

FEMISE network

FORUM EURO-MEDITERRANÉEN DES INSTITUTS ÉCONOMIQUES



EURO-MEDITERRANEAN FORUM OF ECONOMIC INSTITUTES

Etudes financées ou co-financées par le Femise

*Consequences de l'union monétaire européenne
(euro) pour la région méditerranéenne*

*Consequences of European Monetary Union for the
Mediterranean Region*

SESSION #3 – 17 Février 2000

**LE RÔLE DES MARCHÉS MONÉTAIRE ET FINANCIER DANS LE CADRE
DE LA ZONE EURO : ANALYSE COMPARATIVE DU MAROC, DE LA
TUNISIE, DE LA TURQUIE ET D'ISRAËL**

Albert Marouani
CEMAFI-Université de Nice, France

Février 2000

With the financial support of the European Commission – External Relations DG

FEMISE RESEARCH PROGRAM

« Le rôle des marchés monétaire et financier dans le cadre de la zone Euro : Analyse comparative du Maroc, de la Tunisie, de la Turquie et d'Israël »

Albert MAROUANI
(CEMAFI/UNSA)*

1. Problématique d'ensemble.

L'avènement de l'Euro dans le contexte de l'UEM a déjà des incidences au sein des pays de l'UE. Les politiques monétaires sont à présent essentiellement le fait de la seule BCE et la convergence des politiques budgétaires et fiscales, au-delà des critères de Maastricht, s'avère de plus en plus nécessaire. L'intégration des marchés financiers européens suit désormais un processus inéluctable. Les spéculations et les analyses sur les effets de l'unification monétaire en termes de convergence nominale et réelle (emploi, croissance, investissements...) au sein de la zone Euro font généralement état d'un optimisme de bon aloi. En revanche les implications sur les pays tiers proches de l'UE (PECO et PTM)** font l'objet d'analyses plus circonspectes.

La plupart des analyses restent circonscrites à une discussion sur les conditions internes de l'unification monétaire sans aucune référence aux conditions externes (G.Kebabdjian,1996). C'est le cas en particulier des analyses centrées sur les questions de l'Euro en tant que réducteur des biais d'inflation, ou en tant que nouvelle monnaie de facturation, de transactions financières et de réserve (A.Benassy-Quéré,1996 ; P.R.Masson et B.G.Turtelboom,1997) ou encore en tant que monnaie stable du fait de la disparition des taux de change entre les monnaies européennes et des coûts de transaction y afférents (P.Grauwe(de) et L.Spaventa,1997). Le cadre formel de ces études reste visiblement une transcription des modélisations récentes sur la crédibilité du Système Monétaire Européen (SME) en tant que zone-cible, ou des approches relatives aux Zones Monétaires Optimales (ZMO) (M.I.Blejer et alii,1997; A.Benassy-Quéré et A.L.Révil,1999).

Les rares analyses qui traitent explicitement des implications externes de l'Euro concernent plutôt ses effets sur la zone Dollar. Ainsi, P.Artus (1997) a examiné l'impact de l'Euro sur les objectifs de politique monétaire de la Fed.

* La présente communication rend compte partiellement et sans doute imparfaitement des recherches empiriques et théoriques menées dans le cadre de notre réseau par: Lahcen OULHAJ (Université de Rabat), Fathi AYACHI (Université de Tunis III), Samy MOULEY (Université de Sousse), Lerzan ÖZKALE (Université d'Istanbul), Abraham LIOUI et Jacques SILBER (Université de Bar-Ilan). Ne pas citer sans l'autorisation des auteurs.

** PECO (Pays d'Europe centrale et orientale); PTM (pays tiers méditerranéens); PSEM (pays sud et est méditerranéens); UE (Union européenne); UEM (Union économique et monétaire); BCE (Banque centrale européenne).

Nous nous sommes attachés pour notre part à examiner l'impact de l'Euro sur les pays méditerranéens (Tunisie, Maroc, Turquie, Israël) qui ont déjà marqué leur attachement à l'UE par la signature d'accords de libre-échange ou d'Union douanière.

1.1 Le premier point de notre réflexion concerne les politiques de change.

Nul n'ignore, au moins depuis les travaux de Mundell-Fleming, même si c'est pour les contester, qu'il existe un lien entre les régimes de change et les politiques monétaires et budgétaires dans la réalisation conjointe des objectifs internes et externes d'ajustement et de stabilisation des équilibres macroéconomiques. De ce point de vue, le choix du régime de change qui sera adopté par rapport à l'Euro aura pour les PTM une incidence sur la conduite de leur "policy mix" qu'il faudra apprécier en termes d'efficacité (analyse coûts-avantages) dans la réalisation des objectifs fixés. La question du "triangle d'incompatibilité" de Mundell sera posée également pour les PTM candidats à une intégration même atténuée à la zone Euro.¹ En l'absence plus que probable d'une coordination des politiques macroéconomiques entre l'UE et les PTM, ces derniers auront à gérer de manière unilatérale leur adaptation à des évolutions et à des politiques économiques qui les dépassent. On pourrait aborder ce problème sous un autre angle par référence à la théorie des zones monétaires optimales et considérer que le degré d'ancrage à l'Euro (fixité plus ou moins grande du taux de change des monnaies concernées par rapport à l'Euro) doit prendre en compte les conditions de gestion des chocs asymétriques. Dès lors que le taux de change n'est plus en mesure d'absorber les chocs exogènes asymétriques provenant de tout ou partie de la zone Euro et compte tenu des insuffisances de mobilité du travail et dans une moindre mesure du capital, tout choc asymétrique pourra se traduire par un déséquilibre de la balance des paiements et se transmettre à l'économie interne par un nécessaire ajustement à la baisse de la demande interne et donc de la croissance et de l'emploi. Il va de soi que les choix qui seront opérés devront minimiser les effets de ces chocs exogènes.

La question qui se pose alors est celle des conditions d'exercice effectif de ces choix pour les PTM. Mécaniquement la disparition des monnaies européennes et leur remplacement par une monnaie unique aura une incidence directe sur ces pays par le simple fait qu'ils vont devoir désormais libeller et régler dans cette seule monnaie, la facture de leurs relations commerciales avec les onze pays de la zone Euro. Ces pays n'auront donc plus à gérer la parité de leur propre monnaie avec un panier de devises européennes mais avec une monnaie unique. On peut penser qu'il en résultera une diminution des coûts de transaction et des risques de change pour les acteurs du commerce international et pour les opérateurs financiers. Mais on peut aussi estimer que ces mêmes acteurs n'auront plus la possibilité d'arbitrer entre ces différentes monnaies et de mieux répartir leurs risques de change. De leur côté, les Etats des PTM perdent également la possibilité d'ajuster leur taux de change bilatéral au plus près des

¹ On ne peut dans le contexte d'appartenance à une zone monétaire avoir simultanément des changes fixes, une parfaite mobilité des capitaux et une autonomie des politiques monétaires nationales.

structures de leur commerce extérieur ou de leur compétitivité avec chacun des pays concernés de l'UE. Ce que l'on gagne en coûts de transaction on peut le perdre en coûts de rigidité. Il est vrai que cet arbitrage et cet ajustement étaient déjà limités par la quasi fixité des taux de change des monnaies européennes entre elles. Il y eut malgré tout pour certaines d'entre elles (Lire italienne, Livre britannique, par exemple) des décrochages significatifs par rapport à leur taux pivot de référence au sein du SME.² Les PTM ont à présent presque tous adopté une politique de taux de change effectif réel, fondée sur une pondération de différentes monnaies d'un panier de référence, qui leur permet justement de moduler d'autant mieux leurs taux de change bilatéraux qu'ils gardent jalousement secret leurs coefficients de pondération. Il va leur falloir désormais penser leur politique de change par rapport à un panier restreint de monnaies qui ne seront plus qu'au nombre de trois (Dollar US, Yen et Euro) ou quatre si on rajoute la Livre Sterling. Plusieurs solutions existent qui présentent toutes des avantages et des inconvénients et parmi lesquels il faudra choisir. Ce choix doit tenir compte non seulement des contraintes de balance courante mais aussi des différentiels d'inflation, de taux d'intérêt, de compétitivité, de croissance et de développement.

1.2 Le deuxième axe de notre réflexion qui n'est pas indépendant du premier tourne autour des marchés financiers sur trois plans.

1. L'intégration croissante des PTM à une zone Euro élargie devrait leur permettre d'abord un meilleur accès au marché des capitaux et faciliter leur **financement externe** par des prêts, des IDE, des investissements de portefeuille ou même des aides. La recherche nécessaire d'une diversification des formes de financement passe par la réalisation de conditions où se mêlent des éléments objectifs de compétitivité, de croissance soutenue, d'équilibre interne et externe (par la mise en œuvre de politiques d'ajustement et de libéralisation jugées adéquates par les organisations internationales et les marchés)...et des éléments d'ordre institutionnel et politique plus subjectifs que l'on nomme "gouvernance", Etat de Droit, respects des libertés fondamentales, absence de conflits externes, paix civile...

² La Lire italienne par exemple subissait fréquemment des attaques spéculatives et des crises de change dans le cadre du Système Monétaire Européen (SME) qui avaient pour conséquence sa sortie du Mécanisme de Change Européen (MCE). Il en résultait alors une forte volatilité des taux de change des monnaies des PTM, qui se traduisait par des risques de change importants. D'une manière générale, l'une des implications positives attendues en matière de change de l'avènement de l'Euro sur les PTM est la suppression de ce risque de décrochage, du fait de leur fusion dans l'Euro, des monnaies des pays Européens les plus directement concurrents des PTM (notamment la Lire italienne, la Peseta espagnole et l'Escudo portugais). Ce risque de dévaluation compétitive des pays méditerranéens de l'UE était d'autant plus fort qu'il concernait principalement les monnaies ancrées des pays européens clients des PTM, notamment la France et l'Allemagne. (Chauffour et Stemitsiotis,1998; Bénassy-Quéré A. et Lahrèche-Revil A.,1999).

En revanche, la création de l'Euro pourrait conduire vraisemblablement à un effet de détournement de trafic et de détérioration de compétitivité du fait de l'intégration progressive et programmée des PECO dans l'UE, et certains d'entre eux (la Bulgarie par exemple) ont déjà choisi de fixer leurs monnaies à l'Euro.

2. Une autre dimension des marchés financiers est de permettre une meilleure **gestion des risques** à trois niveaux.

- D'abord au **niveau des risques de taux** (d'intérêt et de change). Dès lors par exemple que les dettes sont libellées dans une devise (le dollar par exemple comme c'est aujourd'hui le cas) et que la monnaie d'un PTM fait l'objet d'un ancrage à l'Euro, les risques de change deviennent très importants et indépendants des performances réalisées par le pays endetté.³ Il pourrait par exemple, en cas de forte dépréciation de la monnaie d'ancrage par rapport au \$, en résulter un accroissement brutal du service de la dette qui peut en retour constituer un choc exogène susceptible de freiner la croissance et réduire le niveau de vie des ménages du pays concerné. Qu'elle soit publique et/ou privée cette dette devra donc désormais faire l'objet d'une gestion plus active sur les marchés financiers internationaux de façon à minimiser les chocs exogènes de taux par trop volatils.
- Ensuite au **niveau de la gestion des risques systémiques** qui doit également être prise en compte par des politiques macroéconomiques de stabilisation qui peuvent se révéler incompatibles avec un processus trop rapide de libéralisation du compte courant et du compte de capital.
- Il existe enfin un troisième niveau de risque, jusqu'à présent peu étudié, qui concerne les **fluctuations des prix** (des matières premières, des recettes touristiques et plus généralement des biens échangeables exportés). Ce type de risque pourrait faire l'objet d'un partage (risk sharing) sur et par les marchés financiers, ce qui suppose une coordination internationale entre PTM.

3. Une troisième et dernière dimension des marchés financiers que l'on n'a pu l'habitude d'évoquer à propos des pays en développement, où l'on ne voit le plus souvent que l'aspect financement de l'économie, concerne les **effets de richesse, de revenu et de consommation** générés par des placements effectués sur le marché des actions principalement. Certes aujourd'hui seul les USA paraissent en mesure de soutenir leur demande interne par le biais de la hausse continue des cours sur les marchés d'actions des différentes places financières internationales. Mais sur des marchés financiers totalement libéralisés, rien ne s'oppose en principe à ce que les ménages de n'importe quel pays investissent une partie de leur épargne dans des portefeuilles internationalement diversifiés de valeurs mobilières. Les pays de l'UE ne sont pas encore parvenus à ce stade. A fortiori dans les pays en développement on est encore plus loin aujourd'hui d'une telle perspective qui suppose non seulement une

³ Si par exemple le Dinar tunisien (DT) était accroché nominalement à l'Euro (ce qui n'est pas loin d'être aujourd'hui le cas si l'on considère le panier des monnaies de référence du DT et le poids des monnaies européennes dans ce panier) et sachant que la plus grande partie de la dette extérieure tunisienne est libellée en Dollar US, un décrochage de 10% de l'Euro par rapport au Dollar US accroîtrait de 10% le service de la dette extérieure, entraînant une détérioration de la balance des paiements tunisienne qui n'aurait rien eu à voir avec une quelconque détérioration antérieure des équilibres fondamentaux.

libéralisation totale du compte de capital et une libre convertibilité de la monnaie nationale, mais aussi un changement culturel considérable des habitudes et des comportements financiers accompagné d'un développement qualitatif des structures institutionnelles d'intermédiation financière de marché.

Nous n'aborderons dans le cadre de cette présentation à mi-parcours de notre programme de recherche que certains aspects du point 1.1 relatif aux politiques de change.

2. Problèmes théoriques et méthodologiques des politiques de change dans les PSEM.

2.1 Contexte.

En cette fin de siècle où l'UE met en place une politique active d'intégration et d'unification monétaire (l'UEM), l'analyse des effets d'une zone Euro sur les PSEM ne saurait être menée sans prendre en compte également les effets liés de la politique économique extérieure de l'Union européenne vis-à-vis de sa périphérie Sud et Est. Celle-ci vise d'une part la constitution d'une vaste zone de libre-échange (principe d'association et de partenariat) avec les pays du Sud (PSEM principalement) et d'autre part un élargissement (principe d'intégration) à l'Est (PECO principalement).

D'accords de coopération en accords d'adaptation en passant par les politiques méditerranéennes aux noms changeants (« rénovée », « partenariat ») rythmés par des conférences aux noms évocateurs des villes où elles se sont tenues, la « politique » méditerranéenne de l'UE, si tant est qu'elle mérite véritablement ce qualificatif, s'est efforcée à chacune de ses étapes de prendre la (des) mesure(s) du déclin inexorable du caractère préférentiel de ses accords bilatéraux avec les PSEM résultant du processus de mondialisation et de libéralisation des échanges réels et financiers.

On ne saurait nier par exemple que les politiques préférentielles de l'UE vis-à-vis des 3 pays du Maghreb (Algérie, Maroc, Tunisie) depuis 1969 ont permis en dépit des restrictions sur l'agriculture et le textile une augmentation de leurs exportations vers l'UE de 12% par an entre 1970 et 1993.⁴ Le Maroc et la Tunisie bénéficiaient d'avantages tarifaires significatifs sur le marché de la CEE. En 1970 la CEE signe des accords dans le domaine des produits agricoles avec d'autres pays méditerranéens dont Israël et la Turquie qui viennent remettre en cause les avantages accordés. Entre 1980 et 1985 les droits de douane appliqués aux exportations turques ont été abaissés de 30%, puis à nouveau de 20% entre 1985 et 1987.⁵

⁴ La Tunisie semble avoir le mieux tiré parti de ces politiques. Les gains de l'Algérie ont été très faibles, alors que les conséquences de ces accords préférentiels commençaient à devenir négatives pour le Maroc à partir du début des années 80.

⁵ Les produits agricoles turcs exportés vers la CEE sont mieux traités que ceux du Maroc et de la Tunisie dès l'année 1983.

Malgré tout ces accords préférentiels n'ont pu engendrer un accroissement significatif des flux financiers, ni sous forme d'IDE, ni sous forme d'investissements de portefeuille ni sous forme d'aides. Au total entre 1977 et 1992 l'ensemble des flux financiers vers les trois pays mentionnés du Maghreb a été inférieur 35 \$ par habitant.

Progressivement les marges de préférence soit d'un groupe de pays tiers méditerranéens vis-à-vis de autres (Maghreb vis-à-vis des pays de l'est de la Méditerranée (Israël, Liban, Egypte, Chypre...) soit de l'ensemble des PSEM vis-à-vis du reste du monde (autres pays du Sud et de l'Est) se sont érodées jusqu'à aboutir à la situation présente où l'on envisage avec les accords de libre-échange la suppression à relativement court terme de tout traitement préférentiel des pays tiers (ou partenaires) méditerranéens.

La politique méditerranéenne de l'Union Européenne (UE) après la déclaration de Barcelone en 1995 a conduit à la conclusion d'accords bilatéraux de libre échange avec quelques PTM dont la Tunisie et le Maroc. Il n'est rien dit dans ces accords sur la conduite de la politique de change ni sur le choix du régime de change optimal dans le contexte de l'UEM. L'hypothèse d'un rattachement des monnaies sud et est méditerranéennes à la monnaie unique n'a pas été explicitement envisagée comme cela a été le cas pour certaines monnaies d'Europe Centrale et Orientale.⁶ D'une manière générale, seule l'idée d'arrangements de change possibles reliant les monnaies des Pays Sud Méditerranéens (PSM) à l'Euro est vaguement soulignée dans la déclaration N°5 en annexe du traité de Maastricht.

2.2 Quelques questions théoriques.

2.2.1 Zones monétaires optimales et zones cibles.

Au départ, la littérature macro-économique foisonnait de modèles arbitrant entre les changes fixes purs et les changes flexibles purs. Au tournant des années 1990, le FMI a semblé trancher pour la fixité ajustable sur une monnaie ou un panier de monnaies dès lors que la flexibilité parfaite entraîne généralement des conflits de politiques économiques. Ces dispositions ont été longuement analysées par le nouveau courant de l'économie politique des réformes (Edwards S., 1996). Les statistiques du FMI sur le poids relatif des différents régimes de change confirment d'abord le net recul des régimes de change fixes. Le nombre de monnaies déclarées en régime de change fixe ou à flexibilité limitée a considérablement reculé. Symétriquement, le nombre d'économies en régime de flottement libre ou de flottement géré a augmenté. Toutefois, ces données fondées sur les régimes de change officiels des pays membres du FMI ne renseignent pas sur les politiques de change effectivement suivies.

⁶ Le conseil Européen de Copenhague a programmé dans le régime MCE II, l'adhésion future à l'Euro des PECO les plus avancés en matière de convergence au sens des critères de Maastricht.

Les avantages d'un flottement du taux de change en termes de rétablissement automatique (ou presque) des déséquilibres interne et surtout externe ont été ces dernières années contrebalancés par les inconvénients qui résultent de la volatilité et de l'instabilité des taux de change sur la croissance et la compétitivité.

La théorie des zones cibles vise justement à concilier flexibilité et stabilité en envisageant la possibilité de contrôler les fluctuations du taux de change à l'intérieur d'une bande plus ou moins large de variation. La question cruciale devenant alors celle de la détermination de la cible de référence du taux de change. Le recours à la notion de taux de change d'équilibre fondamental permet de spécifier la norme de convergence-fluctuation comme celle qui assure la réalisation successive ou concomitante des équilibres interne et externe.

En pratique, la non-crédibilité des régimes de zones-cibles s'est en fait traduite par la montée de "zones monétaires de fait" qui tendent à se généraliser par l'ancrage des différentes monnaies sur le dollar ou le mark pour des raisons de faible volatilité des parités par rapport à ces deux monnaies véhiculaires ou de référence, et non par un retour aux changes flottants (Plihon.D [1996]). La configuration actuelle des politiques de change est donc loin du choix binaire et réducteur entre changes fixes et changes flexibles.

La proposition de rattachement d'une monnaie domestique à une monnaie étrangère de référence procède, en principe, du même argumentaire qui fonde les concepts de crédibilité et de réputation des Banques Centrales. Le rattachement à une monnaie forte et stable est censé traduire un effet de discipline qui conduit à un transfert de crédibilité (effet de débordement positif) lorsqu'une économie plus inflationniste que la zone de rattachement "se lie les mains", pour reprendre la terminologie de Giavazzi et Pagano [1988], en adoptant la fonction-objectif commune à cette zone afin de corriger le biais d'inflation caractéristique de l'incohérence temporelle de sa politique monétaire.⁷

L'incitation à la discipline monétaire reflète alors une aversion pour l'inflation et une préférence plus forte pour la stabilité des prix. En d'autres termes, le rattachement à l'Euro est sensé permettre aux autorités monétaires d'importer la discipline anti-inflationniste de la Banque Centrale Européenne. Ce rattachement est synonyme de coordination symétrique des politiques de change, et semble être la réponse adéquate aux problèmes nés des asymétries de taille, de chocs et de cycles entre l'économie domestique et la zone-euro. Cet argument relatif aux critères de création d'une Zone Monétaire Optimale (ZMO) entre espaces économiques interdépendants mais d'inégal

⁷ De nouveaux arguments théoriques en faveur des mécanismes de change fixe ont été développés à l'occasion des théories sur la crédibilité des politiques monétaires et de réputation des Banques Centrales, mais aussi des approches relatives aux zones-cibles de change. Un ancrage externe est souvent adapté pour lutter contre le biais inflationniste dans un pays où la Banque Centrale ne peut imposer un ancrage nominal interne crédible (Wagner,1998). Les biais d'inflation étant généralement source d'appréciation de la monnaie nationale en termes réels qui risque d'handicaper la compétitivité et par là la croissance, l'ancrage externe peut devenir un facteur de crédibilité interne.

développement est souvent avancé dans l'approche de Mundell-Mc.Kinnon-Kennen pour analyser l'idée de soutenabilité d'un rattachement monétaire.

Cependant, analyser la question du rattachement monétaire uniquement sous l'angle de la crédibilité des Banques Centrales n'est pas suffisant. Tout d'abord, une critique peut être adressée aux travaux théoriques qui se sont trop centrés sur la seule crédibilité de la politique monétaire, ignorant le fait que les politiques structurelles et budgétaires peuvent ruiner la crédibilité d'une telle politique. Ensuite, la crédibilité des mesures visant à réduire l'inflation est souvent liée au respect d'un objectif intermédiaire de taux de change à court terme. Or, selon la "loi de Goodhart", le lien entre une variable-indicateur et un objectif final s'affaiblit à partir du moment où l'indicateur est connu comme objectif intermédiaire. C'est ainsi que plusieurs auteurs montrent le manque de fiabilité du lien entre le taux de change et la parité des pouvoirs d'achat, et proposent d'ajouter à la cible de change deux autres cibles intermédiaires de taux d'intérêt et d'agrégat monétaire interne (cf. Weber.A [1991]). Tout ceci réduit considérablement l'argument de crédibilité en faveur du rattachement monétaire.⁸

L'inadaptation des théories traditionnelles du change (PPA, PTI, modèles monétaires, modèles d'équilibre de portefeuilles...) à la situation actuelle d'intégration financière des économies émergentes (Eichengreen. B [1995]), et les problèmes de validation empirique qu'ils ont rencontrés (Cartapanis. A [1996]) ont conduit à leur intégration-dépassement vers les théories du taux de change réel d'équilibre de long terme. La surveillance d'un taux de change réel de référence ou d'équilibre de long terme défini en fonction d'objectifs de convergence réelle apparaît comme la nouvelle disposition des politiques de change.

Récemment le débat s'est focalisé sur les causes et les effets de l'appréciation des taux de change réels dans les pays en développement et en transition. Deux points de vue se sont opposés: celui de la "misalignment view" pour qui l'appréciation du taux de change réel engendre une perte de compétitivité qui se traduit à son tour par une détérioration de la balance courante et celui des "fundamentals view" qui considère que cette appréciation traduit des changements au niveau des secteurs réels fondamentaux qui se traduisent par une dégradation de l'équilibre épargne-investissement. Dans ce cas de figure, une appréciation est toujours le signe d'une tendance vers le taux de change réel d'équilibre de long terme.

2.2.2 Le point de vue du « mésalignement ».

Selon ce point de vue, une appréciation du taux de change réel est le résultat d'une politique de change d'ancrage nominal. Le choix de ce régime de change est en fait un ancrage de la politique monétaire visant à rompre avec une forte inflation. Mais

⁸ La rigidité des régimes de change d'accrochage au dollar et leur incohérence aux fortes entrées de capitaux liées à la libéralisation des systèmes financiers dans les pays émergents d'Asie du sud-est, mais aussi bien auparavant au Mexique, ont remis en cause la crédibilité des régimes de changes fixes ou d'ancrage rigide par rapport à une seule monnaie de référence.

l'ancrage du taux de change ne saurait ramener instantanément le taux d'inflation domestique au niveau mondial pour plusieurs raisons.

- Dans la mesure où les biens domestiques et les biens étrangers ne sont pas parfaitement substituables les entreprises tournées sur le marché domestique ne sont pas incitées à réduire rapidement leur niveau de prix. Cette inertie explique que la PPA ne peut s'appliquer à court terme.
- Pour les mêmes raisons que précédemment les entreprises qui produisent des biens non échangeables ne sont pas aussi motivées que celles qui produisent des biens échangeables pour réduire leurs prix au niveau mondial.
- Il existe également une certaine inertie dans la croissance du taux de salaire nominal (d'autant plus forte qu'il existe un système d'indexation des salaires) qui prend en compte avec retard des changements dans le niveau des prix et dans le niveau des salaires mondiaux.

Pour toutes ces raisons, on va assister à une appréciation du taux de change réel qui se traduit par une perte de compétitivité sur le marché mondial. De ce fait, les exportations deviennent plus chères comparativement aux importations, ce qui entraîne une détérioration de la balance commerciale et par là de la balance courante.

En conclusion lorsqu'on utilise la politique de change d'ancrage nominal pour combattre l'inflation on aboutit à une détérioration de la balance courante.

Ceci survient même si l'on ne pratique pas un ancrage nominal fixe. Un régime de change flottant administré (« managed floating exchange rate ») conduit également au même résultat (sauf si la Banque centrale suit une politique d'ancrage par glissement sur un objectif de taux de change réel (« crawling peg policy of targeting the real exchange rate »)).

Dans le cas d'une politique de change flottant administré, une appréciation réelle ou nominale apparaîtra par le biais d'une entrée importante de capitaux extérieurs.

L'afflux de capitaux conduit à une appréciation du taux de change réel et à une expansion des secteurs de biens non-échangeables au détriment de ceux des biens échangeables.

En outre l'afflux massif de capitaux extérieurs, s'il n'est pas maîtrisé et canalisé vers des investissements productifs, exerce des effets de fragilisation des systèmes financiers peu développés à la fois à travers le système bancaire qui se trouve en position de devoir intermédiaire des flux croissants de financement externe et à travers les Banques Centrales qui doivent réguler avec des outils inadaptés une expansion rapide des activités bancaires. Il en résulte un accroissement des risques financiers d'autant plus

important que les flux de capitaux extérieurs sont importants, volatils, peu soutenables et orientés vers des activités plus spéculatives que productives.⁹

N'oublions pas à ce propos, que l'une des causes à l'afflux massif de capitaux volatils dans les pays d'Asie dans la période qui a précédé la crise, afflux considéré comme un des facteurs de la crise asiatique, a tenu à une politique de taux de change nominal ancré sur le dollar US avec des variations limitées (Thaïlande, Malaisie, Corée et Philippines). Ceci a manifestement contribué à réduire la perception des risques par les investisseurs et encouragé les entrées de capitaux.

On sait aussi désormais depuis la crise asiatique de 1997 quel est le prix à payer, fixé par le FMI, pour prévenir le renouvellement de ces dérapages financiers.

1. Une politique budgétaire drastique de réduction des déficits et des dépenses publiques accompagnée également d'une politique monétaire fortement restrictive. La politique budgétaire ayant justement pour but d'accompagner et de permettre la contraction monétaire de façon à soutenir le taux de change et à fournir les fonds nécessaires à injecter dans le système financier endommagé.
2. Une sévère restructuration du secteur bancaire visant à liquider purement et simplement les banques défailtantes et à recapitaliser celles qui restent de façon à restaurer la confiance dans le système bancaire.
3. Renforcement des règles prudentielles du système bancaire.
4. Réduction forte du crédit domestique en élevant les taux d'intérêt et en rendant les conditions d'accès au crédit plus difficiles de façon à soutenir le taux de change.
5. Obligation du pays à un paiement intégral de ses dettes extérieures.
6. Renforcement des mesures d'ajustement structurel visant à une plus grande libéralisation du commerce extérieur, à une plus grande ouverture aux investissements étrangers et à la réduction du pouvoir des monopoles publics et privés.

Ces entrées de capitaux peuvent être aussi le résultat d'un excès d'optimisme sur le succès des politiques de réforme entreprises par le pays ou tout simplement l'attrait de taux d'intérêt réels élevés. En tout état de cause, si ces capitaux ont un caractère essentiellement spéculatif ils empêcheront la monnaie nationale de se déprécier suffisamment pour maintenir stable le taux de change réel en présence d'un différentiel d'inflation persistant entre le pays et l'extérieur. En l'absence de contrôle des mouvements de capitaux, les interventions de la Banque centrale sur le marché des change pour empêcher l'appréciation nominale de la monnaie domestique ne

⁹ Instabilité politique et incertitude institutionnelle (sur les plans juridique et administratif notamment) produisent les mêmes effets qu'une fragilité du système financier.

parviendront pas à empêcher une appréciation réelle. En outre si la politique monétaire ne parvient pas à stériliser l'afflux de capitaux, il en résultera une croissance de la masse monétaire qui accentuera l'inflation qui à son tour entraînera une appréciation réelle de la monnaie. Si en revanche la politique monétaire de la banque centrale, parvient à stériliser cet afflux de capitaux, il faudra pour cela maintenir des taux d'intérêt domestiques élevés qui auront pour effet d'attirer encore plus de capitaux extérieurs et de maintenir la pression à la hausse du taux de change nominal. D'où la tendance à maintenir le contrôle du compte de capital en dépit des instructions du FMI pour sa libéralisation complète.

En tout état de cause et en relation avec l'entrée massive de capitaux, on peut assister à une détérioration du compte courant en raison de la forte appréciation du taux de change réel.

2.2.3 Le point de vue des « fondamentalistes ».

Selon ce point de vue, l'appréciation du taux de change réel n'est pas le signe d'un "mésalignement" du taux de change et d'une perte de compétitivité mais d'une appréciation du taux de change réel d'équilibre (taux de change réel fondamental ou "fundamental real exchange rate"). La détérioration de la balance courante n'est donc pas un effet de l'appréciation du taux de change réel mais une réponse optimale à des changements structurels et fondamentaux de l'économie. En particulier à des changements dans les taux d'épargne et d'investissement.

Une appréciation du taux de change réel fondamental peut apparaître soit lorsqu'elle corrige une dépréciation antérieure, soit lorsqu'il se produit des changements des fondamentaux de l'économie (productivité, technologie par exemple). Par exemple l'effet Balassa-Samuelson montre qu'un accroissement plus rapide de productivité dans le secteur des biens échangeables par rapport au secteur des biens non échangeables conduit à un accroissement relatif des prix biens non-échangeables par rapport aux prix des biens échangeables et donc à une appréciation du taux de change réel ("CPI-based real exchange rate") qui n'a rien à voir avec une perte de compétitivité de l'économie. Le même phénomène peut apparaître si les capitaux étrangers s'investissent dans les biens non échangeables (terre, immobilier, services...) et élèvent leurs prix relatifs par rapport aux biens échangeables.

D'autres facteurs spécifiques peuvent induire des différences dans les rythmes de hausse des prix:

- les pondérations utilisées pour construire les composantes nationales des indices de prix;
- un manque de synchronisation des politiques nationales;
- les modifications dans le système de fiscalité indirecte;
- les effets de mode propre à un pays;
- les conditions météorologiques;

- l'intensité de la convergence, des différences de niveau de prix importantes au départ entraînerait un mouvement de rattrapage qui se traduirait par des variations de prix de plus forte amplitude;
- la position des économies nationales dans le cycle économique;
- etc.

En particulier si l'on fait l'hypothèse d'un rattrapage des PSEM par rapport à ceux de la zone Euro, on devrait assister à un accroissement plus important de productivité parmi les premiers surtout dans le secteur des biens échangeables. De ce fait, il en résultera conformément à l'effet Balassa-Samuelson une augmentation plus rapide du prix des biens non échangeables. De ce fait, le niveau général des prix progressera en termes relatifs plus fortement dans ces pays et son expression statistique sera d'autant plus élevée que le poids des non-échangeables dans l'indice de prix sera plus élevé. Cet effet de rattrapage sur l'accroissement des différentiels d'inflation a bien eu lieu dans les pays appartenant à la zone Euro eux-mêmes. La productivité et les niveaux de vie ayant augmenté plus fortement dans les pays en retard (processus de convergence réelle), ces derniers ont connu durant toute la phase de rattrapage une inflation plus forte des prix des biens non échangeables et par là (compte tenu de la stabilité dans les prix des biens échangeables) une augmentation de l'indice général des prix (moyenne pondérée des prix des biens échangeables et non échangeables) de ces pays. On a montré pour les pays de la zone Euro que la convergence des niveaux de prix était un facteur explicatif important des différentiels d'inflation. Il en est de même bien que dans une moindre mesure des divergences conjoncturelles.

D'autres facteurs jouent au contraire dans le sens de la réduction des écarts d'inflation:

- anticipation de la convergence des niveaux de prix par les agents;
- transparence transfrontière des prix;
- convergence des niveaux de vie;
- convergence de la productivité (effet Balassa-Samuelson)

Par exemple lorsqu'on observe les écarts d'inflation à l'intérieur de la zone Euro mesurés à travers les indices de prix à la consommation harmonisée (IPCH) et que l'on décompose cet indice par catégorie de produits on s'aperçoit que les dispersions les plus fortes entre les pays concernent deux catégories, les produits alimentaires et l'énergie (qui représentent un poids d'un peu plus de 30%) qui sont les composantes les plus instables de l'IPCH qui subissent l'influence de facteurs météorologiques pour l'agriculture ou d'autres facteurs divers pour le pétrole qui ne traduisent pas directement des différentiels de productivité. DE ce point de vue, plus un pays a un appareil productif diversifié et moins il est vulnérable aux chocs sectoriels.

2.3 Quelques questions méthodologiques.

2.3.1 Il est souvent difficile de **mesurer les taux de change réels** dans les PSEM en raison de l'absence de statistiques adéquates sur les prix des biens échangeables et non

échangeables ainsi que sur la productivité du travail et les coûts salariaux. Une appréciation du taux de change courant pourrait consister à calculer le Ratio $(EP)^*/P$ où P est l'indice domestique des prix à la consommation et $(EP)^*$ est l'indice des prix de gros étrangers mesuré en monnaie locale au taux de change nominal courant. On présuppose par ce calcul que l'indice domestique des prix à la consommation comporte un poids important en biens non-échangeable alors que l'indice des prix de gros étrangers comporte un poids important en biens échangeables. $(EP)^*$ est calculé en utilisant la moyenne géométrique des indices de prix des principaux pays partenaires. Une forte appréciation du taux de change réel devrait être associée à une diminution des exportations. Le ralentissement des exportations signifie également une moindre qualité des investissements et une difficulté des entreprises à faire face à leur obligation d'échanges extérieurs.

2.3.2 Toute étude du taux de change, de la compétitivité et de la balance des paiements doit commencer par une analyse de la balance du compte courant et de sa soutenabilité. La balance du compte courant permet de mesurer les performances d'une économie ouverte d'une part parce qu'elle est étroitement liée aux autres composantes de l'investissement et de l'épargne domestique (équilibre budgétaire et épargne privée) et d'autre part en raison de ses fortes implications sur le taux de change et la compétitivité.

Le déséquilibre de la balance courante sera moins soutenable si le déficit est dû à un déséquilibre de la balance commerciale plutôt qu'à un déséquilibre de la balance des transferts. Le premier signifie un déficit de compétitivité structurelle alors que le deuxième peut être dû à des facteurs d'endettement passé. D'où l'importance du Ratio Exportation sur PIB comme indicateur de soutenabilité et d'ouverture en raison du fait qu'il exprime la capacité du pays à engendrer des devises.

La structure des flux de capitaux nécessaires pour financer le déficit du compte courant est également un indicateur de soutenabilité. Les capitaux à court terme sont plus dangereux que les capitaux à long terme et les IDE sont préférables à l'endettement. Les crédits publics sont moins volatils que les crédits privés qui sont eux-mêmes moins volatils que les investissements de portefeuille. Il convient également de prendre en compte la composition dans les différentes devises des flux de capitaux extérieurs.

Une politique d'ancrage plus ou moins fixe à une monnaie internationale nécessite de disposer de réserves de change suffisantes pour pouvoir soutenir de manière crédible la parité de la monnaie. Encore faut-il que ces réserves de change ne soient pas entièrement absorbées par le service de la dette.

2.3.3 La fragilisation du système financier est un des signes les plus tangibles de l'annonce d'une crise qui résulterait d'un afflux important de capitaux extérieurs. Le crédit au secteur privé devrait croître très rapidement et fortement avec un financement qui serait le fait des banques offshore. En grande majorité, ces crédits servent à des investissements spéculatifs dans l'immobilier et non pas à accroître les capacités

productives du secteur exportateur. La facilité qu'ont les banques commerciales à intermédiaire les flux de capitaux extérieurs est accrue par les politiques de libéralisation financière qui ont été mises en œuvre. On assiste alors à un accroissement de la dette bancaire extérieure, surtout la dette à court terme. Le système bancaire se fragilise premièrement en raison du fait qu'il emprunte en monnaie étrangère et prête en monnaie locale, ce qui l'expose dangereusement à un risque de change de dépréciation de la monnaie nationale; deuxièmement en raison du fait qu'il emprunte à court terme et prête à plus long terme ce qui le rend vulnérable à un risque de panique bancaire. Ce double phénomène d'exposition risquée et de vulnérabilité à une panique financière peut être appréhendé par le Ratio dette à court terme sur réserves de change.

La solidité du système financier est aussi un indicateur de capacité à soutenir un déficit du compte courant. L'entrée de capitaux et d'IDE signifie en fait une participation étrangère au système bancaire et financier. Ces capitaux doivent nécessairement être déposés dans des banques nationales ce qui présuppose un minimum de confiance dans ces banques. Un système bancaire fragile décourage l'épargne, réduit l'investissement et la croissance et dissuade l'entrée de capitaux extérieurs.

Les études de cas qui suivent n'ont pas pour l'instant pu prendre en compte de manière similaire pour tous les quatre pays étudiés, la totalité des problèmes théoriques soulevés ni même les questions méthodologiques de mesure et d'évaluation.

3. Etude de cas.

3.1 Le cas tunisien. (S. MOULEY)

La Tunisie pratique depuis 1978 une politique de change d'ancrage du DT à un panier de 7 monnaies européennes (FF, D-M, Lire italienne, Florin Hollandais, Peseta Espagnole, Livre britannique et Franc Belge), représentant un poids de 94%, et deux monnaies non européennes: le Dollar US (4%) et le Yen Japonais (2%). L'ancrage à l'Euro signifiera dans les faits le passage d'une pondération implicite de 94% sur 7 monnaies à une pondération explicite et indistincte de 100% sur les onze monnaies de "l'Euroland" avec disparition du panier du Dollar US, du Yen et de la Livre Sterling. On voit donc que la différence apparente est faible puisqu'elle joue sur 10% environ.

Avec la dévaluation du Dinar en 1986 a débuté une politique de glissement graduel qui a conduit à une amélioration de la compétitivité des exportations et favorisé la substitution aux produits importés, d'autant que les importations elles-mêmes ont été graduellement libéralisées. En évoluant essentiellement en fonction de l'équilibre extérieur, la conduite de la politique de change a notamment permis à la Tunisie de maîtriser son déficit courant qui est passé de 7.5% du PIB en 1986 à 3.2% en 1998.

Avec l'avènement de l'Euro se pose la question de la conduite et de la réorientation future de la politique de change. Plus précisément est-il opportun pour la

Tunisie d'adopter une politique de change d'ancrage nominal sur l'Euro et de renoncer au régime de flexibilité actuel.

Pour analyser les déterminants du choix d'un régime de change optimal dans la perspective d'une zone Euro, il convient de comparer l'option actuelle de flottement administré du Dinar (avec rattachement implicite flexible ou de facto à l'Euro) par rapport à un régime de zone cible du type MCE II (avec ancrage explicite fixe ou de jure à l'Euro). Nous nous référerons au concept de taux de change réel d'équilibre qui permet de mieux appréhender les problèmes de change entre pays d'inégal niveau de développement.¹⁰

Dans cette optique, nous montrons que l'objectif de stabilité du taux de change effectif réel du Dinar n'a été atteint qu'au prix d'un "mésalignement" ou d'une "distorsion" par rapport à la norme d'équilibre de long terme du Dinar vis-à-vis de l'Euro. Au delà des estimations économétriques de la parité d'équilibre Dinar-Euro dans les deux options de régimes de change, nous soulignons les ambiguïtés macro-économiques qui résultent de la compatibilité des politiques de libéralisation des mouvements de capitaux et de démantèlement total des restrictions de change auxquelles la Tunisie est appelée à répondre pour mieux intégrer la sphère financière internationale.

3.1.1 Régime de change officiel et conduite effective de la politique de change

L'adoption par la Tunisie d'un régime de flottement administré a été essentiellement dictée par le double objectif assigné à la politique de change de promouvoir la compétitivité du commerce extérieur et de financer le déficit courant. Ce double objectif consiste à contrôler et garantir la stabilité du taux de change effectif réel du Dinar par rapport à un panier de monnaies dont les composantes et les pondérations ne sont pas rendues publiques.

D'après la classification habituelle des différentes réglementations officielles de change (IMF,1998), il s'agit d'un régime de flottement administré avec interventions ad hoc de la Banque Centrale qui dispose ainsi de la possibilité d'une gestion active et discrétionnaire de la politique de change.¹¹

¹⁰ Cette nouvelle approche a précisément pour avantage de remédier aux insuffisances des modélisations traditionnelles des comportements de change (S.Mouley,1999-b). L'intérêt de définir une norme d'équilibre dans la conduite des politiques de change a été démontré à propos de la notion de taux de change réel d'équilibre fondamental (FERER), dans les travaux de J.Williamson (1983;1994) ainsi que J.Williamson et M.Mahar,1998 mais aussi à propos du taux de change réel naturel (NATREX) (J.Stein (1995;1996), R.Mc Donald (1995;1997), R.Mc Donald et J.Moore (1996).).

¹¹ Le régime de flottement dirigé est identique au régime d'ancrage sur un panier de monnaies représentatives de la concentration relative des échanges commerciaux mais aussi en fonction des structures d'endettement externe, à condition que la composition et les pondérations du panier ne soient pas tenues secrètes et font référence à une règle. Dans le cas contraire, aucune différence n'existe par rapport au flottement administré avec interventions discrétionnaires des autorités.

Ce système de flexibilité contrôlée permet d'atteindre l'objectif de stabilité du taux de change effectif réel et de réagir efficacement à la forte volatilité des termes de l'échange. Il permet également de mener des politiques délibérées de sur-dépréciation réelle afin de maintenir une compétitivité tronquée favorable à court terme à une insertion plus aisée dans le commerce international.(S.Mouley, 1998-b; 1999-a) et (M. Aglietta et C.Baulant, 1999).

Il apparaît ainsi que le régime de change officiel ne coïncide pas toujours avec la politique de change effectivement suivie. Frenkel et Wei,(1993) et surtout Bayoumi et Eichengreen [1996,1997] suggèrent de ne retenir que les régimes effectifs de change et non les régimes officiels. Ainsi, le régime de change effectif du Dinar est un système de rattachement de facto à l'Euro qui prend en compte les échanges de biens et de services (Euro comme unité de compte et moyen de paiement) et la répartition par devises de la dette extérieure (Euro comme réserve de valeur). (Bénassy-Quéré A,1997). A ce titre, l'Euro possède déjà tous les attributs d'une monnaie internationale vis-à-vis de la Tunisie et du Maroc.

Le cadre méthodologique adopté pour démontrer ce rattachement de fait ainsi que les détails des estimations économétriques effectuées ont fait l'objet de plusieurs présentations antérieures (S.Mouley,1998a-1998b-1999a; S.Mouley et B.Guilhon, 1999; S.Mouley et T.B.Marzouka, 1999) et nous en résumons ici les lignes directrices. La prépondérance de l'Euro dans les relations commerciales de la Tunisie selon l'optique des échanges de biens et services mais aussi selon l'optique des règlements ainsi que les différentes mesures de la volatilité non-conditionnelle du Dinar par rapport à l'Euro relativement à d'autres monnaies ancrées potentielles (Dollar et Yen) démontrent sans ambiguïtés que le Dinar est déjà rattaché de fait à une zone Euro en Méditerranée. D'autres approches ont été développées pour illustrer cet argument, qu'il s'agisse de l'application des critères relatifs à la théorie des zones monétaires optimales (Bénassy-Quéré.A et Lahrèche-Revil. A,1999) qui permet essentiellement d'expliquer le choix d'une ancre nominale, ou du calcul d'un panier optimal de rattachement implicite (Berthélémy J.C et S.Chauvin,1999). Mais ces travaux ne tiennent pas compte des implications des différentiels de croissance. Ils insistent sur l'importance des relations commerciales et la concentration des échanges avec la zone Euro sans s'interroger sur les implications du différentiel de croissance entre la Tunisie et les pays de la zone Euro.

3.1.2 Rattachement flexible du Dinar à l'Euro dans un régime de flottement administré: un modèle de change réel d'équilibre

On étudie le rattachement du Dinar à l'Euro sous l'hypothèse de maintien en Tunisie du même régime de flottement administré. La crédibilité de ce régime de change est jugée à partir de la dynamique comparée du taux de change réel Dinar-Euro, i.e. du taux de change effectif réel par rapport aux 11 monnaies "in", par référence à sa norme d'équilibre de long terme. La définition, la modélisation et l'estimation économétrique de ce taux de change réel d'équilibre révèle l'imbrication de plusieurs méthodes aussi

différentes que contradictoires, d'autant qu'elles semblent difficilement applicables dans le cadre des économies en développement sauf dans le cas d'hypothèses assez restrictives que nous utiliserons pour construire un modèle de change d'équilibre pour l'économie Tunisienne. En effet, toutes les modélisations récentes reposent essentiellement sur deux approches alternatives :

- tout d'abord, le modèle FERER considère le taux de change réel d'équilibre fondamental (Fundamental Equilibrium Real Exchange Rate) comme étant le taux de change effectif réel permettant d'atteindre simultanément les équilibres interne et externe à moyen terme. Selon Williamson (1983,1994), l'équilibre interne est caractérisé par la convergence de l'économie vers un sentier de croissance non-accelérateur d'inflation i.e. vers un taux de chômage établi au niveau naturel (NAIRU).¹² L'équilibre externe se définit essentiellement par une cible de balance courante qui correspond généralement à un solde soutenable mais pas nécessairement équilibré. Le FERER analyse la dynamique de change de moyen terme en faisant explicitement référence aux déterminants réels du taux de change, et en particulier les déséquilibres de la balance courante et les écarts de production. Le calcul de la parité d'équilibre nécessite dès lors des hypothèses sur les objectifs retenus en matière d'équilibres interne et externe. Ces hypothèses sont dérivées d'estimations économétriques des niveaux de croissance et de production potentielle (Cepii,1997) ainsi que des niveaux de balance courante. Contrairement au premier indicateur, c'est sur le second que se focalise l'essentiel des critiques. En effet, bien que l'approche théorique repose sur une analyse intertemporelle, l'évaluation empirique des cibles de déficit courant nécessite de faire des hypothèses sur les niveaux de taux d'intérêt, de maturité et des délais de remboursement de la dette qui reposent sur des appréciations normatives et donc très approximatives. En outre, le modèle FERER souffre d'une autre insuffisance, en ce sens que dans la plupart des travaux économétriques, le change réel est supposé n'avoir aucun impact sur le niveau de la production potentielle (compatible avec une inflation constante), en d'autres termes, l'équilibre interne est souvent posé comme exogène. Ces modèles ont été appliqués aux économies en développement et en transition par Elbadawi (1994;1997) et Edwards (1994;1997).
- Ensuite, le modèle NATREX qui considère le taux de change réel d'équilibre comme étant le taux de change réel naturel (Natural Real Exchange Rate) lève une partie des insuffisances du modèle FERER. Par référence à l'approche de R.Mc.Donald [1995,1997] et R.Mc. Donald & M.J. Moore [1996], ce modèle intègre explicitement les problèmes de convergence structurelle représentée par les différentiels de productivité. Ces auteurs montrent que l'hypothèse de la PPA comme relation d'équilibre de long terme peut être réhabilitée en intégrant des différences structurelles ou des changements de régimes. Ainsi, la détermination d'un taux de

¹² Pour Williamson.J(1983;1994), le taux de change d'équilibre doit égaliser le solde structurel de la balance courante (i.e. le solde courant net ou corrigé des fluctuations de court terme) avec les flux nets de capitaux. La cible du compte courant est alors définie à partir de la position extérieure nette cohérente avec d'autres caractéristiques (maturité économique, démographie...)

change réel naturel tient compte essentiellement de l'effet Balassa-Samuelson (BS), selon lequel le taux de change réel est fonction des différentiels de croissance de la productivité. Cette approche a été essentiellement étudiée par J.Stein [1990;1995;1996] et appliquée pour certaines monnaies d'Amérique latine par M.Connolly et J. Devereux [1995].

L'effet Balassa-Samuelson permet d'expliquer les écarts du taux de change réel à la PPA absolue qui n'est généralement pas vérifiée entre des économies n'ayant pas le même niveau de développement. En dehors de l'effet Balassa-Samuelson, le taux de change réel d'équilibre est aussi fonction du solde de la balance courante qui devient endogène et non plus posé comme cible tendancielle. Cependant, le modèle NATREX reste difficilement applicable aux économies en développement et en transition, car nécessite une "proxy" de la productivité marginale du capital qui est déterminante dans le calcul de l'effet Balassa-Samuelson.

Pour notre part, nous construisons un modèle de change réel d'équilibre qui repose sur un cadre théorique analogue à celui appliqué par **Elbadawi.A (1994;1997)** aux économies en développement et par **Edwards.S (1994;1997)** ainsi que par **L.Halpern et Wyplosz, 1997** aux économies en transition. Ce modèle explicite les différentes étapes du passage d'un modèle FERER structurel à un modèle de forme réduite représentée par une relation de long terme estimable, voire à une modélisation à correction d'erreurs précisant les schémas d'ajustement partiel d'une variable économique, le taux de change réel, à sa cible notionnelle. Cette technique permet d'éviter les approximations subjectives des concepts d'équilibres interne et externe. Dans sa forme structurelle, le modèle pose l'équilibre externe comme exogène en raison de deux hypothèses fortes de mobilité parfaite des capitaux et de substituabilité parfaite des actifs, ce qui signifie que l'économie peut financer la totalité de son déficit courant par endettement externe. Ainsi, les déterminants monétaires expliquent la dynamique de change réel, mais ne jouent aucun rôle à long terme.

Contrairement à la première génération des modèles FERER, l'équilibre interne est en revanche totalement endogénéisé en ce sens que le taux de change réel d'équilibre dépend clairement des écarts de production. En effet, au sein d'une même économie, les écarts de productivité entre les secteurs exposé et abrité sont aussi à la base de la non-vérification de la PPA qui n'est en fait valable que sur des marchés de concurrence parfaite avec uniquement des biens échangeables. En effet, la variation de la productivité découle d'un accroissement de la productivité marginale du capital domestique qui est plus rapide dans le secteur échangeable (ou secteur exposé) relativement au secteur non échangeable (ou secteur abrité). En conséquence, l'offre de capital diminue dans le secteur abrité et le prix des biens non-échangeables augmente, ce qui entraîne une baisse ou une appréciation réelle du taux de change (F.Busson et P.Villa,1996). En d'autres termes, si une économie réalise des gains de productivité dans son secteur exposé suite à l'accumulation de capital physique et humain, et si le secteur abrité augmente son niveau global de productivité dans une proportion moindre, il s'en

suit, en supposant que la mobilité intersectorielle du travail assure la péréquation des niveaux de salaire, un accroissement relatif des prix du secteur abrité par rapport à ceux du secteur exposé (A.Heston, D.Nuxell et R.Summers,1994).

Par conséquent, le taux de change réel d'équilibre est défini par le prix relatif des biens échangeables par rapport aux biens non échangeables qui assure la réalisation simultanée des équilibres interne et externe. L'équilibre interne est celui du marché des biens non échangeables associé à un taux de chômage établi au niveau naturel, alors que l'équilibre externe découle de la satisfaction de la contrainte budgétaire intertemporelle qui stipule que la somme actualisée de la balance courante est nulle. Le modèle rend compte de la situation en économie ouverte d'un "petit pays" avec mobilité parfaite des capitaux et substituabilité parfaite des actifs à l'échelle internationale en ce sens que les biens importables et exportables sont agrégés en un bien échangeable unique.

Dès lors que la PPA n'est pas vérifiée, tout accroissement de la productivité dans le secteur des biens échangeables exposé à la concurrence internationale (resp. non échangeables) relativement à celle du secteur abrité des biens non échangeables (resp. échangeables) entraîne une appréciation (resp. dépréciation) réelle. Ainsi, les économies les moins développées tendent naturellement à avoir un taux de change réel sous-évalué par rapport à la norme d'équilibre. En plus de l'effet B-S qui reste un déterminant structurel de long terme du taux de change réel, le modèle inclut des déterminants monétaires relatifs aux comportements productifs, à la structure de portefeuilles, à la conduite des politiques économiques et aux relations externes de bouclage. L'ensemble de ces déterminants formalise plutôt la dynamique d'ajustement du taux de change réel par rapport à sa norme d'équilibre de long-terme _

La structure de portefeuille des agents privés est subdivisée en une détention de la monnaie domestique et d'une monnaie étrangère ou des actifs domestiques et étrangers parfaitement substituables libellés indifféremment dans les deux monnaies. Ainsi, le portefeuille total d'actifs est la somme de la monnaie domestique et de la monnaie étrangère calculée en termes de monnaie domestique:

_ La conduite des politiques économiques formalise les déterminants et le mode de financement des finances publiques. La fonction de consommation du gouvernement en biens non échangeables et en biens échangeables. Les dépenses publiques sont financées par création monétaire et par une politique fiscale.

Le bouclage du modèle s'opère par les relations externes. Sous l'hypothèse de mobilité parfaite des capitaux, les autorités monétaires peuvent financer le déficit courant, qui est essentiellement dû à une appréciation réelle, par endettement externe ou emprunt net. Le bouclage du modèle s'opère par la seconde identité de base du modèle monétaire, celle relative à la variation de l'offre de monnaie domestique qui est égale à la somme des variations du crédit domestique et des réserves de change libellées en monnaie domestique.

Ce modèle permet de déduire la fonction de la norme d'équilibre de long terme.

Le taux de change réel d'équilibre dépend des différentiels de productivité, du déficit courant, du différentiel des taux d'intérêt, des niveaux d'inflation et de déficit budgétaire. Les développements récents de la modélisation économétrique dynamique autour des techniques de cointégration ont permis d'établir des mouvements conjoints de plusieurs séries tendanciellelles telles qu'elles vérifient approximativement une relation d'équilibre de long terme.

3.1.3 Estimation du taux de change réel d'équilibre Dinar-Euro et crédibilité du régime de flottement administré

La détermination du taux de change réel d'équilibre ou de référence du Dinar par rapport à l'Euro est analysée à partir du modèle linéaire de forme réduite appliqué à l'indice du taux de change réel effectif du Dinar vis-à-vis des 11 monnaies Européennes "in", et qui comprend deux composantes principales : un différentiel de productivité entre la Tunisie et les pays de la zone Euro-11 et une batterie de déterminants fondamentaux. Il s'agit de la PPA et la PTI à long terme formalisées par les variables de différentiel d'inflation et de différentiel de taux d'intérêt nominaux de long terme et du Ratio du solde de la balance des opérations courantes par rapport au PIB. Les séries sont annuelles et couvrent la période 1970-1998. Le modèle ainsi combiné intègre en outre un terme d'erreur qui vérifie les propriétés classiques d'un bruit blanc. Le choc aléatoire représente un bruit blanc d'espérance mathématique nulle et de variance finie:

D'autres tentatives intégrant d'autres variables macro-économiques, notamment le Ratio de déficit public par rapport au PIB, le Ratio d'encaisses réelles par rapport au PIB, le Ratio des flux nets de capitaux à long terme par rapport au PIB et le Ratio des variations des réserves de changes par rapport au PIB se sont révélées peu satisfaisantes à cause de coefficients de corrélations élevés dont l'explication théorique semble évidente. Vraisemblablement des problèmes de multicolinéarité dans un échantillon de taille faible et où le nombre d'observations est assez réduit font que l'introduction d'une variable supplémentaire augmente sensiblement le nombre de paramètres à estimer et réduit par conséquent le nombre de degrés de liberté.

Nous avons retenu une composition monétaire pseudo-officielle de l'Euro supposé formé virtuellement de 9 monnaies Européennes seulement parmi les 11 officiellement retenues, à savoir le Deutschemark (DEM), le Franc français (FRF), la Lire italienne (LIT), le Florin néerlandais (NLG), l'Escudo portugais (EPT), le Franc luxembourgeois (LUF), le Schilling autrichien (ATS), le Franc belge (BEF) et la Peseta espagnole (ESP). Les 2 monnaies restantes, le Markka finlandais (MFI) et la Livre irlandaise (IEP) n'ont pratiquement aucune influence sur la dynamique de change du Dinar au vu de la faiblesse relative des flux d'échanges extérieurs et des mouvements de capitaux entre la Tunisie d'une part, la Finlande et l'Irlande d'autre part.

L'indice du taux de change nominal du Dinar par rapport à l'Euro est construit à partir de l'indice du taux de change effectif nominal calculé selon une moyenne

géométrique des indices de taux de change nominaux bilatéraux vis-à-vis des 9 monnaies Européennes retenues exprimés pour l'année de base 1980, et pondérés selon les proportions relatives des différents pays dans les flux d'échanges et de services extérieurs de la Tunisie. Les indices de taux de change réels sont calculés à partir de ces indices nominaux et des indices des prix à la consommation, une fois les séries au préalable normalisées à la même année de base 1980. L'indice du taux de change réel Dinar-Euro est alors l'indice du taux de change effectif réel calculé selon une moyenne géométrique pondérée des indices de taux de change réels bilatéraux du Dinar en retenant les mêmes coefficients de pondération utilisés précédemment. Une augmentation correspond à une dépréciation réelle.

Par rapport à la plupart des monnaies constituant l'Euro, la volatilité nominale du Dinar a été plus forte que la volatilité réelle et ceci en raison de la volonté de la Banque Centrale de Tunisie (BCT) de corriger la stabilité réelle afin de garantir la compétitivité-prix des produits exportés.

Ainsi, entre 1986 et 1997 le Dinar s'est déprécié en terme nominal de 48% par rapport au FRF, de 19% par rapport au USD, de 53% par rapport au DEM et de 46% par rapport au JPY. Alors qu'en terme réel, le Dinar s'est déprécié de 28% par rapport au FRF, 26% par rapport au DEM, de 32% par rapport à la LIT et seulement de 6% par rapport au Dollar. De même, la volatilité du Dinar par rapport à l'Euro a été plus faible en terme nominal qu'en terme réel durant la période passée et semble exactement converger vers le coefficient de variation nominal du FRF. Il reste que cette volatilité nominale du Dinar a été plus faible vis-à-vis de l'Euro que par rapport au Dollar et au Yen.

Le différentiel de productivité est approximé par l'écart des taux de croissance des indices à la production industrielle corrigés des variations saisonnières entre la Tunisie et l'étranger, une fois les séries normalisées à la même année de base 1980. Pour cela, on calcule un taux de croissance moyen de l'indice à la production industrielle externe en retenant une moyenne arithmétique des divers taux de croissance retenus pondérés uniquement en fonction des flux d'échange commerciaux.

Le différentiel des taux d'intérêt nominaux de long terme ou parité des taux d'intérêt nominaux de long terme est calculé par l'écart entre le taux d'intérêt nominal de long terme en Tunisie (supposé égal au taux du marché monétaire plus 2.5 points de pourcentage) et le taux d'intérêt nominal de long terme étranger (approximé par la moyenne arithmétique des taux de rendements des obligations d'Etat respectifs pondérés par les parts relatives des recettes et dépenses libellées dans la devise considérée par rapport aux recettes et dépenses totales en Dinar des balances des paiements bilatérales).

Le différentiel d'inflation ou parité des pouvoirs d'achat de long terme est calculé par l'écart entre le taux d'inflation en Tunisie et le taux d'inflation moyen étranger des

pays considérés calculé à partir du taux d'accroissement d'un indice moyen des prix à la consommation issus de la même base de données.

Enfin, le Ratio de déficit courant rapporte cette variable au PIB courant de la période considérée.

Les résultats empiriques obtenus en niveau montrent que les coefficients estimés sont conformes à la théorie et ont le signe attendu.

En effet, eu égard à l'effet Balassa-Samuelson, une dépréciation (appréciation) réelle du taux de change résulte d'un différentiel de productivité négatif (positif) et le coefficient estimé est donc de signe négatif.

Plus les différentiels d'inflation et de taux d'intérêt nominaux de long terme augmentent (diminuent), plus le taux de change réel se déprécie (s'apprécie).

La relation qui lie le solde courant au taux de change effectif réel est sans ambiguïté si la condition de Marshall-Lerner est vérifiée : un gonflement (baisse) du déficit courant conduisant généralement à une appréciation réelle.

L'application des procédures de tests Augmented Dickey-Fuller (ADF) et de Phillips-Perron (PP) ont démontré que l'ensemble des séries temporelles retenues sont intégrées d'ordre 1 avec des dérives qui concernent soit la constante soit la tendance des processus générés.

Plusieurs tests de cointégration ont été développés par Engle et Granger [1987], Stock et Watson [1988], Fountis et Dickey [1989], Johansen et Juselius [1990] et Johansen [1988,1991], et cherchent à établir des combinaisons stationnaires entre des séries temporelles mais différent dans leurs procédures d'implémentation.

Dans ce travail, nous utilisons au contraire la méthode multivariée de Johansen qui teste la cointégration à partir de modèles VECM. Cette technique est la plus appropriée, car elle se base sur le principe du maximum de vraisemblance qui utilise le test de la valeur propre maximale (maximal eigenvalue) et le test de la trace.

A partir de la spécification du modèle VAR, le modèle VECM est alors estimé pour un ordre de retard égal à $(p-1=1)$. Deux stratégies de tests économétriques sont développées. Tout d'abord, la statistique du test de l'hypothèse nulle dont il existe au plus (r) relations de cointégration est déterminée par le Ratio de vraisemblance (Likelihood Ratio LR) appelé aussi test de la trace. Ensuite, le test de l'hypothèse nulle qu'il existe (r) relations de cointégration contre $(r+1)$ relations est déterminé par la statistique de la valeur propre (Eigenvalue). Appliqués en retenant les mêmes spécifications des VAR(2), ces deux tests rejettent l'hypothèse nulle d'absence de cointégration, ce qui implique l'existence d'au moins un vecteur non-nul de cointégration.

Les coefficients de la relation d'équilibre de long terme ont, en fait, des signes opposés à ceux de la relation normalisée. Dans ces conditions, l'ensemble des variables fondamentales ont les signes attendus à long terme. Il reste que l'effet Balassa-Samuelson semble jouer à long terme pour le cas de la Tunisie et son effet est assez robuste du fait d'un coefficient d'ajustement élevé (1.237360), et tout écart de productivité défavorable par rapport à la Zone-euro conduit à un risque d'appréciation du taux de change réel du Dinar par rapport à l'Euro à long terme avec des conséquences dommageables pour l'économie.

On peut dès lors simuler la dynamique de change à partir du modèle VECM correspondant.

L'objectif de change de la Banque Centrale de Tunisie (BCT) est la stabilité du taux de change effectif réel du Dinar. Le taux de change réalisé semble avoir atteint cet objectif de stabilité mais est resté constamment sous-évalué par rapport à sa norme d'équilibre du FERER qui n'a pas réellement subi de chocs ou dérives majeures durant la période récente. Cette stratégie de stabilité conjuguée à une sous-évaluation réelle du taux de change par rapport à sa valeur d'équilibre de long terme révèle une politique volontariste et délibérée de sur-dépréciation réelle afin de réagir efficacement à la forte volatilité des termes de l'échange et réussir une stratégie de compétitivité tronquée. En effet, le taux de change réel est un indicateur de compétitivité-prix et à ce titre son contrôle permet de réussir une stratégie d'ouverture et d'insertion dans le commerce international.

L'utilisation du taux de change comme instrument privilégié de desserrement de la contrainte externe et de rétablissement de l'équilibre extérieur a été particulièrement marquée dès lors que le taux de change réel observé suit d'assez près sa norme d'équilibre. Les phases de sur ou de sous-évaluation réelle de courtes périodes n'ont toujours été que transitoires, ce qui dénote une parfaite crédibilité de la politique de change menée en Tunisie notamment depuis l'adoption du régime de flottement administré.

Cependant, depuis 1986 on a assisté à une dépréciation réelle du Dinar qui a conduit à une sous-évaluation réelle permanente par rapport à la valeur d'équilibre. Cette tendance n'a été que brièvement interrompue entre 1994 et 1996 où la monnaie nationale a été appréciée sans pour autant que cela ne conduise à une surévaluation. Ce diagnostic est parfaitement en conformité avec l'analyse du CEPII et de la Banque de France qui concluent aussi sur la bonne crédibilité de la politique de change menée en Tunisie: bien que le taux de change réel semble accuser des "mésalignements" par rapport à sa norme d'équilibre, il reste que la BCT semble avoir réussi à éviter des phases prolongées de sur-évaluation réelle qui sont généralement un indicateur avancé ou précurseur de vulnérabilité financière (cf. Mouley.S,1998-c).

Relativement à sa norme d'équilibre, et en moyenne, la monnaie nationale a été appréciée en termes réels par rapport à l'Euro entre 1970 et 1985 d'un taux moyen de 7.92%. Suite à la dévaluation de 1986 et au glissement nominal du Dinar par rapport aux différentes monnaies qui constituent l'Euro, la tendance s'est inversée et le Dinar est devenu surdéprécié d'un taux moyen de 16.53% entre 1986 et 1998. L'inversion de la dynamique de change est justifiée non seulement par la nécessité de corriger la surévaluation de la période précédente mais en plus pour relancer les exportations.

La caractéristique fondamentale de la gestion de change en Tunisie a donc sans doute été la recherche permanente de la stabilisation du taux de change réel du Dinar, c'est pourquoi celui-ci ne s'est pas trop écarté de sa valeur d'équilibre de long terme vis-à-vis de l'Euro. En plus, bien que des distorsions et des mésalignements de change par rapport à cette valeur d'équilibre soient vérifiées, elles sont essentiellement expliquées par des politiques délibérées et discrétionnaires de sur-dépréciation réelle motivée par un impératif de compétitivité. Paradoxalement, cette politique a aussi permis de limiter le risque de change du Dinar et de minimiser la volatilité. A ce titre, le régime de flottement administré avec ancrage implicite du Dinar à l'Euro est doublement crédible. Pour démontrer ce dernier argument, nous avons procédé à l'estimation de la volatilité conditionnelle du Dinar relativement à l'Euro.

3.1.4 Volatilité conditionnelle du Dinar et distorsions de change

Pour tenir compte des changements de structures dans la conduite des politiques de change en Tunisie sur la période 1970-1998, nous avons retenu la méthode de la moyenne mobile centrée comme première mesure conventionnelle de la volatilité du Dinar par rapport à l'Euro (cf. Mouley.S [1999-a]).

Dans une deuxième étape, et afin de tenir compte des écarts persistants entre le taux de change réel observé et sa norme d'équilibre de long terme estimée plus haut, nous déduisons une seconde mesure de la volatilité en estimant des modèles ARCH (Autoregressive Conditional Heteroscedasticity) et GARCH (Generalized ARCH). Cette sophistication supplémentaire est essentiellement motivée pour tenir compte des distorsions dans la conduite de la politique de change et notamment de la sur-dépréciation par rapport à la norme d'équilibre de l'Euro.

L'estimation d'un modèle ARCH utilise la méthode du Pseudo-Maximum de Vraisemblance (PMV) ou la méthode des Moindres Carrés à deux étapes. Cette dernière est basée sur le fait que tout modèle à erreurs ARCH peut être assimilé à deux modèles ARMA successifs: le premier sur le processus d'une variable (y) et le second sur la variance conditionnelle:

On peut aussi introduire dans le modèle GARCH un écart-type ou une variance dans l'équation de la moyenne et annuler le terme GARCH dans l'équation de la variance conditionnelle pour déduire un modèle ARCH-M.

Les termes ARCH et GARCH estimés sont positifs et leur somme est supérieure à l'unité, ce qui implique que les chocs de volatilité sont permanents.

Ces résultats semblent confirmer les diagnostics relevés auparavant. Plus, les distorsions de change du Dinar par rapport à sa norme d'équilibre de l'Euro sont élevées (resp. faibles) signifiant des dynamiques de sur-dépréciation (resp. appréciation) réelles, plus la volatilité conditionnelle est faible (resp. élevée). En d'autres termes, la stabilité du Dinar vis-à-vis de l'Euro est actuellement conditionnée par la politique volontariste et délibérée de la BCT qui joue sur le glissement du Dinar dans le sens d'une dépréciation discrétionnaire. Tant que la monnaie nationale n'est pas encore totalement libéralisée ou totalement convertible, cette stratégie gagnerait en crédibilité sauf dans le cas d'un ancrage strict à l'Euro.

En effet, dans le cas d'une libéralisation totale de la monnaie nationale, hypothèse plus que probable et en tous cas envisagée clairement dans les deux derniers plans de développement et annoncée régulièrement par toutes les instances de politique économique en Tunisie pour le courant de 2002, le choix optimal et futur du régime de change dépendra de plusieurs ingrédients tant que la Tunisie cherchera à s'intégrer plus fortement dans la zone Euro. Dans ce contexte, il est plus que probable que la Conférence méditerranéenne prévue pour l'été 2000 qui coïncidera avec la présidence française de l'Union Européenne (UE) aura pour objectif de mettre en place un dispositif de change pour les monnaies des Pays Tiers Méditerranéens (PTM) non membres de l'UE qui candidatent de participer à l'Euro. A l'instar des monnaies des PECO candidats officiels à l'UE, un régime de zone cible de type MCE II pourrait à ce stade intermédiaire fournir aux autorités monétaires tunisiennes un apprentissage plus qu'utile à la libéralisation de change.

Dés lors que le Dinar semble coller à sa parité d'équilibre de l'Euro, un ancrage fixe dans un régime MCE II serait-il alors opportun ? Pour analyser ce scénario futur du choix de régime de change, on propose alors de "positionner" le Dinar sur une zone cible à bandes élargies (+ ou - 15%) autour du taux de change réel d'équilibre comme cours pivot. **3.1.5 Ancrage fixe du Dinar à l'Euro dans un régime de zone cible : un test d'ajustement du "drift"**¹³ L'ancrage du Dinar à l'Euro par le biais du MCE II pourrait

¹³ Le développement de la théorie des zones cibles à la suite des travaux de Krugman.P [1991] a été accompagné de contributions marquées sur le plan économétrique notamment avec Svensson[1991;1992]. Ainsi, furent suggérés des indicateurs de crédibilité mesurés à partir des anticipations de dévaluation. En supposant vérifiée la parité non couverte des taux d'intérêt, Svensson suggéra de retenir l'existence d'un différentiel de taux d'intérêt inférieur à la marge de fluctuation comme indicateur d'une parité crédible (Girardin.E et V.Marimoutou [1992;1994]). Le comportement des séries temporelles des taux de change à l'intérieur de la marge de fluctuation et le concept de crédibilité variable au cours du temps (Bertola et Svensson[1991]) ont quelque peu relativisé cette conception initiale. Ainsi, il est démontré que le taux de variation anticipé du taux de change a deux composantes : (i) Le taux de dépréciation anticipé à l'intérieur de la marge de fluctuation (ii) et le taux de réalignement anticipé. En approximant le taux de variation anticipé du taux de change par le différentiel des taux d'intérêt, il est alors possible de mesurer le taux de réalignement anticipé en soustrayant la première composante du différentiel des taux d'intérêt. Cette méthode d'évaluation de la crédibilité d'une zone cible de change a permis d'établir un "test d'ajustement du drift" (ou d'une dérive) par Svensson.L.E.O.[1993] et Rose et Svensson [1991].

fournir un effet de "transfert de crédibilité" positif en offrant un ancrage crédible aux politiques macro-économiques, en réduisant les primes sur les taux d'intérêt et en optimisant les conditions d'attractivité des capitaux externes. A l'instar de certains PECO qui ont déjà opté pour des rattachements unilatéraux à l'ECU ou au Deutschmark, un ancrage bilatéral sur l'Euro semble constituer un arrangement de change crédible pour le futur. La flexibilité offerte par le MCE II sous la forme de parités bilatérales vis-à-vis de l'Euro, avec des bandes de fluctuations élargies et des possibilités de réaligement peut être appropriée dans une étape transitoire. En effet, au lieu d'une parité centrale fixe vis-à-vis de l'Euro, il serait plus opportun de spécifier une parité d'équilibre mouvante tenant compte des changements de structures. En particulier, plus le taux de croissance de la productivité de la Tunisie notamment dans le secteur manufacturier convergera vers celui des pays de l'UE du fait de la restructuration industrielle engagée, plus le différentiel de productivité augmentera ce qui conduirait conformément à l'effet B-S à une appréciation du taux de change réel du Dinar, risquant de provoquer des crises financières d'autant plus graves que le taux de change est fixe.

Dans le cas de l'option virtuelle d'une zone cible de taux de change réel apparentée au MCE II et appliquée à la parité pivot du Dinar par rapport à l'Euro, on démontre que cet arrangement de change apparaît comme étant une mesure crédible dans un avenir proche dès lors que les variations de change restent contenues dans une marge de fluctuation virtuelle de + ou - 15% autour du cours pivot du Dinar par rapport à l'Euro. En particulier, la convertibilité intégrale du Dinar prévue en 2002 ne semble pas a priori préjuger d'une vulnérabilité intrinsèque du système de change pouvant induire des crises spéculatives.¹⁴

Les estimations des écarts anticipés du taux de change réel du Dinar vis-à-vis de sa parité centrale d'équilibre de l'Euro nous permettent de représenter le taux de dépréciation réelle anticipé à l'intérieur de la marge en rythme annuel obtenu à partir de l'estimation de l'écart anticipé du taux de change réel à la parité centrale. Ce taux apparaît soutenable pour l'économie Tunisienne notamment en 2002 où la parité réelle du Dinar vis-à-vis de l'Euro approche nettement du cours pivot avec un taux moyen de l'ordre de (0.2%). Ces résultats très intuitifs préjugent a priori de la parfaite crédibilité d'un arrangement de change de type MCE II pour le Dinar notamment à partir de 2002.

Cependant, plus le taux de change s'approche de ses bornes limites de (+ ou - 15%), notamment à partir de 2005 avec un taux de l'ordre de 11.8%, plus le risque de décrochage du Dinar et donc d'attaque spéculative augmente et plus les anticipations de dévaluation se forment. Alors même que le démantèlement tarifaire du programme de

La formalisation que nous développons tente d'élargir le modèle de Svensson. L [1991] au cas d'une zone cible de taux de changes réels. On se place dans un schéma d'interdépendance macro-économique où la parité réelle et non couverte des taux d'intérêt donne le différentiel des rendements réels en monnaies domestique et étrangère de placements ayant un risque de défaut et une maturité identiques, comme étant égal au taux de variation anticipée du taux de change réel .

¹⁴ La convertibilité intégrale du Dinar prévue à la même période apparaît d'autant plus envisageable que la monnaie Tunisienne sera ancrée sur l'Euro.

création de la zone de libre échange avec l'UE approche de sa fin et que la convertibilité intégrale du Dinar devient de plus en plus envisageable durant cette période, le Dinar risque fort de subir une attaque spéculative.

En conclusion, le régime d'ancrage fixe du Dinar à l'Euro sur une zone-cible de change comporte des risques récurrents de crises de balances de paiements. Ce résultat montre donc que le contrôle d'une manière plus rigide de la norme de référence du Dinar par rapport à l'Euro peut être plus approprié dans une période transitoire.

Comme le montre clairement le test d'ajustement de la dérive, l'intensification des échanges avec l'UE ne doit pas conduire à accrocher le Dinar à l'Euro. Un régime de contrôle d'une norme de référence pourrait s'avérer plus approprié dans une étape transitoire tant que la convergence nominale et réelle vis-à-vis de la zone-Euro n'est pas encore complètement établie au vu des performances macro-économiques. Le ciblage du taux de change réel dans lequel le poids de l'Euro est plus élevé par rapport à sa valeur d'équilibre permettra de surveiller les déterminants fondamentaux en les justifiant par rapport à ceux de l'équilibre de long terme.

Une fois identifiée la cible du taux de change de référence, la BCT pourra adopter un régime de change intermédiaire adapté à la libéralisation financière progressive de l'économie Tunisienne, et dont l'objectif est de maintenir une parité de référence définie comme un taux de change d'équilibre rendant compatible la flexibilité nécessaire de la compétitivité-prix pour absorber les chocs réels, et la limitation de la variabilité du taux de change pour combattre les distorsions provoquées par des chocs financiers. En outre, et selon la définition même d'un taux de change d'équilibre, ce régime intermédiaire rend aussi cohérente la stratégie interne de croissance avec la stratégie externe d'endettement soutenable. La cible de taux de change réel de référence pourra alors être surveillée et révisée en fonction des changements repérés de ses déterminants fondamentaux de long terme (cf. Aglietta M et Baulant C,1999).¹⁵

L'intérêt de surveiller la parité du Dinar et de la stabiliser à son niveau de référence revêt naturellement une importance particulière pour la Tunisie dans ce contexte d'ouverture graduelle de l'économie aux marchés financiers internationaux. La crise financière asiatique et les crises de change qui l'ont suivie ont montré l'intérêt pour les autorités monétaires dans les économies émergentes de pouvoir anticiper les surévaluations réelles des monnaies qui sont sources d'attaques spéculatives.¹⁶

¹⁵ A ce titre, au niveau de la conduite de la politique de change, la BCT ne procède pas à l'arbitrage, classique du reste, entre l'objectif de maintien de la compétitivité et celui de contrôle ou d'ancrage nominal de l'inflation. Ce dernier est du ressort de la politique monétaire qui reste accommodante et totalement contrôlée par le même Institut d'émission. Une commission de réformes des statuts de la BCT a, dans ce sens, été décidée lors d'un conseil ministériel au courant du mois de Juin 1999 pour introduire plus d'autonomie et d'indépendance de la politique monétaire relativement à la politique de change. (S.Mouley,1999-d.)

¹⁶ En principe, ces surévaluations sont le produit de politiques d'ancrage strict des monnaies par rapport au dollar dans un contexte d'ouverture du compte de capital et d'afflux massif de capitaux à court terme, créant une situation de surchauffe et par là de spéculation déstabilisante. En cas de parité fixe, un taux d'inflation plus élevé que dans le pays ancre conduit nécessairement à une appréciation réelle de la monnaie domestique. Les investissements de

3.1.6 En considérant la cible d'équilibre de la balance courante comme expression du taux de change d'équilibre fondamental appliqué au cas tunisien AYACHI Fathi aboutit aux résultats suivants:

- L'approche en termes de PPA ne parvient pas à rendre compte des évolutions du DT.
- L'approche en termes de TCEF permet de distinguer trois périodes de surévaluation (mésalignement) du DT:
 - 1976-1978 caractérisée par une surévaluation du DT due à un déficit courant important (9% du PIB en moyenne sur la période) du lui-même à une évolution défavorable des termes de l'échange des produits exportés (huile d'olive, phosphates).
 - 1981-1984 marquée par un accroissement de la demande domestique et une forte poussée inflationniste.¹⁷
 - 1990-94 en raison de la crise du golfe et de l'adoption en 1993 de la convertibilité courante du DT. A partir de 1994 le DT oscille autour de sa valeur d'équilibre.
- Il apparaît que ce sont les déséquilibres extérieurs qui ont été à l'origine des mésalignements de la monnaie nationale. Les politiques budgétaires expansionnistes du début des années 80 n'ont pas influencé considérablement la sous évaluation réelle du DT.
- L'Output-gap étranger contribue très faiblement à la surévaluation de la monnaie nationale tunisienne.

3.2 Le cas marocain.(L.OULHAJ)

3.2.1 Les déterminants du taux de change du Dirham.

Le Dirham marocain (DH) depuis sa création le 17 Octobre 1957 est resté accroché au FF par une parité fixe jusqu'en 1973. A partir du 17 mai 1973 il a fait l'objet d'une politique de change flottant administré par rapport à un panier de devises dans lequel le FF rentrait pour une part importante (38% en 1973) et déclinante au profit du dollar US qui est pesait 15% en 1973 et 32% en 1980 alors que le franc français passait à un poids de 25%. Ces changements ne sont pas dus à des modifications substantielles de la part de la France dans les échanges extérieurs marocains. En effet entre 1973 et 1980 la part de la France dans le commerce extérieur (importations et exportations) du Maroc est passé de 47% à 41% environ, celle des USA de 9% à 6% et celle de l'Espagne de 7% à 12% (alors même que le poids de la Peseta espagnole est resté stable à 15%. Il

portefeuille spéculatifs peuvent aussi contribuer à alimenter cette surévaluation. En effet, il est maintenant admis que les déterminants de l'afflux de capitaux vers les pays émergents sont moins un niveau de change soutenable qu'un niveau de change surévalué faisant profiter les investisseurs internationaux le plus longtemps possible de la prime de taux d'intérêt. L'ancrage fixe sur une monnaie de référence, bien qu'il réduise la volatilité du taux de change, conduit généralement à un transfert de volatilité vers les écarts de taux d'intérêt qui, au contraire, augmentent. Ce résultat souligné par Svensson L.E,1990, montre que les investisseurs internationaux continuent à investir dans un pays où le taux de change est surévalué et se retirent au moment où la dévaluation devient imminente. Pour certains auteurs, ces dévaluations sont provoquées par ces mêmes investisseurs en cas d'attaques spéculatives défensives. Pour cela, la crédibilité des régimes d'ancrage de change doit être fonction des risques stochastiques ou variables de dévaluation.

¹⁷ Adoption d'un PAS en 1986 pour rétablir les équilibres interne et externe avec deux dévaluations nominales de 16,2% en 1986 et 17,2% en 1987.

n'existe donc pas un lien net entre la composition du panier en devises et la structure des échanges extérieurs du Maroc par pays.

Entre 1980 et 1985 le DH s'est graduellement déprécié de 55% par rapport au \$US en 5 ans (0,23\$ pour 1 DH en 1980 et 0,10 \$ en 1985).

En 1990 le DH est dévalué de plus de 11% par rapport au FF.

En janvier 1993 commence un processus de libéralisation du compte courant et du compte de capital qui aboutit en Juin 1996 à un marché des change interbancaire qui met fin à l'obligation de cession des devises à la Banque Centrale. Le niveau maximum autorisé des positions de change a été fixé à 20% des fonds propres nets pour les positions globales nettes, longues ou courtes, et à 7% pour les positions en chaque devise. Les banques négocient donc librement les cours des devises avec leur clientèle à l'intérieur des taux limites fixés par l'Institut d'émission.

Le marché des changes a connu depuis sa création un développement appréciable. En 1997, les transactions en devises contre devises (FF, \$US et D-M principalement) au comptant s'élèvent à 193 millions de DH par jour et les transactions à terme (2 mois en moyenne) en devises contre dirhams sont de 415 millions de DH par mois en 1997.

Au cours de la période 1980-1998 le DH s'est déprécié nominalement fortement par rapport au Yen (7,7% par an), au Franc Suisse (6,5%) et au D-M (5,5%), moyennement par rapport au FF (3% par an) et au \$US (4%) et faiblement par rapport à la Lire italienne (1%) et à la Peseta espagnole (0,96%). La dépréciation du DH par rapport au panier de rattachement a été sur la période considérée de 2,7% en moyenne. Cette dépréciation a été très forte au cours de la première moitié des années 80, puis à nouveau en 1990. En revanche depuis cette date le DH s'est déprécié faiblement au rythme de 0,23% par an.

En termes réels, compte tenu du fort taux d'inflation des années 70, on peut dire que le DH s'est apprécié d'environ 16% de 1970 à 1980. Au cours des années 80 en revanche avec le fort ralentissement de l'inflation il y a eu dépréciation réelle du DH.

Au cours des années 90 l'évolution du taux de change réel du DH exprimé en taux de change nominal déflaté par l'indice comparé des prix avec ses partenaires commerciaux a été contrasté.

Par rapport au FF et à la Lire italienne, compte des différentiels d'inflation, le DH s'est apprécié, il s'est légèrement déprécié par rapport au \$US et au D-M et assez fortement par rapport au Yen.

Une régression multiple de la variation de la valeur en \$ du DH en fonction des variations des valeurs en \$ des autres devises montre que le cours du DH est déterminé principalement et dans l'ordre par le FF la Lire italienne et la Peseta et en sens opposé principalement et dans l'ordre par le Franc Belge et le D-M.

Une deuxième régression du cours du DH en \$ par rapport au cours des différentes devises converties en \$ (selon le taux de change de la Banque Centrale du Maroc) montre que le FF est le plus déterminant pour la valeur en \$ du DH, tandis que le D-M devient la deuxième variable déterminante.

Une troisième régression du cours du FF en fonction du PIB et du déficit du compte courant du Maroc fait apparaître une relation très significative entre ces trois variables mais indique paradoxalement que lorsque le déficit du compte courant marocain augmente, le cours du franc côté à l'incertain diminue.

"Depuis 1980, le taux de change du D-H n'est ni tout à fait un objectif à atteindre en utilisant des instruments de la Banque Centrale (interventions sur un marché de devises inexistant avant 1996), ni tout à fait un instrument à utiliser en vue d'atteindre des objectifs décroissance ou d'équilibre macroéconomique" (L. OULHAJ, 1999).

3.2.2 Quels scénarii de politique de change pour le Maroc ?

1. Le statu quo.

Il suffit de maintenir le système existant en remplaçant les devises européennes par l'Euro dans le panier de cotation du DH. Cette substitution reviendrait à donner à l'Euro un poids de 58% contre 32% pour le \$US.. De ce fait ce sont les variations de l'Euro par rapport au \$ qui détermineront le cours du DH. Mais contrairement à la situation précédente le Maroc perd en souplesse d'adaptation de son taux de change par rapport aux différents pays concernés de la zone Euro en fonction des soldes de ses échanges extérieurs avec ses pays et des différentiels d'inflation, de productivité et de croissance.

2. L'ancrage au Dollar US.

Les USA ne représentent pas un partenaire économique de poids pour le Maroc ni au niveau de ses relations commerciales (3,5% des exportations et 7% des importations), ni au niveau de la balance des services et transferts (tourisme), ni au niveau des IDE (14,9%), ni au niveau de sa dette extérieure. Le poids du dollar s'accroît cependant si l'on considère les partenaires non européens du Maroc (pays arabes, pays d'Asie et d'Amérique latine) qui s'inscrivent dans la zone dollar. Malgré tout la part de la zone Euro reste largement prépondérante pour le Maroc. On peut imaginer les conséquences négatives pour l'économie marocaine d'une appréciation du \$ par rapport à l'Euro (comme c'est actuellement le cas) dans un tel cas de figure. Les pertes

de compétitivité qu'aurait subies l'économie marocaine par rapport à ses principaux partenaires européens auraient eu des conséquences dommageables sur sa balance courante et sur sa croissance.

3. **L'ancrage par rapport à l'Euro.**

Ce scénario apparaît le plus crédible compte tenu du poids de la zone Euro pour l'économie marocaine (57% de ses exportations et 50% de ses importations, 70% des touristes étrangers, transferts des travailleurs émigrés essentiellement localisés dans la zone Euro, part importante des IDE, etc.).

Mais ce rattachement repose en partie sur le pari que l'Euro parviendra à s'imposer comme monnaie internationale (moyen de paiement, de mesure, de réserve, de placement et d'ancrage pour d'autres monnaies) stable.

En outre avec l'intégration des marchés financiers européens on peut imaginer un accroissement des opérations transfrontières en actions et en obligations des résidents marocains.

Mais peut-on considérer que le Maroc a réellement le choix d'une autre politique de change que celle d'un ancrage à l'Euro ?

3.3 **Le cas israélien.**¹⁸ (J.SILBER)

Les premiers accords de libre-échange entre Israël et l'Union Européenne remontent au 1er Juillet 1975.

L'impact de ces accords sur le commerce extérieur israélien est difficile à déterminer en raison des difficultés à distinguer les changements qui tiennent à la croissance et au développement de l'économie israélienne et ceux qui sont la conséquence directe de l'accord de libre-échange proprement dit.

Quoi qu'il en soit, il serait intéressant de vérifier si la structure des exportations israéliennes vers l'UE se rapproche de celle des échanges croisés entre pays membres de l'UE. Plus généralement il s'agit de mesurer le degré de similarité entre la composition des exportations israéliennes vers l'U.E et celle des importations de l'UE en provenance des autres pays.

¹⁸ Nous n'avons pas pu dans ce rapport intermédiaire prendre en compte la contribution d'Abraham LIOUI relative aux marchés financiers ni développer les politiques de change en Israël. Nous pourrions en parler oralement au cours de la discussion.

3.3.1 Evolution des exportations.

Au cours des années 70 le poids des exportations israéliennes en produits industriels est passé de 75% en 1970 à 86% en 1982 (exportations de diamants exclus), ce qui représente une croissance annuelle de 24%. Dans le même temps la part des exportations de produits agricoles décline même si en valeur absolue les exportations agricoles augmentent de 16% par an. Il est intéressant de noter que dans le total des exportations agricoles la part des agrumes est passée de 66% à 34% alors que celle des autres produits agricoles (Fleurs, coton...) passe de 22% à 47%.

Dans le total des exportations de produits industriels on assiste à une diminution du poids relatif des produits industriels de la première génération (Produits alimentaires, textiles, cuirs...) et à une augmentation du poids de produits industriels de deuxième, voire de troisième génération tels que métaux, équipements, produits électroniques, informatique...

Les principales branches d'exportation sont:

- les industries manufacturières (63,8% de la valeur totale des exportations en 1989, et 63,5% en 1983),
- les industries métalliques (32% en 1989 et 28,1% en 1983),
- les industries extractives (31,2% en 1989 contre 26,4% en 1983),
- les industries chimiques (16,2% en 1989 contre 17,4% en 1983),
- les industries textiles (5,6% en 1989 et 6,5% en 1983),
- Alimentation, boisson, tabac (5,1% en 1989 contre 6% en 1983),
- l'agriculture (5% en 1989 contre 10,1% en 1983).

Les principaux destinataires des exportations d'Israël sont:

- l'Europe occidentale (36,7% du total de ses exportations en 1989 contre 51,5% en 1980), dont la CEE qui représentait 31,6% en 1989 et 41,7% en 1980.
- les USA (30,9% en 1989 contre 17,5% en 1980!),
- l'Asie (16,2% en 1989 et 12,4% en 1980) dont 7% pour le Japon en 1989 et 4,2% en 1980)

Parmi les pays européens, les principaux clients sont:

- le Royaume-Uni (6,8% en 1989 et 8,4% en 1980),
- l'Allemagne fédérale (4,9% en 1989 et 10,2% en 1980),
- les Pays-Bas (4,6% en 1989 et 4,5% en 1980).

La France ne représente plus en 1989 que 4,1% des exportations israéliennes, alors qu'elle atteignait 5,4% en 1980. Cette part est inférieure à celle d'Hongkong qui est passé de 4,5% des exportations en 1980 à 4,8% en 1989.

3.3.2 Evolution des importations.

En trente ans de 1960 à 1989 les importations d'Israël sont passées de l'indice 25 à l'indice 159, soit une multiplication par 6,36; alors que les exportations sont passées de l'indice 15 à l'indice 160, soit une multiplication par 10,66.

Les principaux produits d'importation sont les intrants industriels qui représentent en 1989, 50% de la valeur totale des importations, alors qu'ils ne représentaient en 1983 que 32,9%.

Le deuxième poste est celui des machines et équipements, 17% de la valeur totale des importations en 1989 contre 20,7% en 1983.

Viennent ensuite les postes:

- combustibles (8,2% en 1989 et 17,6% en 1983)
- biens de consommation (8,1% en 1989 contre 7,1% en 1983)
- transport (7,7% en 1989, 11,3% en 1983)
- produits alimentaires (7,6% en 1989, 8,7% en 1983)

Les principaux fournisseurs d'Israël sont en 1989 par ordre d'importance en pourcentage de la valeur totale de ses importations:

- l'Europe (62,3%) dont la CEE qui représente 50,6% et
- les USA (18% en 1989 et 19,3% en 1980).

Parmi les pays européens occidentaux il convient de mentionner:

- la Belgique et le Luxembourg qui sont passés de 5% du total de ses importations en 1980 à 15,3% en 1989,
- l'Allemagne (10,9% en 1989 contre 9,9% en 1980),
- la Suisse (8,9% en 1989 et 8,3% en 1980)
- le Royaume-Uni (8,6% en 1989 et en 1980),
- l'Italie (5,8% en 1989 et 4,4% en 1980),
- la France enfin qui ne compte que pour 4,1% du total des importations israéliennes en 1989 contre 3,8% en 1980).

Il apparaît très nettement que la décennie 80 a marqué une réorientation des échanges extérieurs d'Israël qui accroît ses achats à l'Europe et diminue ceux aux Etats-Unis, mais qui en revanche vend de plus en plus aux Etats-Unis et à l'Asie et de moins en moins à l'Europe occidentale.

L'indice de la valeur unitaire des importations est passé entre 1980 et 1989 de 26 à 104 et celui des exportations de 27 à 111, traduisant ainsi une légère amélioration de ses termes de l'échange au cours de la décennie 80.

3.4 Le cas turc ¹⁹(HILMI Nathalie & SAFA Mohamad)

La politique de stabilisation de la Turquie, amorcée en 1981, repose sur des réformes de sa politique commerciale qui abandonne la politique de substitution aux importations pour une politique de croissance tirée par les exportations.

La stabilisation agit non seulement sur la réduction des importations liée à la balance des paiements, mais aussi sur les deux variables critiques de la réforme des politiques commerciales: le taux de change réel et le taux d'intérêt réel. La première variable encourage les exportations et l'autre doit rétablir la confiance et favoriser le rapatriement des capitaux en fuite. Ces deux éléments doivent en outre conduire à encourager l'investissement dans les secteurs exportateurs.

L'Union Européenne étant le partenaire principal de la Turquie, par voie de conséquence l'Euro, comme monnaie à vocation internationale, devient un élément central d'une telle politique de stabilisation.

L'objectif de cet article est d'analyser d'abord le problème essentiel de la stabilité du taux de change réel pour une économie tournée vers le commerce international. Nous examinerons ensuite l'intérêt de l'intégration de la Turquie dans une zone de change euro-méditerranéenne.

3.4.1 Le rôle déterminant de la stabilité du taux de change de la livre turque.

Comme la plupart des pays en développement qui ont connu une crise d'endettement, la Turquie a été contrainte d'accepter les programmes de stabilisation et d'ajustement structurel proposés par le FMI et la Banque mondiale. La libéralisation constitue l'une des pièces maîtresses de ces programmes.

Théoriquement, si la dépréciation du taux de change réel améliore la balance commerciale, elle déprime l'investissement, en particulier dans le secteur des biens échangeables, pourtant nécessaire au maintien de l'ouverture commerciale extérieure. Tandis que, à l'inverse, l'appréciation du taux de change réel qui suit l'ouverture financière, en influençant la compétitivité-prix, détériore les performances à l'exportation. Elle permet en revanche la reprise des investissements dans le secteur des biens échangeables.

L'évolution de la balance commerciale et du taux de change réel confirme bien ce schéma théorique. En effet, l'ouverture commerciale du début des années 80 s'est bien accompagnée d'une dépréciation du taux de change réel, notamment entre 1981 et 1984. L'évolution des flux commerciaux et celle des flux financiers montrent que la priorité accordée pendant les années 80, aux performances à l'exportation, cède la place à un

¹⁹ La contribution de L. ÖZKALE complètera par la suite cette première approche du cas de la Turquie

ajustement des comptes extérieurs par des entrées de capitaux à partir des années 90. La balance des opérations courantes qui est devenue excédentaire à la fin des années 80, grâce à l'amélioration des exportations, mais aussi grâce à la croissance des recettes invisibles, se détériore rapidement au début des années 90. Cette détérioration de la balance courante est compensée par des entrées de capitaux largement encouragées par l'ouverture financière en 1989.

Nous avons une première sous-période de 1980 à 1984 où les exportations et les importations progressent simultanément, ce qui montre le caractère graduel de l'ouverture commerciale de la Turquie. Un puissant dispositif de subventions est mis en place pour encourager les exportations, en même temps que les limitations quantitatives des importations sont supprimées progressivement.

Ces mesures sont abandonnées lentement durant une seconde sous-période de 1985 à 1988. Bien que les exportations continuent de progresser à des rythmes irréguliers suivant les changements dans les mesures d'incitation, le Ratio exportations/PNB cesse de croître à partir de 1985. Sur le plan des importations, si la plupart des limitations quantitatives sont supprimées entre 1980 et 1984, la protection tarifaire est renforcée à partir du milieu des années 80 pour compenser le ralentissement de la progression des exportations.

Nous pouvons remarquer que le Ratio exportations/PNB cesse sa progression avec l'arrêt de la dépréciation du taux de change réel à partir de 1985 qui marque le passage à la convertibilité partielle de la livre turque. L'appréciation du taux de change réel, qui intervient avec la convertibilité totale en 1989, se traduit par une détérioration du Ratio exportations/PNB qui retrouve son niveau de 1982 à la veille de la crise des changes de 1994, tandis que le Ratio importations/PNB continue de progresser.

Durant la période d'ouverture financière, la détérioration du déficit commercial est compensée par les entrées de capitaux.

La crise de 1994 qui s'est traduite par une stabilisation forcée, se traduira par une inversion provisoire de ces tendances.

Depuis cette crise, la Turquie n'a eu aucune difficulté à rétablir la confiance des marchés internationaux. La Banque centrale a accumulé des réserves à un niveau exceptionnel (18 milliards de dollars à la fin de 1996) grâce à une reprise des entrées de capitaux étrangers (notamment de portefeuille). Néanmoins, ces entrées sont instables en raison de leur caractère spéculatif. Dans le même temps, le taux de change réel s'est apprécié de plus de 20% par rapport à sa valeur de 1994 et le déficit commercial s'est fortement creusé du fait de la montée rapide des importations conformément au scénario attendu. Notons qu'entre septembre 1995 et début 1996, la Banque centrale a cessé de limiter les fluctuations du taux de change en termes nominaux. Sa politique

monétaire est bridée par la courte échéance moyenne de la dette intérieure de l'Etat et par l'ampleur de la substitution entre monnaies.

L'analyse de l'économie turque permet donc de mettre en évidence le rôle important du taux de change dans la nouvelle orientation libérale de l'économie turque.

L'analyse de M. ÖZBAY permet de mesurer et de mieux connaître la nature de cette relation. Cette analyse se base sur des observations trimestrielles allant de 1987 à 1997. La demande d'exportations est déterminée par le pourcentage de variation du taux de change réel dans le passé, le revenu extérieur et les valeurs passées des exportations.

Cette analyse s'effectue en trois étapes:

- La première concerne l'estimation du taux de change réel utilisé dans l'équation de la demande d'exportations.
- La deuxième étape, mesure l'incertitude du taux de change réel.
- La troisième et dernière étape, permet d'estimer les effets de l'incertitude du taux de change réel sur les exportations dans le cadre d'un modèle linéaire autorégressif.

Cette analyse économétrique donne les résultats suivants:

- Le taux de change réel est positivement corrélé aux exportations (la somme des coefficients du taux de change réel est positive): la dépréciation réelle se traduit par une baisse des exportations.
- Les exportations courantes sont négativement affectées par leurs valeurs passées (ce qui est important pour la stabilité du modèle économétrique).
- Le revenu extérieur influence positivement la demande d'exportations, même si l'indicateur du troisième trimestre est négatif (la somme des 4 trimestres est largement positive).
- Le coefficient estimé de la variable représentant l'incertitude du taux de change réel est négatif et statistiquement significatif. Ce qui signifie que l'incertitude du taux de change réel influence négativement les exportations.

La même méthode a été utilisée sur la demande d'importations, le coefficient estimé de la variable représentant l'incertitude du taux de change réel a été positif mais non significatif. Cela signifie que si cette incertitude s'accompagne d'une hausse des importations, les analyses empiriques infirment toute relation statistique significative.

Par conséquent, cette étude basée sur un modèle d'autorégression des exportations et des importations durant la période 1988-98, souligne nettement le rôle significatif du taux de change réel et du revenu étranger dans la détermination de la demande d'exportations en Turquie.

En conclusion, Les deux analyses, descriptive et économétrique, font ressortir nettement le rôle important de la stabilité du taux de change réel. Il paraît clair que la Turquie trouve tout intérêt à intégrer une zone de change stable.

3.4.2 Le rôle de l'Euro dans la stabilisation de la livre turque.

L'Euro, comme monnaie internationale forte et stable, offre une occasion unique à la Turquie de réaliser des gains immédiats en matière de stabilité macroéconomique par une baisse du coût des capitaux et une facilité d'intégration future à l'Union Européenne.

L'intérêt d'un ancrage souple de la livre Turque à l'Euro s'impose d'abord par l'intensité de ses relations économiques avec L'Union européenne.

Par ailleurs, compte tenu de la dollarisation de l'économie turque, le taux d'inflation annuel dépasse souvent les 100 % et le volume des réserves en devises est très conséquent, avoisinant les 30 milliards de dollars en 1998. De même, le volume de la dette extérieure dépassait les 100 milliards de dollars en 1999. Par conséquent, l'appartenance de la Turquie à une zone de change stable ne peut être que bénéfique. Les économies en termes de limitation des pertes liées aux risques de change peuvent être considérables. Le rôle joué actuellement par le dollar n'a aucune contrepartie économique. Il représente plus de 60 % des 36 milliards de dollars des dépôts en devises dans les banques turques, alors que la part des monnaies de l'Union Européenne ne dépassent pas le 25% malgré l'intensité des échanges commerciaux.

En conclusion le niveau très important des réserves internationales et du volume de la dette extérieure montrent à quel point le risque et les pertes engendrés par leur gestion peuvent être considérables pour la Turquie. De ce point de vue, l'arrivée de l'Euro lui offre de nouvelles opportunités dans la diversification et la consolidation de sa dette extérieure. En outre le développement d'un marché intégré des capitaux à l'échelle européen est un facteur de stabilité pour l'économie turque dès lors que sa monnaie reste ancrée à l'Euro.

En effet, l'intégration rapide du marché des capitaux (phénomène de globalisation financière) et la dérégulation financière domestique ont compromis l'efficacité d'un système bancaire centralisé. Ces évolutions ont augmenté le coût des erreurs politiques des banques centrales et font d'autant mieux apparaître l'intérêt, du moins pour la Turquie, de limiter les politiques monétaires et de change discrétionnaires.

Enfin, il est important de mentionner que l'ancrage à l'Euro apparaît pour la Turquie comme la suite naturelle de son accord d'Union douanière avec l'UE et de sa volonté d'intégrer l'Union européenne. Cet ancrage revêtira nécessairement des formes qui permettront à terme une convergence vers les critères de Maastricht.