



HAL
open science

Quels enseignements peut-on tirer des politiques monétaires accommodantes pour la Tunisie?

Albert Marouani

► **To cite this version:**

Albert Marouani. Quels enseignements peut-on tirer des politiques monétaires accommodantes pour la Tunisie?. Réformes structurelles et développement économique dans les pays d'Afrique du Nord., Oct 2017, Hammamet, Tunisie. halshs-01964570

HAL Id: halshs-01964570

<https://shs.hal.science/halshs-01964570>

Submitted on 22 Dec 2018

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

« Quels enseignements peut-on tirer des politiques monétaires accommodantes pour la Tunisie? »

Albert MAROUANI*

Introduction.

Face à l'ampleur de la crise financière des «subprimes» de 2007-2008, les Banques Centrales (BC) des États-Unis (FED) dès 2008, du Royaume-Uni (2009), de l'UE (2015), bien après le Japon (2001), ont mis en œuvre des **politiques monétaires non-conventionnelles** qui se sont traduites principalement par des injections massives de liquidités dans l'économie (par rachat d'obligations publiques et privées) afin de contrecarrer la propagation d'une crise financière à caractère systémique et de relancer la croissance économique. D'autres Banques Centrales dans les pays développés (Suède, Suisse, etc.) comme dans les pays émergents (Chine, Corée, etc.) ont eu également recours à ce type de politique monétaire.

Quels enseignements la Tunisie pourrait-elle tirer de ces différentes expériences ? Plus précisément la BCT peut-elle mener à son tour une politique monétaire accommodante au service d'un programme de réformes structurelles ?

1°) Une rupture épistémologique ou paradigmatique limitée, à géométrie variable et asymétrique.

a) une rupture limitée avec le paradigme monétariste.

L'**orthodoxie monétaire** consiste à croire dans la **neutralité de la monnaie** et à assigner à la politique monétaire le soin de la neutraliser par une augmentation de la masse monétaire qui n'excède pas le taux de croissance de l'économie. La cible principale de la BC est donc **la stabilité des prix à moyen et long terme** (de 2% par an pour l'UE). Le canal de transmission traditionnel de la politique monétaire est le taux d'intérêt directeur qui se répercute sur les autres taux et notamment sur le coût du crédit. Les autres canaux de transmission de la politique monétaire transitent par **le taux d'intérêt, à travers les prix des actifs ou le crédit.**

* Université de la Côte d'Azur/GREDEG (UMR CNRS).

Les BC contrôlent la **liquidité de l'économie** (par achat et vente de bons du Trésor) et la **liquidité bancaire** par la fixation d'un **ratio plancher de réserves obligatoires** que les banques doivent détenir pour créer de la monnaie sous forme de crédits accordés aux entreprises et aux particuliers. Au total dans le modèle monétariste orthodoxe de la politique monétaire on a une **triple dichotomie**:

1. **Dichotomie entre le monétaire et le financier**
2. **Dichotomie entre la politique monétaire (BC) et la politique budgétaire (État) et indépendance du gouverneur de la BC par rapport au pouvoir politique**
3. **Dichotomie entre les politiques monétaires qui ont une dimension conjoncturelle de CT et les politiques structurelles de LT.**

Les politiques dites « non-conventionnelles » rompent avec certaines de ces dichotomies par des actions sur la taille du bilan mais aussi sur sa structure.

On distingue ainsi :

- les mesures **d'assouplissement quantitatif** (« **quantitative easing** ») qui visent à augmenter le passif du bilan des BC par une **hausse des réserves détenues par les banques de second rang** ;
- les mesures **d'assouplissement qualitatif** (« **qualitative easing** ») visent quant à elles à agir sur la structure du bilan (côté actif notamment) ;
- les mesures **d'assouplissement du crédit** (« **credit easing** ») qui visent à la fois la taille et la structure du bilan.

Ces mesures « non conventionnelles » permettent ainsi à la Banque Centrale de ne plus être contrainte par la seule manipulation du taux d'intérêt. Elles lui permettent également de faire face à des situations de crise économique et financière aiguë en pourvoyant à la demande de liquidité du système financier. On voit bien ici que la stabilité financière est interdépendante de la stabilité macroéconomique et on ne peut plus se cantonner au principe de séparation prôné par les politiques conventionnelles entre politique budgétaire et politique monétaire.

Au total la politique monétaire de « Quantitative Easing » a procédé à une double remise en question de l'orthodoxie monétariste.

1. **Elle a rompu avec la séparation entre monétaire et financier,**

2. **Elle a amorcé une séparation entre le volet monétaire de stabilisation des prix et le volet macroéconomique d'action sur l'économie réelle** (croissance et chômage).

PREMIER ENSEIGNEMENT: *« Nous pensons qu'il ne faut pas rester au milieu du gué de la démarche de rupture paradigmatique et dépasser la séparation entre action conjoncturelle de court terme et action structurelle de LT. En d'autres termes il s'agit de mettre la politique monétaire accommodante au service de politiques structurelles de LT. »*

b) Une rupture différenciée et à géométrie variable avec le paradigme monétariste.

Quel que soit le niveau d'appréhension du phénomène de « QE » (national, régional ou mondial), les mesures prises sont absolument sans précédent et d'une ampleur qui donne le vertige, notamment aux « petits pays » (Grèce pour l'UE, ou Tunisie par exemple) confrontés à la rigueur d'un ajustement très « périphérique » sur le plan économique, mais combien coûteux sur le plan social et humain.

Les politiques de QE ont gonflé fortement le bilan des Banques. Lorsqu'on agrège le total des bilans des quatre plus grandes banques centrales (USA, UE, Japon et R-U) on atteint aujourd'hui plus de 12000 milliards de Dollars US avec des taux directeurs inférieurs à 0,5% depuis 2009 et jusqu'à la fin de l'année 2016. Les dettes souveraines à taux négatifs, représentent en mai 2016 10400 milliards de Dollars US¹.

C'est ainsi qu'en rachetant massivement des MBS* (créances hypothécaires immobilières) et des Bons du Trésor, la Fed a vu passer son bilan de 800 milliards de \$ avant la crise des subprimes, à près de 4500 milliards aujourd'hui, soit l'équivalent de 22% du PIB.

Dans un contexte similaire, le Japon a engagé un nouveau plan de relance de l'ordre de 6000 milliards de Yens pour le mois de juillet 2016 et envisage de nouvelles mesures d'assouplissement quantitatif.

La politique monétaire accommodante dans la zone Euro est différente de celles qui ont été menées aux États-Unis, en G-B ou au Japon. Jusqu'à l'été 2012 la BCE, dans le cadre du « Securities Market Program », a vu la taille de son bilan augmenter, à la suite de deux

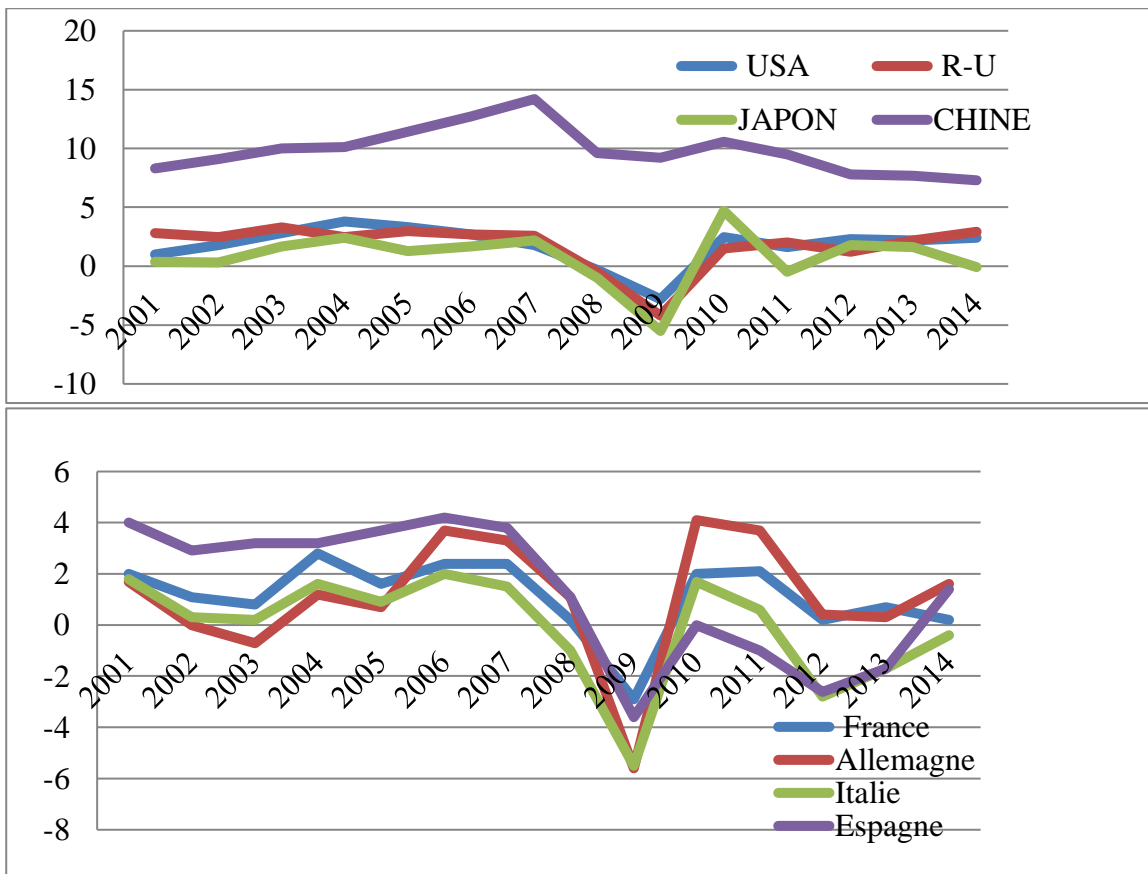
¹ Agence de notation « Fitch ».

* Mortgage Baked Securities

opérations de refinancement à très long terme qui ont permis d'allouer 1000 milliards d'Euros, en raison principalement d'une **augmentation endogène de la création monétaire** par les banques commerciales et non pas selon un mode exogène comme aux USA, au Japon et en GB où l'augmentation de la liquidité provient de la seule impulsion de la BC. Jusqu'en janvier 2015, la BCE a ainsi mené l'essentiel de ses interventions sous forme de prêts collatéraux au système bancaire. La taille de son bilan a été déterminée par la demande de liquidités en provenance des banques de second rang. Le total des différents programmes de refinancement et d'achats de titres visant à améliorer les canaux de transmission de la politique monétaire (qui ont été affectés par la crise des dettes souveraines) n'a pas dépassé au début de l'année 2013, 280 milliards d'Euros. On était bien loin des chiffres de la FED ou de la Banque d'Angleterre qui créaient massivement de la monnaie scripturale au profit de l'État en se portant acheteur des obligations émises par le Trésor Public. La véritable rupture intervient le 22 janvier 2015, lorsque M. Mario Draghi, gouverneur de la BCE, (affublé depuis du surnom de « Super Mario ») a annoncé l'achat de titres adossés à des actifs (asset backed securities), de titres souverains (bons du Trésor émis par les États de l'UE) et de titres émis par des agences supranationales, le tout pour un montant de 60 milliards d'Euros par mois de mars 2015 à septembre 2016, ce qui représente une augmentation totale de la taille du bilan de la BCE de 1100 milliards d'Euros! En rachetant ensuite 80 milliards d'euros par mois de dettes publiques et privées la BCE a vu croître son bilan de 32% en 2016, pour passer à 3663 milliards d'Euros.² Le 10 mars 2016 la BCE a annoncé une baisse de son principal taux directeur de 0,05% à 0%, une baisse de -0,3% à -0,4% du taux de dépôt de leurs liquidités, une hausse du rachat mensuel des dettes publiques et privées de 60 à 80 milliards d'Euros!

Au regard de ces différences de politique monétaire accommodante, on constate que les résultats obtenus par les pays de la zone Euro en termes de croissance et de chômage notamment sont moins bons que ceux obtenus aux États-Unis et au R-U.

² Rappelons que le Bilan de la BCE comporte à l'actif, les titres, les prêts et les avoirs, et au passif les billets, les pièces et les comptes courants des banques auprès de la BCE



DEUXIÈME ENSEIGNEMENT : « La création monétaire exogène est plus réactive et plus efficace que la création monétaire endogène ».

c) Une rupture asymétrique avec le paradigme monétariste.

Les économies émergentes sont contraintes de s'ajuster de manière unilatérale et asymétrique aux conséquences sur leurs économies respectives des politiques monétaires, budgétaires et de change menées par les pays développés, notamment ceux qui sont détenteurs de devises clés.

Dans un premier temps la crise des « subprimes » a épargné les pays émergents, mais a aussi permis à certains d'entre eux de bénéficier d'un redéploiement des flux de capitaux internationaux en leur faveur et de la baisse généralisée des taux d'intérêt à l'échelle mondiale. Mais par la suite ces pays ont subi directement ou indirectement la faible croissance des économies développées et ont été contraints de mener à leur tour des politiques monétaires plus ou moins « accommodantes ». C'est ainsi que la politique accommodante de la FED a attiré dans un premier temps des flux de capitaux vers le Brésil qui se sont ensuite retirés tout aussi brusquement.

Les principales économies émergentes, notamment d'Asie, ont relâché assez nettement leur politique monétaire à la fois pour tenter à leur tour d'enrayer par ce biais le ralentissement de leur croissance économique associé à une faible inflation et d'autre part pour réagir aux effets asymétriques sur leurs économies et leurs taux de change des politiques monétaires non coordonnées, différenciées et non synchronisées menées par les États-Unis, l'UE, le Japon, etc.

A partir du deuxième trimestre 2013 et au cours de l'année 2014 les Banques centrales des économies émergentes (Turquie, Russie notamment) ont augmenté à plusieurs reprises leurs taux d'intérêt directeurs, en anticipant sur une sortie éventuelle de la politique de QE de la Fed. Les gouverneurs de ces BC craignaient que le relèvement des taux d'intérêt américain ait pour effet un redéploiement des flux de capitaux en leur défaveur, ce qui aurait pu déstabiliser leurs économies. Seules la Thaïlande, la Chine, la Pologne et l'Arabie Saoudite ont maintenu leurs taux d'intérêt inchangés.

Au début de l'année 2015 la plupart des économies émergentes, à l'exception de l'Argentine et du Brésil, relâchent à nouveau leur politique monétaire soit en maintenant leurs taux d'intérêt stables soit en les réduisant parfois fortement comme l'Indonésie, la Thaïlande, l'Inde, la Chine, l'Argentine, la Pologne, la Russie, la Turquie. Cette baisse des taux d'intérêt a pour effet d'accroître de manière mécanique le rendement des obligations et probablement de relancer les investissements et la croissance.

Mais, comme pour les pays développés, les résultats observés de ces politiques d'assouplissement monétaire n'ont pas été à la hauteur des attentes. La Chine par exemple a vu ses ventes augmenter mais moins fortement qu'au cours des années de durcissement de sa politique monétaire alors que ses exportations et ses importations ont diminué.

Ces résultats divergents montrent bien le caractère asymétrique des politiques macroéconomiques entre pays développés et pays émergents.

L'effet asymétrique joue quelle que soit la nature de la politique monétaire des PD.

Lorsque les BC des pays développés mènent une politique de QE, cela a pour conséquence de favoriser dans un premier temps le redéploiement des flux de capitaux vers les pays émergents. Mais, par la suite, dans la mesure où le résultat des politiques monétaires non conventionnelles n'a pas permis de relancer la croissance dans les pays développés ni de relancer l'inflation, les pays émergents ne peuvent profiter pleinement de cette orientation,

qui leur était pourtant favorable, des flux de capitaux internationaux, ni en termes de croissance, ni en termes d'augmentation de leurs exportations. Ils peuvent être alors tentés de pratiquer une politique commerciale plus agressive en termes de réduction des prix, ce qui a pour effet d'aggraver davantage la situation économique dans les pays développés et de prolonger, voire d'accentuer l'assouplissement de leurs politiques monétaires.

A l'opposé, en cas de sortie du QE plus ou moins rapide et selon un agenda différent entre la Fed, la BCE, la Banque d'Angleterre et la Banque du Japon, les pays émergents peuvent légitimement craindre que la hausse des taux d'intérêt qui sera pratiquée va détourner les flux de capitaux internationaux vers les pays développés, ce qui entrainera une appréciation du taux de change du Dollar américain et de l'Euro notamment. De ce fait leur balance des paiements va se trouver directement et négativement impactée par la hausse des prix de leurs importations en produits pétroliers, alimentaires et de haute technologie. Les pays émergents et en développement vont ainsi devoir s'ajuster de manière parfois très brutale au durcissement qu'il subisse de plein fouet de leur contrainte financière externe engendré par des politiques monétaires sur lesquelles ils n'ont aucune prise.

Les mesures de subvention aux produits de base (augmentation de leur facture pétrolière par exemple) et alimentaires que les pays émergents et en développement doivent prendre sous la pression des revendications sociales notamment, vont impacter directement leur déficit budgétaire et durcir également leur contrainte financière interne.

Les politiques macroéconomiques dans ces pays vont alors être tiraillées entre la nécessité de réagir à cette double contrainte financière interne et externe. Sous la pression des organisations internationales et de l'idéologie néo-libérale ils peuvent être tentés de durcir leur politique monétaire alors même que leur situation économique, qui reste marquée par une faible croissance et un niveau de chômage élevé (cf. l'indicateur de « l'output gap »), nécessiterait plutôt une politique monétaire et budgétaire plus accommodante.

L'asymétrie des politiques macroéconomiques met ainsi les pays en développement et émergents en situation de « double bind », caractéristique des situations de crise (E. Morin).

En fin de compte, du fait de l'absence de toute coordination, les politiques accommodantes des banques centrales des pays émetteurs de monnaies internationales obligent tous les autres pays (émergents et en développement notamment) à ajuster leurs politiques

monétaires de manière asymétrique sans que cela corresponde forcément aux besoins de leurs économies. On voit ainsi que les pays dits « périphériques » sont contraints de s'ajuster unilatéralement en accumulant des réserves de changes pour faire face à ces chocs exogènes et pour cela à pratiquer des politiques offensives d'exportation basées sur des gains de compétitivité qui pèsent sur les salaires et leur demande intérieure (politiques d'austérité) Rodrik, D. (2006). Ces chocs asymétriques qui obéissent aux contraintes cycliques des économies dominantes s'imposent donc aux pays de leur sphère d'influence sans lien avec leur régime de change, et sans lien avec leurs propres contraintes de régulation macroéconomique et de développement. D'où la nécessité pour eux de sortir du carcan des politiques libérales et d'instaurer un contrôle des capitaux pour mieux maîtriser leur politique monétaire, infirmant par là le fameux théorème d'incompatibilité de Mundell.³ Rey H. (2015). Cette « tyrannie » exercée unilatéralement par les monnaies internationales, et qu'exprime bien la boutade attribuée à la FED : « Le Dollar c'est notre monnaie et votre problème ». (Eichengreen, 2011),⁴ peut être contournée par des États volontaristes en termes de recherche d'indépendance et de contrôle des capitaux. Sur le plan international on assiste par exemple aujourd'hui à des tentatives de création de monnaies régionales en Afrique, en Asie et en Amérique Latine qui contestent le statut du Dollar comme monnaie internationale.

TROISIÈME ENSEIGNEMENT: *« Les pays émergents doivent viser, par des choix pertinents de spécialisation, de diversification de leurs échanges extérieurs, d'indépendance monétaire et de contrôle des capitaux à atténuer l'asymétrie de leurs politiques monétaires par rapport à celles des pays développés qui sont leurs principaux partenaires ».*

2°) Des erreurs de diagnostic sur l'efficacité relative des politiques monétaires accommodantes.

Il existe une forte inertie dans le choix des mesures de politique macroéconomique aussi bien dans les pays qui ont adopté des politiques monétaires accommodantes que dans ceux qui se sont obstinés à maintenir les principes de l'orthodoxie monétariste.

³ En 2011, le FMI a fini par accepter la nécessité de ce contrôle « dans certaines circonstances ».

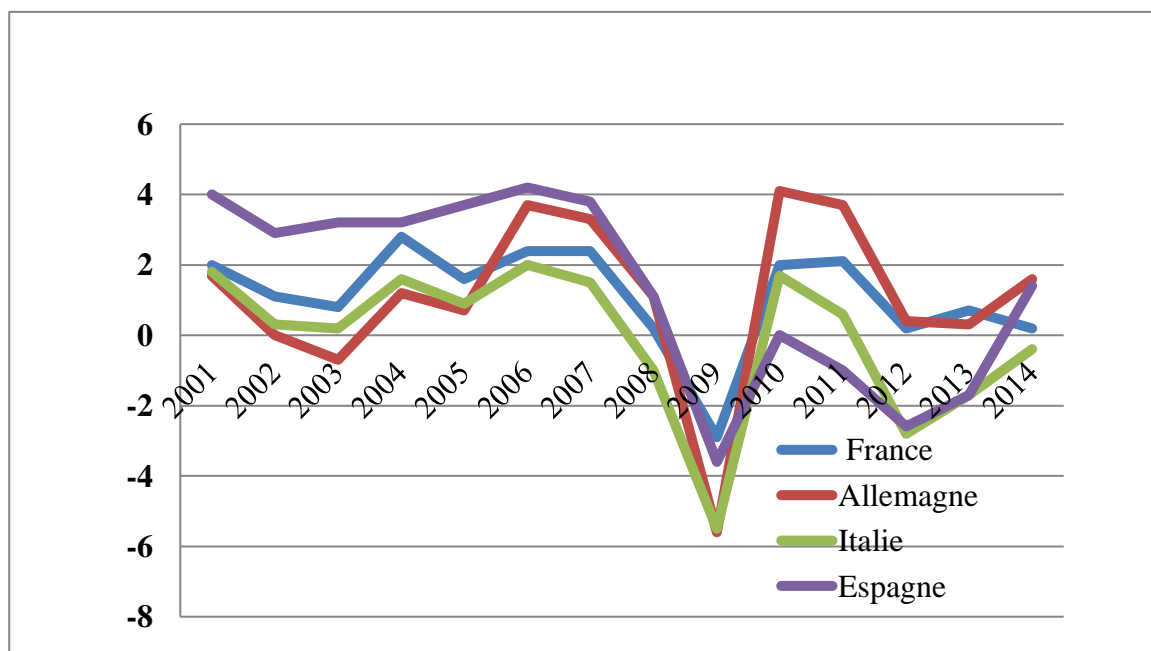
⁴ Cf. le « dilemme » soulevé dans les années 60 par Robert Triffin : Une balance commerciale excédentaire du pays détenteur de la monnaie internationale engendre une pénurie de liquidités internationales qui freine le commerce mondial tandis qu'un déficit commercial produit de la liquidité internationale mais accroît le doute sur la soutenabilité de ce déficit et par là sur la valeur et le statut de la monnaie internationale.

a) La persistance de l'idéologie néo-libérale dans la conduite des politiques monétaires hétérodoxes dans les pays développés, se retrouve également dans l'interprétation qui est faite de sa faible et relative efficacité.⁵

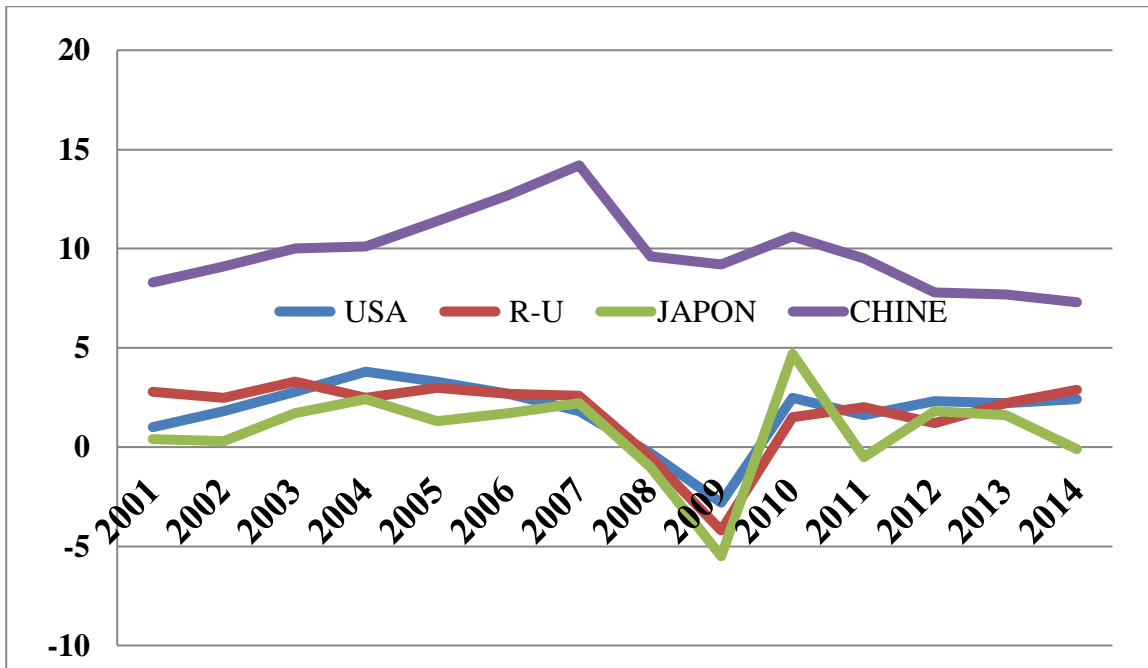
On peut être frappé par le décalage entre l'ampleur du **stock** de création monétaire engendré par les politiques de QE, tant à l'échelle régionale que mondiale, et la modestie des **flux** financiers qui ont été mobilisés dans des opérations de création de valeur et de richesses réelles susceptibles de soutenir plus vigoureusement la croissance, de réduire le chômage sans dégrader la qualité des emplois, de répondre aux enjeux planétaires à la fois sociétaux de développement inclusif et environnementaux de réchauffement climatique et d'équilibre écologique.

La plupart des études qui ont été menées sur les pays développés pour évaluer l'impact des politiques monétaires accommodantes et qui ont porté soit sur les canaux de transmission, soit sur les objectifs poursuivis montrent que l'action sur la sphère financière (en termes de stabilité, de performance financière, de charges financière, voire de redressement du secteur bancaire) a été plus efficace que celles sur la sphère réelle (en termes de croissance, de chômage et d'inflation). La plupart des études montrent que :

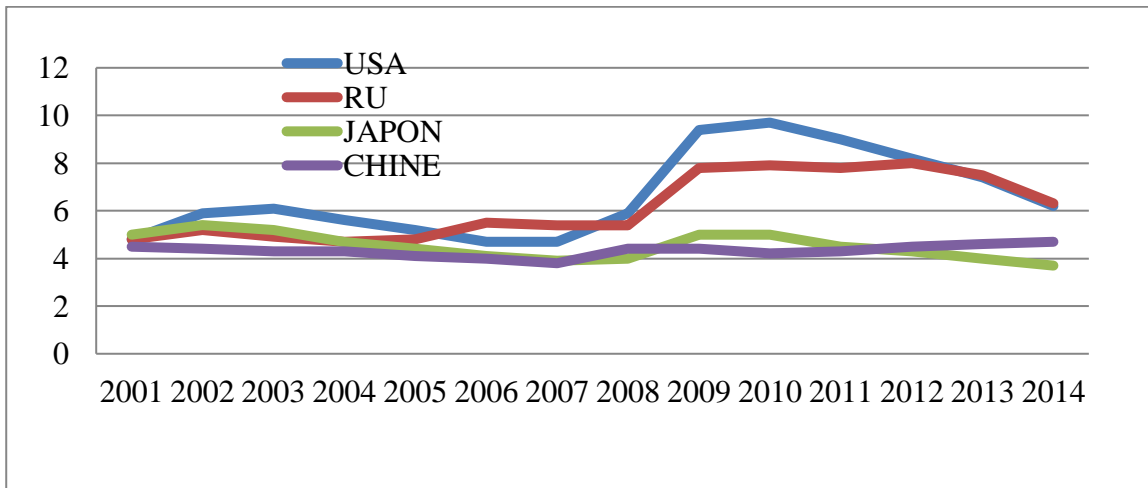
1. Les effets sur la croissance ont été faibles, tardifs et incertains.



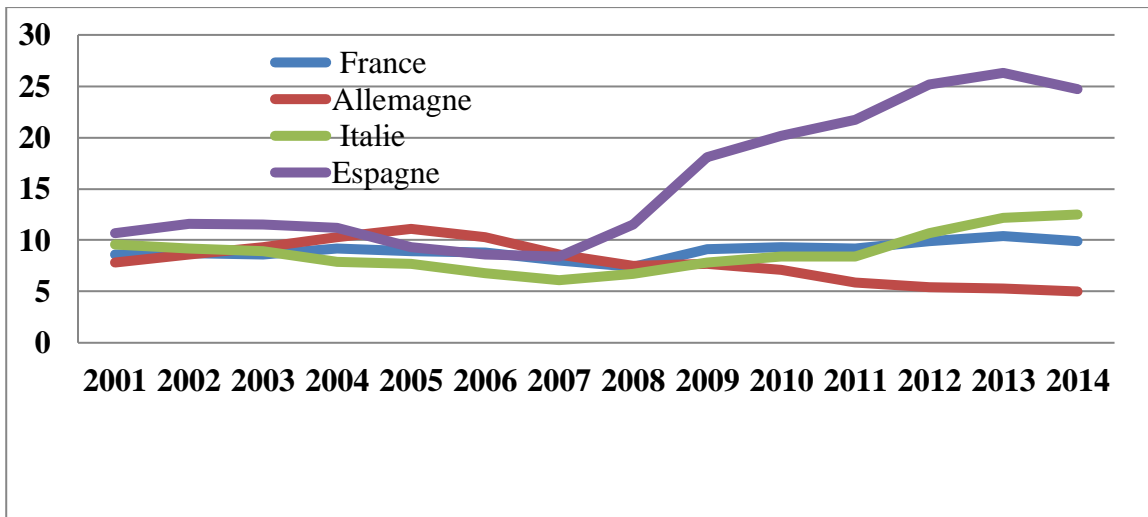
⁵ Tous les graphiques ont été faits à partir des données de WDI



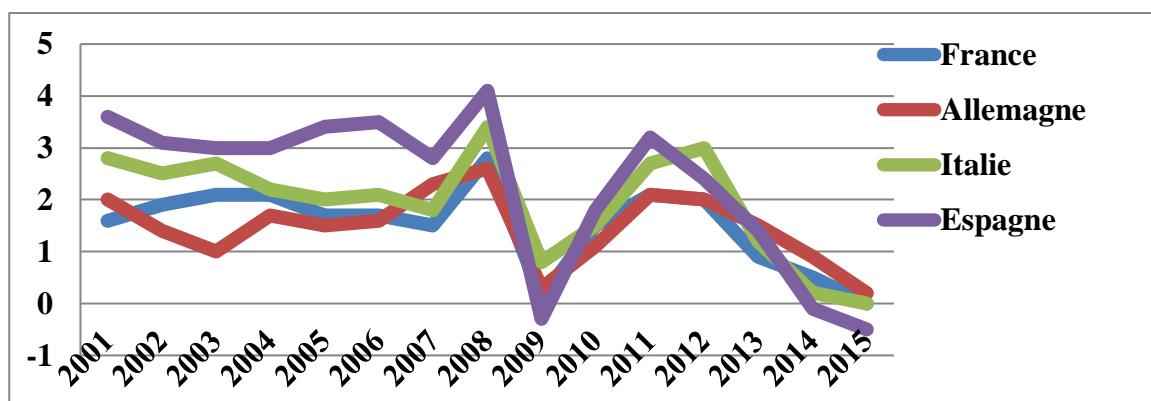
2. Les effets sur le chômage ne semblent pas liés aux politiques de QE.



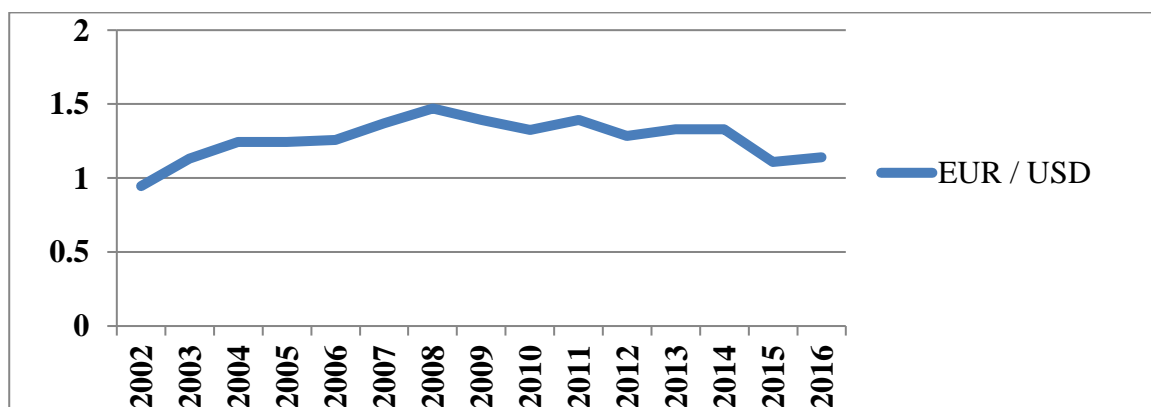
Sources : d'après les données de WDI



3. Les effets sur l'inflation sont inexistants et contrariés par des tendances structurelles de l'économie mondiale.



4. Les effets sur les taux de change ont été erratiques.



Face à ce constat désespérant, notamment dans la plupart des pays de l'UE, on en est même venu à envisager de « jeter de l'argent » par hélicoptère en visant les pauvres et la classe moyenne (« Monnaie hélicoptère » appelée aussi « QE for people ») pour que la demande reparte véritablement. Plus sérieusement, il était aussi possible d'envisager des politiques incitatives fiscales ou juridiques pour que les entreprises augmentent les salaires et stimulent ainsi une inflation qui tarde à se faire sentir. On aurait pu aussi envisager des politiques d'augmentation des dépenses publiques orientées sur des investissements de long terme (infrastructures, transport, énergies renouvelables, santé, éducation, recherche, etc.). Malheureusement, l'enfermement idéologique dans le paradigme néo-libéral des décideurs publics, tant à l'échelle des Nations, qu'à l'échelle des organisations internationales, et l'absence de coordination, de coopération et de régulation des politiques économiques ne permettent pas aujourd'hui d'envisager des solutions véritablement innovantes.

La plupart des économistes qui appartiennent au « mainstream » de la pensée néo-libérale (centrée sur les comportements microéconomiques des agents) ont interprété les différences de résultats (en termes de croissance et de chômage principalement) entre pays développés à l'existence ou à l'absence de réformes qui visent en premier lieu le « marché du travail ». Sans la moindre preuve empirique et sur la base d'une argumentation théorique faible, au moins sur le plan macroéconomique, ces économistes préconisent des mesures qui :

- flexibilisent le marché du travail en termes d'ajustement souple des salaires et des contrats de travail ;
- diminuent la pression fiscale sur les entreprises pour rétablir leur compétitivité internationale ;
- réduisent les dépenses publiques (et la part de l'Etat dans l'économie) pour réduire la dette publique et rétablir un strict équilibre budgétaire.

Ces réformes sont dites « structurelles », car elles visent le côté offre de l'économie (« politique de l'offre ») et qu'elles sont supposées rétablir durablement la compétitivité des entreprises et par là les équilibres externes (balance commerciale et balance des paiements).

Faute d'argumentation théorique solide et d'études économétriques empiriques sérieuses, on met en avant de manière exagérée le « succès » des pays (USA, Allemagne) qui ont mis en œuvre ces politiques.⁶

Ces économistes « libéraux », très présents dans les Média, appellent aujourd'hui de leurs vœux la fin des politiques de « QE » et le « retour » à l'orthodoxie monétariste. Ils désespèrent de n'être pas écoutés par la présidente de la Fed (Mme Janet Yellen), le Président de la BCE (M. Mario Draghi), les institutions internationales (FMI, BM) et de très nombreux prix Nobel d'économie qui ont une vision plus fine et plus réaliste des limites structurelles de la croissance mondiale.

Malgré tout, sous la pression du lobby des banques et des idéologues du néo-libéralisme, il est envisagé aujourd'hui une remontée en douceur des taux d'intérêt et un retour à l'orthodoxie monétariste.

QUATRIÈME ENSEIGNEMENT : « Les politiques monétaires accommodantes ne suffisent pas à elles seules à ramener la croissance, à réduire durablement le chômage et à enrayer la déflation ».

⁶ Non seulement la croissance des pays dits « vertueux » est somme toute modérée, mais les « bons » chiffres du chômage cachent une détérioration qualitative des conditions d'emploi, un accroissement des inégalités et une détérioration du capital humain en termes de santé et de perte de qualifications et d'employabilité, notamment des séniors.

b) L'étrange impasse des néo-libéraux sur le paradoxe de la persistance d'une pénurie de liquidités internationales.⁷

Le PIB mondial en \$ courants, a diminué de 6% en 2015 (soit davantage qu'après la crise de 2009). Dans ses « perspectives économiques » du 1^{er} juin 2016, l'OCDE (après le FMI et la Banque Mondiale) prévoit une croissance mondiale « molle » de 3% en 2016 et de 3,3% en 2017, en termes réels. L'OCDE souligne le nombre élevé de chômeurs (39 millions), notamment chez les jeunes et les seniors, ainsi que l'accroissement des inégalités et de la précarité. On peut aussi ajouter la chute des prix des matières premières. Tout concourt donc à réduire la capacité des pays émergents (Russie, Chine, Brésil...) et du Sud de l'Europe à rembourser leurs dettes. Les politiques de QE passent à côté de cette question et du coup échouent à faire croître le niveau des liquidités internationales en dépit de leur politique d'accroissement massif de l'offre de monnaie. La méfiance qui règne sur les marchés à l'égard des titres de la dette publique entraîne une stérilisation immédiate de toute création monétaire qui ne se transforme pas ainsi en liquidités prêtes à l'emploi soit au titre de la consommation, soit au titre de l'investissement. C'est sans doute là la raison essentielle au fait que les politiques monétaires de QE n'ont pas fait augmenter la liquidité à l'échelle mondiale.

S'agissant de la zone Euro, les rachats massifs de titres de la dette publique n'ont pas fait augmenter globalement le niveau d'endettement. On constate au contraire d'après les statistiques d'Eurostat du 24 avril 2017 que le niveau public d'endettement de la zone Euro est passé sous la barre des 90% (89,2%) de son PIB. Seuls trois pays ont une dette publique supérieure à leurs PIB respectifs.⁸ La France quant à elle voit sa dette publique augmenter de 92,3% à 96% entre 2013 et 2016, alors qu'à l'inverse, dans le même temps, l'Allemagne réduit encore son niveau d'endettement de 77,5% à 68,3%. Si le ratio de la dette publique dépasse largement encore la norme des 60% du PIB, celui du déficit budgétaire reste très en deçà des 3% pour l'ensemble des pays de l'UE (1,5% du PIB en moyenne) à l'exception de l'Espagne (4,5%) et la France (3,4%), alors que l'Angleterre et la Roumanie se situent dans la norme de 3% de leurs PIB respectifs. Cette décrue de

⁷ Par liquidité internationale on entend les actifs monétaires ou quasi-monétaires qui sont classés AAA ou AA et qui servent à payer les échanges internationaux (IMPORTS/EXPORTS) et à rembourser les dettes externes. En général les titres publics des grands pays (USA, Allemagne, R-U, France, etc.) jouent ce rôle de moyen de paiement international liquide. On peut y ajouter les avances des BC des pays de l'OCDE, les titres de créance des organisations internationales (BM, FMI, BEI, etc.)

⁸ Grèce (179%), Italie (132,6%) et Portugal (130,4%)

l'endettement associée à la diminution du ratio du déficit budgétaire en deçà des 3% traduit bien le fait que **les politiques monétaires accommodantes restent encore déconnectées des politiques budgétaires récessives qualifiées d'austérité**. La reprise lente et incertaine de la croissance (1,7% au sein de la zone Euro et 1,6% aux USA) en 2016 ne saurait selon nous être attribuée à ces politiques dites « d'assainissement budgétaire » qui ont contribué à laminer partout dans l'UE les budgets sociaux, à l'exception de la France, de la Finlande et du Danemark.⁹ Ces politiques d'austérité ne sont donc pas équitablement réparties au sein de l'UE, puisque la Grèce par exemple affiche un ratio d'excédent budgétaire de 0,7%, sans parvenir pour autant à réduire son taux d'endettement !

CINQUIÈME ENSEIGNEMENT : « Les politiques monétaires accommodantes doivent être couplées à des politiques budgétaires de relance et de réforme du secteur public »

c) Le « déni de réalité » sur la soutenabilité des dettes publiques.

Il nous paraît que le seul risque véritable que peuvent faire courir aujourd'hui les politiques monétaires accommodantes est celui du « discrédit » dont peuvent être frappées les BC. C'est ce « discrédit » qui a entraîné un déclasserment des titres publics que rachètent ces BC, et donc une raréfaction des liquidités internationales. Ce n'est donc pas, comme le clament les puristes des politiques monétaristes orthodoxes, le risque d'inflation lié à un excès de liquidité dans un contexte de croissance faible qui est la menace principale des politiques hétérodoxes.

De fait, en dépit de ces injections massives de monnaie « neuve », la liquidité de l'économie mondiale n'a jamais été aussi basse.¹⁰ Elle ne représente plus que 30% du PIB mondial, alors qu'elle se situait en 2009 à 60%. Une partie de l'explication de cette chute tient à la crise de la dette publique qui a favorisé le déclasserment des bons du Trésor de nombreux pays dont la dette est jugée non soutenable.

Cette raréfaction considérable des liquidités internationales explique au moins partiellement l'atonie des flux internationaux de marchandises et de capitaux. Le niveau du commerce international n'a jamais été aussi faible depuis le début de la mondialisation au cours des années 70-80, et la croissance aussi atone générant aussi bien dans les pays

⁹ En France, la Cour des Comptes estime que la baisse du taux d'emprunt depuis 2011, explique environ 40% de la diminution du déficit budgétaire.

¹⁰ B. Eichengreen, (2011).

développés que dans les pays émergents, faiblesse des investissements, chômage de masse, fragilité bancaire et endettements privés et publics insoutenables.

Pour accroître le niveau des liquidités internationales et faciliter ainsi la reprise des échanges internationaux et la croissance économique, il faudrait élargir le spectre des facteurs de confiance liés à des titres publics et privés garantis par les organismes internationaux (FMI, BM...) et les pays qui jouissent d'importantes réserves de change (Chine notamment). Ainsi, comme le propose B. Eichengreen, le FMI pourrait vendre des DTS non plus aux gouvernements mais aux BC, en échange de devises qu'elles créent ex nihilo et que le FMI réalloue directement à ses membres. Le même auteur propose que le FMI emprunte sur les marchés financiers pour pouvoir redistribuer ces fonds par des DTS supplémentaires, auprès de ses membres. La garantie des liquidités ainsi créées est celle de la solvabilité collective des membres du FMI qui s'engageraient à recapitaliser le FMI en cas de défaillance de ses emprunteurs.

L'impact du QE sur les prix des actifs a permis une envolée des cours boursiers (mesurés par l'indice MSCI de performance des marchés boursiers des pays développés) qui ont été multipliés par deux depuis 2009. Les investisseurs se sont reportés du marché des obligations d'État vers l'achat d'actifs plus risqués, ce qui a dopé les bourses. Le financement des entreprises par la finance directe aurait dû s'en trouver facilité. De même le fait que les rendements obligataires sont inférieurs à la croissance du PIB, et que les taux d'intérêt sont bas, aurait dû faciliter la relance des investissements des entreprises. Or au sein de la zone Euro, cela ne se produit pas et les économies de la plupart des pays développés (à l'exception des USA et dans une certaine mesure de la GB) restent atones, entraînant dans leur stagnation les pays émergents.

Les explications avancées à cette situation restent superficielles. Elles mettent l'accent sur les comportements microéconomiques et passent à côté des facteurs structurels tels que le partage de la valeur ajoutée, le ralentissement de la productivité et de la stagnation des salaires au profit des revenus du capital et de la rente foncière.

Certes l'insuffisance de l'offre de crédit par les banques porte encore la marque de leurs emprunts toxiques et de leur souci de dégonfler et d'assainir la taille de leurs bilans, notamment dans le contexte actuel de forte incertitude économique, politique, sociale et géopolitique. Mais cette « explication » suffit-elle à rendre compte de la faiblesse du financement bancaire actuel alors même que la faiblesse des taux d'intérêt devrait inciter les entreprises à prendre plus de risques dans leurs choix d'investissements ? Les chefs

d'entreprise seraient-ils devenus subitement averses au risque et timorés dans la recherche de rendements plus élevés ?

En réalité les comportements sont souvent surdéterminés par des facteurs structurels qui sont d'ordre macroéconomique. On ne saurait faire l'impasse sur les mutations de l'économie mondiale : la révolution numérique, le ralentissement des gains de productivité qui laisse penser que l'on est rentré dans un cycle long de « stagnation séculaire » (L. Summers), les effets du vieillissement et de la répartition de l'épargne à l'échelle mondiale, l'accentuation des inégalités de revenu et de patrimoine, les effets du réchauffement climatique, etc.

Les pays « centraux » (USA, UE, Chine..) qui détiennent une monnaie qui sert de liquidité internationale n'ont pas les mêmes contraintes de remboursement qu'un petit pays périphérique dépendant. Pour autant cela ne signifie pas que le pays central doit se désintéresser de la situation d'endettement du petit pays périphérique, à l'image du comportement des États-Unis à l'égard des pays d'Amérique Latine notamment, qui gravitent dans sa zone monétaire. L'UE, si elle veut véritablement régler durablement ses problèmes de flux migratoires et d'insécurité, doit certes se préoccuper de la situation des pays endettés en interne (Grèce, Italie, Espagne...), mais aussi et surtout des pays de sa proche périphérie (de son « voisinage »).

S'agissant de la dette internationale tunisienne, et compte tenu des enjeux géostratégiques que représente pour l'UE, la réussite de la transition démocratique en Tunisie, on pourrait autoriser la BCE (à l'instar de ce qui a été fait dans le passé dans le cadre du « plan Baker » au moment de la crise de la dette internationale du début des années 80), à racheter les dettes contractées par la Tunisie non seulement auprès des organisations internationales (FMI notamment), mais aussi auprès des banques internationales privées. Ces dernières ont prêté à la plupart de ces pays, à des taux d'intérêt qui sont supérieurs de plusieurs points à ceux pratiqués aujourd'hui au sein de la zone Euro. Dans ces opérations de rachat de dettes souveraines, la BCE réaliserait des gains qu'elle pourrait reverser gratuitement aux pays concernés, dès lors qu'ils seront directement affectés à des investissements publics ou privés définis d'un commun accord. Ces investissements doivent viser prioritairement à réduire le chômage et les inégalités (de revenus et régionales), mais aussi à promouvoir une croissance inclusive endogène et durable. Ces opérations de rachat permettent aussi d'allonger sur un très long terme la maturité de la dette souveraine de la Tunisie, ce qui

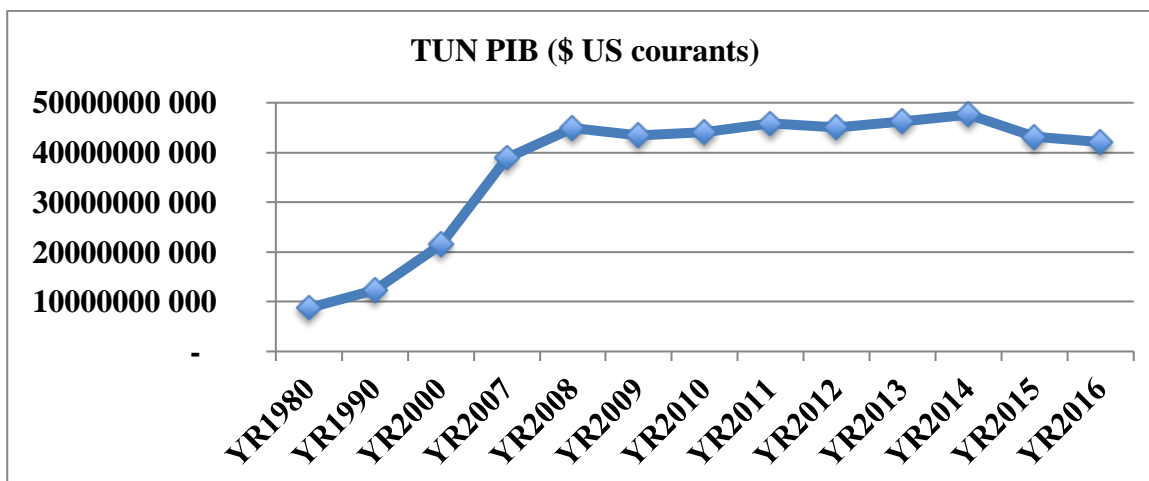
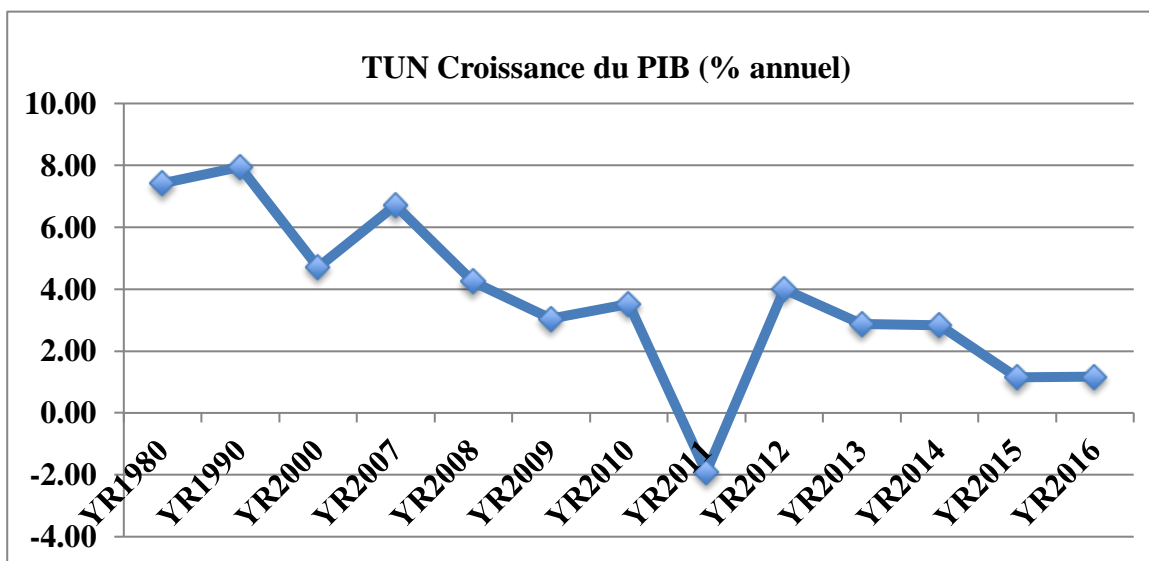
contribue à alléger considérablement le poids du service de sa dette internationale, offrant ainsi à la Tunisie des marges de financements supplémentaires.

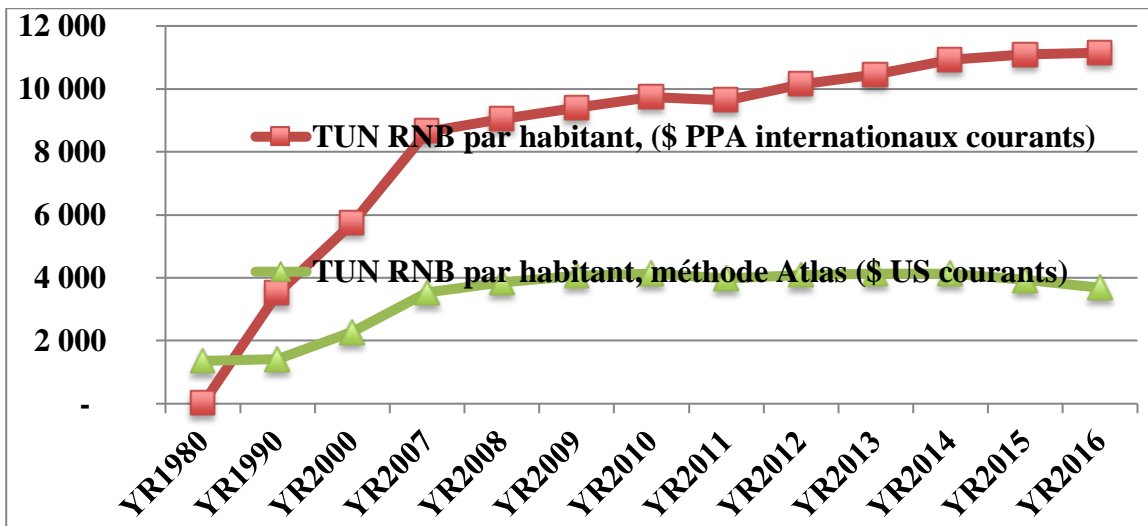
SIXIÈME ENSEIGNEMENT : « Les politiques monétaires accommodantes doivent régler le problème des dettes publiques insoutenables à l'échelle mondiale ».

3°) LE CHANGEMENT DE PARADIGME À L'ÉCHELLE D'UNE « PETITE ÉCONOMIE OUVERTE » : LE CAS DE LA TUNISIE.

a) Quelques tendances macroéconomiques générales de la Tunisie.

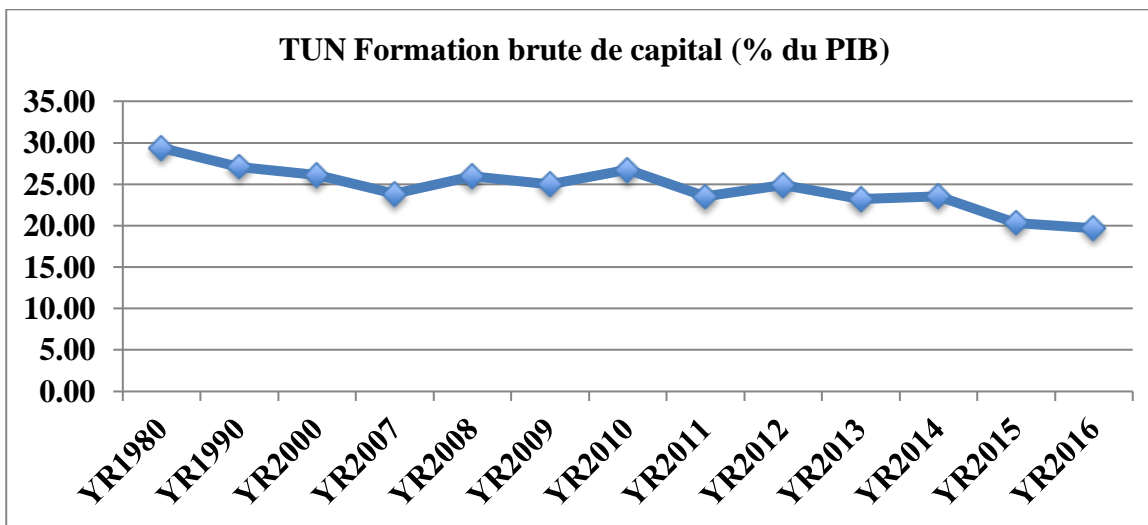
- Un ralentissement de la croissance





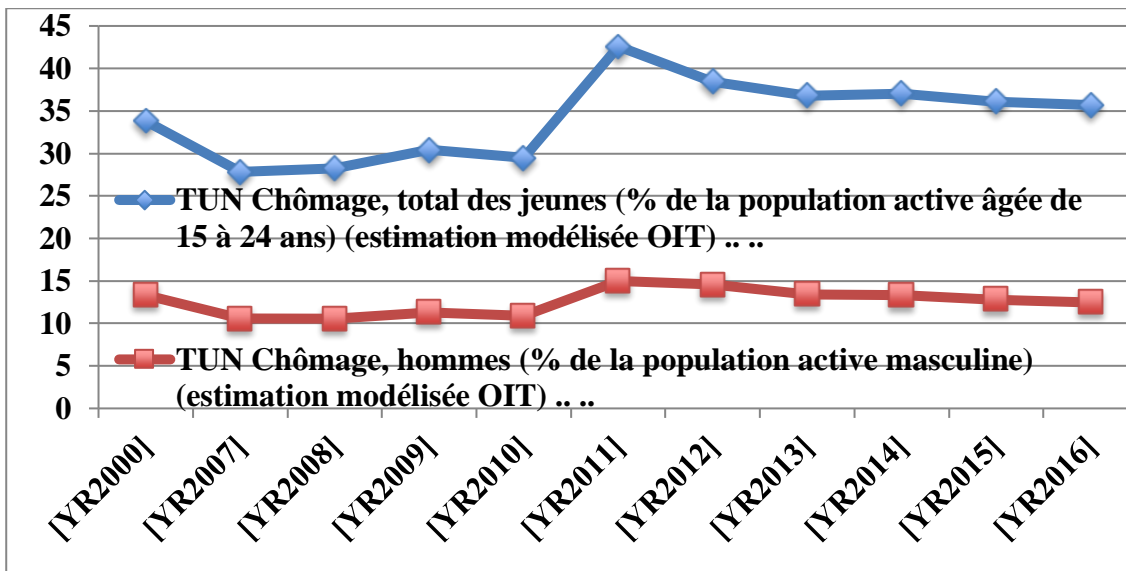
Le taux de croissance économique remonte très légèrement à 2,2% en 2017 avec une perspective de 2,8% en 2018.

Certes on peut espérer une croissance plus vigoureuse, notamment au regard du ralentissement de l'investissement.



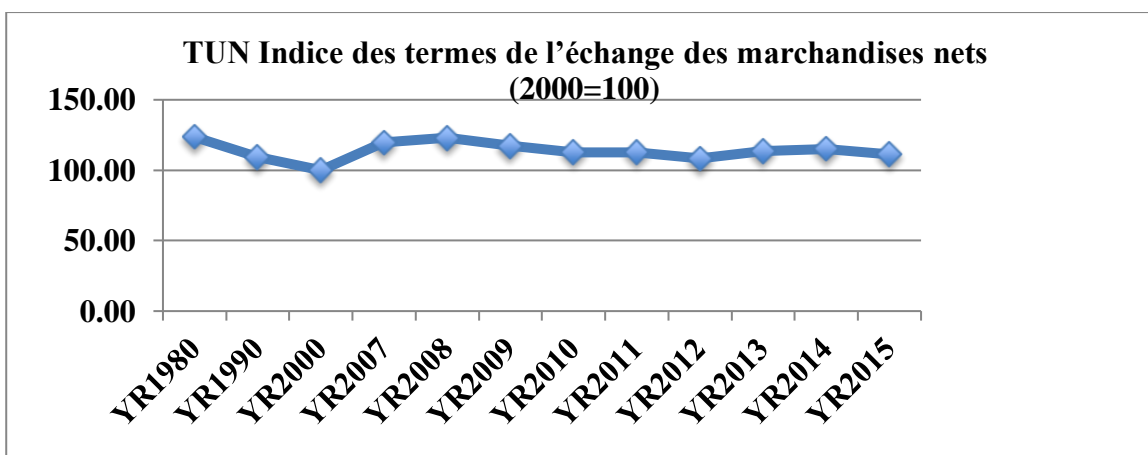
Mais globalement la Tunisie reste dans la norme du ralentissement général de l'économie mondiale (pays développés et émergents confondus) sans rupture apparente depuis la révolution démocratique de 2011.

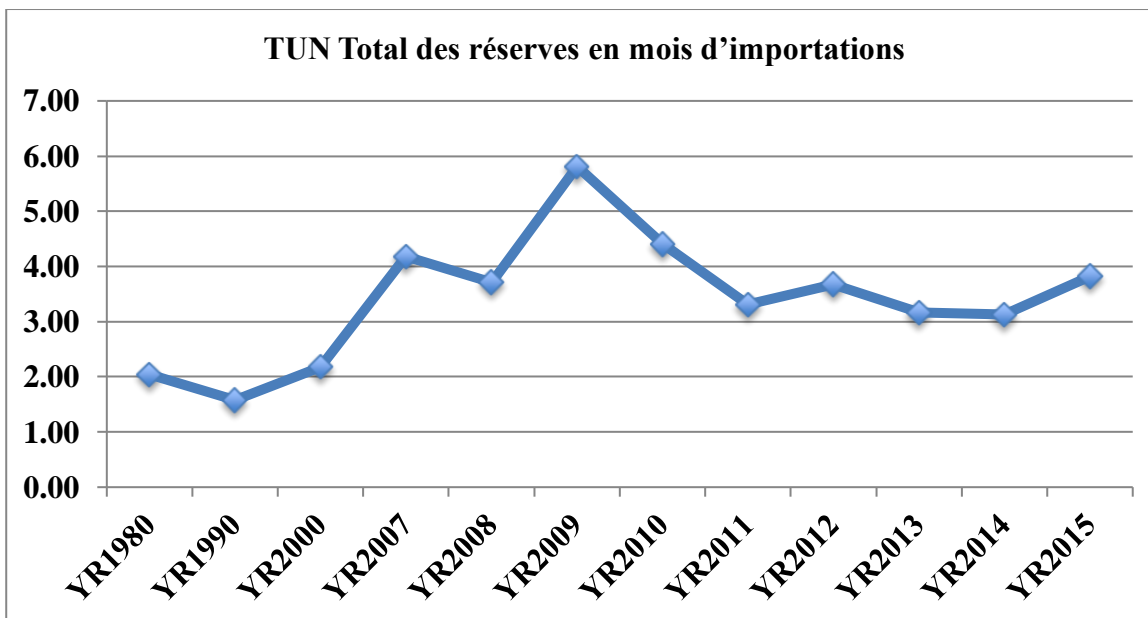
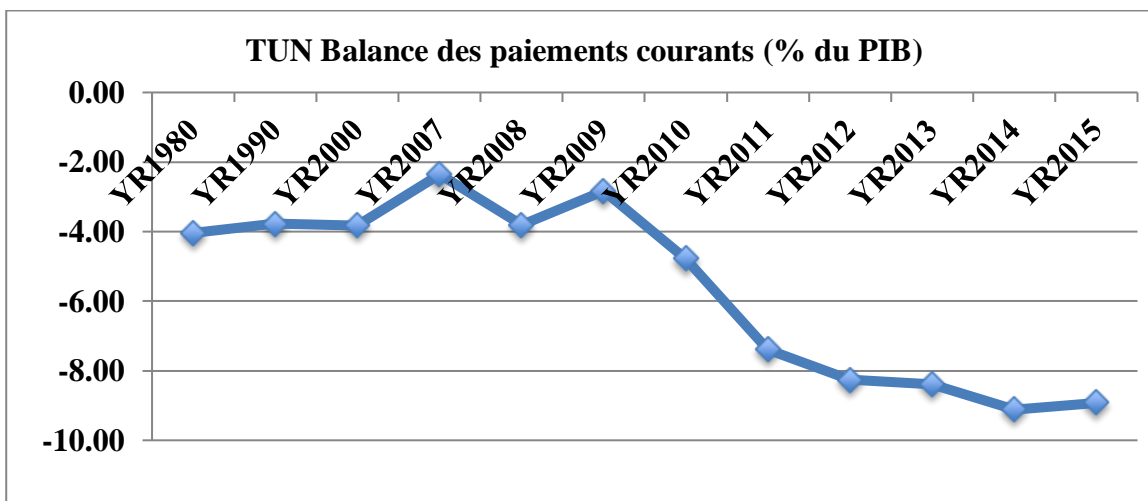
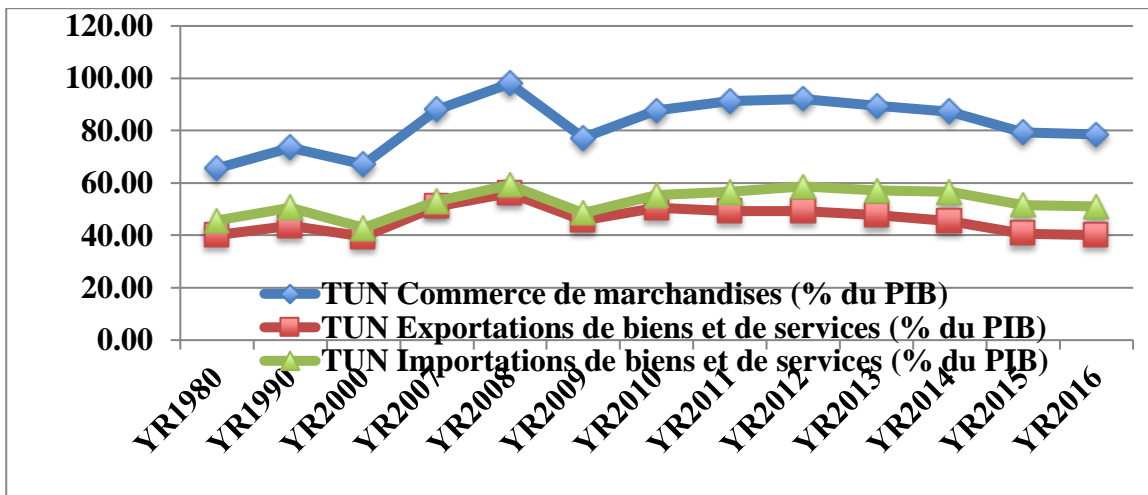
- Une stabilisation du taux de chômage à un niveau structurellement élevé (notamment des jeunes).



La stagnation du taux de croissance et le ralentissement tendanciel du taux d'investissement ne permettent pas des créations d'emplois suffisantes pour réduire significativement le taux de chômage, notamment celui des jeunes diplômés.

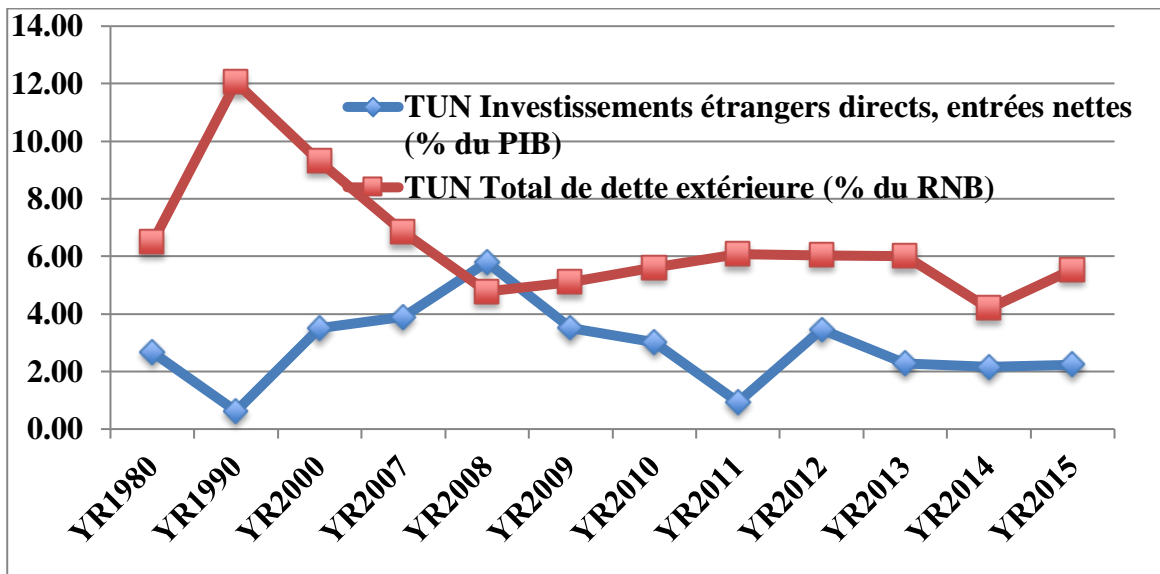
- **Une stagnation de la compétitivité internationale et une dépendance accrue au commerce international avec une balance commerciale et une balance des paiements qui restent structurellement déficitaires.**





Les déficits structurels de la balance commerciale et de la balance des paiements associés à un niveau d'endettement extérieur à court terme élevé, en grande partie libellée en Dollars, et à une stagnation des IDE traduisent un **degré élevé de dépendance asymétrique**

extérieure.



La « révolution » sociale de 2011 qui a marqué une rupture au sein du système politique tunisien en ouvrant la voie à un processus de « transition démocratique » non encore achevé aurait pu dégénérer en crise économique majeure.

En regardant « à la louche » sur près de 40 ans les évolutions de quelques grandeurs macroéconomiques, nous avons le sentiment qu'il n'y a pas eu de véritable rupture économique structurelle de l'économie tunisienne après 2011 et encore moins une révolution dans les objectifs et la conduite des politiques macroéconomiques. Tout se passe comme si les économistes universitaires tunisiens confrontés à l'ampleur des problèmes, à la lourdeur des inerties sociales, culturelles, politiques et à la difficulté jugée insurmontable de surmonter la dépendance à la conjoncture extérieure et aux institutions internationales, n'osaient pas sinon proposer des solutions économiques innovantes, du moins débattre plus librement hors des sentiers battus de la pensée néolibérale.

SEPTIÈME ENSEIGNEMENT : « La Tunisie doit mettre en œuvre une politique monétaire accommodante pour des réformes structurelles de changement de régime de croissance, plus compétitif et plus créateur d'emplois des jeunes, tout en réduisant sa dépendance asymétrique extérieure, sans remise en question de sa stratégie d'ouverture à l'international »

- b) La politique monétaire tunisienne reste étrangement toujours très orthodoxe et donc très « neutre », alors même qu'il y a un très large consensus politique et social sur la nécessité de mener des réformes structurelles profondes.

Depuis l'adoption par la Tunisie, au cours des années 90, du processus de libéralisation réelle et financière proposé (ou imposé) par les organisations internationales, les différents gouvernements qui se sont succédés se sont efforcés de coller au plus près au cadre monétariste conventionnel en affichant leur préférence pour l'orthodoxie monétaire centrée sur le ciblage d'inflation.

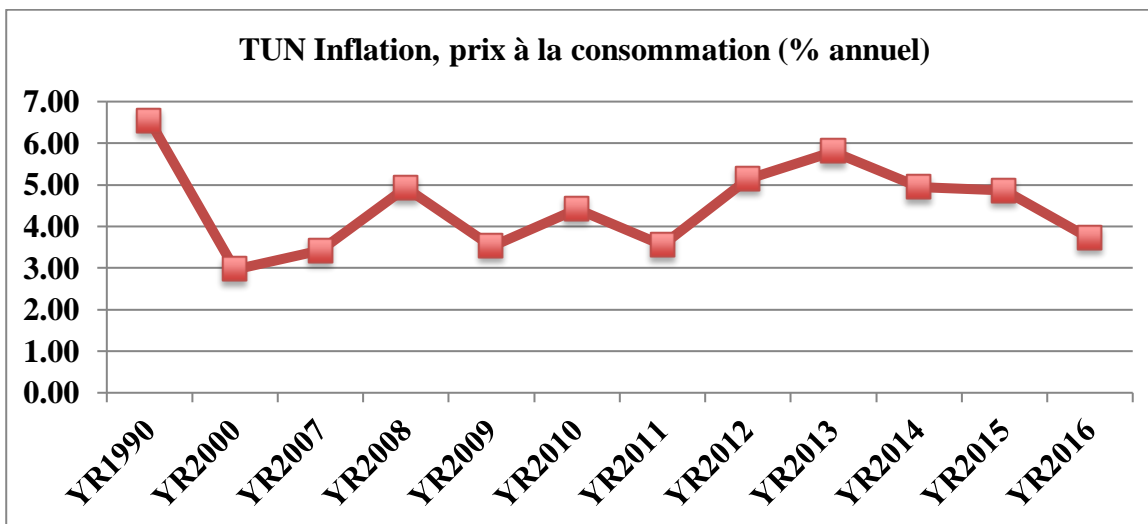
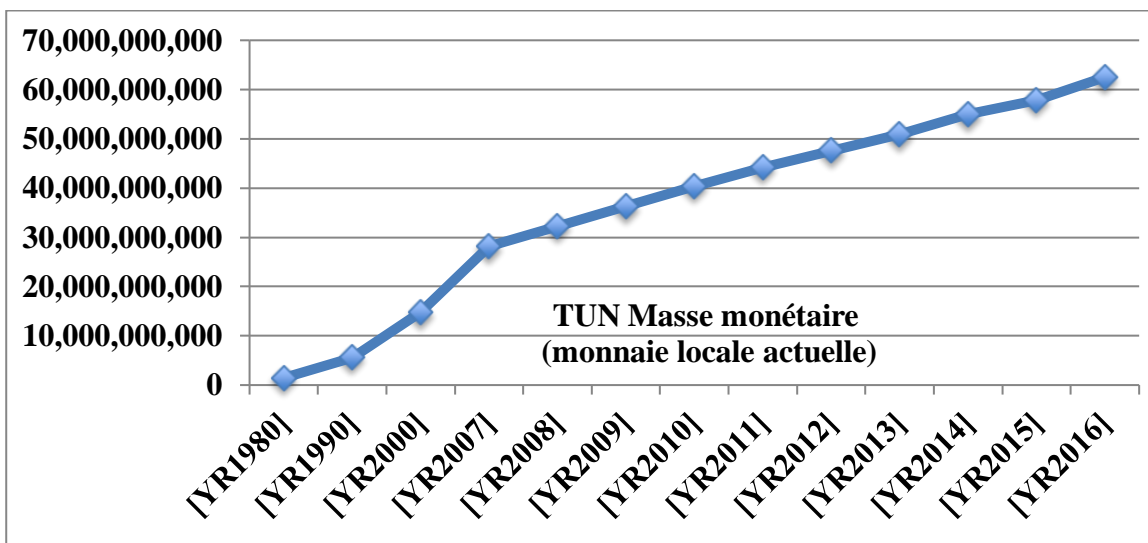
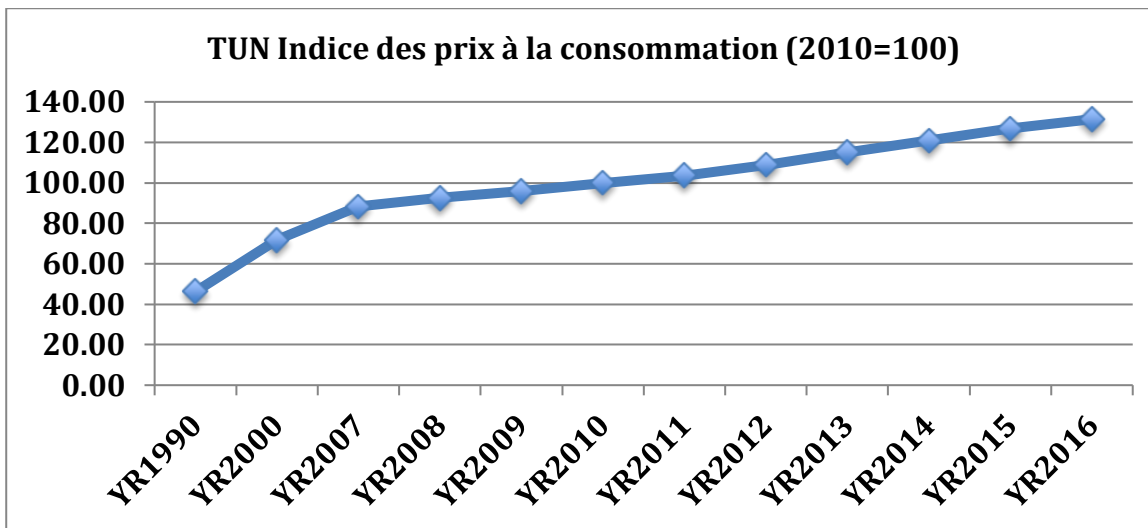
Pour faire face aux bouleversements politiques et à l'agitation sociale engendrés par la «révolution tunisienne», la BCT dotée d'une nouvelle direction a voulu répondre assez rapidement au risque monétaire et bancaire d'un «credit crunch» (voire d'un «bank run») et à l'éventualité d'une chute de la croissance et d'une aggravation du chômage. Pour cela elle a assoupli assez nettement sa politique monétaire notamment en injectant de la liquidité dans le système bancaire.

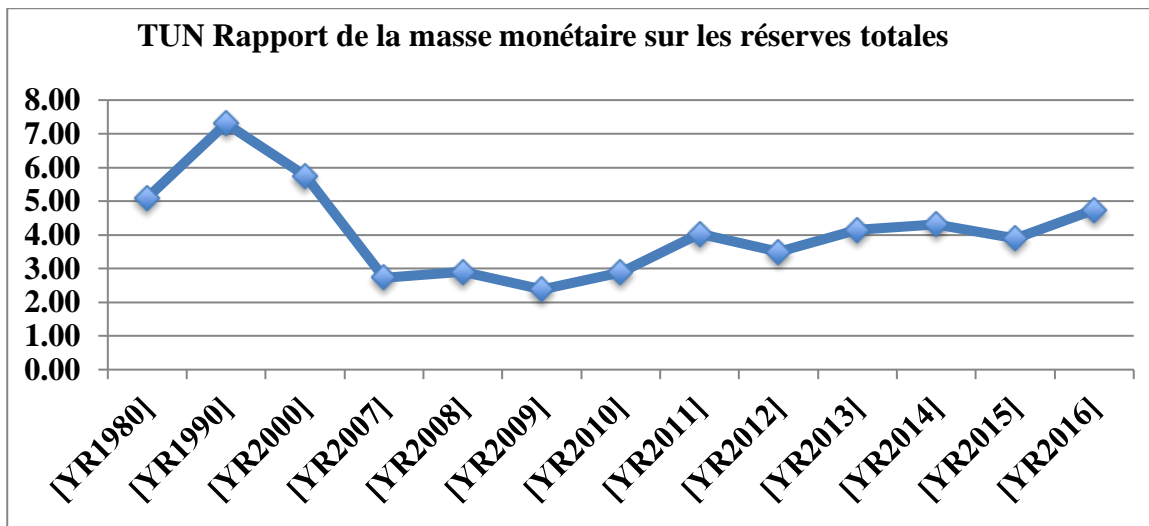
Mais après cet «écart» par rapport à l'orthodoxie monétariste habituelle, la Tunisie est très vite revenue dans les «clous» du monétarisme et a adopté une politique monétaire neutre dès le premier trimestre 2012 puis restrictive au second trimestre de la même année.

Les cibles de la BCT redeviennent ainsi classiquement la lutte contre l'inflation, la stabilité du DT sur le marché des changes, l'approvisionnement de l'économie en liquidités et le contrôle prudentiel d'un secteur bancaire (notamment public) fragile marqué par un volume excessif de créances douteuses dans le bilan des banques.

Reprenons quelques unes des cibles visées par la politique monétaire.

- i) **L'inflation** en Tunisie reste soutenue même si elle est contenue (5% en 2017 et 4,2%, prévus en 2018). Depuis plus de vingt ans le niveau général des prix augmente de manière continue sans que l'on puisse constater un lien significatif avec la politique monétaire de la BCT. Les variations du taux d'inflation en glissement annuel ne paraissent pas non plus sous le contrôle de la politique monétaire de la BCT.





On peut donc légitimement s'interroger sur les raisons du ciblage d'inflation de la BCT. On peut à la limite comprendre, sans le justifier, le comportement rigide de la Haute Cour de justice de Karlsruhe qui a imposé sa phobie de l'inflation monétaire à la Bundesbank et par la suite avec l'avènement de l'Euro, à la BCE.

Mais en quoi la BCT doit-elle être soumise encore à cette vision idéologique, sans fondement scientifique, alors même que sous l'impulsion de Mario Draghi, la BCE, après la Fed et bien d'autres BC des pays développés et des pays émergents, prend ses distances avec cette vision étreinte de la politique monétaire ?

Pourquoi doit-on considérer que le principal risque d'inflation en Tunisie est d'ordre monétaire ? Tous les économistes tunisiens savent pertinemment que les véritables causes de l'inflation en Tunisie sont à rechercher ailleurs :

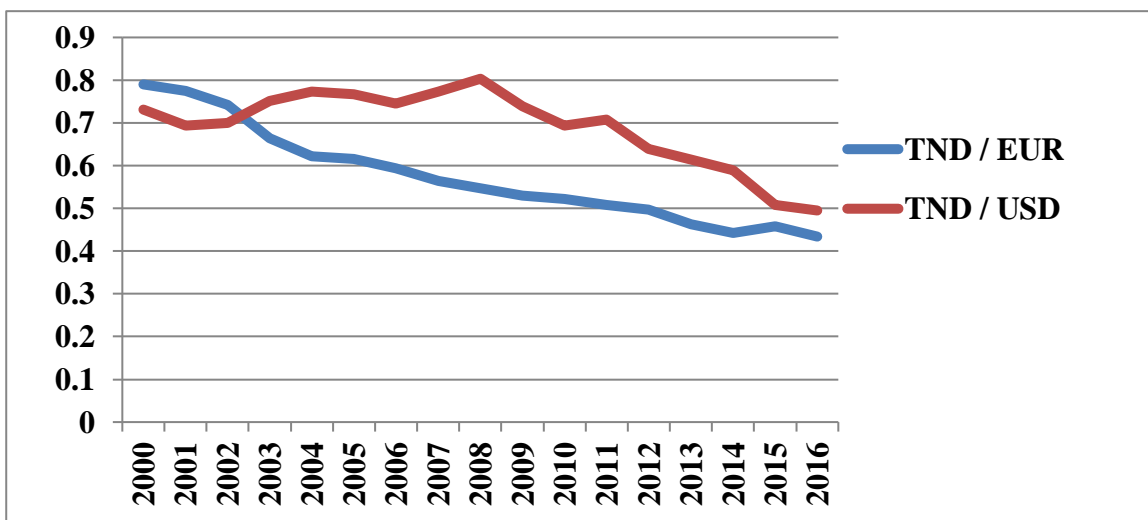
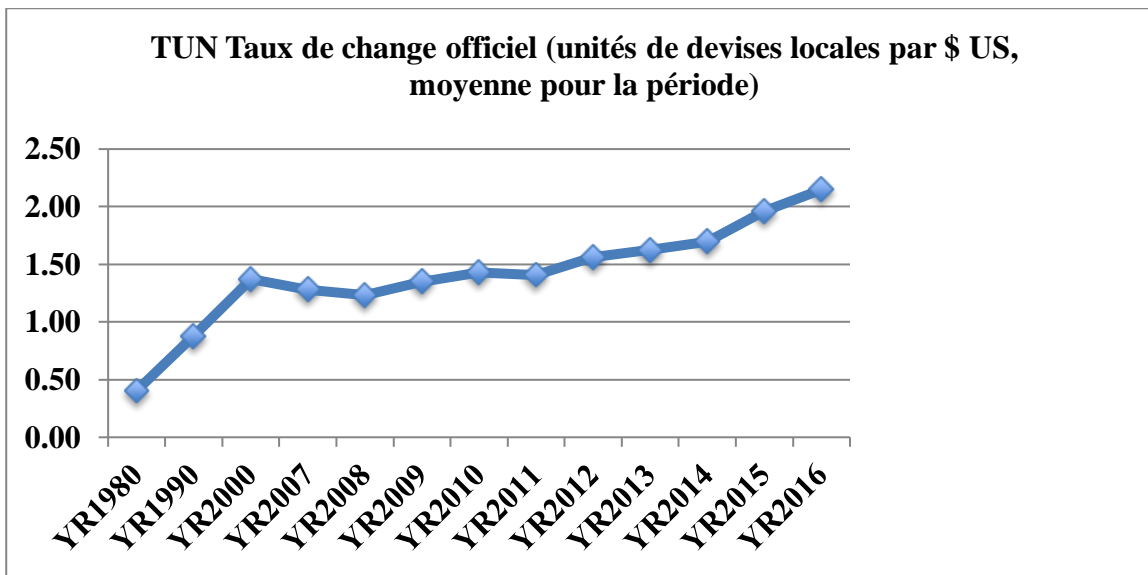
- du côté de l'agriculture dont le niveau de production reste encore assez largement fonction de la pluviométrie,
- des variations du taux de change qui détermine la facture pétrolière notamment,
- d'un excès possible de demande due à l'augmentation des salaires sous la pression des revendications syndicales au cours de la période dite « de transition ».
- De facteurs conjoncturels tels que par exemple l'impact des flux migratoires (arrivée massive de réfugiés en provenance de Libye notamment),
- etc.

On sait aussi que l'inflation réelle est minorée par les subventions aux produits de base (1/3 environ du panier des biens de consommation pris en compte dans l'indice des prix).

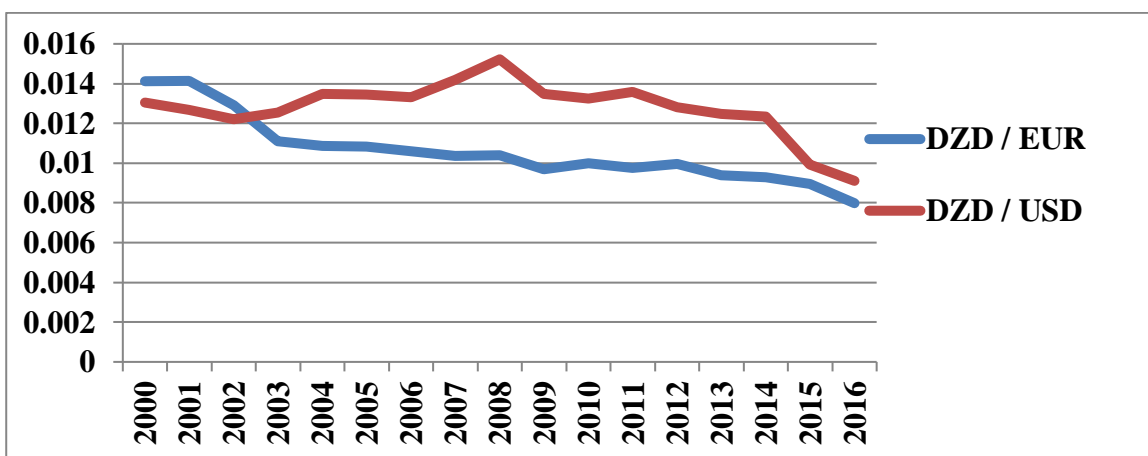
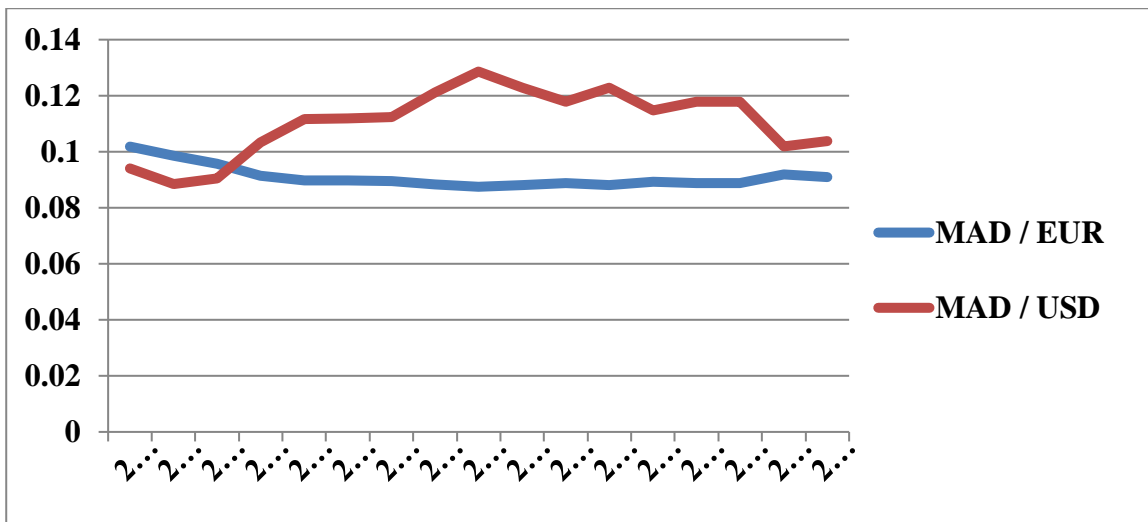
Qui peut légitimement croire qu'en Tunisie, « les anticipations inflationnistes des agents » sont déterminées par la manipulation du taux d'intérêt directeur ? La politique monétaire restrictive qui a été menée en Tunisie à partir d'août 2012 par des relèvements successifs du taux directeur (de 3,5% à 4,75% le 25 juin 2014) n'a pas permis de réduire l'inflation. Même si en Tunisie la BCT prend en compte le niveau des prix des produits agricoles et des produits subventionnés (administrés) pour se focaliser sur « l'inflation sous-jacente », on ne peut prouver, comme l'ont montré de nombreuses études économétriques menées par des doctorants tunisiens, que la BCT parvient à limiter l'inflation par sa politique monétaire orthodoxe. De fait celle-ci a augmenté de 3 à 4% en 2011 à plus de 7% aujourd'hui. En revanche il est possible et sans doute probable que le relèvement du taux d'intérêt peut avoir un impact sur le volume du crédit alloué à l'économie pour le financement des investissements.

ii) Une autre « cible » de la politique monétaire de la BCT est de réguler ou de stabiliser le **taux de change** du DT en l'ajustant à l'évolution du niveau général des prix, aux déficits des balances commerciales et des paiements et en contrôlant de manière plus ou moins souple les mouvements de capitaux. Le régime de change choisi est intermédiaire entre la fixité et le flottement libre (« peg » ou ancrage sur le Dollar et l'Euro gardé secret par la BCT).

Il ne semble pas que la BCT ait comme politique de réduire le degré de « mésalignement » du taux de change nominal par rapport à un taux de change réel d'équilibre fondamental (FEER de Williamson). Mais Les variations du **taux de change** du DT respectivement par rapport au Dollar et à l'Euro ne semblent pas liées à l'évolution de l'indice général des prix à la consommation, ni aux taux d'intérêt directeurs fixés par la BCT ni à l'évolution de la masse monétaire. Le DT se déprécie de manière continue par rapport à l'Euro et de manière plus erratique avec le Dollar, sans que l'on puisse savoir si ces variations sont véritablement « maîtrisées » par la BCT. Dans la mesure où le Dollar est lié principalement à la facture pétrolière et au paiement du service de la dette et que l'Euro est lié aux importations et exportations de Biens et de services avec l'UE, aux IDE et aux « transferts » des migrants, il nous paraît que la politique de change devrait accentuer la dépréciation du DT par rapport à l'Euro et accentuer son appréciation par rapport au Dollar. L'accélération de la dépréciation du DT à la fois par rapport à l'Euro et au Dollar, non pas à partir de 2011, mais de 2014 semble résulter de la dégradation de la balance des paiements tunisienne sur laquelle la politique de la BCT n'a aucune prise.



Une simple comparaison graphique des variations du taux de change du DT par rapport au Dollar et à l'Euro aux variations du Dirham Marocain et du Dinar Algérien par rapport aux mêmes monnaies justifie selon nous l'intérêt d'études plus approfondies sur l'opportunité d'une « monnaie régionale » maghrébine comme stratégie de réduction de l'ajustement asymétrique des politiques monétaires des trois pays concernés du Maghreb aux variations du taux de change des monnaies internationales et notamment du Dollar par rapport à l'Euro.



HUITIÈME ENSEIGNEMENT : « La politique monétaire en Tunisie doit rompre avec l'illusion du ciblage d'inflation et se concentrer sur le plan interne sur le ciblage de l'emploi et de la croissance et sur le plan externe sur une politique fine du taux de change et du contrôle des sorties de capitaux ».

c) Quelle politique monétaire accommodante pourrait mener la BCT ?

Il est indispensable de retenir du caractère dit « non conventionnel » ou « hétérodoxe » des politiques monétaires accommodantes, la nécessaire continuité entre la politique monétaire et budgétaire et aller au-delà jusqu'à assurer une continuité jusqu'aux politiques structurelles globales ou sectorielles (industrie, agriculture, services, transports, réduction des inégalités de revenus et régionales, numérique, etc.).

Nous allons nous focaliser ici sur le seul volet de la politique monétaire à l'exclusion de tous les autres aspects de la politique économique (budgétaire, fiscale, agricole, industrielle, sociale, internationale, etc.). Nous essaierons de poser quelques idées qu'il

resterait à approfondir par des études plus poussées, d'une politique monétaire non conventionnelle.

i) sur le plan interne propre à l'économie tunisienne.

Depuis l'amendement de ses statuts en 2006, la BCT ne peut accorder des concours financiers au Trésor Public. L'article 47 (bis) de la loi 58-90 portant organisation de la BCT stipule: « La Banque Centrale ne peut accorder des découverts ou des crédits ni acquérir directement des titres émis par l'État ». L'État se finance aux conditions de marché en émettant des bons du Trésor (BTCT et BTA).

Sans pour autant remettre en question la nécessaire indépendance de la BCT par rapport au gouvernement, il nous paraît nécessaire, si l'on veut mettre en œuvre une véritable politique monétaire hétérodoxe d'autoriser la BCT dans un cadre légal et strictement réglementé, à acheter directement des obligations publiques, dès lors que l'État utilise la monnaie locale ainsi nouvellement créée pour investir dans des secteurs qui feraient l'objet d'un consensus national.¹¹ Pour éviter que ces investissements financés en monnaie locale ne génèrent de l'inflation, il faudrait justement faire en sorte que la monnaie nouvellement créée ne soit pas utilisée comme pouvoir d'achat mais comme « convoi » permettant la mobilisation de forces productives internes inemployées, et qui généreraient ainsi la création d'emplois aussi bien pour la main-d'œuvre non qualifiée que pour les diplômés (notamment ceux de l'enseignement supérieur au chômage). Pour les pays dont la balance commerciale est déficitaire, le contenu en importations de ces projets doit être faible. Les secteurs visés en priorité doivent être ceux qui sont tournés vers le développement d'un marché intérieur et tirés par une demande interne, ce qui n'empêche pas de rechercher par la suite des débouchés extérieurs, notamment vers d'autres pays voisins dans le cadre d'un processus d'intégration régionale par exemple (UMA). Cette orientation doit viser aussi la réduction des inégalités régionales permettant ainsi de freiner l'exode rural, tout en revitalisant les campagnes et les centres urbains secondaires. Cette création monétaire ne doit donc pas répondre à des buts conjoncturels d'accroissement des dépenses de fonctionnement du secteur public mais à des réformes structurelles qui auraient fait l'objet d'un débat public et dont le financement à long terme par pure création monétaire aurait été voté par le Parlement. C'est bien ainsi qu'il faut comprendre l'articulation de la

¹¹ Le processus d'émergence d'un consensus national sur des objectifs de développement de long terme doit nécessairement s'opérer à travers des institutions démocratiques, ce qui suppose l'existence d'un Etat de Droit et la lutte systématique et inflexible contre la corruption.

politique monétaire de QE aux politiques structurelles de mise en œuvre d'un nouveau régime de croissance inclusive respectueux de l'environnement, du développement durable et de la réduction des inégalités. Par exemple développer l'économie sociale et solidaire sur la base de la valorisation des aspects les plus dynamiques de l'économie informelle. Développer également les « SEL » (Système d'économie locale), les circuits courts, les monnaies locales qui mobilisent une épargne locale, etc.

NEUVIÈME ENSEIGNEMENT : « La politique monétaire accommodante doit favoriser le marché intérieur pour lutter contre les déséquilibres régionaux et sociaux »

ii) Sur le plan externe de la politique européenne de voisinage.

La politique euro-méditerranéenne de l'UE est en panne et l'UPM reste aujourd'hui en rade. Des voix de plus en plus nombreuses (en Allemagne, en France et dans d'autres pays de la zone Euro) s'élèvent pour ne pas en rester à un traitement purement sécuritaire des questions migratoires et agir en amont sur les pays d'origine ou de transit des flux migratoires. C'est donc l'occasion ou jamais de **renforcer la coordination des politiques monétaires hétérodoxes entre la BCE et les pays de la rive Sud et Est de la Méditerranée, dont au premier chef la Tunisie**. La Tunisie peut à notre avis être l'objet d'une expérimentation innovante en matière de coopération euro-méditerranéenne. Au-delà des considérations géopolitiques d'une solidarité stratégique et économique mutuellement avantageuse entre l'UE et les pays de la rive Sud et Est de la Méditerranée, la France notamment devrait davantage se souvenir qu'elle a des attaches très anciennes d'ordre économique, politique et culturel avec la plupart des PSEM.

Par exemple, il suffirait d'un changement du cadre législatif et réglementaire pour autoriser la BCE à acheter en Euros une partie des BT émis par des pays de son voisinage, sous la condition que ces Obligations d'État ont bien été émises pour financer des dépenses publiques d'investissement à long terme dans des secteurs clés de leurs économies respectives (infrastructures coûteuses) ou, pour une meilleure acceptation par les opinions publiques européennes, dans des secteurs ciblés par la COP 21. Mais on sait bien aujourd'hui que les questions d'environnement (réchauffement climatique par émission de CO2, mais pas seulement), de transition énergétique, de flux migratoires et de sécurité sont liées. Si Mario Draghi a pu évoquer sous forme de boutade l'éventualité de la « monnaie hélicoptère », rien n'empêche une extension du champ d'action de la BCE aux pays du Sud de l'Est de la Méditerranée (PSEM) et à titre expérimental à la Tunisie, pour leur permettre

de mobiliser l'ensemble de leurs ressources productives inemployées. Orienter vers l'économie tunisienne une partie de la création monétaire de la BCE, au demeurant très modeste au regard de la masse des flux qui ont déjà été injectés en vain dans les économies de la zone Euro, aurait pour avantage d'alimenter en devises ce pays. Rien n'empêche que le cadre coopératif de la mobilisation de ces flux monétaires implique la création d'entreprises conjointes ou d'IDE qui pourraient se transformer pour partie en importations de technologies et de biens d'équipement en provenance de l'UE. Les entreprises et les États des pays de l'UE qui bénéficieront de ces nouveaux marchés, en termes d'exportation ou/et d'IDE devront assurer vers ces pays tiers, de véritables transferts de technologie par la formation de la main d'œuvre locale à tous les niveaux de qualification. L'UE pourrait également accompagner (relancer ?) le mouvement d'intégration de l'espace euro-méditerranéen (Union pour la Méditerranée actuellement en panne), par des programmes ciblés de « coopération euro-méditerranéenne » qui favoriseraient les échanges Sud-Sud.

Le contexte politique et économique interne et externe doit être pris en compte dans les choix stratégiques de politique économique de la Tunisie.

- Sur le plan intérieur, on assiste à une montée, voire une surenchère, des revendications salariales et régionales qui mettent sous pression le budget de l'État, la compétitivité des entreprises exportatrices et l'inflation. La recherche de « compromis » politiques et sociaux, interfère avec les choix contraints de la politique économique et oblige les décideurs politiques à faire preuve d'audace et d'imagination.
- Sur le plan extérieur, la reprise de la croissance au sein de la zone Euro reste indécise, la sortie du QE ne semble pas encore actée par la BCE et par ailleurs, la crise sécuritaire et migratoire en Europe (principal partenaire commercial de la Tunisie) engendre une montée du populisme qui ne favorise pas la coopération économique euro-méditerranéenne. En outre le climat mondial est marqué par des incertitudes géopolitiques et géoéconomiques aux États-Unis, en Europe et au Moyen-Orient qui rendent particulièrement difficiles les prévisions à court moyen et long terme.

DIXIÈME ENSEIGNEMENT : « La politique monétaire accommodante de la BCT doit se faire en coordination et coopération avec la politique monétaire accommodante de la BCE ».

CONCLUSION.

Il nous a paru intéressant de jeter un regard nouveau sur la politique économique en Tunisie en examinant quelques pistes de mise en oeuvre d'une politique monétaire non conventionnelle, à l'instar de ce qui est fait dans les pays développés, mais en poussant jusqu'au bout la rupture avec l'orthodoxie monétariste. Pour cela, il nous a semblé important de pouvoir articuler la politique monétaire accommodante à une politique structurelle de long terme, c'est à dire à remettre en cause la troisième dichotomie de la pensée orthodoxe. Il ne s'agit pas ici, selon notre conception, seulement des « réformes structurelles », qui, dans la vision orthodoxe libérale, portent en priorité sur les conditions de réalisation d'un excédent durable du budget primaire (hors paiement du service de la dette) principalement par des réductions des dépenses publiques. Pour nous, les politiques structurelles doivent viser principalement les conditions d'une croissance endogène inclusive et durable. Ce qui signifie des investissements publics et privés dans le capital humain (éducation, recherche, santé), dans la diversification de la base productive, dans la réduction des inégalités de tous ordres, dans la protection de l'environnement et dans la promotion des écosystèmes de l'innovation. Il convient aussi d'investir dans la qualité des institutions en termes de gouvernance et de comportements éthiques. La nécessaire reconfiguration du système productif porteur de ce nouveau régime de croissance et de développement durable doit être en adéquation avec l'émergence de nouveaux secteurs tels que l'environnement, l'énergie, l'économie sociale et solidaire, etc.

Nous avons essayé dans cette communication de tracer seulement quelques pistes de réflexion d'une politique monétaire absolument hétérodoxe qui rompt définitivement avec l'orthodoxie du néo-libéralisme. Ces pistes théoriques ne pourront conduire à un véritable changement de paradigme que si elles parviennent à prendre appui sur les différents courants passés de la pensée économique hétérodoxe (keynésienne, institutionnaliste, régulationniste, etc.) tout en les dépassant. L'alternative au néo-libéralisme ne saurait être un retour ni au protectionnisme ni à l'étatisme, mais à des formes décentralisées de régulation démocratique qui préservent les libertés individuelles et renforcent les solidarités sociales et les stratégies coopératives à l'échelle locale et mondiale.

Au moment où les pays d'Europe s'interrogent sur leur avenir et la solidité d'un destin commun, au moment où le Monde est traversé par des périls de toute nature (écologique, climatique, sécuritaire, militaire, nucléaire...), au moment où les nationalismes et les populismes s'exacerbent face à la mondialisation, on peut vraiment penser sans verser dans un catastrophisme ambiant, qu'il y a « péril en la demeure » méditerranéenne !

Faut-il persister dans la voie de politiques qui ont prouvé leur inefficacité et leur dangerosité ?

Bibliographie

- Aglietta M. (2017) « La double démocratie », Seuil, Paris.
- Aglietta, M., Ould Ahmed, P. et Ponsot, J.-F. (2014) « La monnaie, la valeur et la règle », Revue de la régulation [En ligne], 16 | 2ème semestre/Autumn ; <http://regulation.revues.org/10998>.
- Aglietta, M., Brand, T. (2013), Un new deal pour l'Europe, Paris, Odile Jacob.
- Aglietta M, Carton, B et Szczerbowicz, U, (2012) “La BCE au chevet de la liquidité bancaire” La Lettre du CEPII, n° 321, mai.
- Aglietta M. et A. Reberieux, (2004), Dérives du capitalisme financier, Editions Albin Michel, 394 p.
- Artus (2012), « La gamme complète des possibilités des banques centrales », Flash Economie n°186
- Banque Centrale Européenne, (2005), « Indicators of financial integration in the Euro area », ECB publication, 30 p.
- Beaur G. (2006) « La dette publique dans l'histoire », Comité pour l'histoire économique et financière de la France. »
- Bibow J. (2016) « How Germany's Anti-Keynesianism has brought Europe to Its Knees »
- Bordes C. (2013), “Les politiques monétaires, quel renouvellement avec la crise?”, Problèmes économiques, septembre.
- Borio, Disyatat(2009) « Unconventional monetary policy : an appraisal », BIS Working Papers.
- Broyer S. (2013) “La réaction des banques centrales à la crise: une comparaison” Special Report recherche économique, n°30 Natixis, 27 février.
- Buiters, W.H. (2007), « Seigniorage », Open-Assessment E-Journal, 2007-10. <http://www.economics-ejournal.org/economics/journalarticles/2007-10>.
- Cochrane J. H (2013) « Inflation and Debt » [WWW.National Affairs](http://WWW.NationalAffairs).

- Cohen, B. (2015) « The demise of the dollar? », Revue de la régulation, 18 | -1, 1-19. <http://regulation.revues.org/11501>
- Eichengreen, B. (2017), “Remarks on the Occasion of the Austrian National Banks’s 200th Anniversary,” in Oestereichische Nationalbank, Central Banking in Times of Change (Austrian National Bank 2017).
- Eichengreen, B. (2011), Un privilège exorbitant. Le déclin du dollar et l’avenir du système monétaire international, Paris, Odile Jacob.
- Eichengreen, B., Hausmann, R. & Panizza, U. (2003), “Currency Mismatches, Debt Intolerance and Original Sin: Why They are not the same and why it Matters”, NBER Working Paper n.o 10036, October.
- Figuet J.M., (2000), « Le prêteur en dernier ressort international », Revue d’économie financière n°56, pp. 57-75
- Fischer I. (1933). "The Debt-Deflation Theory of Great Depressions," *Econometrica*, 1(4), pp. 337–357.
<http://fisher100money.blogspot.fr/search/label/100%25%20Money>
- Friedman, Milton (1969), “The Optimum Quantity of Money”.
- Galbraith James, K, « L’Etat prédateur », Seuil, « Economie humaine », 314p.
- Kay J (2009) Narrow Banking:The reform of banking regulation, CSFI, <http://static1.squarespace.com/static/54d620fce4b049bf4cd5be9b/t/5532be2de4b07fb5e0478c7d/1429388845292/Narrow+Banking%2C+the+reform+of+banking+regulation%2C+by+John+Kay.pdf>
- Krugman P., 2009, « Pourquoi les crises reviennent toujours? », Seuil, « Economie humaine », 204p.
- Lajnaf Rima (2014), « La « faillite » du ciblage monétaire en Tunisie ? », La Revue Gestion et Organisation 6(2014) 84-92
- Loisel O. et Mésonnier J.S (2009), “Les mesures non conventionnelles de politique monétaire face à la crise, Questions actuelles-Économie-Monnaie-Finance n° 1, Banque de France, avril.
- Lordon, F., Lamarche, T., Ould Ahmed, P. et J.-F. Ponsot, « L’euro ou l’oubli de la politique », Revue de la régulation [En ligne], 18 | 2e semestre / Autumn 2015, <http://regulation.revues.org/11534>

- Man-Seop Park (2011), "Routes of money endogeneity, a heuristic approach", Cambridge Journal of Economics, juillet 2011.
- Marouani A. (2017) « Les limites des politiques monétaires accommodantes », AIELF, Poznan (mai)
- Marouani A. (2016) « La sortie de l’Euro ? » Document de travail.
- Marrakchi Charfi F. (2016) « La politique monétaire en Tunisie en période de transition : faire face à la vulnérabilité économique et bancaire », Techniques financières et développement, n° 122
- Marrakchi Charfi F.(2014) « Faut-il repenser la politique monétaire en Tunisie? » Leaders, Opinions, <http://www.leaders.com.tn/article/15512>.
- Minsky, H. (1974). "The Modeling of Financial Instability: An introduction". Modeling and Simulation. Proceedings of the Fifth Annual Pittsburgh Conference.
- Musgrave, Richard A. "public finance." The New Palgrave Dictionary of Economics. Second Edition. Eds. Steven N. Durlauf and Lawrence E. Blume. Palgrave Macmillan, 2008.
- OCDE Examen sur la gouvernance publique (2016) « Un meilleur contrôle pour une meilleure gouvernance locale en Tunisie : le contrôle des finances publiques au niveau local » © OECD 2016
- Rey, H. (2015), “Dilemma not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence”, NBER Working Paper, n°21162.
- Rodrik, D. (2006), “The Social Cost of Foreign Exchange Reserves”, International Economic.
- Samar Maziad and Joong Shik Kang: "RMB Internationalization : Onshore/ Offshore Links." IMF working paper, mai 2012.
- Souilem M.S. (2012) (Directeur Général de la Politique Monétaire), « la coordination des politiques monétaire et budgétaire en Tunisie », BCT 3 octobre 2012
- Stiglitz J., (2002), La grande désillusion, Ed. Fayard, 324p.
- Tobin, J. (1992). “money,” The New Palgrave Dictionary of Finance and Money, v. 2, pp. 770–79 & in 2008, 2nd Edition.

