

inside femise



Euro-Mediterranean Network gathering 75 independent economic institutions and conducting the socio-economic analysis on the Euro-Mediterranean Partnership

Réseau euro-méditerranéen regroupant plus de 75 instituts économiques indépendants chargés de l'analyse socio-économique du Partenariat Euro Méditerranéen

With the support of The European Commission
Avec le soutien de la Commission Européenne





In this Issue

December 2008, Issue no. 3

FEMISE News
Status of FEMISE Research
Focus: Inflation Targeting, is it a choice for the MPs?
Recent Publications
Members' News

Contact Us :
Association Femise
c/o Institut de la Méditerranée
Palais du Pharo
58 boulevard Charles Livon - 13007 Marseille
Tel : ++ 33 4 91 31 51 95
Fax : ++ 33 4 91 31 50 38
www.femise.org
f.blanc@femise.org ; m.louis@femise.org

 *The third issue of the FEMISE newsletter "Inside FEMISE" presents the most recent news and activities of the association. It also highlights the most recent research done by its network members.*

 *Ce troisième numéro de la newsletter du FEMISE "Inside FEMISE" présentera les nouvelles et activités les plus récentes de l'association, elle accentuera également les recherches les plus récentes faites par les membres de son réseau.*


FEMISE News

 **FEMISE launches its new website in December**

FEMISE will launch its new website within the month of December. This website is designed to better disseminate the network's activities and to acknowledge the stock of research that has been accumulated by its dedicated members over the past ten years. Apart from the various new sections that will be featured on the website, it will also include an interactive element devoted to providing a space for Members to add their own news and to express their views on a specific subject or topic of their interests.

 **Le FEMISE lance son nouveau site-web en Décembre**

Le FEMISE lancera son nouveau site-web durant le mois de Décembre. Ce site-web est conçu pour mieux disséminer les activités du réseau et pour mieux mettre en valeur les recherches conduites par ses membres tout au long des dix dernières années. Mis à part les nombreuses nouvelles sections disponibles, il inclura un espace interactif dédié aux membres pour diffuser leurs propres nouvelles et pour exprimer leurs points de vue sur des sujets spécifiques ou leur apparaissant d'un certain intérêt.

 **FEMISE organizes its annual conference on the 14-15 December 08 in Istanbul, Turkey**

*Following the new dissemination strategy, FEMISE decided to hold its annual conference this year in a South Mediterranean country. **The conference will be held in Istanbul Turkey on the 14-15 December, 2008.***

 **FEMISE organise sa conférence annuelle les 14-15 Décembre 08 à Istanbul, Turquie**

*Suivant sa nouvelle stratégie de diffusion, le FEMISE a choisi de tenir cette année sa conférence annuelle dans un pays méditerranéen du sud. **La conférence se tiendra à Istanbul en Turquie les 14-15 décembre 2008.***

The FEMISE annual conference gathers members' institutes and affiliates from the North and South of the Mediterranean to address and exchange views

La conférence annuelle du FEMISE accueille les instituts membres et les partenaires en provenance du nord et du sud de la Méditerranée pour réfléchir

on issues related to the EU-Med Partnership and Neighbourhood policies and their effects on the economic and social aspects of the Mediterranean Partners countries. The conference serves also as a platform for networking among members of the association and with other distinguished invitees. During the Conference, selected FEMISE members will present their most recent findings and results of their FEMISE funded projects. The agenda of the conference will be available on the website.

Members of FEMISE are invited to participate in the conference and take advantage of this EU-Med gathering. For more information about the conference and agenda, please visit the website: http://www.femise.org/activites/conf_femise/conf2008-intro.html



Results of the third FEMISE Internal Consultation

FEMISE announced the decision made by its Research Selection Group in selecting the proposals that will receive funding in the third internal consultation. Out of the 29 submitted proposals, 17 were selected (9 with a northern leader institute and 8 with a southern leader institute). It is expected that a total budget of €580,000 will be disseminated for these projects.

For more details about the submitted and selected proposals check the section on 'Status of FEMISE research' below.



FEMISE organized its first Workshop (24-25 October, Tunisia)

Following the new dissemination strategy, FEMISE launched a new series of activities to be added to their annual conference. The Workshops/seminars will help to better disseminate the results of a specific theme/topic to interested and specialized participants of the EU-Med region.

FEMISE organized in collaboration with the Economic Research Forum (ERF), and the University of Tunis El Manar (UTM) a workshop on "**Monetary Policy and Inflation Targeting**". The workshop took place on October 24-25, 2008, in Tunis, Tunisia. It gathered specialized participants from the academic community, representatives of central banks, as well as international experts (International Monetary Fund, World Bank and European Central Bank) to exchange views regarding adequate monetary policy regimes and the feasibility of an inflation targeting regime in Southern Mediterranean countries. Moreover, the various sessions assessed the extent to which Egypt, Tunisia, Morocco and Turkey satisfy the necessary preconditions for the application of inflation targeting.

et échanger des points de vue sur des questions liées au Partenariat UE-Med et la politique de voisinage et à leurs effets sur les aspects sociaux-économiques des pays partenaires méditerranéens. La conférence sert également de plate-forme de 'networking' pour les membres de l'association et les invités spéciaux. Pendant la conférence, des membres du FEMISE présenteront les conclusions et résultats récents de leurs projets financés par le FEMISE. L'ordre du jour de la conférence sera disponible sur le site Web.

Les membres du FEMISE sont invités à participer à la conférence et à profiter de cette manifestation euromed. Pour des informations supplémentaires sur la conférence et le programme, visiter le site : http://www.femise.org/activites/conf_femise/conf2008-intro.html



Résultats de la troisième consultation interne

Le FEMISE a annoncé les choix de son Groupe de Sélection de Recherche concernant les propositions qui recevront un financement au titre de la troisième consultation interne. Parmi les 29 propositions soumises, 17 ont été choisies (9 avec un institut leader du nord et 8 avec un institut leader du sud). Le budget total pour ces projets est de €580,000.

Pour plus de détails au sujet des propositions soumises et choisies vérifiez la section sur "le Statut de recherché du FEMISE" ci-dessous.



FEMISE a organisé son premier atelier (24-25 Octobre, Tunisie)

Suivant sa nouvelle stratégie de diffusion, le FEMISE a lancé une nouvelle série d'activités s'ajoutant aux conférences annuelles. Les ateliers/séminaires aideront à mieux diffuser les résultats d'un thème/sujet spécifique aux participants intéressés et spécialisés de la région Eu-Med.

FEMISE a organisé en collaboration avec l'Economic Research Forum (ERF), et l'Université de Tunis El Manar, Tunisie, un atelier sur "**les politiques monétaires et le ciblage d'inflation**" en Tunisie les 24 et 25 octobre 2008, à Tunis. Ce Workshop a accueilli des participants spécialisés du monde académique et de la recherche, des représentants des banques centrales, ainsi que des experts internationaux (Fonds Monétaire International, Banque Mondiale, Banque Centrale Européenne) pour échanger leurs points de vue concernant les régimes monétaires adéquats et la mise en pratique d'une politique monétaire basée sur le ciblage d'inflation dans les pays du sud de la Méditerranée. En outre, les diverses sessions ont examiné à quel point l'Egypte, la Tunisie, le Maroc et la Turquie satisfont les pré-requis nécessaires à la mise en pratique du ciblage d'inflation.

The workshop capitalized on two large research projects one financed by FEMISE (through the European Commission) and the other one by ERF (through the GDN).

For more details on the content of the presentations and discussions, please check the section in Focus below.

Status of FEMISE Research Projects

CI 33: Results of the FEMISE third Internal Consultation

In this third internal consultation, 29 proposals were submitted: 16 submitted by Southern institutes and 14 proposals by Northern institutes (one proposal had two leaders: one from north and one from south). 21 nationalities participated in those proposals (11 from the north and 10 from the south).

The 17 accepted proposals for this year (9 of those with a northern leader and 8 with a southern Leader) include 34 different member of Femise (as leader and partner) where 14 institutes from the north and 20 from the south representing 16 different country (8 from North and 8 from South). The selected proposals are covering the following themes: 5 on Convergence; 5 on Social Policies; 4 on Financial Services 1 on Economic Transition;; 1 on Research on innovation; and 1 on the role of the state.

The total budget to be disseminated for those proposals is of 580 Thousand Euros. The list of proposals will be available in January.

CI 32: Results of the projects of the second internal consultation presented at the FEMISE annual conference

The results of the second internal consultation of FEMISE will be presented in the forthcoming FEMISE annual conference (14-15 December, Istanbul, Turkey). Most research teams are in the process of finalizing their research projects. They will be able to present the main findings of their project at the conference and benefit from the peer reviewing of the discussants and the comments and suggestions from the floor.

For a list of these proposals, check the link; http://www.femise.org/activites/ci2008/ci_research.html.

CI31: Final reports of the first internal consultation are now available for download

FEMISE published the final reports of most of the research projects undertaken under the first internal consultation. The results of these reports have been presented in the FEMISE annual conference 2007 and are now ready for download using the following link:

http://www.femise.org/activites/ci2006/ci2006_research_index.html

Le workshop a profité de deux grands projets de recherche, un financé par FEMISE (via la Commission Européenne) et l'autre par ERF (par le GDN).

Pour plus de détail sur les contenus des présentations et discussions, veuillez vérifier la section ci-dessous.

CI 33 : Résultats de la troisième consultation interne du FEMISE

Dans cette troisième consultation interne, 29 propositions ont été soumises : 16 soumise par les instituts du sud et 14 propositions par les instituts du nord (une proposition ayant deux membres déclarés leader : un du nord et un du sud). 21 nationalités ont participé à ces propositions (11 du nord et 10 des sud).

17 propositions ont été choisies pour un financement cette année (9 avec un leader du nord et 8 avec un leader du sud), qui font coopérer 34 différents membres du FEMISE (leader ou partenaires), 14 instituts du nord et 20 du sud représentent 16 pays (8 du nord et 8 du sud). Les propositions choisies couvrent les thèmes suivants : 5 la convergence ; 5 les politiques sociales ; 4 les services financiers, 1 la transition économique ; 1 la recherche sur l'innovation et 1 le rôle de l'Etat.

Le budget total que représentent ces propositions est de 580 milliers d'Euros. La liste des propositions acceptées sera disponible sur le site début janvier.

CI 32: Les résultats des projets de la deuxième consultation interne présentés à la conférence annuelle du FEMISE

Les résultats de la deuxième consultation interne du FEMISE seront présentés dans la prochaine conférence annuelle du FEMISE (les 14-15 décembre, Istanbul, Turquie). La plupart des équipes de recherche sont en cours de finaliser leurs projets de recherche et pourront présenter les principaux résultats de leur projet et bénéficier des commentaires des participants pendant la conférence et des suggestions de l'audience.

Pour une liste de ces propositions, cliquez sur le lien : http://www.femise.org/activites/ci2008/ci_research.html.

CI31: Les rapports finaux de la première consultation interne sont à présent disponibles au téléchargement

Le FEMISE a édité les rapports finaux de la plupart des projets de recherche entrepris sous la première consultation interne. Les résultats de ces rapports ont été présentés lors de la conférence annuelle 2007 du FEMISE et sont maintenant disponibles au téléchargement au lien suivant:

http://www.femise.org/activites/ci2006/ci2006_research_index.html

FOCUS: Inflation Targeting, is it a choice for the MPs?

During the workshop organized by the FEMISE association in collaboration with the Economic Research Forum (ERF) and the University of Tunis El Manar, different points of view were exchanged and a final debate was made by experts that participated in the workshop regarding adequate monetary policy regimes and the feasibility of an inflation targeting regime in Mediterranean countries. Moreover, the various sessions assessed the extent to which Egypt, Tunisia, Morocco and Turkey satisfy the necessary preconditions for application of inflation targeting.

The following is a brief summary on the most important points addressed during the workshop. You can also download the papers that were presented and the background of the presentations and debate following the link:

<http://www.femise.org/activites/workshop/index-Tunisia-gb.html>

Speech by Taoufik Baccar Governor of the Central Bank of Tunisia

The workshop began with a speech of Taoufik Baccar, Governor of the Central Bank of Tunisia (CBT). His speech evolved around two main issues: achievements of the Tunisian economy during the last two decades and the growing interest on inflation targeting in Tunisia. The Governor was satisfied with reforms introduced by the Central Bank that allowed, among others, dedication to price stability as the final objective of the CBT, safeguarding of payments systems and reinforcement in the Central Bank's communication policy. Moreover, the Governor noted that Tunisia meets necessary preconditions for inflation targeting and that the Central Bank pursues its efforts on improving its technical capacities.

What shall we retain on inflation targeting?

Inflation targets were first introduced during the 90s. They emerged due to the failure of previous systems and would offer a series of pre-commitments that served as a warranty to the systems practicability. Overall IT worked well and there was no high unemployment variability associated with the policy. However, the economic environment was less harsh in the 90s and improvement could also be due to the economic situation.

What should be underlined nevertheless is that monetary policy frameworks have improved overall. However, inadequate policy decision can still make a good framework perform poorly (and vice-versa). IT might be the most suitable solution for some countries while a slightly altered framework may work better in others. What matters the most, especially for developing countries, is that the improvement in monetary policy be associated with changes in technical capacity as well as Central Bank independence.

Which points were brought up in the discussion?

✓ The CB needs to be independent in order to meet its stabilization objectives. However, must its single purpose be IT or could a second objective be considered

Lors du workshop organisé par l'association FEMISE en collaboration avec l'Economic Research Forum et l'Université de Tunis El Manar, différents points de vue ont été échangés et un débat dans la session de clôture s'est déroulé entre les experts qui ont participé au workshop concernant les régimes monétaires les plus appropriés et la viabilité d'un système de ciblage de l'inflation pour les pays de la région. En outre, les différentes séances ont évalué si l'Égypte, la Tunisie, le Maroc et la Turquie remplissent les conditions nécessaires pour l'application du ciblage d'inflation.

Ce qui suit est un résumé des points les plus importants qui ont été évoqués pendant le workshop. Vous pouvez télécharger les papiers de fonds dont sont issues les présentations et les discussions suivant le lien :

<http://www.femise.org/activites/workshop/index-Tunisia-fr.html>

Allocution de Taoufik Baccar Gouverneur de la Banque Centrale de Tunisie

Le workshop a débuté par une allocution de Taoufik Baccar Gouverneur de la Banque Centrale de Tunisie (BCT). Son allocution s'est articulée autour de deux questions principales, à savoir : les réalisations de l'économie tunisienne au cours des deux dernières décennies et l'intérêt croissant pour le ciblage de l'inflation en Tunisie. Le Gouverneur s'est montré satisfait des réformes introduites par la Banque Centrale qui ont, entre autres, permis la consécration de la stabilité des prix comme objectif final de la BCT, la préservation de la sécurité des systèmes des paiements et le renforcement de la politique de communication de la banque centrale. En outre, le Gouverneur a fait remarquer que la Tunisie remplit les pré-requis pour le ciblage d'inflation et la Banque Centrale poursuit ses efforts d'amélioration de ses capacités techniques.

Que devons-nous retenir sur le ciblage d'inflation ?

Les cibles d'inflation ont été introduites pour la première fois pendant les années 90. Elles ont émergé suite à l'échec des systèmes précédents en offrant une série de pré-requis qui ont servi comme garantie à leur praticabilité. Globalement le système a bien fonctionné et ce sans qu'aucune fluctuation élevée du chômage ne lui soit associée. Cependant, l'environnement économique des années 90 était moins dur, un éventuel progrès économique pourrait également être attribué à la conjoncture. Toutefois, on soulignera le fait que les schémas de politique monétaire se sont globalement améliorés. Cela dit, des décisions politiques inadaptées peuvent aisément handicaper un schéma fécond (et inversement). Le ciblage d'inflation est peut-être plus adapté à certains pays tandis qu'un régime légèrement modifié fonctionnera mieux dans d'autres. Ce qui importe le plus, en particulier pour les pays en voie de développement, c'est que l'amélioration de la politique monétaire soit associée aux progrès en matière de capacités techniques et à l'indépendance de la banque centrale.

(employment stabilization was cited as an example)? If we take the example of the Federal Reserve then multiple objectives can indeed be considered (even if the IT objective is dominant). In the end however, such choice does not really matter, the key would be whether the CB mandate sets up a predictable set of reaction functions. (opinion shared by C. Allsopp)

✓ Moreover, what was said by the participants was that it's difficult to have a single instrument and multiple objectives at the same time, other instruments beside the interest rate could be used in Mediterranean countries (already the case in other parts of the world). Overall, fiscal policy, regulation and other instruments could join monetary policy in its effort. However, each country has its own specificities so there is no right answer as to the exact instruments that should be used in Mediterranean economies (opinion shared by A. Galal). Nevertheless, as noted by C. Allsopp, it is of great importance that a single, technical institution can reconcile complex tradeoffs between mid-term price stability and stabilization. If the CB is in charge of such a mission, then fiscal policies should be internalized, and a separation of IT from regulation/financial stability issues should be undertaken.

✓ Meanwhile, the Treasury should be the entity that focuses on sustainability and good "housekeeping" (opinion shared by C. Allsopp). The example of the UK was cited: in 1997 the country faced a major appreciation of its currency, which stayed overvalued for a decade. The CB did a poor job at targeting specific sectors of the economy leading to simultaneous stagnation of manufacturing and growth in the service sector. Had the Treasury been more involved results could have been more homogeneous. This should be a warning for Mediterranean economies in which the Treasury denies responsibility of macroeconomic sustainability.

✓ The CB needs to be transparent (opinion shared among others by Central Bank representatives). Inflation targeting is an exercise in managing expectations, in doing so the CB sends messages to agents and affects expectations of decision makers. Therefore transparency through communication is a strategy of forming coalitions between the CB and other agents.

✓ Growth in monetary aggregates gives information that can be valuable to inflation predictions (opinion shared by ECB representatives). It might be less valuable for short and medium term stabilization purposes but it is so for long term inflation. A CB that does not look at growth in monetary aggregates does a poor job in forecasting inflation.

✓ Conventional Portfolio Models may lead to wrong conclusions (opinion shared by Erinc Yeldan). Indeed, a CB may find it improper to increase the interest rate because it judges it may aggravate fiscal fragility and jeopardize debt sustainability.

✓ From the discussion, it was derived that three types of monetary systems exist (presentation made by

Quels points ont été évoqués lors de la discussion ?

✓ La BC a besoin d'être indépendante pour répondre à ses objectifs de stabilisation. Ceci dit, doit-elle avoir comme unique objectif le ciblage d'inflation ou peut-elle ajouter aussi un deuxième objectif (le maintien de l'emploi a été cité comme exemple)? Si nous prenons la Réserve Fédérale comme exemple alors il est en effet possible d'avoir une multitude d'objectifs (même si l'objectif du ciblage d'inflation reste prédominant). En fin de compte, ce choix n'a pas vraiment d'importance, ce qui importe le plus c'est que le mandat de la BC puisse établir un ensemble prévisible de fonctions de réaction (opinion partagée par C. Allsopp).

✓ En outre, les intervenants ont noté qu'il est difficile d'avoir un seul instrument et de multiples objectifs à la fois, d'autres dispositifs que le taux d'intérêt pourraient être employés dans les pays méditerranéens (ce qui est déjà le cas dans d'autres régions du monde). Globalement, la politique fiscale, la réglementation et d'autres mesures ont leur rôle à jouer aux côtés de la politique monétaire. Cependant, chaque pays a ses propres spécificités, il n'y a donc pas de bonne réponse quant au choix précis d'instruments à utiliser dans les économies méditerranéennes (opinion partagée par A. Galal). Néanmoins, comme le note C. Allsopp, il est d'importance capitale qu'un établissement unique et technique puisse réconcilier des arbitrages complexes entre stabilité des prix à moyen terme et objectifs de stabilisation économique de long terme. Si la BC est responsable d'une telle mission, les politiques fiscales doivent être internalisées, et la politique de ciblage d'inflation doit être séparée d'autres objectifs réglementaires et financiers.

✓ Dans le même temps, le Trésor doit être responsable de la stabilité économique (opinion partagée par C. Allsopp). L'exemple du Royaume-Uni a été cité : en 1997 le pays a fait face à une appréciation conséquente de sa monnaie ce qui lui a valu une surévaluation pendant une décennie. La BC n'a pas fait un bon travail dans le ciblage de secteurs spécifiques de l'économie ce qui a entraîné une stagnation du secteur manufacturier et la croissance du secteur de services. Si le Trésor avait été plus impliqué les résultats auraient pût être plus homogènes. Ceci devrait être perçu comme un avertissement pour les économies méditerranéennes dans lesquelles le Trésor nie sa part de responsabilité dans le maintien de la stabilité macro-économique.

✓ La BC doit être transparente (opinion partagée entre autres par les représentants des Banques Centrales). Le ciblage d'inflation est un exercice de gestion des anticipations, c'est ainsi que la BC envoie des messages aux agents et affecte les prévisions des décideurs politiques. Par conséquent la transparence à travers la communication est une stratégie qui permet la formation de coalitions entre la BC et d'autres agents économiques.

✓ La croissance des agrégats monétaires fournit des informations utiles aux prévisions d'inflation (opinion partagée par les représentants de la BCE). Ceci est moins apparent pour des objectifs de stabilisation à court et moyen terme mais il en est ainsi pour l'inflation à long terme. Une BC qui n'examine pas l'évolution des agrégats

D. Cobham): a) Primitive with a small banking system and no CB, that just need to buy foreign currency, b) Intermediate, which are more sophisticated, with a CB that uses few monetary policy instruments and a bond market that enables separation between monetary and fiscal policy, c) Modern, with a CB that has great technical capacity and independence, a developed money market and an interbank market where the CB can intervene and affect interest rates. IT fits naturally in a modern system, as well as in some intermediate systems (most of MENA countries). However, in both systems a money market is required and operating such market is costly and requires trained personnel. In other words there might be a minimum size of economy where it makes sense not to have such a market. This is something that smaller MENA economies should consider.

✓ Moreover, Mediterranean countries will have to deal with an increase in remittances, a decrease in exports, and the probability of a massive outflow of FDI which will bring depreciation of exchange rates and consequently substantial inflationary pressures. Therefore, is IT the best way to minimize the impact of the financial crisis on MENA economies? Participants discussed the fact that preconditions for IT are far more serious than what is commonly believed; institutions impose costs that are in some instances too high (ex. minimum requirements for a money market). Consequently, for some MENA countries exchange rate targeting still has obvious advantages. Even so, those attached to such policy should evaluate if they gain by keeping the dollar as their anchor instead of shifting to another currency.

✓ The exchange rate has to be redefined in a number of countries (opinion shared by Central Bank of Egypt representatives). This caveat has to be dealt with immediately since the composition of baskets varies among trading partners (for instance, in a number of developing countries food represents 40% in the CPI index instead of 10% in developed countries).

✓ Finally, whether a country follows IT or not, its private sector needs clear and visible signals, otherwise it will not be able to achieve development and growth which will have huge social implications.

What shall we keep in mind for each of the four countries?

Morocco

Since December 2006 Morocco has pursued inflation targeting (IT). Efforts with regards to transparency were made by Bank Al-Maghrib (BAM) and all necessary pre-conditions to IT were satisfied (opinion shared by BAM representatives). Economic growth (over 5% p.a during the 5 last years) became less volatile and the stock market evolved in a spectacular way. Moreover, tax provisions were implemented to "clean up" the banks from non-performing loans (up to this day, 75% of non-performing credits are being funded) and banking supervision became more effective.

monétaires fait un travail incomplet dans la prévision d'inflation.

✓ Les modèles de portefeuille traditionnels peuvent mener à de fausses conclusions (opinion partagée par Erinc Yeldan). En effet, une BC peut juger erroné d'augmenter le taux d'intérêt car une augmentation pourrait aggraver la fragilité fiscale et compromettre le maintien de la dette.

✓ Il a été clair dans la discussion que trois types de systèmes monétaires existent (présentation de D. Cobham): a) Un système primitif avec un système bancaire de petite taille et sans BC, ce dernier ayant juste besoin d'acheter des devises étrangères. b) un système intermédiaire plus sophistiqué, avec une BC qui utilise certains instruments de politique monétaire et avec un marché d'obligations qui permet la séparation entre politique monétaire et fiscale. c) un système moderne avec une BC indépendante qui a de grandes capacités techniques, un marché monétaire développé et un marché interbancaire où la BC peut intervenir et affecter les taux d'intérêt. Le ciblage d'inflation s'adapte naturellement à un système moderne, il en est de même dans certains systèmes intermédiaires (la plupart des pays MENA tombent dans cette catégorie). Cependant, dans les deux types de système un marché monétaire est nécessaire, le fonctionnement d'un tel marché est toutefois coûteux et exige un personnel qualifié. En d'autres mots, il existe vraisemblablement une taille minimum d'économie où il serait préférable de ne pas disposer d'un tel marché ce qui doit être pris en compte par les plus petits pays de la zone MENA.

✓ En outre, les pays méditerranéens devront faire face à une augmentation des rémittances, une diminution des exportations, et la probabilité d'une sortie massive d'IDE qui mènera à une dépréciation du taux de change et par conséquent à des pressions inflationnistes substantielles. Par conséquent, le ciblage d'inflation est-il la meilleure disposition pour réduire au minimum l'impact de la crise financière sur les économies des pays MENA ? Les participants ont évoqué le fait que les conditions préalables au ciblage d'inflation sont bien plus importantes que ce qui est perçu, les établissements imposent des coûts parfois trop élevés (ex. conditions préalables à la mise en place d'un marché monétaire). En conséquence, le ciblage du taux de change pour certains pays MENA garde des avantages incontestables. Néanmoins, les économies attachées à cette politique doivent estimer si elles ont à gagner avec le maintien du dollar comme devise d'ancrage plutôt que de basculer vers une autre devise.

✓ Le taux de change doit être redéfini dans certains pays (opinion partagée par les représentants de la Banque Centrale d'Egypte). Cet avertissement doit se concrétiser en un traitement immédiat car la composition des paniers de consommation varie parmi les partenaires commerciaux (à titre d'exemple, dans un certain nombre de pays en voie de développement la nourriture représente 40% de l'index dans le CPI contre 10% dans les pays développés).

✓ Pour finir, qu'un pays adopte une politique de ciblage d'inflation ou non, le secteur privé aura toujours besoin de signaux clairs et nets de la part des autorités, autrement il ne pourra pas croître et se développer ce qui

However, Morocco is not completely immune to the financial crisis' consequences on the financial sector and the real economy. For instance, there is a lack of data, which excludes the possibility of observing how "healthy" real-estate assets really are (the BAM launched a study on that issue, however reliable indicators shall be obtained as soon as possible). Moreover, liquidity remains limited for a great number of firms in spite of stock market development. Last but not least, the presence of preconditions for the adoption of IT masks the fact that Morocco already had a weak inflation rate - less than 2% on average since the mid90 (points underlined by the floor). This observation led participants to wonder as to the viability of IT in Morocco. An alternative regime could indeed be more adaptable in order to avoid problems linked to exchange rate appreciation.

Tunisia

Tunisia undertook a gradual transition policy towards IT. The banking system was aimed at improving its lending indicators and is now consistent with international standards (opinion shared by CBT representatives). To date, the current deficit is at 3%, the debt rate is at 39% and the budget deficit is under control in spite of tariff dismantling. Moreover, the CB undertook a series of measures to circumvent the crisis. For example, in March 2008 measures were put in place to ensure financing for house-owning (at fixed interest rates). The CB now compels banks to inform their customers on the risks of increasing fees if the interest rate was to change.

Even so, in spite of its efforts Tunisia is exposed to the risk of external demand deceleration due to the financial crisis (opinion shared by Mongi Boughzala). Moreover, certain mechanisms still allow the government to use banks as intermediaries to finance its budget deficit. A significant stake also lies in the banking environment. Until now Tunisian banks register a high rate of non-performing loans. Moreover, previous monetary experience (bankruptcy rate of 60%) implies the system is still frail. At this point workshop participants questioned the viability of IT led by the Tunisian CB. The financial system does not yet seem completely prepared. Controlling for inflation might be a reliable measure nevertheless instead of pursuing explicit IT the country would have more to gain by limiting itself to a number of measures that would ensure CB credibility. In other words, implicit targeting which allows a little more freedom should be more adequate. Obviously exchange rate flexibility is necessary in order to stimulate exports (and to loosen interest rate pressure) which consolidates an implicit targeting choice.

Egypt

Until 2005, the CBE used various quantitative and price instruments (reserve requirements, government securities, repo and reverse repo operations, the CBE discount rate) the latter being responsible in many instances for the lack of consistency in monetary management (opinion shared by CBE representatives). Moreover, linking the policy decisions to macroeconomic outcomes was complicated by the structure of the banking sector itself. A deep reform of the latter was undertaken in 2004 to respond to the problems and allow the transition to IT. Reform was made in agreement with the political authorities aiming at modernization of the

aura des conséquences sociales néfastes.

Que retenir pour chacun des quatre pays ?

Maroc

Depuis décembre 2006 le Maroc suit une politique de ciblage d'inflation. Des efforts en matière de transparence ont été faits par la Banque Al-Maghrib (BAM) et les pré-requis au ciblage d'inflation étaient présents (opinion partagée par les représentants de BAM). La croissance économique (plus de 5% par an lors des 5 dernières années) est devenue moins volatile et le marché boursier s'est développé de façon spectaculaire. En outre, des dispositions fiscales ont été mises en œuvre pour « nettoyer » les banques des créances douteuses (à ce jour, 75% des créances en souffrance sont provisionnées) et le contrôle bancaire est devenu plus efficace.

Cependant, le Maroc n'est pas à l'abri de toute retombée sur le secteur financier et l'économie réelle. Par exemple, il existe un manque de données qui excluent la possibilité d'observer la « santé » des actifs immobiliers (la BAM a lancé une étude, ceci dit l'obtention d'indicateurs fiables doit se faire rapidement). De plus, la liquidité reste limitée pour un grand nombre de sociétés malgré le développement du marché boursier. Enfin, les conditions de départ pour l'adoption du ciblage d'inflation masquent le fait que le Maroc avait déjà une inflation faible (moins de 2% en moyenne depuis le milieu des années 90) (points relevés par l'audience). Ceci a conduit les intervenants à s'interroger sur la viabilité du ciblage d'inflation au Maroc, un régime alternatif pouvant être plus adapté pour parer aux problèmes d'appréciation du taux de change.

Tunisie

La Tunisie a entrepris une politique de transition graduelle vers le ciblage d'inflation. Le système bancaire s'est orienté vers l'amélioration de ses indicateurs de crédits et répond aux standards internationaux (opinion partagé par les représentants de la BCT). A ce jour, le déficit courant est à 3%, le taux d'endettement à 39% et le déficit budgétaire est maîtrisé en dépit du démantèlement tarifaire. De plus, la BC a entrepris une série de mesures pour parer à la crise. Par exemple, en Mars 2008 des mesures de financement de l'habitat (à taux d'intérêt fixe) ont été mises en place. La BC oblige à présent les banques d'informer leurs clients sur les risques d'augmentation des charges si le taux d'intérêt venait à changer.

Ceci dit, malgré ses efforts la Tunisie est exposée au risque de ralentissement de la demande extérieure suite à la crise financière (opinion shared by Mongi Boughzala). En outre, certains mécanismes permettent toujours à l'Etat d'utiliser les banques pour combler son déficit budgétaire. Un enjeu important réside aussi dans le secteur bancaire. A ce jour les banques tunisiennes enregistrent un taux élevé de créances à risque. De plus, l'expérience monétaire passée (taux de faillite de 60%) laisse sous-entendre que le système est encore fragile. C'est à ce point que les intervenants se sont interrogés sur la viabilité du ciblage d'inflation par la BC en Tunisie. Le système financier n'est pas encore totalement préparé, le contrôle de l'inflation est une bonne mesure mais au lieu d'avoir un ciblage explicite le pays aurait plus d'intérêt à se limiter à un nombre de mesures qui assureraient aussi la crédibilité de la BC. En d'autres mots, un ciblage implicite permettant un peu plus de liberté serait préférable. Il est aussi évident qu'une flexibilité du taux de change est nécessaire afin de stimuler

foreign exchange market, reinforcement of the monetary policy framework and better banking supervision. Results did not take long to materialize, weaker banks left the system (through sales or mergers) and their number went from 57 in 2004 to 39 in 2007, with a corresponding increase in the average bank size. Moreover, the CBE tackled the resolution of the remaining non-performing loans.

Turkey

Failure of fiscal policy in Turkey during the mid 90s wiped out the CB credibility and constrained future policy makers (opinion shared by F. Ozatay). Any violation of the primary surplus would immediately be translated into negative reactions from financial markets. Despite suggestions from the IMF the Central Bank of Turkey (CBT) did not hurry to adopt inflation targeting, it was indeed more preoccupied by the issue of fiscal dominance while other preconditions to IT were also not met (backward looking pricing, high pass through effect). The primary deficit was the key to reduce public debt, however, the lack of credibility drove the currency to depreciate which in turn would aggravate debt and lead to a vicious cycle. In 2002 the CBT announced its objective of price stability, short-term rates were changed based on inflation outlook and the whole rationale was explained to the public in an effort of communication policy.

It was not until 2006 that Turkey moved to formal IT. While inflation was always below target with implicit IT, the same did not happen in the explicit regime where targets were always missed especially in 2008. A number of facts could explain the positive deviations (opinion shared by F. Ozatay): the way the governor of the CBT was changed raised questions on independence, political polarization increased, and high energy and food prices combined with a rising trend in metal prices brought the 2008 initial target of 4% to 9.3%. Participants underscored the lessons learned from the Turkish experience: links between classical monetary aggregates and inflation were weaker because of the introduction of new financial assets, financial deepening and a freer capital account. In addition, participants added that a greater awareness of risks should be needed on open currency of banks, maturity mismatches as well as sources of current account deficit (public or private) (opinion shared by Erinc Yeldan).

The final debate

In their closing statements, participants noted that:

- ✓ As a region, MENA does not look completely ready for IT, even if individual countries have satisfying indicators the total amounts traded are still limited.
- ✓ IT is an exercise in managing expectations. Every CB should send clear, general messages which affect expectations of decision makers. Thus, a CB has a

les exportations (et relâcher la pression sur les taux d'intérêt) ce qui consolide le choix du ciblage implicite.

Egypte

Jusqu'en 2005, la BCE a fait appel à divers instruments quantitatifs et monétaires (conditions sur les réserves, garanties du gouvernement, pensions livrées, taux d'escompte de la BCE), ces derniers étant responsables dans nombreux cas du manque d'uniformité de la gestion monétaire (opinion partagée par les représentants de la BCE). De plus, le rattachement des décisions politiques aux résultats macro-économiques a été compliqué par la structure même du secteur bancaire. Une profonde réforme de ce dernier a été entreprise en 2004 pour répondre aux problèmes et permettre le passage au ciblage d'inflation. Cette réforme a été faite en accord avec les instances politiques visant l'évolution du marché des changes, le renforcement du cadre de politique monétaire et un meilleur contrôle des banques. Les résultats se sont vite fait sentir, les banques les plus faibles sont sorties du système (à travers des fusions ou rachats) et leur nombre est passé de 57 en 2004 à 39 en 2007, avec une hausse conséquente de leur taille moyenne. En outre, la BCE a procédé aux « nettoyage » des créances à risque restantes.

La BCE a une entière indépendance opérationnelle pour accomplir son objectif de stabilité des prix. Cependant, le financement de l'Etat est techniquement toujours possible (même si ce dernier a été réduit à 10% du revenu des 3 dernières années). La discussion n'a pas révélé si un tel arrangement contredisait l'indépendance de la BCE, l'Egypte étant toujours dans une étape transitoire vers le ciblage d'inflation. De façon générale, plusieurs mesures ont été prises pour moderniser le cadre de la BCE, néanmoins certaines conditions préalables ne sont toujours pas satisfaites et des mesures supplémentaires sont entreprises (ex. meilleurs communication, réajustement du prix de carburant) pour combattre un taux d'inflation réel de plus de 10%.

Turquie

L'échec de la politique fiscale en Turquie pendant le milieu des années 90 a effacé la crédibilité de la BC et a handicapé les futurs décideurs politiques (opinion partagée par F. Ozatay). Toute violation de l'excédent primaire se traduirait en réaction négative des marchés financiers. En dépit des suggestions du FMI, la banque centrale de Turquie (BCT) ne s'est pas précipitée à adopter le ciblage d'inflation. En effet elle a davantage été préoccupée par la question de la dominance fiscale tandis que d'autres conditions préalables au ciblage n'étaient également pas vérifiées (backward looking pricing, high pass through effect). Le déficit primaire a été la clef pour réduire la dette publique, mais le manque de crédibilité a conduit la monnaie à se déprécier ce qui a aggravé la dette et entraîné un cercle vicieux. En 2002 la BCT annonça son objectif de stabilité des prix, les taux à court terme ont été revus selon les prévisions d'inflation et le raisonnement de la BCT a été présenté au public dans un effort de la nouvelle politique de communication.

decision role to play. (opinion shared by H. Ersel)

✓ Price stability should be the main objective of every CB. Growth and inflation projections do not always coincide and in the long run price stability is the best way to sustain growth. (opinion shared by ECB representatives)

✓ It was reaffirmed that it's difficult to have a single instrument and multiple policy objectives simultaneously, and that other instruments could be used (opinion shared by A. Galal)

✓ IT might not be the best way to minimize the impact of the financial crisis on MENA. For some MENA countries exchange rate targeting still has obvious advantages. Inflation could be controlled but not targeted.

✓ Whichever system is chosen, the important thing is that it can be easily "put back" in case of a crisis. In that perspective, pursuing price stability might ultimately be the best long term objective. (opinion shared by C. Allsopp)

Ce n'est qu'en 2006 que la Turquie a migré vers le ciblage formel d'inflation. Tandis que le taux d'inflation était toujours en dessous des prévisions lors du ciblage implicite, la même chose ne s'est pas reproduite dans le régime explicite où les cibles ont été manquées dans la totalité des cas, notamment en 2008. Un certain nombre de faits expliquent les déviations positives (opinion partagée par F. Ozatay) : la façon dont le gouverneur de la BCT a été remplacé a soulevé des questions sur l'indépendance de cette dernière, la division politique a augmenté, et les prix élevés de l'énergie et des denrées alimentaires combinés à une tendance à la hausse du prix des métaux ont porté en 2008 la cible initiale inflationniste de 4% à 9.3%. Les intervenants ont souligné les leçons enseignées par l'expérience turque : les liens classiques entre agrégats monétaires et l'inflation étaient plus faibles que prévu en raison de l'introduction de nouveaux actifs financiers, de l'approfondissement financier et d'un compte de capital plus ouvert. En outre, les participants ont ajouté qu'une plus grande conscience des risques est nécessaire sur les opérations en devise des banques, les disparités de maturité des titres ainsi que sur les sources (publiques ou privées) de déficit de la balance des paiements (opinion partagée par Erinc Yeldan).

Le débat final

Dans leurs commentaires finaux, les participants ont noté que :

✓ En tant que région, MENA ne semble pas entièrement prête pour le ciblage d'inflation, même si différents pays ont des indicateurs satisfaisants, les montants totaux échangés restent limités.

✓ Le ciblage d'inflation est un exercice de gestion d'anticipations. Toute BC doit envoyer des messages clairs et généraux qui affectent les anticipations des décideurs politiques. Donc, une BC doit assurer un rôle de décideur (opinion partagée par H. Ersel).

✓ La stabilité des prix devrait être l'objectif principal de toute BC. Les estimations de croissance et d'inflation ne coïncident pas toujours et à long terme la stabilité des prix est la meilleure façon d'entretenir la croissance (opinion partagée par représentants de la BCE).

✓ Il a été réaffirmé qu'il est difficile d'avoir un seul instrument et de multiples objectifs politiques simultanément et que d'autres instruments pourraient être utilisés (opinion partagée par A. Galal).

✓ Le ciblage d'inflation n'est peut-être pas la meilleure solution pour réduire l'impact de la crise financière sur les pays MENA. Le ciblage du taux de change pour certains pays MENA garde des avantages incontestables. L'inflation pourrait être contrôlée mais pas ciblée.

✓ Quel que soit le système choisi, la chose la plus importante est qu'il puisse être « remis en place » facilement dans le cas d'une crise. A cet égard, poursuivre la stabilité des prix est probablement le meilleur objectif à long terme (opinion partagée par C. Allsopp).

Recent Publications



Available for download:

(1) FEMISE published its 2007 Annual Report on the EU-Med Partnership (English Version):

<http://www.femise.org/Pub-indic/an-07.html>

(2) Research Reports of the FEMISE first Internal Consultation:

http://www.femise.org/activites/ci2006/ci2006_research_index.html

Members' News



FEMISE network has the pleasure to welcome a new member to the network: **L'Observatoire National des Sciences et de la Technologie (ONST)** represented by Dr. Hatem M'henni.

FEMISE network is now composed of 76 institutes: where 35 represent the 10 Mediterranean Partners and 41 represent the European Union.

For a list of members consult the website on: http://www.femise.org/Presentation/Femise_net.html.

FEMISE is encouraging non-profit organizations and institutes from the EU-Med Region to join the Network. For more information about the benefits of the active members and how to become a member visit the FEMISE website: <http://www.femise.org/Presentation/adhesion.html>

If you are not a member and would like to become one please contact us directly: m.louis@femise.org

To Subscribe/ Unsubscribe...



To subscribe/unsubscribe to this newsletter, please send an email to: inside@femise.org

Publications récentes



Disponible au téléchargement

(1) Rapport Annuel 2007 sur le Partenariat (version anglaise) : <http://www.femise.org/Pub-indic/an-07.html>

(2) Rapports de Recherches de la première Consultation Interne de FEMISE

http://www.femise.org/activites/ci2006/ci2006_research_index.html

Nouvelles des Membres



Le réseau FEMISE a le plaisir d'accueillir le nouveau membre du réseau : **L'Observatoire National des Sciences et de la Technologie (ONST)** représenté par Dr. Hatem M'henni

Le réseau FEMISE est désormais composé de 76 instituts : dont 35 représentants les 10 partenaires méditerranéens et 41 représentants les pays de l'UE.

Pour une liste des membres, consulter le site web à : http://www.femise.org/Presentation/Femise_net.html.

Le FEMISE encourage les associations et les instituts de la région Euro-med à rejoindre le Réseau. Pour plus d'informations concernant les avantages des membres actifs et comment devenir membre, visiter le site web du FEMISE: <http://www.femise.org/Presentation/adhesion.html>

Si vous n'êtes pas un membre Femise, mais souhaitez en devenir un veuillez nous contacter directement: m.louis@femise.org



Pour s'inscrire ou se désinscrire à cette newsletter, Merci d'envoyer un email à : inside@femise.org