

## CHAPITRE 3

# Le rôle des Banques Centrales dans l'Amélioration du Climat des Affaires et l'Attractivité des Investissements Etrangers

Etude du Cas de la Tunisie et Expériences Comparées (Egypte, Jordanie, Maroc)

par Sami MOULEY

### I. Introduction : éléments de contexte et exposé des motifs

Comme il a été montré dans le chapitre qui précède, les pays méditerranéens sont confrontés à certaines contraintes de croissance, l'offre de travail étant absorbée par le secteur informel avec des salaires très faibles. En même temps, la transition d'un modèle fondé uniquement sur l'augmentation des facteurs de production à un modèle basé davantage sur le progrès de la productivité, semble être nécessaire voire indéniable. Dans ce cadre, le développement futur reposera inéluctablement sur un rôle majeur du secteur privé.

Rappelons aussi que dans un contexte de prolifération des activités informelles, la dynamique du secteur privé dans les pays méditerranéens rencontre des blocages récurrents et des obstacles majeurs dans le climat des affaires. Ces obstacles à l'investissement et la compétitivité, vont des réglementations et contraintes administratives qui peuvent constituer un frein à l'entreprenariat, au développement et à l'internationalisation des entreprises, aux problèmes d'accès aux sources de financement, d'attractivité internationale pour les investissements et les entreprises étrangères et aux rigidités d'ordre réglementaire liées aux marchés de capitaux, auxquels s'ajoutent des retards en termes de qualité des institutions et de la gouvernance.

En même temps, les entreprises ayant des relations commerciales avec l'étranger accèdent difficilement à un système de couverture des risques de change et de taux d'intérêt, ce qui freine leur développement.

L'objet de ce chapitre est de montrer que les banques centrales jouent un rôle majeur dans la réforme du secteur privé, et peuvent contribuer à l'amélioration du climat des affaires et de l'attractivité des investissements étrangers dans les pays méditerranéens.

Le chapitre s'articulera de la manière suivante. D'abord, un focus sur les récentes actions de réformes menées par la Banque Centrale de Tunisie (BCT) sera fait, ainsi qu'une analyse des expériences menées par d'autres banques centrales de pays méditerranéens (Egypte, Jordanie, Maroc).

Six domaines d'intervention et défis majeurs seront déclinés à partir de ce premier travail :

- (i) la modulation du cadre opérationnel de conduite de la politique monétaire pour un meilleur concours du secteur bancaire au financement des investissements,
- (ii) la recherche de la stabilité financière et la gestion des crises systémiques,
- (iii) un réel engagement en faveur de l'inclusion financière des T-PME,
- (iv) un engagement international pour la mise en œuvre de réformes structurelles,
- (v) la flexibilité du taux de change pour une meilleure compétitivité du secteur privé et une résilience aux chocs externes,
- (vi) l'assouplissement de la réglementation des changes pour une optimisation de l'attractivité des entreprises étrangères et des capitaux internationaux.

## II. Le rôle des banques centrales dans les réformes du secteur privé: focus sur le rôle de la Banque Centrale de Tunisie et expériences comparées de pays méditerranéens (Egypte, Jordanie, Maroc)

### II.1. Premier défi : Modulations du cadre opérationnel de conduite de la politique monétaire pour un meilleur concours du secteur bancaire au financement des investissements

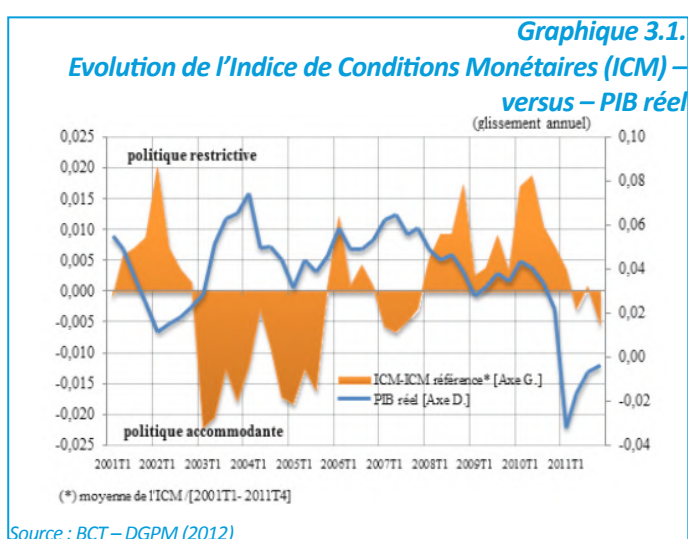
L'optimisation de l'accès des entreprises aux sources de financement a d'abord procédé par une surveillance de la liquidité structurelle du système bancaire et une meilleure gestion des risques de liquidité systémiques. En effet, au début de la période de transition, le système bancaire a été confronté en Tunisie à des risques avérés de crise systémique de liquidité, en raison de la décélération sans précédent des facteurs autonomes (forte hausse des billets et monnaies en circulation, suscitée par le comportement de thésaurisation des ménages, en concomitance avec le repli des actifs nets sur l'étranger en relation avec la baisse des avoirs nets en devises), passant de (+827 MDT) en moyenne sur la période 2006-2010 à (-2040 MDT) en 2011.

Pour gérer cette crise de liquidité, plusieurs actions de réformes ont été entreprises, allant de la mise en œuvre de mesures non conventionnelles de politique monétaire, à la moder-

nisation de son cadre opérationnel en vue d'un meilleur concours bancaire à l'économie, et d'autres réformes touchant la structure des taux d'intérêts.

### Des mesures non-conventionnelles de politique monétaire

Des mesures non conventionnelles de politique monétaire ont été entreprises au début de la période de transition. C'est ainsi que



la BCT a, pour commencer, initié une stratégie de détente (Assouplissement) monétaire (Monetary Easing) durant toute l'année 2011. D'abord, au niveau du refinancement bancaire, avec des injections massives de liquidité sur le marché monétaire (Quantitative

Easing) à travers les mécanismes hebdomadaires d'appel d'offre [1]. Ensuite, au niveau des baisses sans précédents (Credit Easing), à la fois, du taux directeur de 100 points de base globalement (en deux temps de 50 points de base chacune) [2] et des réserves obligatoires de plus de 10% (de 12,5% à 2% sur les dé-

**Tableau 3.1:**  
**Evolution des facteurs autonomes de la liquidité bancaire**

|                                    | Période d'avant-transition<br>(2006-2010) |       |       |       |       |         | Période<br>post-<br>transition<br>2011 |
|------------------------------------|-------------------------------------------|-------|-------|-------|-------|---------|----------------------------------------|
|                                    | 2006                                      | 2007  | 2008  | 2009  | 2010  | Moyenne |                                        |
| Billets et monnaies en circulation | -3745                                     | -4021 | -4414 | -4916 | -5485 | -4516   | -6716                                  |
| Solde net des Adm. Pub.            | 154                                       | 175   | -22   | -132  | -240  | -13     | 26                                     |
| Dont :                             |                                           |       |       |       |       |         |                                        |
| Solde du compte courant du trésor  | -428                                      | -421  | -542  | -660  | -663  | -542    | -540                                   |
| Actifs nets sur l'étranger         | 5334                                      | 6974  | 8124  | 9859  | 10344 | 8127    | 7772                                   |
| dont :                             |                                           |       |       |       |       |         |                                        |
| Avoirs nets en devises             | 6799                                      | 8924  | 10264 | 12550 | 12963 | 10300   | 11098                                  |
| Autres facteurs nets               | -1662                                     | -2795 | -2588 | -3221 | -3586 | -2771   | -3122                                  |
| Facteurs autonomes de la liquidité | 81                                        | 333   | 1100  | 1590  | 1033  | 827     | -2040                                  |

Source : A partir des données de la BCT.

pôts dont la durée est inférieure à 3 mois, de 1,5% à 0% sur les dépôts dont la durée est comprise entre 3 et 24 mois et de 1% à 0% sur les comptes spéciaux d'épargne).

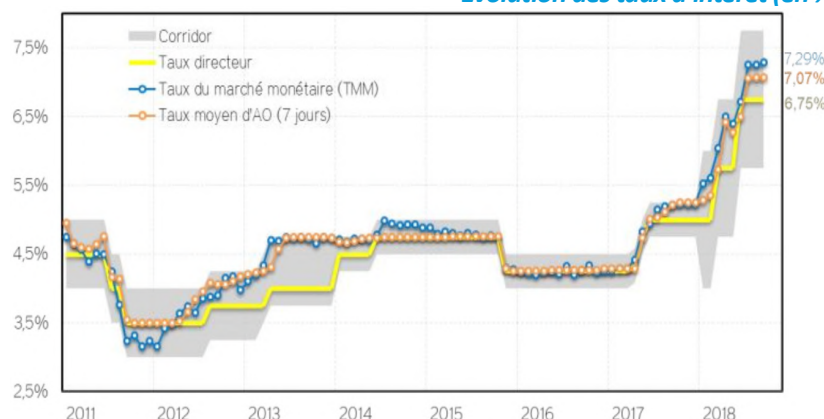
Aussi opportune que soit la stratégie de détente monétaire pour la gestion des risques de liquidité globale du système bancaire, elle s'est néanmoins avérée inadéquate dans la relance de l'activité. La reprise des tensions inflationnistes à partir de la première moitié de l'année 2012 a imposé un resserrement de la politique monétaire, qui s'est toutefois mis en place de façon progressive.

### Une gestion prudente des stratégies de sorties des mesures non conventionnelles

Un resserrement de la politique monétaire (Monetary Tightening) pour briser la chronique des tensions inflationnistes, qui ont revêtu depuis le mois d'août 2012 un caractère global et structurel, a été entamé avec une série de modulations progressives.

D'abord, avec la décision de la BCT de relever de 25 points de base le taux d'intérêt directeur, pour le porter à 3,75%. Ensuite, avec l'abandon graduel de la politique du « full allotment » (qui consiste à refinancer la totalité des besoins de liquidité des banques), en recalibrant ses opérations de refinancement sur la base de ses propres prévisions des besoins de liquidité des banques. Une autre série de mesures complémentaires de resserrement de la politique monétaire a également été initiée.

**Graphique 3.2.**  
**Evolution des taux d'intérêt (en %)**

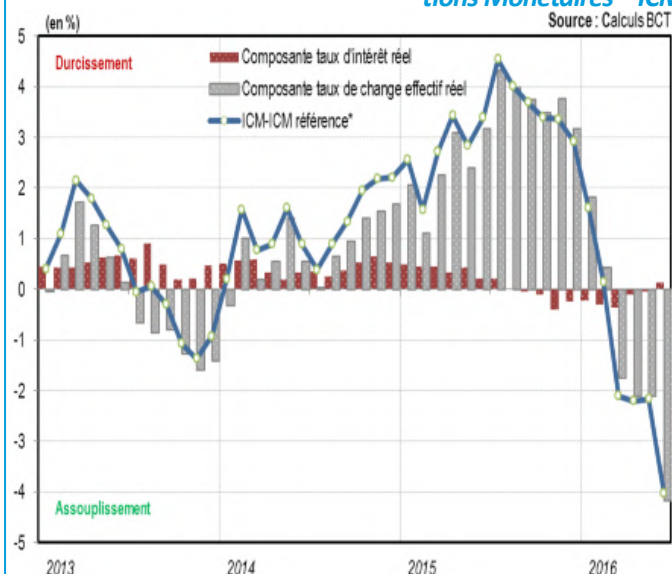


Source : BCT (2018)

La remontée des taux d'intérêt s'est en effet poursuivie progressivement jusqu'à atteindre en juin 2018 le niveau de 6,75% [3].

De même, dans le cadre de sa qualité de prêteur de dernier ressort, la BCT a mis en place un dispositif de facilitation de liquidité d'urgence destinée uniquement aux banques solvables mais temporairement illiquides, accompagnée de l'instauration d'un dispositif de décote de garanties pour les créances éligibles aux opérations de refinancement.

**Graphique 3.3.**  
**Sorties des mesures non-conventionnelles (Indice de Conditions Monétaires – ICM)**



Source : BCT – DGPM (2016)

## Modernisation des instruments de politique monétaire en vue d'un meilleur concours bancaire à l'économie

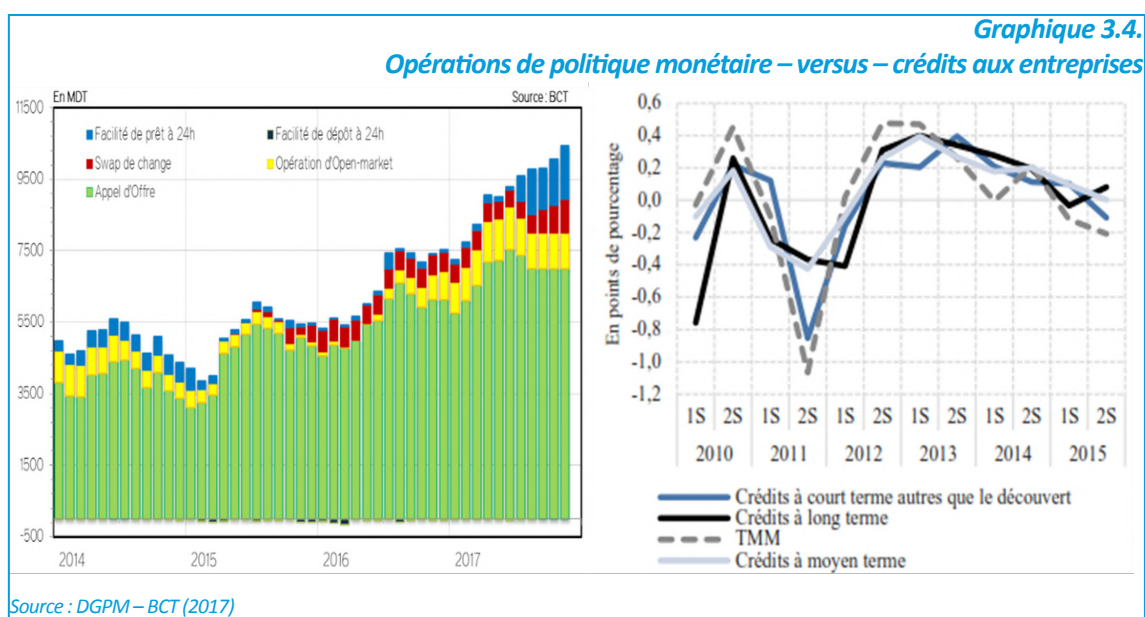
La réglementation des financements bancaires était une source d'exclusion des Petites et Moyennes Entreprises (PME) en matière d'octroi des crédits. En effet, la circulaire BCT N°87-47 du 23 décembre 1987, qui réglementait les conditions d'octroi des crédits bancaires de gestion ainsi que les cotes d'engagements par signature rentrant dans le cadre de l'activité courante des clients PME (professionnels et grandes entreprises), conditionnait le volume maximal des crédits d'exploitation qui leur sont accordés à un plafond de seulement 1 mois de chiffre d'affaire (et de 15 jours pour celles qui opèrent dans les secteurs du commerce et des services). Pour pallier à ces insuffisances, un réaménagement a été introduit en la matière en août 2016 avec le Tunibor comme indice de référence pour les transactions sur le marché monétaire en dinar.

Ce nouveau benchmark pour la rémunération des dépôts et des crédits bancaires, en sus du taux moyen mensuel du marché monétaire (TMM), et qui constitue une contribution au développement du marché monétaire, a per-

mis l'émergence de nouvelles références de taux courts au-delà du jour le jour, ce qui permettra à terme de renforcer la concurrence bancaire, et sera de nature à favoriser l'assouplissement des conditions d'octroi des crédits bancaires aux PME.

Dans le même ordre d'idée, la circulaire aux banques N°2017-02, en date du 10 mars 2017, a introduit un nouveau manuel des opérations de politique monétaire pour s'adapter à la loi 2016-35 d'avril 2016 portant nouveaux statuts de la BCT [4]. Outre les opérations d'appel d'offre, la diversification des autres opérations de politique monétaire a permis de réduire les tensions sur la liquidité bancaire, d'améliorer le mécanisme de transmission des impulsions de la politique monétaire par le canal du taux d'intérêt et de réallouer les ressources des banques en faveur des crédits à moyen-long terme aux entreprises (graphiques 3.4 et 3.4.bis).

D'ailleurs, les crédits aux professionnels ont progressé de 61% sur les dix premiers mois de 2017, par rapport à la même période de l'année précédente, tirés principalement par une hausse significative des crédits de court terme (graphique 3.5).

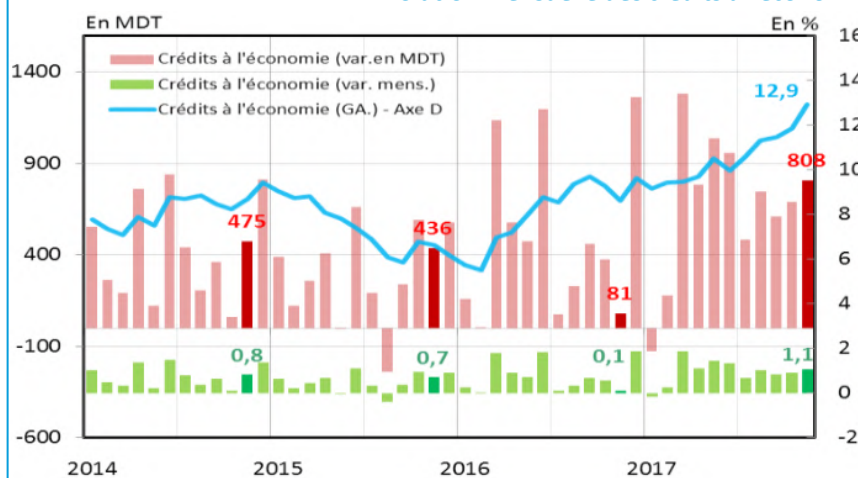




Une des dernières nouveautés introduites en 2018 concerne également les modalités opérationnelles visant au renforcement de l'intervention de la BCT sur le marché monétaire à travers un meilleur ciblage du refinancement pour soutenir davantage l'investissement et les secteurs productifs. C'est à ce titre qu'en novembre 2018, la BCT a mis en place un nouvel instrument de refinancement à plus long terme d'une durée de six mois afin de mieux orienter les crédits bancaires vers le financement de l'investissement dans le secteur réel (et d'encadrer de plus en plus les crédits aux particuliers). Ce guichet de refinancement est destiné aux banques qui accordent des crédits à moyen et long terme pour le financement des projets d'investissement dans les secteurs productifs.

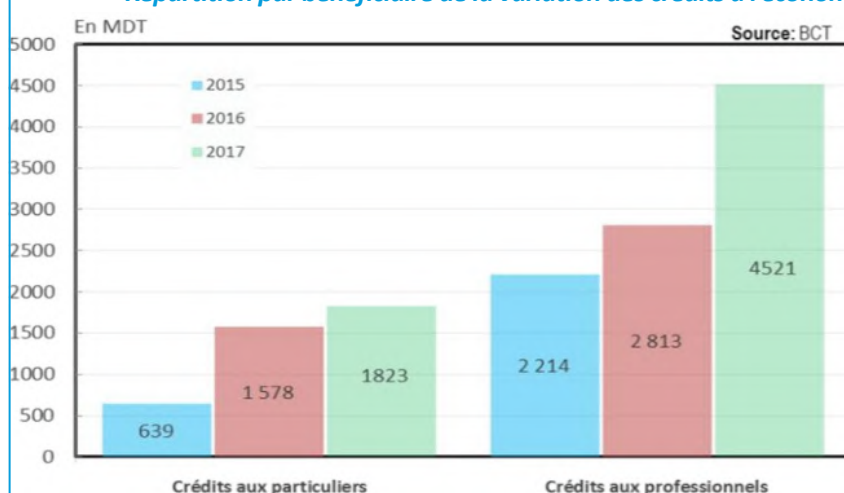
La mise en œuvre des opérations de refinancement est assurée par voie d'adjudication sous forme d'opérations de cession temporaire telles que prévues par la circulaire aux banques N°2017-02 relative à la mise en œuvre de la politique monétaire. Selon cette circulaire, les collatéraux éligibles intègrent désormais les crédits à moyen et long terme accordés par les banques pour le financement de projets d'investissement de création et/ou d'extension et dont l'ancienneté ne dépasse pas 2 ans à compter de la date de déblocage. Enfin, une meilleure dynamisation du financement interbancaire sur le marché monétaire en dinar a aussi été impulsée dans le cadre de

**Graphique 3.4bis.**  
**Evolution mensuelle des crédits à l'économie**



Source : DGPM – BCT (2017)

**Graphique 3.5**  
**Répartition par bénéficiaire de la variation des crédits à l'économie**



Source : DGPM – BCT (2017)

la circulaire de la BCT N°2018-12 du 28 Novembre 2018.

Les réformes du cadre de conduite et des instruments de politique monétaire en Tunisie, analysées auparavant, se sont en fait juxtaposées à plusieurs actions de modernisation de la supervision microprudentielle pour un contrôle efficace des risques bancaires, qu'il s'agisse des évolutions en matière : (i) de gestion du risque de liquidité, (ii) d'exigences prudentielles de fonds propres, (iii) de concentration et de division des risques, (iv) d'exigences de classification et de provisionnement

des créances, et (v) de gestion du risque de liquidité [5]

### Réforme de la réglementation sur les taux d'intérêt excessifs

Le rationnement des crédits aux PME est imputable à la réglementation actuelle contraignante des taux d'intérêt excessifs (ou taux d'usure) qui est régie par la loi N°99-64 du 15 juillet 1999, telle que modifiée et complétée par la loi N°2008-56 du 4 août 2008. Ce dispositif de plafonnement des taux d'intérêt des crédits consentis par les établissements financiers et les commerçants, stipule qu'un prêt consenti à un taux d'intérêt excessif est un prêt conventionnel consenti à un taux d'intérêt effectif global (TEG) qui excède, au moment où il est consenti, de plus du cinquième [6] (plus du tiers auparavant [7]) le taux d'intérêt effectif moyen (TEM) pratiqué au cours du semestre précédent par les banques et les établissements financiers

pour l'ensemble des catégories de crédits et pour l'ensemble des établissements [8].

Il en ressort que les taux effectifs moyens (et leurs correspondants en taux excessifs) par nature de crédit sont nettement plus élevés pour les entreprises en matière de crédit à moyen et long terme, et pour les particuliers, en matière de crédits à la consommation. Le caractère excessif des coûts d'emprunts à moyens et long terme explique d'ailleurs qu'en dépit de la surbancairisation du système de financement en Tunisie, les concours bancaires aux secteurs productifs sont limités à des crédits de court terme.

Quand bien même le seuil du taux d'intérêt excessif (taux d'usure) en Tunisie est élevé, notamment pour les crédits à moyen et long terme, avec une moyenne de (9,75%) au cours du deuxième semestre de 2018, il demeure néanmoins plus faible que celui pratiqué par exemple au Maroc (14,3%).

**Tableau 3.2.**  
**Taux d'intérêt effectifs moyens (TEM)**  
(en %)

| Catégorie des concours                           | 2016                     |                           | 2017                     |                           | 2018                      |
|--------------------------------------------------|--------------------------|---------------------------|--------------------------|---------------------------|---------------------------|
|                                                  | 1 <sup>er</sup> semestre | 2 <sup>ème</sup> semestre | 1 <sup>er</sup> semestre | 2 <sup>ème</sup> semestre | 1 <sup>ère</sup> semestre |
| 1) Crédits à court terme, découverts non compris | 6,56                     | 6,61                      | 6,64                     | 7,20                      | 7,76                      |
| 2) Découverts matérialisés ou non par des effets | 8,58                     | 8,60                      | 8,66                     | 8,97                      | 9,42                      |
| 3) Crédits à la consommation                     | 8,67                     | 8,64                      | 8,45                     | 9,06                      | 9,44                      |
| 4) Crédits à moyen terme                         | 7,00                     | 7,14                      | 7,15                     | 7,56                      | 8,16                      |
| 5) Crédits à long terme                          | 7,03                     | 6,92                      | 7,04                     | 7,66                      | 8,07                      |
| 6) Crédits pour le financement de l'habitat *    | 7,74                     | 7,63                      | 7,64                     | 8,20                      | 8,46                      |
| 7) Leasing mobiliers et immobiliers              | 10,16                    | 10,03                     | 9,75                     | 9,89                      | 10,19                     |
| 8) Affacturage                                   | 8,17                     | 8,26                      | 8,19                     | 8,64                      | 9,49                      |

Source : BCT et Ministère des Finances

**Tableau 3.3.**  
**Seuil des taux d'intérêt excessifs correspondants au TEM**  
(en %)

| Catégorie des concours                           | 2016                      | 2017                     |                           | 2018                     |                          |
|--------------------------------------------------|---------------------------|--------------------------|---------------------------|--------------------------|--------------------------|
|                                                  | 2 <sup>ème</sup> semestre | 1 <sup>er</sup> semestre | 2 <sup>ème</sup> semestre | 1 <sup>er</sup> semestre | 2 <sup>er</sup> semestre |
| 1) Crédits à court terme, découverts non compris | 7,87                      | 7,93                     | 7,96                      | 8,64                     | 9,31                     |
| 2) Découverts matérialisés ou non par des effets | 10,29                     | 10,32                    | 10,39                     | 10,76                    | 11,30                    |
| 3) Crédits à la consommation                     | 10,40                     | 10,36                    | 10,14                     | 10,87                    | 11,32                    |
| 4) Crédits à moyen terme                         | 8,40                      | 8,56                     | 8,58                      | 9,07                     | 9,79                     |
| 5) Crédits à long terme                          | 8,43                      | 8,30                     | 8,44                      | 9,19                     | 9,68                     |
| 6) Crédits pour le financement de l'habitat *    | 9,28                      | 9,15                     | 9,16                      | 9,84                     | 10,15                    |
| 7) Leasing mobiliers et immobiliers              | 12,19                     | 12,03                    | 11,70                     | 11,86                    | 12,22                    |
| 8) Affacturage                                   | 9,80                      | 9,91                     | 9,82                      | 10,36                    | 11,38                    |

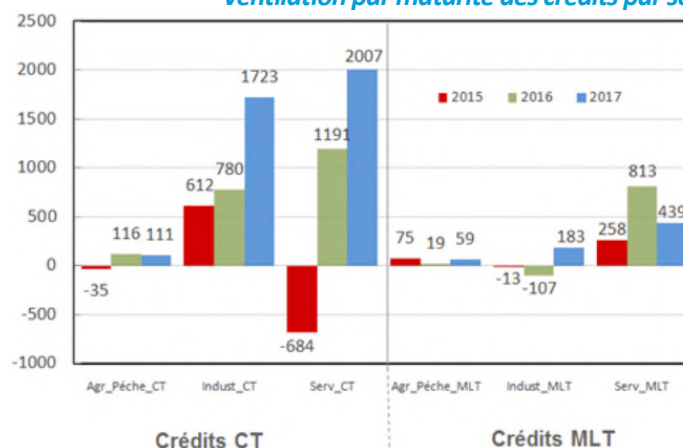
Source : BCT et Ministère des Finances

Le dispositif en question a été initialement prévu en guise de protection des emprunteurs bancaires contre tout excès au niveau des conditions de financement, et contre des comportements potentiels de concurrence déloyale entre les banques. Néanmoins, les plafonds imposés des taux d'usure ont contribué à encore restreindre la concurrence bancaire, ont constitué des obstacles à l'accès aux sources de financement bancaire et surtout n'ont pas été de nature à inciter les banques à mieux tarifier leurs crédits en fonction de niveaux de risques différenciés (par nature d'emprunteurs et par maturité). Comme souligné auparavant, ces plafonds ont en plus favorisé les crédits à court-terme aux dépens des crédits à moyen et long terme.

Aussi, cette réglementation des taux d'intérêt excessifs est devenue une source d'obstacles à l'accès aux sources de financement bancaire parce qu'elle s'applique par catégorie de crédit et non par type d'emprunteur. La réglementation a en effet introduit une inéquité vis-à-vis, notamment, des professionnels (artisans, professions libérales), commerçants ou jeunes diplômés cherchant à créer leurs entreprises et qui, par définition, sont à même d'évaluer leurs risques mais qui, à défaut des garanties demandées par les banques, ne peuvent pas avoir accès au financement en raison du plafonnement. La réglementation plafonnant les taux d'intérêt de manière très uniforme (i) limite l'accès à certains clients « bancables », (ii) sans toutefois garantir qu'elle remplit pleinement son objectif de protection des populations vulnérables.

C'est la raison pour laquelle la BCT a entamé une réforme d'assouplissement de la loi sur les taux excessifs accompagnée de l'instauration d'un bureau de crédit privé, la modernisation

**Graphique 3.6**  
**Ventilation par maturité des crédits par secteurs**



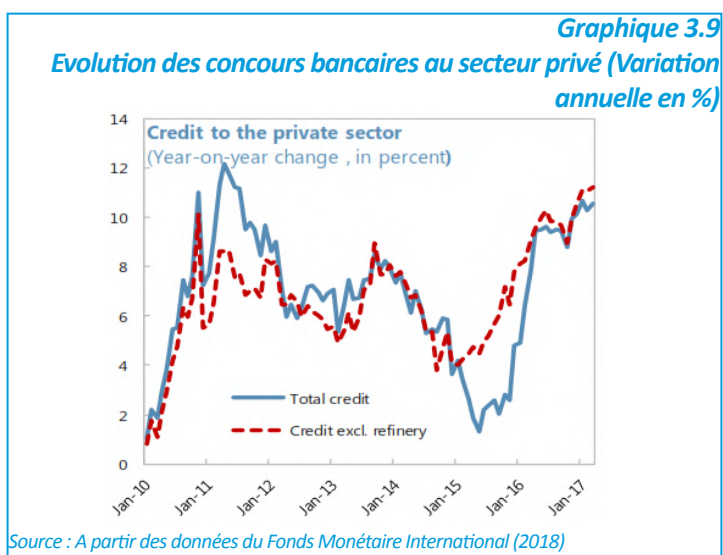
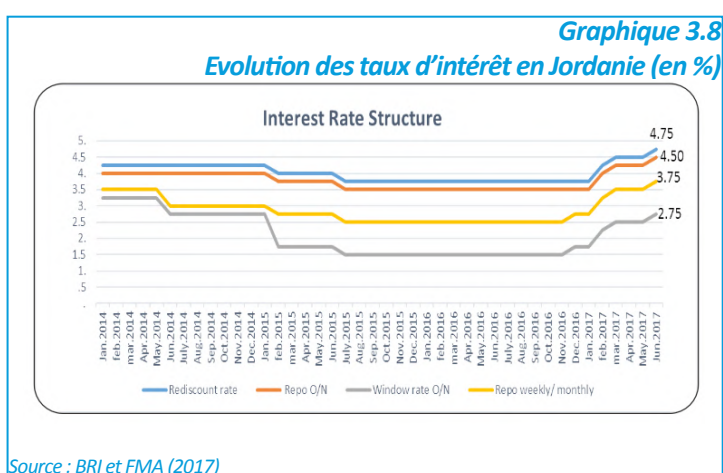
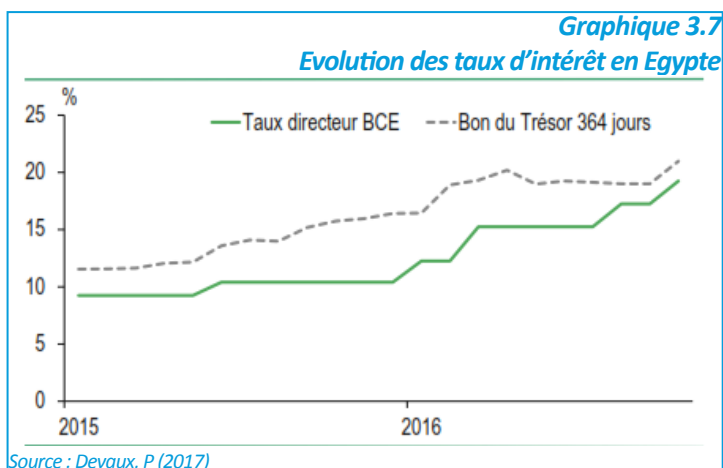
Source : DGPM – BCT (2017)

de la centrale des risques et surtout l'incitation pour la mise en place par les banques d'outil de mesure et de pricing de leurs risques à travers une circulaire, aux banques et aux établissements financiers N°2016-06, relative au système de notation des contreparties.

#### Focus sur les pays comparateurs

Au niveau de la conduite de la politique monétaire, seule la Banque Centrale d'Égypte (BCE) a pu opter pour une politique monétaire accommodante durant la dernière période en adoptant, comme en Tunisie, un durcissement des conditions monétaires. En effet, le taux directeur a augmenté depuis septembre 2016 de 885 points de base pour atteindre 19,25%. Cette hausse répond principalement à un double objectif de lutte contre les pressions inflationnistes et, surtout, de poursuite de l'amélioration de la liquidité en devises du système bancaire en attirant les devises qui restent en dehors du système bancaire officiel vers les dépôts bancaires dont la rémunération augmente [9].

En outre, et à la suite de l'adoption par la BCE d'un régime de taux de change flottant [10], l'instrument du taux d'intérêt est devenu la principale ancre nominale de la politique monétaire pour un objectif de stabilité des prix. Un programme de transition vers un régime de ciblage de l'inflation a ainsi été mis en place en



2018 afin de limiter la volatilité du cycle économique et ancrer les anticipations d'inflation.

La même stratégie de détente monétaire a été conduite par la Banque Centrale de Jordanie (BCJ). En effet, l'économie jordanienne a affiché

depuis août 2013 des évolutions positives de ses fondamentaux et un niveau soutenable d'inflation anticipée qui s'est accompagné d'une augmentation de l'attractivité du dinar jordanien, une amélioration significative du compte courant et une croissance des réserves de change. Dans ce contexte favorable, la BCJ a diminué les taux d'intérêt de tous ses instruments de politique monétaire à quatre reprises en 2013 et 2014 de 125 points de base, puis en 2015 de 50 points de base, passant de 3,5% à 1,75%, avec une dernière correction à la hausse en mai 2017 de 100 points de base pour atteindre 2,75%. De même, une révision du cadre opérationnel de conduite de la politique monétaire a été adoptée en février 2015, en introduisant le taux principal de la BCJ comme principal taux de référence. Ces mesures d'assouplissement ont été motivées par l'optimisation des conditions d'accès au financement bancaire des PME Jordaniennes qui ont bénéficié, en plus, d'un programme de refinancement additionnel préférentiel avec ciblage sectoriel (industrie, tourisme, agriculture, énergie renouvelable et technologie de l'information), d'un montant de 1,1 milliards de dinars jordaniens (soit 5% des facilités directes accordées par les banques). En conséquence, les concours bancaires à l'économie ont augmenté.

Avec une décélération de son taux directeur, la Banque Centrale du Maroc (Bank El Maghrib – BAM) a aussi maintenu sa stratégie de politique monétaire accommodante face à une inflation maîtrisée. L'inflation moyenne pour les cinq derniers mois de 2018 était d'environ 1% en glissement annuel, en raison de la baisse des prix des produits alimen-



taires. Depuis que la BAM a abaissé son taux directeur à 2,25% en mars 2016, les taux débiteurs ont aussi diminué.

Il s'en est suivi un redressement de la croissance des crédits au secteur privé durant la deuxième moitié de l'année 2018, après une décélération due à la contraction de la mobilisation des dépôts bancaires.

## II.2. Deuxième défi : La stabilité financière et la gestion des crises systémiques

### Une nouvelle loi bancaire orientée vers la protection efficace des déposants

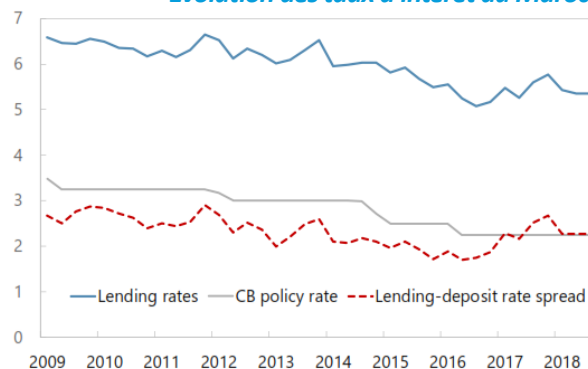
Instituée par la loi N°2016-48 de juillet 2016, la nouvelle loi bancaire a introduit un fonds de garantie des dépôts bancaires dont les objectifs sont :

- (i) L'instauration d'un filet de sécurité en vue d'empêcher l'effet de contagion d'une banque en difficulté sur le système bancaire en procédant à une indemnisation rapide des déposants,
- (ii) La création du fonds national de garantie des dépôts bancaires sous la forme d'un établissement public doté de la personnalité juridique et de l'autonomie financière et administrative [11],
- (iii) L'option pour un fonds de garantie des dépôts bancaires sous la forme d'un « Pay Box plus » chargé d'indemniser les déposants en cas d'indisponibilité de leurs dépôts et de contribuer à la stabilité financière en accordant à une banque en difficulté le financement nécessaire dans le cadre d'un plan de résolution,
- (iv) La définition du mode d'intervention du Fonds de garantie des dépôts bancaires dans le plan de résolution,
- (v) La définition de la politique du Fonds de garantie des dépôts bancaires en matière de placement basée sur des règles qui garantissent la

sécurité des ressources,

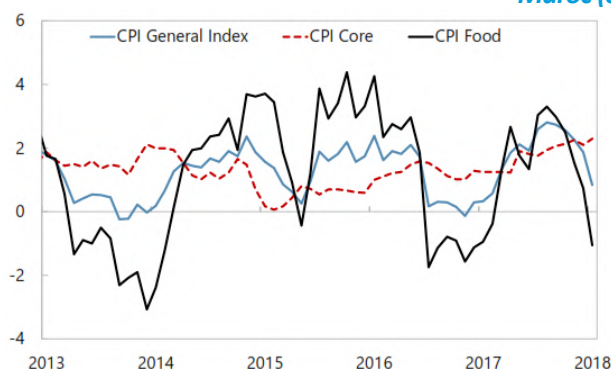
- (vi) La définition des dépôts éligibles à l'indemnisation. Ces dispositifs s'ajoutent en fait à la reformulation de la mission de la BCT en tant que prêteur en dernier ressort [12].

**Graphique 3.10**  
**Evolution des taux d'intérêt au Maroc (en %)**



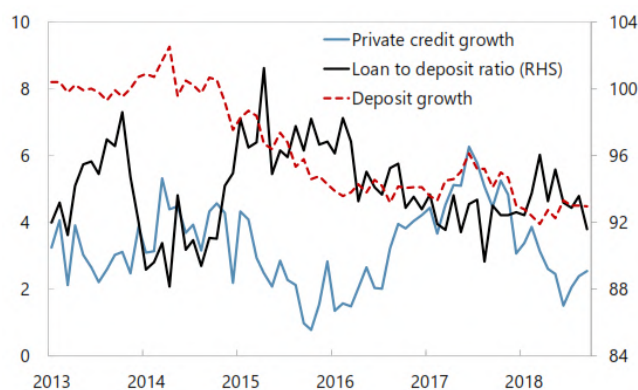
Source : A partir des données du Fonds Monétaire International (2018)

**Graphique 3.11**  
**Evolution de l'inflation globale et de l'inflation sous-jacente au Maroc (en %)**



Source : A partir des données du Fonds Monétaire International (2018)

**Graphique 3.12**  
**Evolution des concours bancaires – VS – mobilisation des dépôts (en %)**



Source : A partir des données du Fonds Monétaire International (2018)

De plus, dans la perspective de la reformulation de sa mission de prêteur en dernier ressort, la BCT a mis en place, depuis juin 2014, un dispositif de gestion systémique de la liquidité, en instaurant une facilité de liquidité d'urgence destinée uniquement aux banques solvables mais temporairement illiquides.

Dans le même ordre d'idées, et au niveau de la gestion de la liquidité systémique, l'instauration récente d'un dispositif de décote des garanties pour les créances éligibles aux opérations de refinancement a permis à la BCT de rationaliser ses injections massives de liquidité à des fins de refinancement.

### **Un dispositif de pilotage et de régulation macroprudentielle**

La mise en œuvre d'une politique macroprudentielle a pour objet de prévenir l'apparition des déséquilibres financiers, en permettant notamment (i) de réduire les risques de contagion et d'atténuer les risques systémiques, et (ii) de renforcer la capacité d'absorption des chocs par les institutions financières. Les risques (et crises) systémiques sont définis comme étant des risques (crises) de perturbations dans le système financier susceptibles d'avoir de graves répercussions sur l'économie réelle.

La loi 2016-35 portant sur les nouveaux statuts de la BCT [13] a introduit un nouveau dispositif de pilotage et de régulation macroprudentielle qui reposera désormais sur l'implémentation d'indicateurs de solidité et de robustesse du système financier et sur le suivi des facteurs précoces de risque systémique. Dans le but de préserver la stabilité du système financier, cette loi autorise la BCT à intervenir auprès d'entités d'importance systémique en élargissant les instruments de politique monétaire à deux modulations non conventionnelles complémentaires :

(i) Une nouvelle forme de refinancement au titre de la facilité spécifique de prêt aux éta-

blissements financiers dont l'exposition au risque systémique pourrait affecter la stabilité financière (notamment les établissements bancaires exposés aux déficits des entreprises publiques) ;

(ii) Un élargissement des bénéficiaires des facilités de prêt de la BCT par l'option d'une intervention directe de financement d'entreprises non-financières, telles que le fonds nationaux de garantie de dépôts, dont les attributions et les modalités d'organisation ont été adoptées par la nouvelle loi bancaire [14].

### **Focus sur les pays comparateurs**

Dans les autres pays méditerranéens, les banques centrales ont aussi élaboré des dispositifs de supervision macroprudentielle en vue de consolider la stabilité financière et gérer l'occurrence de crises systémiques [15]. L'expérience du Maroc est la plus ancienne avec la création en 2006, lors de la refonte de la loi relative aux établissements du crédit, de la commission de coordination des organes de supervision du secteur financier. Cette commission, présidée par le gouverneur de la Bank Al-Maghrib, est chargée notamment de coordonner les actions des instances de supervision (la Bank Al-Maghrib, l'administration chargée du contrôle des entreprises d'assurances et de réassurance et le conseil déontologique des valeurs mobilières).

En janvier 2015 fût promulguée une nouvelle loi relative aux établissements de crédit qui a changé la dénomination du comité de coordination pour devenir comité de coordination et de surveillance du risque systémique. Ce comité, qui a été élargi au ministère des finances, est désormais chargé d'assurer la surveillance macroprudentielle et la gestion des crises systémiques.

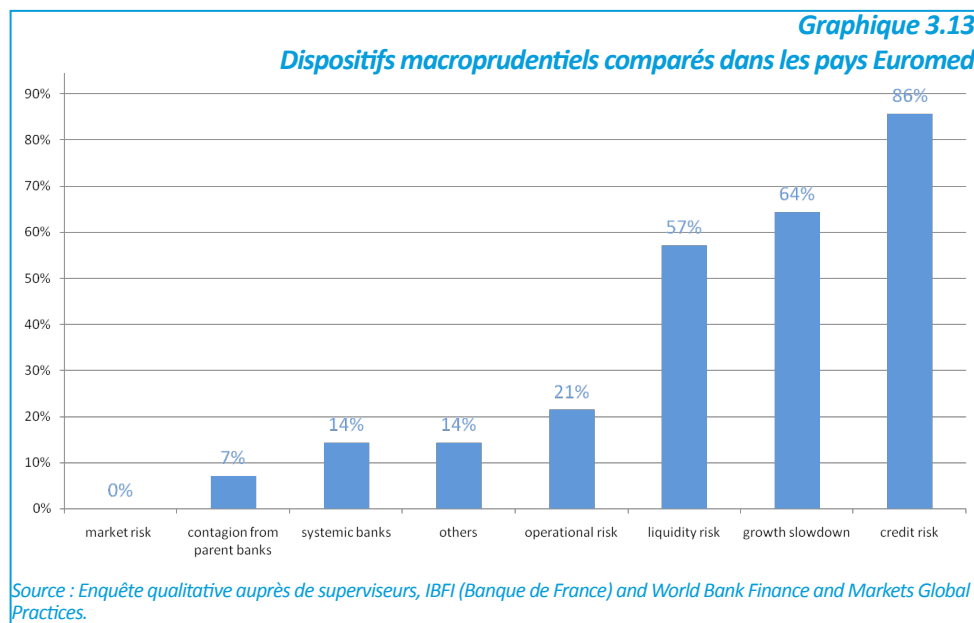
Une enquête récente sur les cadres opérationnels des dispositifs macroprudentiels et de stabilité financière mis en place par les banques centrales dans les pays méditerranéens [16] montre,

qu'en termes de perceptions, 86% des superviseurs des banques centrales des pays enquêtés [17] estiment que la mise en place de dispositifs macroprudentiels est motivée par la gestion du risque de crédit, et 21% par la gestion du risque opérationnel [18], alors que d'autres superviseurs la motivent par des risques macroprudentiels liés aux aléas conjoncturels (64%), des risques de liquidité systémique (57%), des risques de transformations des banques en entités systémiques (14%) [19] et d'autres risques de contagion systémique (7%).

### II.3. Troisième défi : Un réel engagement en faveur de l'inclusion financière des T-PME

La croissance inclusive se heurte en Tunisie à de multiples obstacles. L'accès au financement est, entre autres, une contrainte majeure. Le relâchement de cette contrainte par une politique d'inclusion financière est alors crucial pour lutter contre l'exclusion économique, notamment dans les régions défavorisées. De même, lutter contre la faiblesse de l'inclusion financière en Tunisie et promouvoir un accès plus inclusif à la finance pourrait aussi contribuer à l'inclusion sociale. Ceci est d'autant plus important dans un contexte marqué par un taux de chômage de 15,3%, dont 32% parmi les jeunes diplômés.

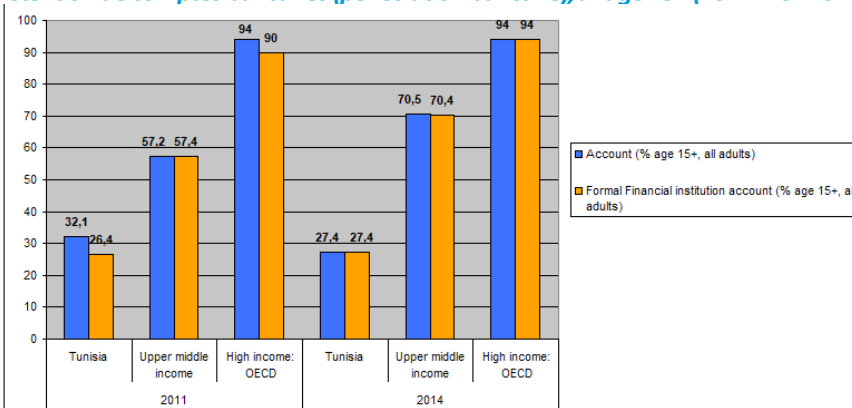
L'analyse comparée des profils de l'inclusion financière est déduite des enquêtes de la plateforme du Global Findex de la Banque Mondiale.



La dernière enquête de 2014, parue en 2015, se réfère conjointement au data book de l'inclusion financière [20] et aux données de l'inclusion financière globale (Global Financial Inclusion - Findex) [21] qui complètent celles de la précédente enquête de 2011 [22]. Elle montre que l'exclusion financière concerne en Tunisie les trois quarts de la population âgée de plus de quinze ans. En effet, 27,4% seulement déclarent en 2014 avoir un compte dans une institution formelle (32,1% dans l'enquête précédente de 2011), contre 70,5% dans les pays de même niveau de revenu (57,2% auparavant) et 94% dans les économies avancées de l'OCDE. A ce titre, la bancarisation a reculé de 4,7 points (graphique 3.14).

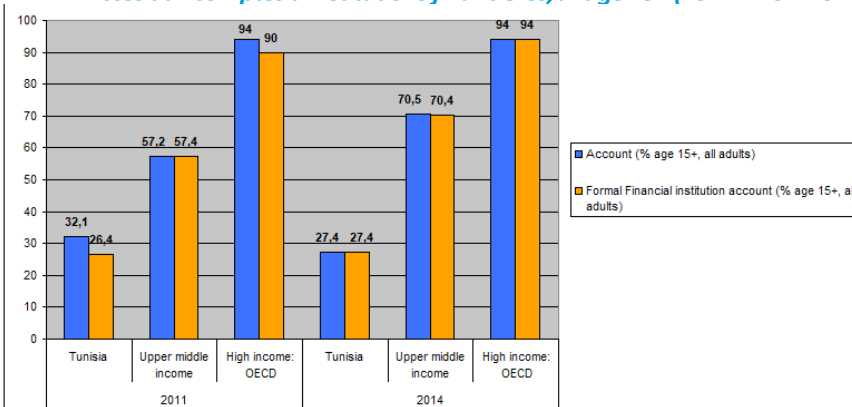
Il est aussi important de relever que les 40% les plus pauvres ont le plus de difficultés pour accéder à des services financiers formels puisque 17,2% seulement détiennent un compte dans une institution formelle. Les femmes, plus que les hommes, sont aussi concernées par ce phénomène d'exclusion puisque 20,7% seulement détiennent un compte dans une institution formelle contre 34,3% pour les hommes. Les difficultés d'accès aux produits d'épargne et aux emprunts sont plus accentuées en milieu rural qu'en milieu urbain. En milieu rural, 22,4% seulement de la population âgée de plus de

**Graphique 3.14**  
**Détention de comptes bancaires (pénétration bancaire), % âge 15+ (2014 - vs - 2011)**



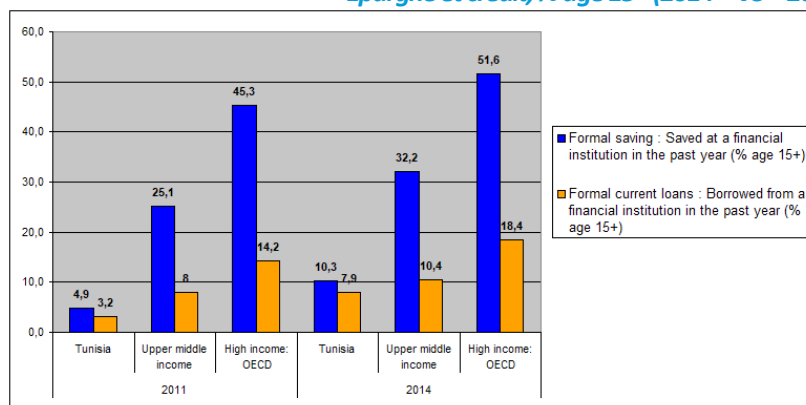
Source: Calculs Mouley, S (2017-a,b) à partir des données du World DataBank, Global Findex Survey and Database, World Bank.

**Graphique 3.15**  
**Accès aux comptes d'institutions financières, % âge 15+ (2014 – VS – 2011)**



Source: Calculs Mouley, S (2017-a,b) à partir des données du World DataBank, Global Findex Survey and Database, World Bank.

**Graphique 3.16**  
**Epargne et crédit, % âge 15+ (2014 – VS – 2011)**



Source: Calculs Mouley, S (2017-a,b) à partir des données du World DataBank, Global Findex Survey and Database, World Bank.

quinze ans détiennent un compte dans une institution formelle. D'une manière générale, et en comparaison à l'échelle des standards internationaux, les indicateurs d'inclusion financière pour les particuliers en Tunisie sont globalement en deçà des moyennes internationales, qu'il s'agisse des degrés de pénétration des comptes bancaires et d'accès aux comptes d'institutions financières (graphique 3.15) ou des détentions de comptes formels de crédits ou d'épargne (graphique 3.16).

A ce titre, la loi N°2016-35 du 25 Avril 2016 portant approbation des nouveaux statuts, prérogatives et organisation de la BCT a institué un observatoire d'inclusion financière (OIF) pour l'analyse, l'évaluation et le suivi des conditions d'accès aux sources de financement [23]. L'OIF assure notamment :

« (i) la collecte des données et des informations relatives à l'accès aux services financiers et leur exploitation et la mise en place à cette fin d'une base de données,



- (ii) le suivi de la qualité des services fournis par les établissements exerçant dans le secteur financier, notamment sur le plan de satisfaction des besoins de la clientèle,
- (iii) l'information et le renseignement sur les services et produits financiers et leur coût,
- (iv) l'établissement d'indicateurs qualitatifs et quantitatifs permettant de mesurer le coût des services financiers et leur degré de satisfaction de la clientèle et le degré d'inclusion financière,
- (v) la prescription de recommandations aux établissements exerçant dans le secteur financier et aux médiateurs,
- (vi) l'examen des rapports des médiateurs bancaires et l'établissement d'un rapport annuel sur la médiation bancaire,
- (vii) la réalisation d'études sur les services financiers et leur qualité et l'organisation de consultations sectorielles à cet effet,
- (viii) l'assistance du gouvernement dans l'établissement des politiques et programmes visant à promouvoir le champ de l'inclusion financière ».

La création de l'observatoire s'inscrit dans une stratégie favorisant l'inclusion financière afin que le secteur financier puisse contribuer à une meilleure inclusion économique et sociale de la population et promouvoir le développement d'entreprises créatrices de valeur et d'emploi.

L'inclusion financière peut constituer un mécanisme majeur pour promouvoir la croissance économique et offrir un avenir meilleur à la population, surtout pour les Tunisiens à faible revenu. La Tunisie présente des opportunités en matière d'inclusion financière. Néanmoins, elle doit encore surmonter des obstacles d'ordre structurel et

à court terme, pour renforcer la pénétration des comptes bancaires, généraliser l'accès des particuliers aux services bancaires et financiers, mettre à profit et moderniser l'usage des moyens et services de paiements et lever les contraintes majeures d'accès des entreprises aux sources de financement.

### Focus sur les pays comparateurs

A l'instar de la BCT, les banques centrales des pays comparateurs méditerranéens analysés ont aussi conscience de l'importance des questions d'accès au financement et, à ce titre, ont intensifié leurs efforts pour promouvoir l'inclusion financière.

La dernière enquête Findex de 2017 a en effet montré les retards qu'accusent encore l'Égypte et le Maroc en matière d'inclusion financière (tableau.4) relativement à la moyenne de la tranche supérieure des pays à revenus intermédiaires. Il en est de même pour la Jordanie selon les enquêtes de 2014 (graphique 3.17).

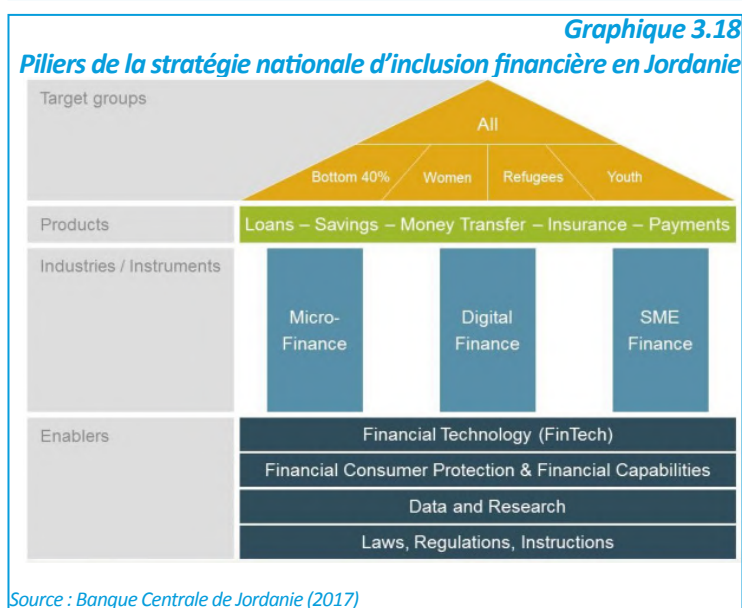
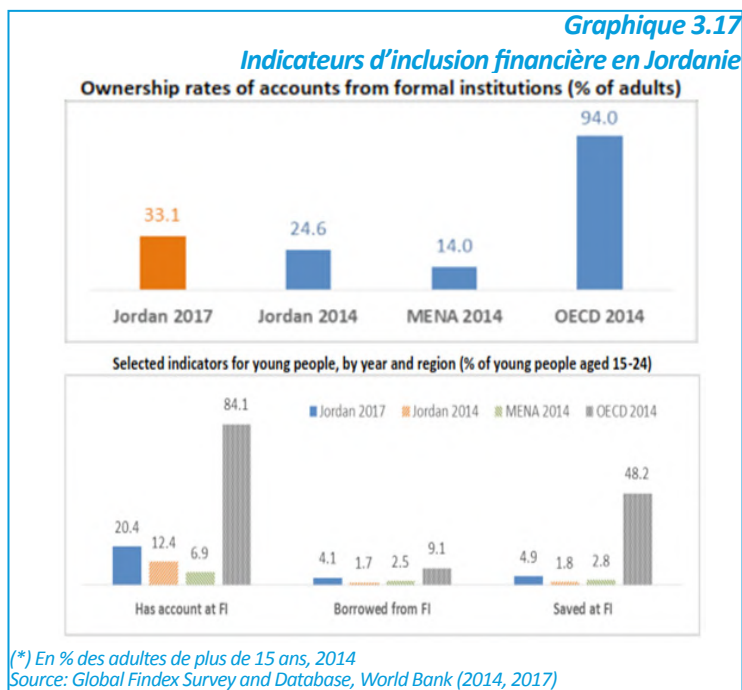
Dans ce cadre, la Banque Centrale d'Égypte (BCE) a lancé début 2016 une initiative visant à inciter les banques à réserver 20% de leur portefeuille de prêts aux PME, avec un taux d'intérêt ne devant pas excéder les 5% par an. L'Égypte a aussi lancé plusieurs autres initia-

**Tableau 3.4**

**Indicateurs comparés d'inclusion financière en Égypte et au Maroc (\*)**

|                                             | Comparateurs pays |       | Comparateurs régionaux |                                                |
|---------------------------------------------|-------------------|-------|------------------------|------------------------------------------------|
|                                             | Égypte            | Maroc | Afrique du Nord        | Tranche sup. des pays à revenus intermédiaires |
| Compte                                      | 32,8              | 28,6  | 34,7                   | 73,1                                           |
| Compte, femmes                              | 27,0              | 16,8  | 26,0                   | 69,3                                           |
| Compte bancaire à accès numérique           | 1,3               | 1,2   | 3,8                    | 30,0                                           |
| Détention d'une carte de débit              | 24,8              | 21,1  | 25,4                   | 58,8                                           |
| Emprunt financière auprès d'une institution | 6,3               | 2,6   | 5,4                    | 9,9                                            |
| Épargne financière auprès d'une institution | 6,2               | 6,3   | 10,1                   | 29,9                                           |

Source: Global Findex Survey and Database, World Bank (2017)



tives pour promouvoir l'inclusion financière, par exemple en améliorant la loi sur la faillite.

Au Maroc, un nouveau mécanisme en faveur de l'inclusion des T-PME a été introduit par la Bank El Maghrib dans le but de soutenir davantage leur accès au financement bancaire. C'est ainsi qu'en 2012, il a été décidé d'élargir le collatéral éligible aux opérations de politique monétaire aux effets représentatifs de créances privées sur les T-PME à travers un nouvel instrument de refinancement à terme plus long, les « prêts garantis ». Suite à

la persistance d'une conjoncture difficile et la poursuite de la décélération du crédit, un second programme de soutien a été mis en place à la fin de l'année 2013, qui permet aux banques de disposer chaque année d'avances de la Bank Al-Maghrib pour un montant égal au volume des crédits (hors promotion immobilière et professions libérales) qu'elles prévoient d'accorder aux T-PME. Elles peuvent, en outre, bénéficier d'un refinancement additionnel équivalent au volume des crédits octroyés aux T-PME exerçant dans le secteur de l'industrie ou dont la production est destinée à l'export. Ces avances sont allouées trimestriellement pour une durée d'un an. Dans le même ordre d'idée, la caisse centrale de garantie (CCG) a facilité l'accès aux services financiers en se portant garant des TPE, des PME et des particuliers à faible revenu. La garantie de la CCG a ainsi bénéficié à près de 18 000 T-PME sur la période 2013-2018.

Enfin, en Jordanie, une nouvelle stratégie nationale d'inclusion financière (SNIF) a été mise en place en 2018, dont les piliers reposent, entre autres, sur : (i) la microfinance, (ii) la finance digitale et l'accès au financement des PME.

#### II.4. Quatrième défi : Un engagement international pour la mise en œuvre de réformes structurelles

La BCT a procédé en juin 2013 à la conclusion avec le Fonds Monétaire International (FMI) d'un premier accord de confirmation à titre de précaution (Stand By Arrangement : SBA) d'une valeur de 2,7 milliards de dinars (1,75 milliards de dollars), adossé à un programme de deux

ans pour la mise en œuvre de réformes structurelles et la préservation de la stabilité macroéconomique. Les déblocages par tranche de cette ligne de crédit de précaution ont été conditionnés par la mise en œuvre d'un package de réformes établi selon un agenda de benchmark structurel. L'accord stand by (SBA) recouvre 39 repères structurels (structural benchmarks) d'actions de réformes, répartis sur quatre chantiers stratégiques, dont 28 ont été globalement accomplies sur la période 2013-2014 [24].

La BCT a par la suite sollicité en mai 2016 l'appui du FMI pour un mécanisme (facilité) élargi(e) de crédit (MEC) qui prévoit de mobiliser 2,9 milliards de dollars, adossé à un programme de quatre ans (2016-2020) dont l'objectif principal est de relancer la croissance afin de créer plus d'emplois et résorber le chômage, poursuivre des politiques macroéconomiques prudentes, réduire davantage la vulnérabilité de l'économie aux chocs exogènes et promouvoir un développement plus inclusif, d'autant plus que le contexte sécuritaire régional demeure fragile. Ce nouveau programme de facilité de crédit élargie, constituée avec le plan quinquennal 2016-2020, un outil de définition et de priorisation des réformes à adopter en vue d'une mise en œuvre effective et efficace. Le MEC recouvre 18 repères structurels (structural benchmarks) d'actions de réformes, répartis sur quatre chantiers stratégiques, dont 7 ont

été accomplies à la date de rédaction du présent chapitre [25].

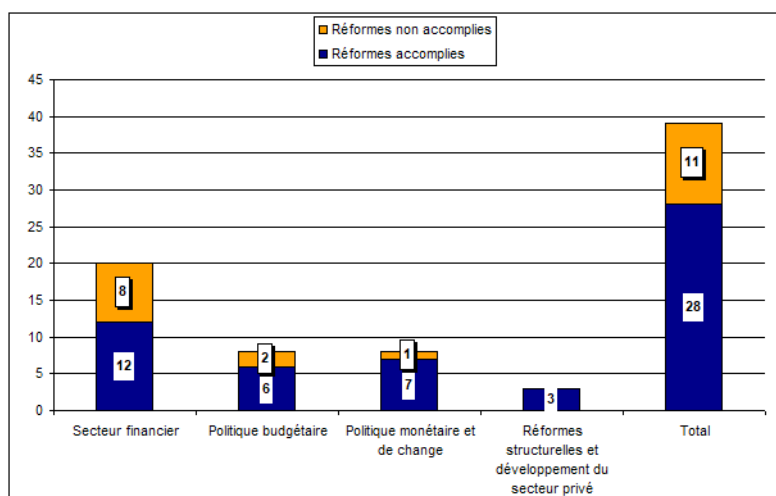
### Focus sur les pays comparateurs

L'analyse des cas comparés des autres pays méditerranéens montre que leurs banques centrales (Egypte, Jordanie, Maroc) ont aussi procédé à la mise en œuvre de réformes structurelles similaires avec l'appui du FMI.

C'est ainsi qu'en proie à une chute vertigineuse de ses réserves de change ainsi qu'à un déficit budgétaire abyssal, l'Egypte a bénéficié

Graphique 3.19

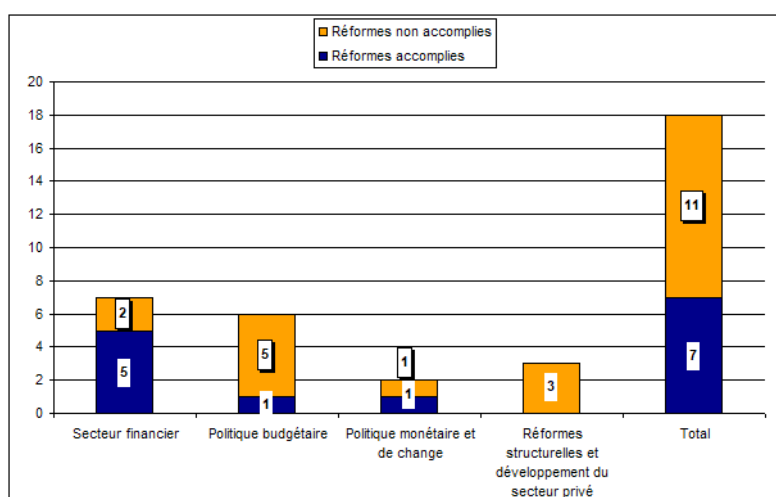
### Performance des repères structurels dans le cadre du SBA



Source : Compilation de l'étude

Graphique 3.20

### Performance des repères structurels dans le cadre du MEC



Source : Compilation de l'étude

d'un soutien des institutions multilatérales sous forme d'un prêt de 21 milliards de dollars sur trois ans. Celui-ci se présente sous la forme d'un package, qui rassemble un prêt de 12 milliards de dollars du FMI, 3 milliards de dollars de la Banque mondiale, 1.5 milliards de dollars de la Banque africaine de développement (BAD), et 4.5 milliards de dollars sous la forme d'émissions obligataires et d'accords bilatéraux. La première tranche du prêt de la Banque Mondiale, d'un montant d'1 milliard de dollars, a été débloquée début septembre 2016 à la lumière de prérequis remplies par l'Etat égyptien [26], alors que la conclusion avec le FMI en novembre 2016 d'un mécanisme (facilité) élargi(e) de crédit (Extended Fund Facility : EFF) d'un montant de 12 milliards de dollars sur trois ans, a été adossé à un programme de réformes afin de :

(i) restaurer la stabilité macroéconomique, (ii) soutenir la croissance inclusive et la création d'emplois, (iii) moderniser le fonctionnement du marché des changes [27], (iv) assainir les finances publiques et la soutenabilité de la dette, (v) corriger les déséquilibres extérieurs et restaurer la compétitivité, et (vi) renforcer les filets de sécurité sociaux afin de protéger les groupes les plus vulnérables durant le processus d'ajustement.

La Jordanie a conclu en 2012 un accord de confirmation à titre de précaution (Stand-By Arrangement : SBA) sur trois ans, complété en 2015, d'un montant de 2,06 milliards de dollars sur trois ans, axé sur la réduction des vulnérabilités externes et le maintien de la stabilité macroéconomique. Il a été suivi en août 2016 d'un second programme de trois ans sous le mécanisme (facilité) élargi(e) de crédit (MEC) pour un montant de 723 millions de dollars dédié à la mise en œuvre d'un programme de réformes économiques et financières axé sur la consolidation budgétaire et de la dette publique et l'amélioration des conditions d'attractivité des capitaux externes.

En 2012, le Maroc a eu recours à une ligne de précaution et de liquidité du FMI (Precautionary and Liquidity Line : PLL) [28] d'un montant de 6,21 milliards de dollars sur deux ans, qui a été élargi par deux fois. Une première fois en 2014 pour un montant de 5 milliards de dollars sur deux ans, et une deuxième fois en juillet 2016 pour un montant de 3,47 milliards de dollars adossé à un programme sur deux ans supplémentaires, afin de renforcer la résilience macroéconomique et l'inclusion par la croissance.

## **II.5. Cinquième défi : Une flexibilité du taux de change pour une meilleure compétitivité du secteur privé et une résilience aux chocs externes**

La BCT a reformulé en 2012 le cadre opérationnel de la politique de détermination du taux de change du dinar tunisien, avec une gestion active plus flexible du taux de change, en calibrant le taux de change de référence sur la base du taux de change moyen sur le marché interbancaire et non en fonction d'un panier fixe de monnaies. En d'autres termes, la BCT n'interviendrait sur le marché de change à travers des transactions bilatérales que lorsque les cotations de marché subiraient des déviations substantielles par rapport à un fixing quotidien ce qui a amené concrètement à réduire la marge bid / ask de 1% à 0,2%.

Ce système a récemment été abandonné, étant conditionné par la disponibilité de ressources en devises suffisantes dont ne pourrait disposer la BCT pour intervenir régulièrement sur le marché des changes en guise de défense de la parité en cas d'écarts des cotations interbancaires de celle du fixing. En effet, et conformément aux accords conclus avec le FMI, qu'il s'agisse du programme stand-by antérieur ou du présent accord de facilité de crédit élargi, un nouveau dispositif de change a été introduit. Il consiste depuis le mois de mai 2013 à déprécier le dinar en terme effectif (panier euro-dollar) selon un régime de parité mobile dans une bande de 2% en moyenne par

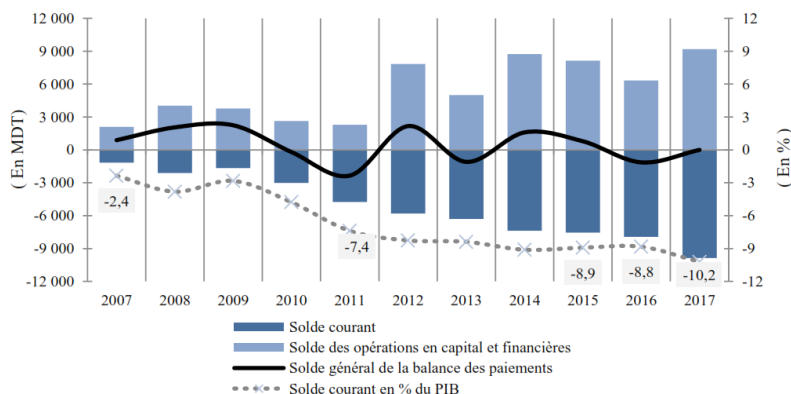
an, et ce tant que la monnaie nationale demeurera surévaluée en termes réels. Cette flexibilité du taux de change a été essentiellement motivée par la recherche d'une meilleure compétitivité-prix des secteurs exportateurs et surtout pour asseoir une capacité d'adaptation et une forte résilience aux chocs externes.

Selon les estimations actualisées du référentiel CGER (Consultative Group on Exchange Rate Issues) [29], utilisé à des fins d'harmonisation internationale par le FMI, une dépréciation réelle du dinar s'est imposée pour corriger un taux de change effectif réel relativement surévalué (ou sur-apprécié) par rapport à ses différentes normes standardisées d'équilibre. En effet, sur la base de ces estimations, le taux de change effectif réel du dinar a été surévalué :

(i) de 6,4% en 2016 (contre 7% à fin 2015) [30] par rapport à sa norme d'équilibre fondamentale, (ii) de 9,1% en 2016 (contre 5,2% en 2015) selon la méthode de l'équilibre macroéconomique sur les données projetées jusqu'en 2021, (iii) de 13,1% en 2016 (contre 13,2% en 2015) selon l'approche de l'équilibre macroéconomique ajusté, et (iv) de 9,1% en 2016 (contre 5% en 2015) selon la méthode de la viabilité du solde extérieur calée sur le rééquilibrage ou le rétablissement au niveau de 2010 du ratio des avoirs extérieurs nets à 14,4% du PIB.

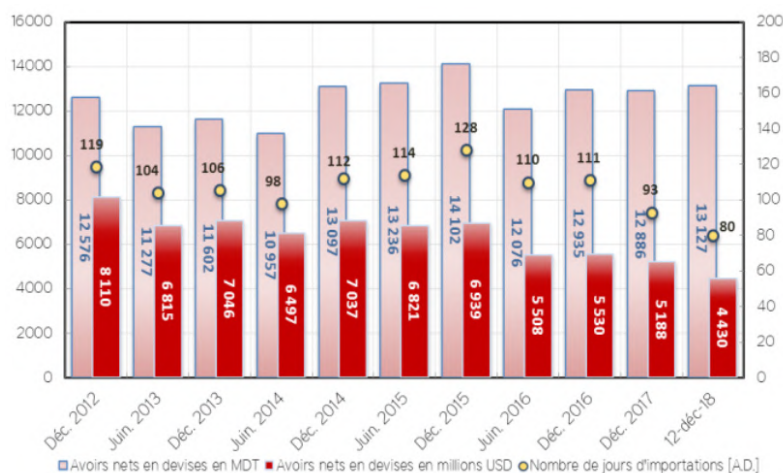
Néanmoins, l'ampleur du déficit courant [31] et la persistance des déséquilibres extérieurs (gra-

**Graphique 3.21**  
**Evolution du déficit courant et des autres soldes de la balance des paiements**



Source : BCT (2018)

**Graphique 3.22**  
**Evolution des avoirs nets en devises**



Source : BCT (2018)

phique 3.21) ont fortement pesé sur les réserves de change en Tunisie. La pression exercée sur le marché des changes, imputable à un déficit structurel de ressources en devises, a induit davantage de pressions sur les réserves de change (graphique 3.22), avec une baisse du niveau des avoirs nets en devises qui se sont situés à seulement 4.430 millions de dollars en décembre 2018 (80 jours d'importation) contre 8.110 millions de dollars en décembre 2012 (119 jours d'importations).

Il s'en est suivi une dépréciation galopante du dinar et son décrochage par rapport à l'euro et au dollar (graphique 3.23). Rien qu'en 2017, le



**Graphique 3.23**  
**Evolution du taux de change du dinar**



Source : BCT (2018)

taux change du dinar a ainsi perdu 17,3% et 6,1% de sa valeur vis-à-vis de l'euro et du dollar américain, respectivement, mouvements qui ont exacerbé le risque de change pour les opérateurs économiques. La dépréciation graduelle du taux de change initialement escomptée n'a pas pu accompagner la compétitivité-prix de l'économie, du fait des blocages des activités des principaux exportateurs en raison de la détérioration du climat sécuritaire et de l'instabilité sociale et revendicative, et n'a induit en réalité qu'un creusement du déficit commercial par suite du renchérissement des prix des produits importés.

C'est à ce titre, et pour mieux doter les opérateurs d'instruments appropriés de couverture contre les risques de change, qu'une nouvelle circulaire de la BCT aux intermédiaires agréés N°2016-01 a introduit des réformes sur les instruments de couverture et a institué un dispositif de teneurs de marché (TDM) permettant à certaines banques de participer à des adjudications en devises auprès de la BCT et couvrir en conséquence les risques de changes en devises des opérateurs. Ces réformes s'ajoutent à la panoplie des instruments déjà existants, institués entre 2001 et 2007.

En effet, dans le cadre du renforcement de la libéralisation des opérations sur le marché des changes, les intermédiaires agréés et les opéra-

teurs économiques tunisiens ont été dotés d'outils de gestion contre le risque de taux de change. Ainsi, il a été décidé, par la circulaire de la BCT N°2001-11 du 4 mai 2001, d'étendre la possibilité d'utilisation de la couverture de change à terme (contrats à terme) aux opérations financières, d'autoriser les opérations de swaps de change devises/ dinars et de permettre aux banques et aux entreprises de couvrir le risque de taux d'intérêt sur

les devises par des accords de garantie de taux ou FRA (Forward Rate Agreements).

Depuis, les intermédiaires agréés sont autorisés à se constituer contreparties dans les opérations de change à terme pour le compte de leurs clients au titre, outre les opérations courantes, de celles de prêts et d'emprunts en devises. A cet effet, ils peuvent coter à terme les devises contre le dinar pour les opérations financières d'une durée maximum de 12 mois.

En conséquence, pour la couverture contre le risque de change lié au remboursement de leurs emprunts en devises, les entreprises résidentes peuvent acheter à terme auprès des intermédiaires agréés résidents ou non-résidents des devises contre des dinars pour une durée maximale de 12 mois. Dans le même contexte, et pour se couvrir contre le risque de taux d'intérêt sur devises, les intermédiaires agréés résidents peuvent conclure avec les correspondants étrangers des accords de FRA pour une durée maximale de 12 mois.

Néanmoins, les opérateurs à l'international notent que l'instrument d'achat à terme de devises ne couvre que le risque de change relatif aux achats courants puisque la maturité ne peut excéder 12 mois ; en revanche, pour les besoins

en biens d'investissement et pour couvrir le risque de change relatif aux remboursements de prêts libellés en devises, la seule couverture possible est celle offerte par le Fonds de péréquation des changes, géré par Tunis Ré.

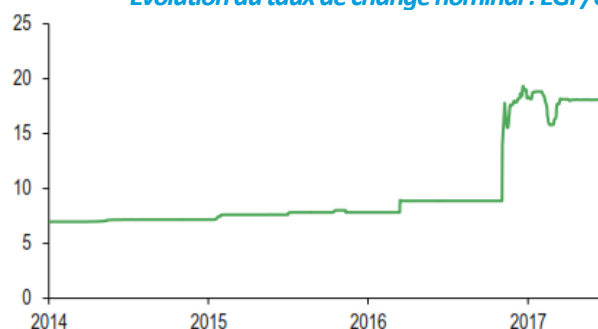
C'est à ce titre que la circulaire aux intermédiaires agréés N°2001-11 du 4 mai 2001 a été modifiée par la circulaire BCT N°2007-27 du 18 décembre 2007 qui a élargi les techniques de couverture contre le risque de change pour introduire les options de change devises/dinars aussi bien sur les opérations commerciales que financières. Les options de change autorisées sont celles de type européen, avec des maturités adossées à la date de règlement de l'opération commerciale ou financière sous-jacente, sans dépasser dans tous les cas une durée maximale de 3 ans.

### Focus sur les pays comparateurs

Sauf en Jordanie où la banque centrale a consolidé le dispositif de fixité du taux de change, l'Égypte et le Maroc ont entamé la même expérience que la Tunisie en matière de flexibilité du taux de change, avec, néanmoins, des conditions d'implémentation et des conséquences différentes. Alors qu'en Tunisie, l'évolution vers la flexibilité s'est accompagnée de certaines distorsions, sous forme de dépréciation galopante des cours de change du dinar faute de réserves en devises suffisantes pour défendre sa parité, le flottement de la livre égyptienne entamé en novembre 2016 a mis fin à plusieurs mois de tension sur le marché des changes, à savoir de multiples restrictions sur les transactions commerciales (blocage des importations) et financières (contraintes sur les transactions bancaires internationales) et le développement d'un marché des changes parallèle.

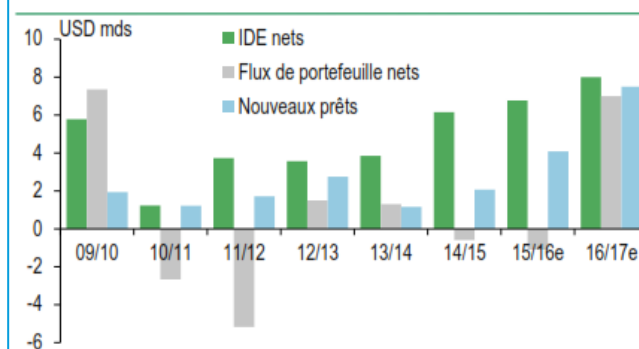
Bien que l'effet immédiat du flottement fût la dépréciation de 50% de la monnaie égyptienne, il s'est opéré de concert avec une hausse significative

**Graphique 3.24**  
*Evolution du taux de change nominal : EGP/USD*



Source : Devaux, P (2017)

**Graphique 3.25**  
*Flux de capitaux internationaux*

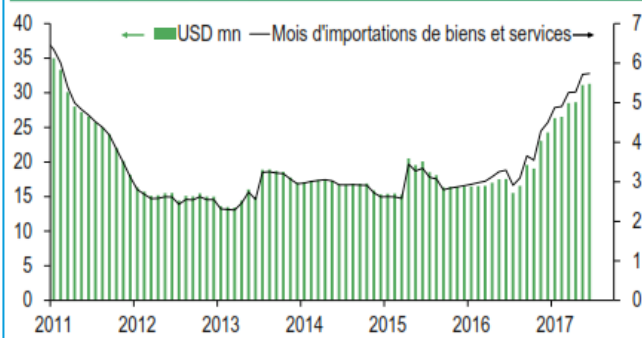


Source : Devaux, P (2017)

des taux d'intérêt et surtout le soutien financier du Fonds monétaire international (FMI) suite à la conclusion en novembre 2016 d'un programme dans le cadre du mécanisme (facilité) élargi(e) de crédit (Extended Fund Facility : EFF) [32]. En plus des fonds décaissés par le FMI, est venu s'ajouter le soutien d'autres bailleurs multilatéraux (Banque mondiale, notamment) pour environ 3 milliards de dollars, ainsi que de deux émissions obligataires sur les marchés financiers internationaux d'un montant de 7 Milliards de dollars.

L'accélération du programme de réformes des finances publiques a permis par la suite de restaurer la confiance dans la politique économique et a permis un afflux massif de devises dans le système bancaire. Les flux de capitaux extérieurs ont été aussi substantiels : ils sont estimés à environ 27 milliards de dollars durant la dernière période. Par ailleurs, les taux d'intérêt élevés offerts par le gouvernement sur les bons du Trésor et la restau-

**Graphique 3.26**  
**Réserves de change de la banque centrale**



Source : Devaux, P (2017)

ration de la confiance dans le marché des changes ont attiré environ 10 milliards de dollars d'investissement de portefeuille. Etant donné la situation de liquidité en devises devenue beaucoup plus confortable, les restrictions sur les transactions en devises ont été alors progressivement levées.

Au Maroc, les autorités ont entamé depuis 2015 le passage d'un régime de change de flottement dirigé (rattachant le dirham à un panier de devises reflétant la structure des échanges extérieurs), à un régime de change intermédiaire de facto de parité fixe (limité à un panier euro-dollar), portant les pondérations de l'euro à 80% et du dollar à 20%. Les marges de fluctuation du taux de change étaient de  $\pm 0,3\%$  de part et d'autre d'un taux central, calculé en utilisant les cours de références historiques fixes de l'euro et du dollar contre le dirham. A partir de 2017, la Bank El Maghrib (BAM) a entamé un projet de transition vers un régime de change plus flexible. Le régime de change cible, où les taux de change contre le dirham fluctuaient dans une bande étroite de  $0,6\%$ , a été substitué par un nouveau régime de change où dans ses premières phases la bande de fluctuation du dirham a été élargie à  $(\pm 2,5\%)$  par rapport au cours central fixé sur la base d'un panier composé de 60% de l'euro et de 40% du dollar.

Cette flexibilité du dirham s'est parallèlement accompagnée de réformes des instruments de cou-

verture contre le risque de change, avec des changements majeurs introduits par l'Office des Changes par l'Instruction Générale des Opérations de Changes (IGOC) en 2017 [33] : (i) c'est ainsi que les opérations à terme en devises contre dirhams ou en devises contre devises, effectuées par les intermédiaires agréés, portent désormais sur des durées librement négociées entre les parties, (ii) les caractéristiques des contrats de swap devises contre dirhams ou devises contre devises conclus par les intermédiaires agréés sont aussi librement négociées entre les parties et doivent être conformes aux dispositions édictées par l'ISDA (International Swap and Derivatives Association), (iii) les options de change autorisées sont les options standard de type européen dites «vanille», dont l'échéance maximale ne peut dépasser un an. Pour une meilleure souplesse et flexibilité des instruments de couverture, une autre IGOC a été instituée récemment en 2019, et a introduit : (i) la possibilité de compensation des créances, (ii) la possibilité de couvrir la dépréciation des stocks et tout type de risques (risque de crédit, risque inhérent à tout type d'actif, risque assurantiel, etc).

## **II.6. Sixième défi : L'assouplissement de la réglementation de change pour une meilleure attractivité des entreprises étrangères et des capitaux internationaux**

En dépit des mesures déjà entreprises en matière de réglementation de change en Tunisie, qu'il s'agisse du desserrement du contrôle de change, de la libéralisation de certaines opérations courantes ou de plusieurs autres mesures inhérentes au compte de capital et des opérations financières, initiées notamment depuis 1993 par la BCT, les opérateurs économiques et financiers, tunisiens et étrangers, considèrent que la réglementation actuelle constitue encore l'un des obstacles majeurs du climat des affaires et de l'investissement.

L'assouplissement de la réglementation des

changes, couplée à la libéralisation progressive des mouvements de capitaux, doit contribuer aux transformations et à l'efficacité accrue du système financier. Pour la Tunisie, dans le contexte actuel de post-transition caractérisé par une pénurie d'épargne nationale, un nouveau palier graduel de libéralisation des flux de capitaux peut aussi s'avérer efficace pour la mobilisation des ressources externes. En effet, les sources de financement stable du déficit courant ont reculé, du fait que les investissements directs étrangers (IDE) ne représentent désormais que 22,1% de l'ensemble du financement extérieur, et sont concentrés pour plus de la moitié dans le seul secteur de l'énergie [34].

De même, au niveau de la balance des opérations en capital et financières, les recettes issues des investissements de portefeuille sont nettement plus faibles que celles relatives aux engagements au titre des IDE. Et cela concerne tout autant les transactions sur actions au titre de la souscription par des non-résidents (tunisiens et étrangers) à des opérations d'augmentation de capital de sociétés cotées (ou en procédures d'admission à la Bourse des Valeurs Mobilières de Tunisie), que celles portant sur des obligations au titre de la souscription à des emprunts obligataires privés ou publics (Bons du Trésor assimilables ou cessibles) et en fonds communs de créances (FCC).

Néanmoins, en dépit des constats précédents, les autorités monétaires, conscientes des risques inhérents à une libéralisation désordonnée des mouvements de capitaux, surtout dans un contexte de transition économique difficile que connaît la Tunisie depuis 2011, ont à juste titre adopté la même démarche graduelle et séquentielle de libéralisation progressive suivie auparavant.

#### **a. Les rigidités d'ordre réglementaire liées aux marchés de capitaux en Tunisie**

Les marchés de capitaux en Tunisie jouent un rôle marginal. Le marché des titres d'État demeure

sous-développé et illiquide alors que le marché primaire des actions et obligations d'entreprises demeure modeste avec des sociétés cotées qui ne reflètent pas la structure de l'économie [35]. Au niveau des investissements de portefeuille, la contribution de la bourse des valeurs mobilières (BVMT) au financement de l'économie et de l'investissement demeure marginale, par comparaison à des pays de même niveau de développement [36]. Le marché boursier tunisien est de faible taille et n'est pas représentatif de l'économie nationale. De même, le marché finance faiblement l'économie (une moyenne de seulement 5% du PIB). En termes de capitalisation boursière, le positionnement comparatif de la bourse tunisienne, relativement par exemple à d'autres places émergentes dénote encore des retards d'approfondissement.

Dans le même temps, le marché financier accuse une faible attractivité des investissements étrangers de portefeuilles en actions et en obligations, et ce en raison d'un contrôle de change encore excessif pour les investisseurs étrangers sur les marchés, principal et alternatif, des titres de capital sur la cote de la bourse. En effet, la réglementation de change actuelle sur les marchés, principal et alternatif, des titres de capital sur la cote de la bourse, n'a prévu que des mesures de desserrement du contrôle de change pour les investisseurs étrangers. Depuis 1997, les investissements de portefeuille en actions conférant un droit de vote ne sont plus soumis à l'approbation de l'ancienne commission supérieure d'investissement mais ne sont libéralisés qu'à hauteur de 50% seulement pour les sociétés cotées.

En revanche, au Maroc ou en Egypte, les investisseurs étrangers peuvent détenir jusqu'à 100% du capital des sociétés cotées et sans aucune autre restriction sur les choix sectoriels [37]. Depuis 2005, furent instaurées (i) la liberté d'acquisition entre étrangers d'actions dans des sociétés tunisiennes, (ii) la convertibilité intégrale

du dinar tunisien pour les opérations en capital effectuées régulièrement par les non-résidents à condition de procéder à des investissements en Tunisie au moyen d'une importation de devises [38] et (iii) la libéralisation intégrale des transactions sous-jacentes (y compris les SICAV) et des investissements de portefeuille sous forme de participations dans les secteurs non financiers. Mais, ces mesures se sont avérées encore insuffisantes à la dynamisation du marché du fait de la contrainte sur les droits d'accès jugée encore insuffisante à hauteur de 50% comparativement à d'autres places émergentes, ce qui explique d'ailleurs la faible participation étrangère dans la capitalisation boursière à hauteur de 21,7% en moyenne au cours des dernières années relativement à celle des pays comparateurs et émergents [39].

#### **b. Perceptions par les opérateurs économiques des obstacles majeurs en matière de réglementation des changes**

Les perceptions, par les opérateurs économiques, des obstacles majeurs en matière de réglementation des changes, ont dégagé les dispositions suivantes jugées les plus problématiques, détaillées ci-après, par grandes catégories [40].

#### **Les opérations financières adossées aux transactions courantes avec l'étranger**

De nombreuses mesures susceptibles de parachever la libéralisation totale des opérations courantes avec l'étranger ont été avancées, et elles peuvent servir de base à la feuille de route d'un plan de libéralisation plus étendue :

- En premier lieu, une consolidation des comptes en devises à cause de la nature fortement hétérogène, et parfois ambiguë, de cumul de différents comptes (AVA, allocation touristique, compte professionnel, compte prestataires et tous autres comptes) ;
- Simplifier et vulgariser la procédure d'octroi des Allocations pour Voyages d'Affaires (AVA) pour les nouveaux promoteurs ;
- La possibilité d'avoir des comptes en devises

pour les personnes physiques recevant des dividendes, au prorata de leurs résultats à l'exportation ;

- La possibilité d'utiliser ces fonds pour des opérations financières ou d'investissement à l'étranger ;
- Le processus de dérogation sur la validité des autorisations F1 délivrées par la BCT gagnerait à être révisé avec plus de souplesse ;
- La facilitation de l'utilisation des formulaires F2 de la BCT, surtout dans le cadre des marchés à l'étranger ;
- Revoir la circulaire correspondante pour épurer les comptes en devises si les paiements sont dans une autre monnaie ;
- Faciliter l'implantation à l'étranger des PME tunisiennes qui souhaitent développer leurs marchés ainsi que le financement des entreprises offshore (par des lignes de crédit spécifiques) ;
- Assouplir la réglementation en matière de financement des entreprises offshore en Tunisie et des investissements étrangers afin d'optimiser l'attractivité des IDE.

#### **Les opérations financières ou en capital avec l'étranger : au niveau de l'investissement étranger**

Outre la réforme du code des investissements pour lever le blocage à l'acquisition par les étrangers de parts majoritaires dans des entreprises existantes, l'assouplissement de la réglementation de changes est aussi de nature à lever d'autres obstacles majeurs en matière d'investissement étranger :

- Même si les entreprises offshore jouissent de la liberté de rapatriement, celle-ci nécessite l'autorisation de la BCT, avec des délais plus ou moins longs ;
  - En dépit de certains assouplissements, les conditions d'accès au capital des PME par les non-résidents demeurent encore très encadrées. Pourtant, depuis 2005, la réglementation des changes a consacré la liberté d'acquisition entre étrangers d'actions dans des sociétés tunisiennes ;
- Les opérations financières ou en capital avec



l'étranger : au niveau de l'attractivité de la bourse des valeurs et du marché obligataire

Il apparaît qu'il est de plus en plus contreproductif de maintenir des restrictions aux capitaux étrangers. Agir sur la demande étrangère serait un levier de financement important. Pour accroître l'attractivité de la Tunisie auprès des investisseurs étrangers, les options suivantes pourraient être mises en œuvre de façon prioritaire :

- Libéralisation additionnelle des flux de portefeuille en actions, de 50% actuellement à 70%, destinée aux investisseurs institutionnels étrangers ;
- Développement du marché obligataire par une augmentation des plafonds autorisés des souscriptions des investisseurs étrangers (personnes physiques ou morales non résidentes de nationalité étrangère) dans les flux de portefeuille en obligations ; il s'agit ici, pour les encours afférents à chaque ligne d'émission, d'élargir, au-delà de 20% actuellement [41], la base du taux autorisé de souscription par les étrangers non-résidents de titres de dette publique (Bons du Trésor assimilables, BTA) émis par l'Etat, des obligations du Trésor ou des obligations émises par les entreprises résidentes cotées en bourse ou disposant d'un rating ;
- Libéralisation graduelle (élargissement des plafonds) des crédits commerciaux et financiers contractés à l'étranger par les établissements de crédit et les autres entreprises résidentes.

### **La place des fonds d'investissement étrangers et de la profondeur des marchés de capitaux**

La réglementation des changes est peu favorable à l'immatriculation des Fonds de capital-risque en offshore. Aussi, un plan graduel de libéralisation dans ce domaine pourrait inclure les deux étapes suivantes [42] :

- L'objectif à court-terme serait de mettre en place un cadre spécifique pour les fonds de capital-risque offshore. Ce cadre pourrait inclure des conditions souples et flexibles pour leur

mode de fonctionnement, et, notamment, en matière de flexibilité quant à l'emploi des ressources et à la restitution du capital. D'autant que la mise en application des textes relatifs au code de prestations des services financiers aux non-résidents (prévu par la Loi N°2009-64 du 12 août 2009) permettra d'ouvrir les activités d'assurance-risque, de placement et de gestion de Fonds d'investissement et de capital-risque (private equity) aux prestataires non-résidents de services d'investissement exerçant sous le statut de personnes morales.

- L'objectif à moyen terme serait, par la suite, d'autoriser les investissements de portefeuille en Tunisie, en se limitant, dans une étape transitoire, aux investisseurs institutionnels étrangers, et selon les modalités inscrites au Code des prestations des services financiers aux non-résidents, et, aussi, d'assouplir les modalités d'investissement de portefeuille par les non-résidents en titres de créances tunisiens. A long terme, l'objectif consisterait, dans le cadre d'une convertibilité intégrale du dinar, à prévoir la libéralisation des investissements de portefeuille à l'étranger ainsi que les prêts bancaires aux non-résidents.

C'est à ce titre que la BCT a proposé une batterie de mesures d'assouplissement de la réglementation des changes [43], au niveau des opérations en capital et financières, qu'il s'agisse : (i) des investissements réalisés en Tunisie par des étrangers non-résidents, (ii) des investissements réalisés à l'étranger par des résidents, (iii) des souscriptions des titres d'emprunt émis sur le marché domestique, (iv) des emprunts extérieurs, (v) de l'organisation du marché monétaire en devises et des crédits locaux [44].

### **III. Conclusion**

Les banques centrales des pays méditerranéens jouent un rôle majeur dans les réformes du secteur privé, et peuvent contribuer efficacement à l'amélioration du climat des affaires et

à l'attractivité des investissements étrangers. Le focus apporté dans ce chapitre sur les récentes actions menées par la Banque Centrale de Tunisie (BCT), en comparaison avec les banques centrales d'autres pays méditerranéens (Egypte, Jordanie, Maroc), a permis d'identifier six principaux canaux de réformes convergents dont les effets d'intervention peuvent être rapides et maîtrisables (quick wins) :

- (i) le premier canal est inhérent aux modulations des cadres opérationnels de conduite des politiques monétaires pour un meilleur concours du secteur bancaire au financement des investissements du secteur privé,
- (ii) le deuxième canal relève de la recherche de la stabilité financière afin de garantir au secteur privé un environnement propice à la pratique des affaires,
- (iii) le troisième canal concerne l'engagement réel des autorités monétaires en faveur de l'inclusion financière des T-PME,
- (iv) le quatrième canal concerne aussi l'engagement international des banques centrales pour la mise en œuvre des réformes structurelles,
- (v) le cinquième canal concerne la flexibilité du taux de change pour une meilleure compétitivité du secteur privé et une résilience aux chocs externes. Les effets mitigés de ce canal pour les banques centrales analysées tiennent essentiellement aux degrés différents atteints pour certains prérequis que sont la robustesse des systèmes financiers, la soutenabilité des fondamentaux macroéconomiques, la viabilité des réserves de change et surtout le soutien international des principaux bailleurs de fonds. Autant de préconditions qui doivent précéder le recours au flottement des monnaies,
- (vi) Enfin, le sixième canal est relatif à l'assouplissement de la réglementation des changes pour une optimisation de l'attractivité des entreprises étrangères et des capitaux internationaux. Sur ce dernier point, des constats convergents se dégagent des stratégies menées par les banques centrales. Conscientes des risques inhérents à une libéralisation désordonnée des mouve-

ments de capitaux, ces dernières ont, à juste titre, adopté une démarche séquentielle de libéralisation progressive des opérations en capital et financières, qui peut s'avérer efficace pour la mobilisation des ressources externes nécessaires au financement des réformes à entreprendre. Mais, les bienfaits attendus de cette libéralisation financière externe ne seront pas automatiques. Ils seront conditionnés par le niveau de développement financier, la stabilité et la résilience du cadre macroéconomique et la qualité des institutions. Pour cela, une conception pragmatique et graduelle de l'assouplissement de la réglementation des changes est requise.

## Notes

1. Les opérations cumulées de politique monétaire ont atteint de janvier 2011 à juillet 2012 plus de 6% du PIB.
2. Une première fois en juin 2011 de 4,5% à 4%, puis une seconde fois en septembre 2011 pour le ramener à 3,5%.
3. Il est à noter qu'au moment de finalisation de ce chapitre, la BCT a de nouveau relevé, au mois de février 2019, son taux directeur de 100 points de base pour le porter à 7,75%.
4. cf. Infra ;
5. cf. Annexe.1.
6. Du second semestre 2008 jusqu'à présent.
7. Du premier semestre 2000 au premier semestre 2008.
8. Les modalités de calcul du TEG et du TEM sont fixées par le décret N°2000-462 du 21 février 2000. Pour chaque catégorie de crédits accordés, un TEG semestriel est déterminé actuariellement par la BCT en tenant compte, en plus des intérêts, des frais, commissions ou rémunérations de toute nature, directes ou indirectes intervenus dans l'octroi des prêts. Le TEM semestriel est déterminé par la moyenne arithmétique simple des TEG observé durant le même semestre et utilisé au cours du semestre suivant pour la détermination du taux d'intérêt excessif.
9. cf. Devaux, P (2017)

10. cf. *Infra*.
11. En particulier, avec la création du fonds national de garantie de dépôts, les autorités monétaires disposeront d'un mécanisme de sécurité institutionnalisé, sous la forme d'un système de garantie et d'assurance des dépôts en cas de déclenchement d'une crise systémique, afin de limiter les effets d'aléa moral. Ce fonds vise à renforcer la protection des déposants et à préserver la confiance du public dans le système bancaire. Il permet notamment d'éviter les mouvements de retraits massifs des déposants (bank runs) en cas de difficultés avérées ou non de certains établissements bancaires. Mais le système de garantie de dépôts ne constitue pas un instrument efficace de prévention des crises bancaires dans les pays qui peuvent connaître à la fois des difficultés bancaires et une crise de la dette publique car les Etats en difficulté ne peuvent pas, alors, mobiliser suffisamment de fonds (cas récents de la Grèce et de l'Espagne).
12. En plus du mécanisme de résolution, il a été aussi question de créer une société de gestion d'actifs ou AMC (Asset Management Company), qui est une forme de "bad bank" ou véhicule public de rachat de dettes. Cette société aurait pour mission l'examen des diverses modalités de restructuration des prêts non performants, à laquelle seraient transférées les créances dites improductives du secteur bancaire, afin d'assurer l'assainissement du bilan des banques, notamment des banques publiques, et d'assurer la restructuration d'entités économiques viables mais en difficulté. Ainsi, il a été question d'absorber les dettes du secteur touristique en échange d'obligations garanties par l'État. Le secteur du tourisme a, en particulier, enregistré une aggravation de la part des crédits impayés ou en contentieux. Pour l'ensemble du système bancaire, la part des impayés (et en contentieux) dans les engagements du secteur est passée de 18,8% en 2010 à plus de 27,3% actuellement, au sein du total des créances improductives du système bancaire. En outre, les prêts non performants du secteur du tourisme représentent à eux-seuls 40% du portefeuille de prêts à ce secteur.
13. Abrogeant la loi N°2006-26 du 15 mai 2006 et la loi N°2007-69 du 27 décembre 2007.
14. Portant amendements de l'ancienne loi bancaire N°2001-65 du 10 juillet 2001 relative aux établissements de crédit, et l'ensemble des textes ultérieurs qui l'ont modifiée ou complétée.
15. cf. Prasad. A, Abdel Monem. H and Garia Martinez. P (2016), *Macroprudential Policy and Financial Stability in the Arab Region*, IMF Working Paper WP-16/98, IMF, May.
16. cf. Quemard, J.L (2015), *Articulation between micro and macro prudential frameworks in the euro-mediterranean jurisdiction*, IBFI (Banque de France) and World Bank - Finance and Markets Global Practices.
17. L'enquête a englobé les 15 pays méditerranéens suivants : Albanie, Algérie, Croatie, Egypte, France, Grèce, Italie, Jordanie, Liban, Monténégro, Maroc, Malte, Palestine, Slovaquie, Tunisie.
18. Ce qui témoigne aussi de l'importance de la gestion des risques microprudentiels conventionnels des banques et des exigences de conformité aux règles de Bâle. III.
19. cf. Mouley, S (2016).
20. cf. World Bank (2015), *The little data book on financial inclusion: From global financial inclusion database*.
21. cf. Demirguc-Kunt, Asli, Leora Klapper, Dorothea Singer, and Peter Van Oudheusden (2015), *The Global Findex Database 2014: Measuring Financial Inclusion around the World*, Policy Research Working Paper 7255, World Bank, Washington, DC.
22. cf. Asli Demirguc-Kunt and Leora Klapper (2013), *Global Findex data: Measuring Financial Inclusion - Explaining Variation in Use of Financial Services across and within Countries*, "Brookings Papers on Economic Activity", Spring.
23. L'Observatoire des Services Bancaires (OSB), antérieurement créée au sein de la BCT en vertu du décret N°2006-1879 en date du 10 Juillet 2006, a été substitué par un Observatoire d'In-

clusion Financière (OIF).

24. cf. Annexe.2.

25. cf. Annexe.3.

26. Celles-ci correspondent à des mesures à venir de réduction de la masse salariale du secteur public de 8.2% à 7.3% du PIB entre 2015 et 2019, d'une baisse des subventions à l'énergie au-delà de 3.3% du PIB d'ici 2019, (via le plan quinquennal de « réforme des prix de l'énergie »), d'une diminution de la participation de l'Etat dans le secteur de l'électricité de 92% à 85% entre 2016 et 2019 et d'une libéralisation totale du secteur gazier, avec la fin du monopole sur les infrastructures électriques et gazières, l'introduction d'une législation antitrust, le renforcement des droits des investisseurs, l'octroi de licences à de nouveaux concurrents dans le secteur de l'énergie, et enfin une réforme de l'impôt sur le revenu. Mais la principale conditionnalité est la mise en place d'une TVA.

27. La libéralisation du régime de change et la dévaluation de la livre égyptienne ont été des étapes cruciales pour rétablir la confiance dans l'économie et éliminer les pénuries de devises. Le nouveau régime de taux de change a été soutenu par une politique monétaire prudemment restrictive visant à ancrer les anticipations inflationnistes, à contenir les pressions de la demande intérieure et extérieure et à permettre l'accumulation de réserves de change.

28. La crise financière mondiale a mis en évidence la nécessité d'instituer des dispositifs mondiaux efficaces de sécurité financière pour aider les pays à surmonter les chocs qu'ils subissent. L'un des principaux objectifs de la réforme récente des instruments de prêt du FMI était ainsi de faire en sorte que l'institution, dont l'un des rôles traditionnels consiste à résoudre les crises, dispose aussi d'outils plus efficaces pour les prévenir. La ligne de précaution et de liquidité (LPL) est conçue pour répondre de façon souple aux besoins de liquidité des pays membres dont l'économie est foncièrement solide, mais qui restent exposés à des facteurs de vulnérabilité et de chocs externes les empêchant d'avoir recours

à la ligne de crédit modulable (LCM). À ce jour, deux pays, l'ex-République yougoslave de Macédoine et le Maroc, ont eu recours à la LPL.

29. Ou méthodologie du GCTC (Groupe Consultatif sur les Taux de Change) appliquée à un panel d'économies avancées mais aussi émergentes. La Tunisie figure depuis 2007 dans l'échantillon utilisé par le GCTC.

30. Du fait de la détérioration concomitante de la productivité et des autres fondamentaux (inflation, actifs étrangers nets et termes de l'échange notamment).

31. Le solde de la balance des opérations courantes s'est davantage détérioré (-10,2% du PIB en 2017 contre seulement -2,4% en 2007 (cf. Mouley, S 2017).

32. cf. Supra.

33. Et ce, par rapport aux dernières réformes datant de 2007, et particulièrement de la dernière IGO de 2013 relative aux marchés de change au comptant et à terme et aux opérations de couverture des risques financiers.

34. Les IDE ne contribuent d'ailleurs actuellement qu'à hauteur de 12,4% à la FBCF.

35. cf. Mouley, S (2014-a, 2014-b)

36. cf. Mouley, S (2013).

37. En Tunisie, certains secteurs demeurent fermés à la participation étrangère tels que : la distribution, l'immobilier et le secteur financier (sauf autorisation BCT). La participation étrangère dans le secteur de l'automobile est par exemple plafonnée à hauteur de 30%.

38. Dans ce cadre, ces opérateurs bénéficient de la liberté de transfert du produit réel net de la cession ou de la liquidation des capitaux investis même si ce produit est supérieur au capital initialement investi.

39. Bien que faible relativement à d'autres places financières émergentes, la participation étrangère dans la capitalisation boursière n'est cependant flottante qu'à hauteur de 2,5% en moyenne seulement, ce qui a permis de prémunir la BVMT de risques déstabilisants liés à la volatilité des flux de capitaux étrangers.

40. cf. Mouley, S (2016-b).

41. Circulaire BCT aux intermédiaires agréés N°2007-10 du 17 avril 2007.
  42. cf. Mouley (2015).
  43. Ces mesures découlent d'une matrice proposée par la BCT (cf. Mouley, S (2016-b)).
  44. cf. Annexe.4.
  45. Tel que défini par la circulaire aux établissements de crédit N°91-24 du 17 décembre 1991 relative à la division, couverture des risques et suivi des engagements, et qui stipule que les banques sont tenues de déclarer mensuellement à la BCT un rapport entre l'actif réalisable et le passif exigible qui doit être au moins égal à 100% et être respecté en permanence.
  46. Telles que prévues par l'ancienne circulaire aux établissements de crédit N°1991-24 du 17 décembre 1991, relative aux normes de division, couverture des risques et suivi des engagements.
  47. Il est à noter que les actifs des banques publiques peuvent comporter des engagements d'entreprises publiques en difficultés financières, et non couverts par la garantie implicite de l'Etat.
  48. Cette circulaire a notamment fixé les normes à adopter par les banques en matière de classification des créances en fonction des risques encourus ainsi que les règles minimales en matière de constitution des provisions y afférentes.
- Bibliographie**
- Banque Centrale de Jordanie (2017), Summary of the National Financial Inclusion Strategy for Jordan.
- BCT (2012,2016), Notes du comité de politique monétaire (diverses livraisons).
- BCT (2017), Evolutions économiques et monétaires (diverses livraisons).
- BCT (2018), Rapport annuel 2017.
- BRI et FMA (2017), Central Bank Papers on Monetary Policy Frameworks in the Arab Countries, Banque des Règlements Internationaux et Fonds Monétaire Arabe.
- Demirguc-Kunt, A and Leora Klapper (2013), Global Findex data: Measuring Financial Inclusion - Explaining Variation in Use of Financial Services across and within Countries," Brookings Papers on Economic Activity, Spring.
- Demirguc-Kunt, A, Leora Klapper, Dorothe Singer, and Peter Van Oudheusden (2015), The Global Findex Database 2014: Measuring Financial Inclusion around the World, Policy Research Working Paper 7255, World Bank, Washington, DC.
- Devaux, P (2017), Egypte : une transition économique délicate mais bien engagée, Eco-Conjoncture, Août 2017, BNP Paribas Economic Research.
- Femise et Institut de la Méditerranée (2016), Eléments pour une stratégie de développement économique et social à moyen terme en Tunisie.
- IFC (International Finance Corporation), G20 Report: Scaling-Up SME Access to Finance, Washington - DC, 2011.
- IMF - International Monetary Fund (2016), Financial Access Survey. IMF, Washington, DC.
- IMF - World Bank (2012), Tunisia: Financial Sector Assessment Program Update, Technical Note - Banking System Performance, November 2012.
- Mouley, S (2013), High growth potential MSME's in the South Mediterranean: identifying bottleneck obstacles and potential policy responses: Case study Tunisia, In Femise Report N°FEM 35-10.
- Mouley, S (2016-a), Le pilotage du dispositif de gouvernance et de régulation macroprudentielle : expériences internationales comparées et réformes institutionnelles en Tunisie, Banque Centrale de Tunisie, Policy Research Paper, Janvier.
- Mouley, S (2016-b), Rapport sur l'assouplissement de la réglementation des changes en Tunisie, Banque Centrale de Tunisie, APB et IACE, Juin.
- Mouley, S (2017-a), Rapport sur l'Inclusion Bancaire et Financière, Indicateurs composites d'inclusion financière : Indicateur global (Tunisia Findex) & indicateur régional (Tunisia InclusiX), IACE, Tunis.
- Mouley, S (2017-b), Vulnérabilités du pilotage macroéconomique et évaluation des programmes de financement du FMI en période de transition politique en Tunisie, Rapport N°FEM 42-08, FEMISE.
- Mouley, S (2017-c), Etude sur la croissance inclusive et durable en Tunisie : Déterminants et voies pos-



- sibles à suivre, Programme des Nations Unies pour le Développement, PNUD.
- Panzar, J., and Rosse, J., (1987), "Testing for monopoly equilibrium", *Journal of Industrial Economics* 35, pp.443-456.
- Prasad, A, Abdel Monem. H and Garia Martinez. P (2016), *Macroprudential Policy and Financial Stability in the Arab Region*, IMF Working Paper WP-16/98, IMF, May.
- Quemard, J.L (2015), *Articulation between micro and macro prudential frameworks in the euro-mediterranean jurisdiction*, IBFI (Banque de France) and World Bank - Finance and Markets Global Practices.
- Rocha, R., S. Farazi, R. Khouri, and D. Pearce (2011), "The Status of Bank Lending to SMEs in the Middle East and North Africa Region: Results of a Joint Survey of the Union of Arab Banks and the World Bank." World Bank Policy Research Working Paper 5607, World Bank, Washington, DC, and Union of Arab Banks, Beirut.
- Rocha, R, Arvai, Z and Farazi, S (2011), *Financial Access and Stability: A Road Map for the Middle East and North Africa*, The World bank, Washington D.C
- World Bank (2014), *La révolution inachevée : Créer des opportunités, des emplois de qualité et de la richesse pour tous les Tunisiens*, Revue des politiques de développement.
- World Bank (2014, 2016), *Development Policy Report*.
- World Bank (2016), *Qu'est-ce qui retient le secteur privé dans la région Mena ? Enseignements tirés de l'enquête sur les entreprises*.
- World Bank (2016), *The Global Findex Survey and Database*, April, Washington, DC.
- World Bank (2017), *Doing Business - Equal opportunity for all*, MENA Regional profile, World Bank
- World Bank (2015), *The little data book on financial inclusion: From global financial inclusion database*.

## Annexes

### Annexe.1 : Tunisie - Modernisation de la supervision microprudentielle pour un contrôle efficace des risques bancaires

#### Les évolutions en termes de gestion du risque de liquidité

Une circulaire de la BCT N°2014-14 a introduit un nouveau ratio de liquidité à court terme (Liquidity Coverage Ratio ou LCR) inspiré des critères de Bâle 3. L'ancien ratio de liquidité [45] a été abandonné en novembre 2014 et remplacé par le nouveau ratio susmentionné, à partir du mois de janvier 2015. Ce nouveau ratio est défini comme étant le taux de couverture des sorties nettes de trésorerie par l'encours des actifs liquide de haute qualité sur un horizon de 30 jours dans une situation de tensions de liquidité (i.e. hors refinancement de la BCT). Il doit être au moins égal à 60%. Un stress test effectué par la BCT montre que le nouveau ratio de liquidité, malgré ses nouvelles exigences et contraintes, a été respecté par 18 banques sur 22. De même, un nouveau ratio structurel de liquidité à long terme (NSFR : Net Stable Funding Ratio) est en cours d'étude pour être plus tard introduit afin de mieux maîtriser l'activité de transformation (emprunts à court terme pour financer des positions à long terme), tout en garantissant un financement basé sur un montant minimum de passifs stables.

#### Les évolutions en termes d'exigences prudentielles de fonds propres

Les fonds propres sont constitués des fonds propres de base (tiers one) et des fonds propres complémentaires dont le montant est limité à la moitié des fonds propres de base. Les établissements de crédit sont tenus de respecter en permanence un ratio solvabilité, qui a été porté à un minimum de

10% à partir de fin 2014, contre 9% à partir de fin 2013 et 8 % auparavant. En outre, les fonds propres nets de base ne peuvent être inférieurs en permanence à 7% des risques encourus à partir de fin 2014, contre 6% auparavant. Mais, sauf ces notions de capital réglementaire, les banques ne disposent pas encore de maîtrise du concept de capital économique i.e. la partie additionnelle des fonds propres servant à couvrir les risques anormaux, exogènes et exceptionnels.

Pour pallier à cette insuffisance, la BCT a introduit en juin 2018 une nouvelle circulaire N°2018-06 aux banques et aux établissements financiers relative à la réforme des normes d'adéquation des fonds propres, en vertu de laquelle les établissements assujettis doivent disposer de stratégies et processus clairs, efficaces et exhaustifs pour évaluer et conserver en permanence le niveau et la qualité des fonds propres internes qu'ils jugent appropriés pour couvrir les risques auxquels ils sont ou pourraient être exposés. En vertu de cette circulaire, le ratio de solvabilité a introduit les risques opérationnels et de marché outre le risque de crédit.

### **Les évolutions en termes de concentration et de division des risques**

Une circulaire de la BCT N°2013-21 du 30 décembre 2013 a introduit des durcissements des conditions de concentration et de division des risques [46]. C'est ainsi, qu'à partir de fin 2013, le montant total des risques encourus ne doit pas excéder : (i) 3 fois les fonds propres nets de l'établissement de crédit, pour les bénéficiaires dont les risques encourus s'élèvent, pour chacun d'entre eux, à 5% ou plus des dits fonds propres nets (contre 5 fois les fonds propres nets auparavant), et, (ii) 1,5 fois les fonds propres nets de l'établissement de crédit, pour les bénéficiaires dont les risques encourus s'élèvent, pour chacun d'entre eux, à 15% ou plus des dits fonds propres nets (contre 2 fois les fonds propres nets auparavant).

Par ailleurs, le montant total des risques encourus sur les personnes ayant des liens avec l'établissement de crédit (parties liées) au sens de l'article 23 de la loi bancaire N°2001-65 du 10 juillet 2001 relative aux établissements de crédit, ne doivent pas excéder une seule fois les fonds propres nets de l'établissement de crédit. Les risques encourus sur un même bénéficiaire ne doivent pas excéder 25% des fonds propres nets de la banque. La circulaire N°2013-21 en question a aussi imposé l'entrée en vigueur à partir de fin 2013 de la règle selon laquelle tout dépassement par rapport à l'une des normes de concentration et de division des risques doit être ajouté avec une pondération de 300% au total des risques encourus servants pour le calcul du ratio de solvabilité. Cette mise en application a entraîné pour certaines banques publiques une baisse du ratio de solvabilité. Pour l'essentiel, les dépassements concernent globalement les engagements de plus de 25% pour certaines entreprises publiques [47] ou pour certains secteurs d'activités.

### **Les évolutions en termes d'exigences de classification et de provisionnement des créances**

La circulaire N°2012-02 du 11 janvier 2012, portant modification de la circulaire N°1991-24 du 17 décembre 1991 [48], a introduit de nouvelles règles de provisionnement collectif pour couvrir les risques latents sur les engagements courants (classe d'actifs 0) et les engagements nécessitant un suivi particulier (classe d'actifs 1). La note N°2012-08 du 2 mars 2012 aux établissements de crédit a préconisé une méthodologie spécifique pour l'évaluation des engagements à provisionner à partir de l'estimation d'un taux de risque de migration possible des classes 0 et 1 vers la classe 2. Ces pro-

visions collectives ne sont déterminées que pour les engagements supérieurs à 50.000 DT des classes 0 et 1 à la date de clôture de l'exercice.

Dans l'objectif de restructurer le secteur bancaire à travers le renforcement des fonds propres et une meilleure couverture des risques, la dernière circulaire N°2013-21 du 30 décembre 2013 portant modification de la circulaire 91-24 a introduit de nouvelles règles de provisionnement additionnel en vue d'un meilleur rééquilibrage entre les performances financières et la couverture adéquate des risques. Deux nouveaux articles ont été ajoutés à la circulaire N°91-24 du 17 décembre 1991, contraignant les établissements de crédit à un effort de provisionnement supplémentaire précisément au niveau de la classe d'actifs 4 dont l'ancienneté est supérieure à 3 ans. En effet, les établissements de crédit doivent constituer, à partir de l'arrêté des comptes au 31/12/2013, des provisions additionnelles sur les actifs ayant une ancienneté dans la classe 4 supérieure ou égale à 3 ans pour la couverture du risque net et ce, conformément aux quotités minimales suivantes :

- 40% pour les actifs ayant une ancienneté dans la classe 4 de 3 à 5 ans ;
- 70% pour les actifs ayant une ancienneté dans la classe 4 de 6 et 7 ans ;
- 100% pour les actifs ayant une ancienneté dans la classe 4 supérieure ou égale à 8 ans.

La dernière circulaire N°2013-21 du 30 décembre 2013 a introduit de nouvelles règles de provisionnement additionnel par l'ajout de deux nouveaux articles à la circulaire N°1991-24 du 17 décembre 1991, contraignant les établissements de crédit à un effort de provisionnement supplémentaire au niveau de la classe d'actif 4 dont l'ancienneté est supérieure à 3 ans. Cette mesure, qui vise à restructurer le secteur bancaire à travers le renforcement des fonds propres et une meilleure couverture des risques, permettrait un meilleur rééquilibrage entre les performances financières et la couverture adéquate des risques.

| Annexe.2 : Matrice des repères structurels de réformes de l'accord Stand-By (Tunisie) |                                     |                                                                                                                                                                                                                                           |
|---------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Domaines et chantiers de réformes                                                     | Objectifs                           | Actions de réformes ; Repères structurels SBA (2013-2015)                                                                                                                                                                                 |
| 1. Secteur financier                                                                  | 1.1. Stabilité du secteur financier | 1.1.1. Nouvelle architecture du système de reporting bancaire, au niveau des fonctions comptables, financières et institutionnelles                                                                                                       |
|                                                                                       |                                     | 1.1.2. Adoption par le Conseil des Ministres d'une vision stratégique de l'intervention de l'Etat dans le secteur financier sur la base des résultats du full audit des banques publiques                                                 |
|                                                                                       |                                     | 1.1.3. Généralisation de l'inspection sur site d'une banque et de l'inspection des risques de crédit de quatre autres banques                                                                                                             |
|                                                                                       |                                     | 1.1.4. Achèvement du joint FMI-WB du programme d'évaluation de la stabilité du système financier pour l'évaluation détaillée de la conformité aux principes fondamentaux de Bâle pour un contrôle bancaire efficace                       |
|                                                                                       |                                     | 1.1.5. Examen par le Conseil d'Administration de la Banque Centrale de Tunisie (BCT) des résultats d'une étude d'impacts sur les banques des changements des ratios de liquidité conformément aux évolutions des standards internationaux |
|                                                                                       |                                     | 1.1.6. Elaboration d'une nouvelle loi sur les statuts de la BCT en ligne avec les meilleures pratiques internationales                                                                                                                    |
|                                                                                       |                                     | 1.1.7. Développement et mise en place d'un nouveau système de reporting et de classification des créances bancaires                                                                                                                       |
|                                                                                       |                                     | 1.1.8. Full audit des banques publiques (BH, BNA et STB)                                                                                                                                                                                  |
|                                                                                       |                                     | 1.1.9. Adoption du plan de restructuration de la BH                                                                                                                                                                                       |
|                                                                                       |                                     | 1.1.10. Adoption du plan de restructuration de la BNA                                                                                                                                                                                     |
|                                                                                       |                                     | 1.1.11. Adoption du plan de restructuration de la STB                                                                                                                                                                                     |
|                                                                                       |                                     | 1.1.12. Adoption des plans de recapitalisation des banques publiques (BH et STB)                                                                                                                                                          |
|                                                                                       |                                     | 1.1.13. Adoption du plan de recapitalisation de la BNA                                                                                                                                                                                    |
|                                                                                       |                                     | 1.1.14. Mécanisme de résolution séparée des créances improductives et création d'une société de gestion d'actifs (SGA) : Asset Management Company (AMC)                                                                                   |
|                                                                                       |                                     | 1.1.15. Doublement du nombre des superviseurs auprès de la DGSB – BCT                                                                                                                                                                     |
|                                                                                       |                                     | 1.1.16. Conformité des banques (incluant les banques publiques) à un ratio minimum exigé de solvabilité (10%)                                                                                                                             |
|                                                                                       |                                     | 1.1.17. Nouvelle procédure de désignation d'administrateurs représentant l'Etat et les participants publics dans les conseils d'administration des banques publiques (BH, BNA et STB)                                                     |
|                                                                                       |                                     | 1.1.18. Approbation par les conseils d'administration des trois banques publiques (BH, BNA, STB) de contrats de performance (contrats programmes) conformes à leurs plans de restructuration                                              |
|                                                                                       | 1.2. Gestion des crises systémiques | 1.2.1. Adoption par l'ARP d'une nouvelle loi bancaire (incluant un mécanisme de résolution bancaire) en ligne avec les meilleures pratiques internationales                                                                               |
|                                                                                       |                                     | 1.2.2. Elaboration par la BCT du cadre réglementaire d'une facilité de prêteur en dernier ressort (PDR)                                                                                                                                   |

|                         |                                                                                      |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |
|-------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2. Politique budgétaire | 2.1. Simplification et réduction des distorsions fiscales                            | 2.1.1. Adoption par le Conseil des Ministres d'une réforme fiscale de l'impôt sur les sociétés pour la convergence des barèmes et des taux d'imposition entre les secteurs on-shore et off-shore : réduction de l'impôt sur les sociétés on shore de 30% à 25% et l'imposition des sociétés offshore au taux de 10% au titre de l'impôt sur les bénéfices |
|                         |                                                                                      | 2.1.2. Adoption d'un agenda (calendrier) pour une convergence totale des régimes de taxation des secteurs on-shore et off-shore                                                                                                                                                                                                                           |
|                         |                                                                                      | 2.1.3. Elaboration d'un nouveau code de l'impôt couvrant une réforme des impôts directs et indirects                                                                                                                                                                                                                                                      |
|                         | 2.2. Réduction des subventions énergétiques                                          | 2.2.1. Approbation d'une formule d'ajustement automatique des prix de carburant dans le cadre d'une réforme levant la généralisation des subventions énergétiques                                                                                                                                                                                         |
|                         | 2.3. Equité fiscale et protection des segments les plus vulnérables de la population | 2.3.1. Réforme des procédures de ciblage des subventions                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
|                         | 2.4. Une meilleure gestion des finances publiques                                    | 2.4.1. Plan de modernisation de l'administration fiscale                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
|                         |                                                                                      | 2.4.2. Unification des comptes courants du trésor en un compte unique                                                                                                                                                                                                                                                                                     |
|                         | 2.5. Meilleur suivi des risques budgétaires                                          | 2.5.1. Elaboration d'un bilan consolidé des 20 principales entreprises publiques                                                                                                                                                                                                                                                                          |



|                                                             |                                                                            |                                                                                                                                                                                                                                         |
|-------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 3. Politique monétaire et de change                         | 3.1. Renforcement des mécanismes de transmission de la politique monétaire | 3.1.1. Publication d'une circulaire par la BCT concernant la décote de garantie sur les prêts utilisés comme collatéraux éligibles aux opérations de refinancement                                                                      |
|                                                             |                                                                            | 3.1.2. Approbation d'un seuil minimal de 25% de la décote de garantie sur les prêts utilisés comme collatéraux éligibles aux opérations de refinancement                                                                                |
|                                                             |                                                                            | 3.1.3. Une proportion minimale de titres de trésor de 10% du volume de refinancement exigible comme collatéraux                                                                                                                         |
|                                                             |                                                                            | 3.1.4. Une proportion minimale de titres de trésor de 20% du volume de refinancement exigible comme collatéraux                                                                                                                         |
|                                                             |                                                                            | 3.1.5. Examen des résultats d'une étude d'impacts sur le déplaçonnement des taux d'intérêt excessifs                                                                                                                                    |
|                                                             |                                                                            | 3.1.6. Une proportion minimale de titres de trésor de 40% du volume de refinancement exigible comme collatéraux (2015)                                                                                                                  |
|                                                             | 3.2. Flexibilité du taux de change                                         | 3.2.1. Mise en place d'une plateforme électronique interbancaire pour les opérations de change et approbation d'un accord pour les market makers                                                                                        |
|                                                             |                                                                            | 3.2.2. Dispositif hebdomadaire de foreign exchange auction                                                                                                                                                                              |
| 4. Réformes structurelles et développement du secteur privé | 4.1. Promotion de la croissance inclusive et de la création d'emplois      | 4.1.1. Adoption d'un nouveau code d'investissement (protection des conditions d'accès aux marchés, réduction des restrictions sur les investissements, rationalisation des incitations et réexamen des avantages fiscaux et financiers) |
|                                                             |                                                                            |                                                                                                                                                                                                                                         |
|                                                             | 4.2. Promotion de la bonne gouvernance                                     | 4.2.1. Adoption d'une loi sur la concurrence                                                                                                                                                                                            |
|                                                             |                                                                            | 4.2.2. Adoption d'une loi sur le partenariat public – privé (PPPs)                                                                                                                                                                      |
| Source : FMI et autorités tunisiennes (2017)                |                                                                            |                                                                                                                                                                                                                                         |

### Annexe.3 : Matrice des repères structurels de réformes du mécanisme élargi de crédit (Tunisie)

| Domaines et chantiers de réformes                 | Objectifs                                                                  | Actions de réformes : Conditions préalables et repères structurels MEC (2016-2020)                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |
|---------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 1. Secteur financier                              | Conditions préalables                                                      |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |
|                                                   | 1.1. Stabilité du secteur financier                                        | 1.1.1. Approbation par les conseils d'administration des trois banques publiques (BH, BNA, STB) de leurs business plan actualisés                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |
|                                                   |                                                                            | 1.1.2. Approbation par les conseils d'administration des trois banques publiques (BH, BNA, STB) de leurs contrats de performance (contrats programmes) conformes à leurs nouveaux plans de restructuration                                                                                                                                                                                                                                                                                                               |
|                                                   |                                                                            | 1.1.3. Adoption par l'ARP de la loi sur la BCT, de la loi bancaire et de la loi sur les procédures collectives (faillites) en conformité aux standards et aux bonnes pratiques internationales (best practices)                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |
|                                                   | 1.2. Modernisation du régime monétaire et de change                        | 1.2.1. Approbation de la législation secondaire de la loi bancaire en ce qui concerne le dispositif de résolution bancaire par : (i) l'adoption d'un décret sur la mise en œuvre du Fonds National de Garantie (FNG) des dépôts bancaires basé sur le principe du moindre coût des résolutions, avec une exception pour les cas systémiques, et (ii) l'adoption d'un règlement du collège de résolution prévoyant un délai court pour la détermination des mesures de résolution pour les banques et entités systémiques |
|                                                   |                                                                            | 1.2.2. Mise en place opérationnelle par la BCT d'une facilité de prêteur en dernier ressort (PDR)                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |
|                                                   | Repères structurels                                                        |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |
|                                                   | 1.3. Stabilité du secteur financier                                        | 1.3.1. Mise en œuvre systématique par la BCT du manuel de supervision bancaire basé sur les risques                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |
|                                                   |                                                                            | 1.3.2. Inspection des sept plus grandes banques privées selon les meilleurs standards                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    |
| 2. Politique monétaire et de change               | 2.1. Renforcement des mécanismes de transmission de la politique monétaire | 2.1.1. Relèvement du taux d'intérêt excessif de 20% à au moins son niveau de 2009 (33%)                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
|                                                   | 2.2. Flexibilité du taux de change                                         | 2.2.1. Mesures de desserrement du contrôle de change                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |
| 3. Politique budgétaire et institutions publiques | 3.1. Équité fiscale                                                        | 3.1.1. Adoption par le conseil des Ministres de la stratégie de réforme fiscale, en ligne avec les principes d'équité et d'efficacité établis avec les services du FMI                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |
|                                                   |                                                                            | 3.1.2. Adoption de la loi organique du budget fondée sur la gestion par objectifs (GPO – GBPO)                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |
|                                                   |                                                                            | 3.1.3. Etablissement de la Direction des Grandes Entreprises incluant la responsabilité formelle pour les principales fonctions d'application de la loi fiscale (gestion, service, et contrôle).                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |
|                                                   | 3.2. Meilleur suivi des risques budgétaires                                | 3.2.1. Signature de contrats de performance avec les cinq entreprises publiques les plus importantes                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |

|                                                             |                                                                                                 |                                                                                                                                                |
|-------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|                                                             | 3.3. Viabilité budgétaire et qualité des services publics                                       | 3.3.1. Achèvement de la revue fonctionnelle de quatre ministères (Santé, Education, Finance et Equipement)                                     |
|                                                             | 3.4. Soutenabilité/ viabilité de la dette publique et approfondissement des marchés de capitaux | 3.4.1. Adoption d'une stratégie à moyen terme de la dette publique                                                                             |
| 4. Réformes structurelles et développement du secteur privé | 4.1. Promotion de la croissance inclusive et de la création d'emplois                           | 4.1.1. Adoption des décrets d'application de la nouvelle loi sur la concurrence, de la loi sur les PPPs et du nouveau code des investissements |
|                                                             | 4.2. Promotion de la bonne gouvernance                                                          | 4.2.1. Création d'une haute instance indépendante de bonne gouvernance et de lutte contre la corruption et les malversations                   |
|                                                             | 4.3. Protection sociale et réformes des caisses de sécurité                                     | 4.3.1. Achèvement de la mise en place d'une banque de données sur les familles nécessiteuses et à revenus limités                              |
| Source : FMI et autorités tunisiennes (2017)                |                                                                                                 |                                                                                                                                                |

#### **Annexe.4 : Synopsis des mesures d'assouplissement de la réglementation des changes par la BCT Au niveau des investissements réalisés en Tunisie par des étrangers non-résidents**

- Levée de l'ambiguïté réglementaire quant à la libéralisation des transferts du produit de cession des investissements de non-résidents conformément à l'article premier du code des changes qui n'a pas été suivi par une circulaire.
- Abandon de son intervention sur le plan de l'opportunité dans l'octroi des autorisations pour les cas des investissements réalisés par les étrangers au capital de sociétés exerçant des activités non régies par des codes d'investissement (holding, commerce de détail, transport).
- Consolidation de la fiche d'investissement en tant que document exclusif pour justifier l'importation de devises, avec réaménagement de la fiche tenant à sa forme ainsi qu'à son mode de transmission à la BCT.
- Permettre aux intermédiaires agréés de régulariser les investissements et les financements des non-résidents financés en devises et justifiés par tout document bancaire (autrement que par fiche d'investissement) et réalisés avant la date de parution de ces réformes (avec une limitation temporelle).

#### **Au niveau des investissements réalisés à l'étranger par des résidents**

- Le droit de transfert à titre d'investissement à l'étranger doit être l'apanage des entreprises ayant une sorte de quitus de change qui s'apparente à une situation et non un document et sera définie par référence à des critères tenant à : (i) l'exercice préalable pendant un certain nombre d'années en Tunisie (3 années, à l'image du Maroc), (ii) la transparence, la solidité et la performance financière, l'assiduité à l'égard de l'Administration fiscale et la réglementation des changes en vigueur (comptes certifiés, engagements non classés CI, activité en rapport avec celle de la société résidente, quitus fiscal, accusé de réception des documents remis à la BCT au titre de l'obligation d'informations, attestation de rapatriement des produits d'export – IAT puis BCT).
- Révision du cadre réglementaire pour les entreprises dans le sens que les transferts à effectuer seront fixés par rapport aux fonds propres nets donc à une autre référence que le chiffre d'affaires comme c'est le cas actuellement. Ils peuvent représenter une fraction de 30% par exemple des fonds propres nets avec un plafond à fixer. Les investissements qui ne répondent pas à cette condition seront soumis à autorisation de la BCT, (iii) la discipline en matière de remise d'information à la BCT doit être respectée. A ce niveau, le texte devra faire ressortir clairement un système de sanctions dissuasif en cas de manquement aux dispositions de ladite circulaire, et notamment en cas de défaut d'information (pouvant inclure l'interdiction au marché des changes à l'instar de certains pays comme l'Argentine).

#### **Au niveau des souscriptions des titres d'emprunt émis sur le marché domestique**

- Suppression du plafonnement de la souscription des étrangers aux titres d'emprunt émis par l'Etat ou par les sociétés résidentes, et ce, pour les nouvelles émissions (en concertation avec les services du Ministère des Finances). A noter, qu'une telle mesure porte un effet de signal positif notamment aux détenteurs d'épargne longue (fonds de pension) qui sont à la recherche de placements rentables. Elle ne présente pas de risques majeurs dans la situation actuelle (risque pays élevé, absence d'un marché secondaire pour les titres d'emprunt émis sur le marché domestique, importance du stock déjà constitué en ces titres, etc.). En tout état de cause, cette mesure pourrait être revue en fonction de l'évolution du comportement des investisseurs étrangers.

Au niveau des emprunts extérieurs

- Maintien du cadre actuel en y apportant les ajustements nécessaires suivants : (i) supprimer les plafonds pour les établissements de crédit, (ii) supprimer les plafonds pour les sociétés totalement exportatrices, et (iii) relever les plafonds à 10 milliards de dinars par année civile pour les entreprises autres que totalement exportatrices.

#### **Au niveau du marché monétaire en devises et des crédits locaux**

Dans son plan de réforme, la BCT envisage de permettre le libre accès par les entreprises industrielles non-résidentes installées en Tunisie aux ressources du marché monétaire en devises pour le financement des investissements d'extension, l'investissement initial devant être financé au moyen d'une importation de devises. Les sociétés non-résidentes établies en Tunisie exclusivement dans l'industrie et régulièrement constituées et dotées d'une situation financière saine peuvent bénéficier de financements en dinars. Le financement doit porter sur l'acquisition de matériels roulants utilitaires ou du matériel d'équipement nécessaire à l'exploitation de l'activité uniquement ; le remboursement devra se faire en devises (crédits leasing). Il s'agit d'un nivellement vers la convergence des deux régimes off-shore et onshore, et une dynamisation des crédits leasing.



