abandonne à présent, et sous la pression du FMI, la fixation du taux de change via un panier de devises qui était pourtant un système mesuré entre le taux de change fixe et le taux de change totalement flexible.

2. La stabilité des prix

• De quels prix parle-t-on ?

En général, lorsque nous entendons parler de stabilité des prix et de maîtrise de l'inflation, il est rare que l'on définisse ce qu'on entend par prix. En effet, la stabilité des prix ne concerne en réalité qu'une partie des prix représentée, en Tunisie, par l'Indice des Prix à la Consommation Familiale (IPCF) et qui mesure l'évolution des prix d'un panier qui représente la consommation d'une famille représentative des ménages tunisiens. Cependant, les prix des actifs (immobiliers et financiers) sont toujours exclus du calcul de l'inflation. En effet, dans un système de monnaie endettée et de réserves fractionnaires, il est quasiment impossible de maintenir une inflation faible pour tous les prix, actifs et biens de consommation compris. En effet, en période de surchauffe du système de crédit, il se forme des bulles dans l'immobilier et/ou sur les marchés financiers, ce qui permet d'éponger l'offre de monnaie endettée tout en contenant l'inflation de l'IPCF. Cependant, et comme cela a été démontré par plusieurs institutions, notamment la prestigieuse Banque des Règlements Internationaux - la banque centrale des banques centrales - les politiques non-conventionnelles de création massive de monnaie sont un facteur essentiel de la réapparition des inégalités dans les pays développés⁶, ce qui pose un réel problème de stabilité sociale. Dans la suite, nous entendrons par inflation, l'évolution de l'IPCF et non celle du prix des actifs.

• Comment l'inflation est-elle contenue en Tunisie ?

Dans une étude réalisée par la BCT en Décembre 2014 sur les mécanismes de la transmission de la politique monétaire en Tunisie⁷, les différents mécanismes pour contenir l'inflation sont présentés. Dans toutes les théories récentes sur l'inflation, il

http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1603f.htm

http://www.bct.gov.tn/bct/siteprod/documents/Etude_BCT_20150113.pdf

est presque toujours sous-entendu que les prix, dans un pays donné, sont libéralisés et que le marché, par la rencontre de l'offre et de la demande, fixe les prix des échanges. Cependant, selon l'étude de la BCT, en Tunisie, 87 % des prix à la production sont libres tandis que 80 % des prix à la consommation le sont. En ce qui concerne le panier servant à calculer l'indice des prix à la consommation familiale, un tiers de ce panier est constitué de prix administrés. Ainsi, par le biais de subventions alimentaires et énergétiques, l'inflation de l'IPCF est contenue au tiers grâce à l'administration des prix. La BCT dispose de même de deux outils puissants pour contenir l'inflation via le système de distribution du crédit par les banques commerciales. Le premier est le Taux Directeur (TD) de la BCT qui permet de resserrer ou d'assouplir les conditions dans lesquelles les banques vont prêter. On considère qu'un relèvement du Taux Directeur va se répercuter sur les taux débiteurs appliqués par les banques sur leurs clients et freiner la hausse du crédit par le renchérissement de son coût. C'est ce qu'on appelle communément un resserrement du crédit. L'autre outil, que nous avons déjà présenté, est le Taux de Réserves Obligatoires (TRO) (non rémunéré) que doivent déposer les banques commerciales sur le compte de la BCT. Cela permet ainsi de réduire le volume de crédits que les banques peuvent émettre. Ainsi, pour résumer, le taux directeur joue sur le coût du crédit tandis que le taux de réserves obligatoires joue sur le volume. En réduisant ainsi le crédit, on réduit par la même la création monétaire et donc l'inflation engendrée. Historiquement, et jusqu'en 2012, la BCT a préféré utiliser la hausse du TRO pour freiner la hausse rapide du crédit plutôt que le TD, plus communément utilisé par les banques centrales des grandes puissances. Ceci s'explique par le fait que la demande de crédit est encore très forte en Tunisie et que malgré l'augmentation du coût par le relèvement du taux directeur, la demande de crédit continuera d'augmenter au même rythme. L'efficacité du TRO est redoutable tant que le crédit est majoritairement distribué à travers les banques commerciales et non via les marchés de capitaux ou les financements étrangers, ce qui est le cas en Tunisie.

- **La stratégie contradictoire du FMI sur l'inflation**

Comme nous l'avons vu, le FMI a conditionné le versement des différentes tranches à l'adoption d'une nouvelle loi instaurant l'indépendance de la BCT. De même, nous avons démontré que cette indépendance est censée être un outil pour la maîtrise des prix alors qu'il n'y a aucun lien entre l'inflation et l'indépendance d'une banque centrale selon Cukierman. Ainsi, nous pourrions en conclure que cette position traduit une volonté ferme de l'institution internationale de lutter contre l'inflation. Cependant, alors que d'un côté elle prône l'indépendance de la BCT pour mieux maîtriser l'inflation, de l'autre elle impose la suppression des subventions énergétiques et alimentaires pour les remplacer par un ciblage des populations les plus pauvres. En forçant l'Etat tunisien à adopter une formule automatique des prix des carburants alignée sur les prix internationaux, le FMI expose le pays et ses citoyens aux fluctuations de ces prix dont la volatilité est plus induite par des stratégies géopolitiques que par les mécanismes du marché. De même, la suppression des subventions alimentaires repose sur un subterfuge qui consiste à prétendre que ces subventions ne profitent pas en majorité aux plus pauvres, ce qui est vrai, tout en masquant le fait qu'elles profitent en réalité en majorité à la classe moyenne. Par ce biais, la suppression de ces subventions alimentaires risque d'augmenter nettement le panier de consommation des ménages et risque de faire entrer une certaine partie de la classe moyenne dans la pauvreté. Ici, aussi, le pays et ses citoyens s'exposent aux fluctuations des prix internationaux des denrées alimentaires qui peuvent être manipulés par des spéculateurs malintentionnés et provoquer, comme lors de la crise mondiale de 2007-2008, des émeutes du pain. Par la suppression des subventions

alimentaires et énergétiques, qui agissent comme des coussins⁸ pour protéger le pouvoir d'achat des ménages face à ces fortes fluctuations internationales, le risque d'apparition de tensions inflationnistes voire de tensions sociales n'est pas à écarter.

3. La stabilité du système du crédit et du système financier

• Pourquoi une stabilité financière ?

La stabilité du système de crédit est essentielle pour la société au vu de la structure des banques commerciales actuelles. En effet, les banques commerciales universelles sont à la fois des banques de dépôts, des banques de prêt et des banques d'affaires. Ceci pose problème dans la prise de risque des banques en tant que banques d'affaires qui font peser ce risque sur les prêts et les dépôts. Tout comme les banques en tant que banque de prêt font peser leur risque sur les dépôts. C'est ce mélange des genres qui est à l'origine des prises de risques inconsidérées des banques et de la crise générale de 2007–2008. Cette crise a fait prendre conscience à tous les acteurs de la nécessité fondamentale d'avoir un système financier stable. Bien que son intérêt est indéniable, nous ne discuterons pas de la séparation des banques selon le type d'activités et les profils de risque y afférent.

• Quels sont les outils de la BCT pour stabiliser le système de crédit ?

Pour renforcer le taux de transmission de sa politique monétaire, la BCT dispose d'un outil très directif, le Taux du Marché Monétaire (TMM). En effet, la BCT a mis en place une norme d'indexation des taux appliqués par les banques sur ce TMM. Ainsi, « cette norme d'indexation des contrats de taux bancaires en Tunisie sur le TMM induit une transmission quasi automatique de la politique monétaire aux coûts financiers effectifs des emprunteurs⁹ » Pour le dire autrement, la BCT décide des taux appliqués par les banques dans une large mesure, et laisse une certaine marge aux banques autour du TMM. Ainsi, une baisse du TMM oblige les banques, dans une certaine mesure, à faire baisser leur taux d'intérêt débiteurs. L'avantage de cette politique est qu'elle permet de préserver le système bancaire du risque de taux d'intérêt. Cependant, le désavantage de cette politique est que ce risque est supporté par les déposants et emprunteurs via le risque de crédit qui, disons-le clairement, est géré de manière très légère par les banques tunisiennes. Cette politique d'indexation a permis cependant d'éviter le scénario de la crise du système bancaire américain en 2007. De ce fait, cet outil est un moyen puissant de stabiliser le système de distribution du crédit. Il faudrait rajouter à cet outil, les taux directeur et de réserves obligatoires du fait du lien entre monnaie et crédit.

• Le désarmement de la BCT par le FMI

Comme nous l'avons vu, le contrôle des taux d'intérêts appliqués par les banques est un outil puissant à la disposition de la BCT pour éviter des crises bancaires telles que celles subies par les Etats-Unis lors de la grande crise de 2007. Cependant, et consciente des enjeux liés à cet outil, le FMI n'a cessé de pousser la BCT à libéraliser totalement les taux d'intérêts bancaire, allant même jusqu'à prôner la modifications de la loi relative aux taux d'intérêts excessifs¹⁰, communément nommés les taux usuriers. Ainsi, toujours sous l'égide du FMI, la BCT a relevé le taux directeur, officiellement pour resserrer le crédit, bien que traditionnellement elle utilise le TRO, mais officieusement pour augmenter les taux d'intérêts en attendant leur totale libéralisation. Car c'est là le but ultime du FMI : une totale libéralisation des taux d'intérêts et donc le retrait d'outil du TMM aux main de BCT. Officiellement, le FMI veut libéraliser les taux d'intérêts car il estime que c'est parce que les taux ne sont pas assez élevés que les banques ne prêtent pas aux PME, considérées comme des

http://www.bct.gov.tn/bct/siteprod/documents/Etude_BCT_20150113.pdf

<http://www.legislation.tn/sites/default/files/fraction-journal-officiel/1999/1999F/057/TF1999641.pdf>

clients plus risqués et donc avec des taux d'intérêts plus élevés. Cependant, le FMI feint d'ignorer que la distribution du crédit est freinée principalement par les besoins en liquidité des banques plutôt que par l'incapacité d'appliquer des taux d'intérêts plus élevés aux PME. La gestion du risque de crédit au sein des banques tunisiennes est tellement sommaire que cet argument semble inadapté à la situation tunisienne.

Conclusion

A travers cette note, nous avons voulu présenter les enjeux liés à l'indépendance d'une banque centrale en allant directement puiser à la source et à l'origine de cette indépendance pour en comprendre sa définition et ses limites. De là, nous avons pu en déduire l'inefficacité totale du critère d'indépendance d'une banque centrale à atteindre l'objectif annoncé de stabilité des prix. Par la suite, nous avons présenté les enjeux difficiles auxquels doit faire face une banque centrale pour stabiliser un système qui structurellement instable, que ce soit à travers la monnaie endettée ou le système des réserves fractionnaires. Nous avons souligné, au passage, le rôle important des facteurs psychologiques et leurs impacts sur un tel système. Enfin, nous avons présentés les enjeux liés aux réformes structurelles du FMI sur le système financier tunisien et les moyens et stratégies utilisées pour désarmer la BCT face à sa mission de stabilisation du système. Il en ressort que ces réformes sont inadaptées à la nouvelle situation du système financier international qui est en pleine transformation du fait de son instabilité structurelle et de son rôle néfaste sur l'économie réelle.

la complexité, parfois non nécessaire, de ce système financier empêche les citoyens de débattre sereinement et en pleine connaissance de cause de ces questions pourtant essentielles car elles touchent à la souveraineté et au développement économique et social d'un pays. La fuite en avant observée au niveau mondial, que ce soit par la mise en place de politiques non-conventionnelles ou des taux directeurs négatifs pour sortir de la déflation n'augure rien de très optimiste pour le futur. Ainsi, dans le cadre des discussions actuelles au Parlement sur la loi d'indépendance de la Banque Centrale Tunisienne, nous recommandons de :

Recommandations

1. Ne pas mettre en place l'indépendance de la BCT vis à vis de l'exécutif au vu de l'inefficacité de cette mesure à atteindre l'objectif de stabilisation des prix.
2. Ne pas permettre la rémunération des réserves obligatoires.
3. Inscrire la délégation du pouvoir de création monétaire aux banques commerciales dans la loi et en exiger le suivi, et notamment le montant des revenus provenant de ce droit de seigneurage cédé.
4. Interdire la sortie des capitaux à court terme (code d'investissement) tout en rétablissant le régime de change encadré basé sur un panier de devises.
5. Interdire toute libéralisation totale des taux d'intérêts et renforcer la loi sur les taux d'intérêts excessifs.
6. Conserver le système d'administration des prix des denrées de base pour protéger le pouvoir d'achat des ménages tunisiens.
7. Au vu du pouvoir excessif déjà cédé aux banques commerciales à travers la délégation du pouvoir de création monétaire, réduire le nombre des (ex-)banquiers au sein du Conseil, voire supprimer leur représentation.
8. Réfléchir à la possibilité de la nomination d'un député membre de la Commission des finances au sein du conseil d'Administration de la BCT afin d'améliorer le contrôle démocratique tout en permettant la montée en expertise de l'ARP.
9. Annuler l'article 49 du projet de loi qui instaure la possibilité de nomination « conseillers de l'ombre » hors de tout contrôle démocratique.
10. Annuler l'externalisation de l'audit de la BCT par des entreprises privées (décidée en 2006) et la remplacer par l'audit externe de la Cour des Comptes (chapitre 3 du projet de loi).
11. Interdire toute communication d'informations confidentielles et sensibles et ce, même au nom de la coopération internationale.

Table 1. *Variables for Legal Central Bank Independence*

<i>Variable number</i>	<i>Description of variable</i>	<i>Weight</i>	<i>Numerical coding</i>
1	Chief executive officer (CEO)	0.20	
	a. Term of office		
	Over 8 years		1.00
	6 to 8 years		0.75
	5 years		0.50
	4 years		0.25
	Under 4 years or at the discretion of appointer		0.00
	b. Who appoints CEO?		
	Board of central bank		1.00
	A council of the central bank board, executive branch, and legislative branch		0.75
	Legislature		0.50
	Executive collectively (e.g. council of ministers)		0.25
	One or two members of the executive branch		0.00
	c. Dismissal		
	No provision for dismissal		1.00
	Only for reasons not related to policy		0.83
	At the discretion of central bank board		0.67
	At legislature's discretion		0.50
	Unconditional dismissal possible by legislature		0.33
	At executive's discretion		0.17
	Unconditional dismissal possible by executive		0.00
	d. May CEO hold other offices in government?		
	No		1.00
	Only with permission of the executive branch		0.50
	No rule against CEO holding another office		0.00
2	Policy formulation	0.15	
	a. Who formulates monetary policy?		
	Bank alone		1.00
	Bank participates, but has little influence		0.67
	Bank only advises government		0.33
	Bank has no say		0.00
	b. Who has final word in resolution of conflict? ^a		
	The bank, on issues clearly defined in the law as its objectives		1.00
	Government, on policy issues not clearly defined as the bank's goals or in case of conflict within the bank		0.80
	A council of the central bank, executive branch, and legislative branch		0.60
	The legislature, on policy issues		0.40
	The executive branch on policy issues, subject to due process and possible protest by the bank		0.20
	The executive branch has unconditional priority		0.00
	c. Role in the government's budgetary process		
	Central bank active		1.00
	Central bank has no influence		0.00
3	Objectives	0.15	
	Price stability is the major or only objective in the charter, and the central bank has the final word in case of conflict with other government objectives		1.00
	Price stability is the only objective		0.80
	Price stability is one goal, with other compatible objectives, such as a stable banking system		0.60
	Price stability is one goal, with potentially conflicting objectives, such as full employment		0.40

Table 1. (continued)

Variable number	Description of variable	Weight	Numerical coding
	No objectives stated in the bank charter		0.20
	Stated objectives do not include price stability		0.00
4	Limitations on lending to the government		
	a. Advances (limitation on nonsecuritized lending)	0.15	
	No advances permitted		1.00
	Advances permitted, but with strict limits (e.g., up to 15 percent of government revenue)		0.67
	Advances permitted, and the limits are loose (e.g., over 15 percent of government revenue)		0.33
	No legal limits on lending		0.00
	b. Securitized lending	0.10	
	Not permitted		1.00
	Permitted, but with strict limits (e.g., up to 15 percent of government revenue)		0.67
	Permitted, and the limits are loose (e.g., over 15 percent of government revenue)		0.33
	No legal limits on lending		0.00
	c. Terms of lending (maturity, interest, amount)	0.10	
	Controlled by the bank		1.00
	Specified by the bank charter		0.67
	Agreed between the central bank and executive		0.33
	Decided by the executive branch alone		0.00
	d. Potential borrowers from the bank	0.05	
	Only the central government		1.00
	All levels of government (state as well as central)		0.67
	Those mentioned above and public enterprises		0.33
	Public and private sector		0.00
	e. Limits on central bank lending defined in	0.025	
	Currency amounts		1.00
	Shares of central bank demand liabilities or capital		0.67
	Shares of government revenue		0.33
	Shares of government expenditures		0.00
	f. Maturity of loans	0.025	
	Within 6 months		1.00
	Within 1 year		0.67
	More than 1 year		0.33
	No mention of maturity in the law		0.00
	g. Interest rates on loans must be	0.025	
	Above minimum rates		1.00
	At market rates		0.75
	Below maximum rates		0.50
	Interest rate is not mentioned		0.25
	No interest on government borrowing from the central bank		0.00
	h. Central bank prohibited from buying or selling government securities in the primary market?	0.025	
	Yes		1.00
	No		0.00

Note: The ranking under each criteria indicates the degree of independence of central banks—the higher the code, the more independent the central bank.

a. Often the law does not contain a separate provision on the resolution of conflict. In those cases, the variable was coded on the basis of the impression from reading the law in its entirety. If the law gives the impression that the government formulates policy guidelines that the bank simply follows, then the ranking is low.

Source: Various central bank laws, Aufricht (1961, 1967); Bank for International Settlements (1963); Effros (1982); and the IMF's computerized files on central bank laws.

Bibliographie

http://www-wds.worldbank.org/external/default/WDSContentServer/WDSP/IB/1999/10/21/000178830_98101911134552/Rendered/PDF/multi_page.pdf

<https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2008/wp08119.pdf>

http://etienne.chouard.free.fr/Europe/messages_recus/La_crise_mondiale_d_aujourd_hui_Maurice_Allais_1998.pdf

https://fr.wikipedia.org/wiki/Triangle_d%27incompatibilit%C3%A9

http://www.bct.gov.tn/bct/siteprod/documents/Etude_BCT_20150113.pdf

http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1603f.htm

http://www.bct.gov.tn/bct/siteprod/documents/Etude_BCT_20150113.pdf

<https://nawaat.org/portail/2014/05/29/tunisie-les-b-a-ba-de-la-caisse-generale-de-compensation/>

http://www.bct.gov.tn/bct/siteprod/documents/Etude_BCT_20150113.pdf

<http://www.legislation.tn/sites/default/files/fraction-journal-officiel/1999/1999F/057/TF1999641.pdf>