

OUVERTURE EN COMPTE CAPITAL ET POLITIQUES DE CHANGE CAS DU MAROC, DE LA JORDANIE ET DE LA TUNISIE

Par Mohamed Sami BEN ALI

Mohamed Sami Ben Ali est Professeur d'économie et de finance internationale à l'Institut des hautes études commerciales de Sousse, Tunisie.

Résumé :

Pour beaucoup d'économies émergentes libéralisant les mouvements de capitaux, la question du choix du régime de change représente probablement l'unique importante décision de politique macro-économique. C'est dans ce cadre que s'inscrit ce travail, qui s'intéresse à la problématique de la politique de change optimale dans une perspective d'ouverture aux mouvements des capitaux dans trois économies émergentes de la région MENA (*Middle East and North Africa*) relativement avancées dans la libéralisation de leur compte capital : le Maroc, la Jordanie et la Tunisie.

Mots clés : Régime de change, libéralisation, mouvements de capitaux. (JEL classification: F31, F32).

OUVERTURE EN COMPTE CAPITAL ET POLITIQUES DE CHANGE CAS DU MAROC, DE LA JORDANIE ET DE LA TUNISIE

Les régimes de change qui existent dans le cadre du système monétaire actuel, ainsi que le système lui-même, sont profondément différents dans leurs conceptions et dans leurs fonctionnements de ceux qui avaient été envisagés dans le cadre de la conférence de Bretton Woods.

A l'époque, les flux de capitaux n'avaient qu'un rôle limité, voir négligeable dans le financement des déséquilibres des paiements. Depuis lors, le système monétaire international a connu une importante intégration des marchés de capitaux internationaux et une forte progression des mouvements de libéralisation. Cette intégration pose avec acuité la problématique du choix du régime de change optimal dans une configuration d'ouverture aux mouvements des capitaux.

La problématique du choix de régime de change a, depuis la fin des années 1950, retenue l'attention des économistes. Depuis lors, elle n'a pas perdu de son actualité et continue à foisonner de nouvelles contributions aussi bien théoriques qu'empiriques ainsi que de nouvelles perspectives de recherche. L'instabilité croissante que ne cesse de connaître la finance mondiale a fait de cette question une priorité de premier plan pour la majorité des économies émergentes intégrées ou en voie d'intégration des marchés de capitaux internationaux.

Cette question du choix du « bon » régime de change ou du régime de change optimal est devenue problématique et souvent sujet à équivoques : serait-il plus pertinent d'un point de vue économique de fixer le taux de change pour assurer la stabilité, de le flexibiliser pour permettre à l'économie de s'ajuster plus facilement aux chocs, ou plutôt considérer un régime de change intermédiaire ? Quel régime de change les économies émergentes choisiront dans une configuration d'ouverture aux mouvements de capitaux ?

Sur l'ensemble des pays de la région MENA (*Middle East and North Africa*), trois pays sont relativement avancés dans le processus de libéralisation du compte capital : le Maroc, la Jordanie et la Tunisie.

Ces dernières années, ces trois économies ont accompli des efforts considérables dans l'assouplissement de leur contrôle sur les transferts des non résidents et ciblent dans le futur une ouverture totale aux mouvements de capitaux. A la lumière de ces changements, la question du choix du régime de change optimal revient avec acuité dans ces pays.

C'est dans ce cadre que s'inscrit ce travail, qui s'intéresse à la problématique du choix politique de change optimale dans une perspective d'ouverture aux mouvements de capitaux dans ces trois économies. Pour ce faire, nous analyserons dans une première section les politiques actuelles de change dans les pays étudiés pour formuler dans la deuxième section quelques points de repères pour la conception des politiques de change futures dans ces économies.

LES POLITIQUES DE CHANGE ACTUELLES

Si l'on se réfère à la typologie établie par le Fond Monétaire International (FMI) dans son rapport annuel, les pays étudiés avaient ou ont encore sous une forme ou une autre un régime de rattachement, soit par rapport à une seule devise soit par rapport à un panier de devises, même si les faits mettent en évidence un effort particulier de la part de ces pays pour transiter vers des régimes plus souples¹.

Le Maroc

Initialement, le dirham marocain était rattaché au franc français. En juin 1996, le Maroc avait passé vers un régime à bande de fluctuation autour d'une parité centrale par rapport à un panier de devises. En 1999, et avec la création de l'euro, les autorités monétaires ont changé la composition du panier pour inclure l'euro, le dollar et la livre sterling.

Cette politique de change n'a pas épargné le dirham marocain d'une appréciation, réelle et nominale, sur une longue période, suite à la dépréciation du dollar depuis 2001 et en raison du poids élevé de ce dernier dans le panier de référence. Une telle politique a ponctionné une part de la compétitivité de ses exportations à cause de l'appréciation du dirham par rapport aux devises de ses concurrents directs, notamment la Tunisie et l'Egypte, poussant Bank EL Maghrib (Banque centrale du Maroc) à ajuster les pondérations du panier en faveur de l'euro entraînant une dépréciation du taux de change effectif nominal.

Le régime de change du Maroc a eu toujours comme vocation d'assurer une certaine stabilité du dirham vis-à-vis de ses principaux partenaires, dans l'objectif d'un équilibre de la Balance des paiements. De plus, les restrictions imposées sur les mouvements de capitaux sortants des résidents ont assuré à la Banque centrale du Maroc une emprise sur la politique monétaire. Comme le montre les graphiques ci-dessous les flux de capitaux restent en quasi-totalité des flux entrants d'investissement directs étrangers aussi bien pour le Maroc que pour la Tunisie et la Jordanie².

Durant l'année 2006 la position extérieure du Maroc s'est améliorée. Le compte courant a affiché un solde positif et la balance commerciale s'est stabilisée à son niveau de 2005 grâce aux performances des secteurs exportateurs qui ont pu annuler les effets de l'augmentation des prix du pétrole. Les réserves de changes ont atteint des niveaux satisfaisants à la fin avril 2007.

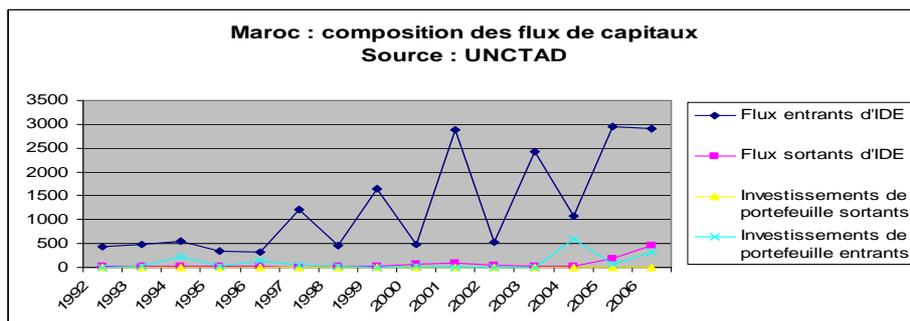
¹ Selon l'*Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions*, le Maroc a poursuivi depuis 2002 un régime fixe conventionnel par rapport à un panier de devises, la Jordanie a poursuivi depuis 2002 régime fixe conventionnel par rapport à une seule devise (le dollar) alors que la Tunisie a poursuivi de 2002 à 2004 un régime de *crawling peg* pour ensuite transiter depuis 2005 vers un régime de flottement dirigé sans aucune trajectoire prédéfinie pour le taux de change.

² Le Maroc, la Tunisie et la Jordanie ont des ratios IDE/PIB relativement élevés et qui sont dans une tendance haussière. Les investisseurs étrangers dans la région sont surtout originaires de l'Europe, des Etats-Unis et à un degré moins élevé des pays arabes.

Dans le proche avenir, la politique de change du Maroc s'est fixée comme objectif, de cantonner l'inflation dans des sentiers acceptables afin de limiter l'appréciation réelle du dirham et préserver sa compétitivité.

Dans le moyen terme, et dans la finalité d'une plus grande ouverture, les autorités monétaires marocaines continuent d'éliminer progressivement les restrictions sur les transactions des résidents ce qui est de nature à dynamiser le marché des changes.

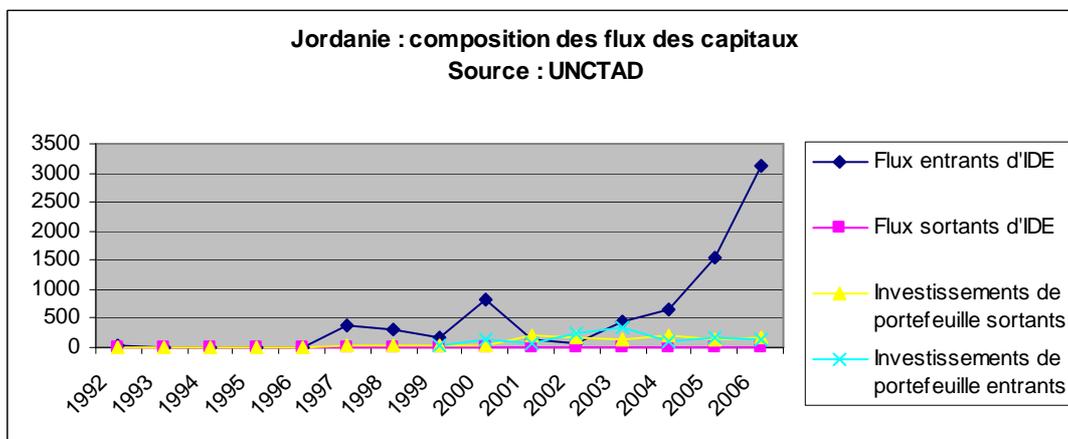
La question de la convertibilité du dirham marocain reste au centre des préoccupations des autorités monétaires marocaines. Après avoir décrété en 1993 la convertibilité des opérations courantes de la balance des paiements au sens de l'article 8 des statuts du FM, les opérations de libéralisation du compte capital continuent de gagner du terrain.



La Jordanie

La Jordanie, petite économie ouverte, principalement exportatrice de minéraux, a commencé à rattacher sa monnaie au dollar en 1995. Globalement, ce régime de changes fixes lui a permis de rester compétitive malgré l'appréciation du dollar durant ces dernières années grâce, principalement, aux réformes économiques, à l'accord d'association avec l'union européenne et à l'accord de libre échange conclu avec les Etats-Unis.

Pour stabiliser la valeur du dinar, les autorités monétaires jordaniennes ont toujours pratiqué des interventions sur le marché des changes et des ajustements dans le taux d'intérêt. Il faut noter que ce régime de change a bien servi l'économie jordannienne assurant à la fois la stabilité du taux de change et l'absence de pressions spéculatives sur le dinar. Il lui a également permis de réduire les pressions inflationnistes et de faire face aux effets des chocs nominaux.



La Tunisie

Depuis une dizaine d'années, la Tunisie applique une politique de ciblage d'un taux de change effectif réel stable, dès lors que l'objectif recherché des autorités reste le maintien de la

compétitivité externe. La parité fixité ajustable définie par rapport à un panier de devises (constitué majoritairement de l'euro et du dollar), dont la manipulation sur la base de certains indicateurs prédéterminés, permettait d'assurer la compétitivité du taux de change de la monnaie nationale tout en assurant la stabilité nominale.

Jusqu'à l'établissement du marché de change interbancaire au comptant en mars 1994, les transactions sur ce marché étaient réservées exclusivement à la Banque Centrale de Tunisie ou le dinar tunisien été rattaché à un panier de devises avant de passer à un régime de flottement dirigé où le taux de change du Dinar tunisien a été, depuis cette date, déterminé librement sur le marché de change interbancaire entre les intermédiaires officiels de la place de Tunis. La Banque Centrale intervient sur ce marché et publie le taux de change interbancaire des devises. L'intervention de la Banque Centrale de Tunisie est généralement motivée par l'objectif du maintien de la stabilité du taux de change effectif réel.

Si l'on retient la classification officielle, le régime de change en Tunisie correspond à un régime de flottement administré. Cependant, la gestion active et discrétionnaire de la politique de change par la Banque Centrale de Tunisie laisse supposer que le régime de change officiel ne rend pas compte du régime de change réellement suivi par la Tunisie qui représente plutôt un système d'ancrage *de facto* à l'euro (Mouley, 2000).

Aussi, selon la mission consultative du Fond Monétaire International en Tunisie, « le marché des changes, et par conséquent le taux de change du Dinar, reste réglementé » (IMF, 2005). En effet,

« Depuis 2002, la Banque Centrale de Tunisie poursuit une dépréciation régulière du taux de change effectif réel du Dinar tunisien, essentiellement au moyen d'interventions visant les taux de change nominaux » (IMF, 2005).

La politique de change officielle de la Tunisie est donc une politique de flottement administré. L'intervention de la Banque Centrale montre que c'est l'intervention qui domine plutôt que le flottement. L'objectif des autorités étant d'assurer la stabilité du taux de change réel par souci de compétitivité. A en juger par la trajectoire du taux de change réel depuis une quinzaine d'années, on peut dire que la Tunisie a su assurer cette stabilité. Le succès de cette politique revient en partie au contrôle sur les mouvements de capitaux, les politiques monétaires et budgétaires prudentes et l'absence de chocs notables sur ses termes de l'échange.

En Tunisie, l'année 1992 représente une année de référence pour son économie. Elle correspond à la déclaration, le 27 décembre de cette année-là, de la convertibilité courante du Dinar tunisien. Cette déclaration marque une date importante dans l'assouplissement du contrôle de change en Tunisie. En effet, des mesures concrètes d'assouplissement des contrôles sur les capitaux ont concerné les transferts avec l'étranger au titre des opérations courantes ainsi que certaines opérations financières. Depuis cette date, le principe est la liberté des transferts au titre d'opérations courantes et en capital pour les non résidents, et une liberté de transfert limitée pour les opérations courantes pour les résidents.

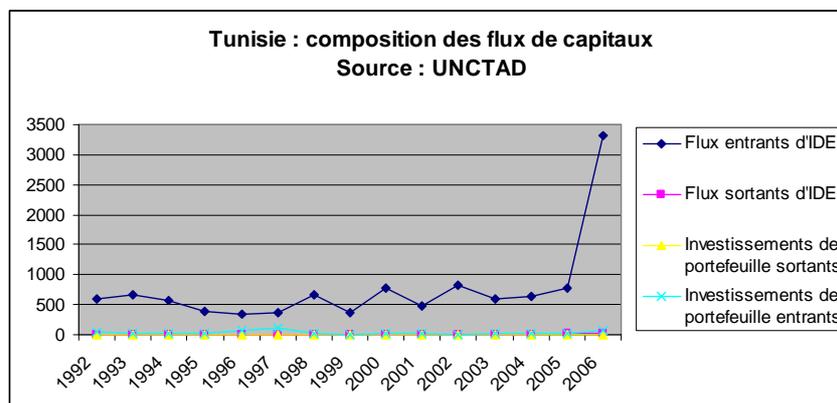
Comme le montre le graphique ci-dessous, les transactions en compte capital restent négligeables car demeurant sous un contrôle assez strict. A l'exception des transactions par les non résidents, la réglementation exige l'accord préalable de la Banque Centrale de Tunisie pour la majorité des transferts de capitaux et les prêts étrangers.

Notons que durant ces dernières années, la Tunisie a pu augmenter son accès aux marchés de capitaux internationaux. Cet accès est cependant quasi exclusivement public³. Ceci s'est traduit par un endettement public excessif, une grande exposition du secteur public au risque de change, et une absence de diversification des sources de financement de la balance des paiements. Ainsi, la Tunisie continue à supporter un fardeau important pour le financement de son économie, principalement à cause du poids important de la dette publique, du fait de l'accès limité du secteur privé aux marchés de capitaux internationaux.

En 2005, les autorités tunisiennes ont lancé un plan pour une libéralisation graduelle en trois phases du compte capital.

³ Vers la fin de l'année 2000, l'endettement public compte pour 97 % (74 % pour le gouvernement central et 23 % pour les entreprises publiques) de la dette extérieure de moyen et long termes.

Dans une première phase, les autorités ont commencé à libéraliser les flux de capitaux à moyen et long termes. La deuxième phase dont l'achèvement est prévu pour le début de l'année 2009, concerne la libéralisation de l'investissement direct et en portefeuille par les tunisiens à l'étranger. La troisième phase prévoit l'achèvement de la convertibilité totale du dinar tunisien vers la fin 2009 - début 2010. Ce qui se traduira par une liberté de transfert des capitaux vers des pays étrangers et une libéralisation totale des flux d'investissement pour les résidents et les non résidents.



POURQUOI CHANGER LES RÉGIMES ACTUELS ?

Des programmes de libéralisation introduits par plusieurs pays du MENA dans les années récentes, avec le soutien de la banque mondiale et du FMI visent une plus grande intégration des économies nationales dans l'économie internationale et une ouverture de leurs comptes de capital.

Cette intégration s'inscrit dans une logique dont la finalité est de permettre à chaque pays de tirer parti de son avantage comparatif par rapport aux autres, d'accéder aux sources de financement pour compléter l'épargne nationale, de faire participer le secteur privé et soutenir une plus forte croissance économique.

La libéralisation totale du change dans ces pays demeure un objectif prioritaire dont l'achèvement marque la suite et l'aboutissement des réformes engagées depuis des années dans ces pays.

Si l'application des politiques de change dans ces pays leur a permis d'enregistrer des performances économiques variées, l'effort soutenu des autorités de ces pays pour l'élimination des règles qui brident le fonctionnement du marché aussi bien au niveau interne qu'externe, l'ouverture accrue de ces économies, la volonté d'asseoir la politique monétaire sur les mécanismes de marché avec la libéralisation imminente des mouvements de capitaux, sont autant d'éléments qui risquent de compromettre la conduite de telles politiques de change dans le futur.

Si les expériences de libéralisation des mouvements de capitaux partout dans le monde mettent en évidence des effets positifs sur la croissance dans ces pays, les crises des années 1990 et le début des années 2000, montrent que la libéralisation n'est pas sans problèmes et qu'elle pose des défis dans la conception des politiques de change nationales.

Un consensus semble se dégager dans la littérature quant à l'impraticabilité, l'effet déstabilisant et l'incompatibilité des parités ajustables fixes et tous les régimes qui s'y apparentent, à la mobilité des capitaux⁴.

Pour ces pays, la question du choix du régime de change représente donc une importante décision de politique macro-économique. En effet, le passage à de telles phases de libéralisation nécessite une transition vers un régime de change plus souple. La question est maintenant est

⁴ Pour une revue de la littérature relative à ce sujet, on peut se référer aux travaux d'Obstfeld et Rogoff (1995), Borbo et Schwartz (1996), Mussa *et al.*, (2000), Bubula et Otker-Robe (2003) et Fisher (2001).

de savoir s'il faut flexibiliser totalement les régimes actuels et laisser les parités des monnaies nationales flotter librement ? Ou faut-il flexibiliser graduellement en passant par des régimes intermédiaires ? Dans ce cas, quel régime de change ces économies adopteraient-elles ?

LE CHOIX OPTIMAL

Si l'on adopte l'hypothèse d'ouverture croissante aux mouvements de capitaux, l'augmentation des entrées de capitaux et la composante volatilité qu'ils pourraient éventuellement induire, le risque d'une plus grande instabilité liée aux renversements inopinés des flux de capitaux, militent en faveur de la flexibilisation du régime de change dans ces économies.

Toutefois, il est clair que sur la base d'une série d'indicateurs économiques qui conditionnent le choix du régime de change optimal, la capacité de ces économies à transiter vers des régimes de changes flottants est plutôt limitée. Les répercussions à la fois sur l'économie réelle, financière et monétaire risquent d'être assez lourdes.

Les conclusions de ce travail mettent en avant la nécessité d'une transition vers des régimes plus flexibles. La flexibilité du change, du moins dans une première phase de libéralisation, irait dans ces cas dans le sens des options intermédiaires. La question qui se pose est de savoir quel est le régime de change intermédiaire qui serait le plus approprié ?

Il est à noter qu'il n'existe pas de modèle unique pour la réussite d'une transition. L'Égypte par exemple avait choisi, en janvier 2003, d'opérer le passage au régime flottant sans étapes intermédiaires. D'autres, comme la Chine, ont procédé par étapes intermédiaires comme l'élargissement des bandes de fluctuation. Il est cependant clair que les caractéristiques économiques propres à chaque économie conditionnent la nature de cette transition.

Suivant le rythme des réformes, notamment celles qui concernent les systèmes financiers et les politiques budgétaires, ces pays pourraient avoir une déclinaison de régime de change qui passe dans un premier temps par un régime à larges bandes de fluctuations, pour flexibiliser davantage et passer dans un deuxième temps à un régime plus flexible de *flottement dirigé bonifié*.

Premier temps : un régime flexible à larges bandes de fluctuations

En se positionnant à mi-chemin entre les régimes de change polaires, ce régime vise une certaine flexibilité de la politique monétaire et du taux de change ainsi qu'une plus grande stabilité de ce dernier. Il permettrait en outre aux politiques monétaires et de change de s'ajuster pour protéger ces économies des effets des chocs associés à l'ouverture financière et plus généralement aux effets déstabilisants des capitaux spéculatifs.

Ce régime de change se présente comme un régime d'arrimage à un panier de devises avec marges de fluctuations autour d'une parité centrale mobile. C'est un régime qui allie les vertus du panier, de la bande et du régime rampant. Le principe de fonctionnement de ce régime repose donc sur ces trois éléments :

- Le premier élément consiste à arrimer sa monnaie à un panier de devises plutôt qu'à la devise d'un partenaire commercial dominant. De cette manière, il atténuerait les effets de la volatilité des taux de change lorsque les principales devises évoluent en sens opposé.

- Le deuxième élément a trait à la notion des bandes de fluctuations qui sont supposées être assez larges (jusqu'à +/- 15 %) pour que le taux de change y demeure à l'intérieur. Ainsi, les marchés auraient une idée sur la marge de fluctuation permise au taux de change ce qui peut dissuader toute action spéculative contre la valeur de la monnaie domestique. La largeur de la marge permettrait aussi aux Banques Centrales dans les économies étudiées de bénéficier d'une relative indépendance en matière de politique monétaire et de change. Ceci ne devrait pas pour autant dissimuler ni la contrainte du maintien de l'équilibre économique domestique, ni celle de l'équilibre des paiements extérieurs ou bien celle du maintien du taux de change dans la bande fixée.

- Le troisième élément concerne la parité centrale de l'intervalle de fluctuation, qui pourrait être ajustée d'une manière discrétionnaire par la Banque Centrale selon l'évolution des déterminants fondamentaux du taux de change réel. Cette parité mobile permet de s'ajuster à l'évolution des fondamentaux, fournit aux acteurs du marché un signal sur la trajectoire du taux de change, ce qui permettrait d'éviter les mésalignements fréquents et persistants.

Telle que spécifiée, la logique du régime présenté permet la définition de la valeur du taux de change par rapport à une bande de fluctuation large plutôt que par rapport à une parité, ce qui permet de concilier davantage la flexibilité et la stabilité nominale.

Les principaux avantages qui découlent de ce type de régime de change sont au nombre de trois :

- Premièrement, stabiliser le taux de change effectif : le rattachement de la monnaie domestique à un panier de devises avec marges de fluctuations autour d'une parité centrale dans le cadre d'un tel régime, représente un moyen satisfaisant pour stabiliser l'économie contre les mouvements des taux de change de ces devises. Il permet aussi d'assurer la stabilité du taux de change effectif. L'évidence empirique à cette affirmation est apportée par Ito et Ogawa (2000) qui estiment que l'effet déclenchant des crises de change qu'avaient connues les économies Sud-Est asiatiques découlait de l'ancrage uni monétaire par rapport au dollar qu'avaient ces économies. Ces auteurs montrent l'optimalité pour ces économies d'un régime d'ancrage par rapport à un panier de devises.

- Deuxièmement, parer aux mésalignements : un avantage particulièrement important que peut fournir ce régime de change, c'est qu'il permet de réduire la probabilité de mésalignement du taux de change réel lorsque l'inflation domestique demeure supérieure à celle dans les pays partenaires. En basant l'ajustement du taux de change nominal sur une règle claire, ceci permet en principe de rendre la décision du taux de change plus endogène. La parité rampante peut ainsi être ajustée selon un mécanisme de *backward looking* basé sur les différentiels d'inflation récents, ou un mécanisme de *forward looking* sur la base de l'inflation anticipée.

- Troisièmement, assurer l'indépendance de la politique monétaire : la large bande de fluctuation (définie à +/- 15 % autour de la parité centrale) qu'autorise ce régime de change, fournit une marge assez importante de flexibilité dans la gestion du taux de change pour faire face aux chocs, notamment ceux découlant de la volatilité des flux de capitaux entrants et sortants, ainsi qu'un certain degré d'indépendance dans la conduite de la politique monétaire. De plus, contrairement aux bandes étroites des régimes traditionnels de fixité ajustable, une large bande tolère les erreurs et les incertitudes souvent associées à l'estimation du taux de change d'équilibre.

Les inconvénients de ce régime sont au nombre de deux :

- Le premier a trait à la vulnérabilité des limites de la bande. En effet, même si ce régime se présente comme un régime plus flexible qu'un système fixe ajustable, ce niveau de flexibilité ne permet pas toutefois de faire face aux chocs découlant des renversements de tendance abrupts dans les flux de capitaux et dans les sentiments des marchés. Même une largeur plus importante de la bande serait probablement insuffisante pour accommoder ces chocs. En cas de chocs assez importants, et pour s'ajuster à la trajectoire du taux de change, la bande sera de plus en plus élargie jusqu'à son abandon total pour un flottage libre. L'expérience des crises de change dans certains pays comme l'Indonésie, la Russie ou la Turquie corrobore le déroulement de ce genre de scénarios. Comme conclusion, ce régime peut rencontrer les mêmes problèmes que ceux posés par les parités ajustables lorsqu'il vient sous des pressions assez importantes.

- Le deuxième est relatif à l'incapacité stabilisante, à l'insuffisance de l'ancrage nominal et au manque de transparence. Un problème majeur avec les régimes à bandes rampantes, c'est leur incapacité à assurer une stabilité adéquate et à fournir une ancre nominale satisfaisante pour la politique monétaire. Comme l'avance Williamson (2000), les anticipations des intervenants sur les marchés quant à l'inévitabilité de l'engagement des autorités pour intervenir et défendre les limites de la bande, pourrait être à la base d'une spéculation déstabilisante. La plus importante évidence à ce sujet émane de l'expérience du mécanisme de change européen. Cette incapacité relative de fournir une ancre nominale crédible pour la politique monétaire fait que ce régime pourrait être à la base d'un biais inflationniste. A cet égard, Levy-Yeyati et Sturzenegger (2001), montrent qu'historiquement, ce sont les régimes de change intermédiaires *de fait* qui présentent les taux moyens d'inflation et d'expansion monétaire les plus élevés.

Non moins important est le manque de transparence que peut présenter un tel régime par rapport à d'autres. Comme le montrent Frankel *et al.* (2001), l'existence simultanée d'un panier composite de devises, d'une bande large et d'une parité rampante fréquemment ajustée, ne

permet pas au public de vérifier, à travers l'observation du taux de change, si les autorités monétaires conduisent une politique de change identique à celle déclarée. De ce point de vue, ce manque de transparence peut être à la base d'un manque de crédibilité.

Ainsi, comme tout régime de change, le régime à bande rampante rattachée à un panier de devises présente ses propres inconvénients. Particulièrement pour ce régime, les problèmes potentiels sont principalement de deux ordres :

- Premièrement, la fixation de la parité centrale de la bande et l'intervention pour l'ajuster, requièrent une estimation assez précise du taux de change d'équilibre qui, étant donné la complexité des mécanismes qui sous-tendent les déterminants de cette variable, se présente comme une tâche assez délicate.

- Deuxièmement, la définition d'une marge de fluctuation (même relativement élargie) pour le taux de change, ne permet pas pour autant d'éliminer le risque de spéculation surtout lorsque le taux de change s'approche des limites de la bande.

Au demeurant, ces éléments ne mettent pas en cause la validité de ce système et sa pertinence. En effet, comme tout régime de change, celui-ci présente ses propres avantages et inconvénients. A cet égard, la mise en place de versions similaires par des pays comme le Chili, la Colombie ou Israël, apporte l'évidence de la viabilité et l'optimalité pour des économies recherchant un juste compromis entre un certain degré de flexibilité du taux de change et de stabilité nominale.

Relativement aux économies émergentes étudiées, l'adoption d'un tel régime permet d'éviter les fluctuations excessives du taux de change et d'assurer un compromis entre l'objectif d'inflation et celui de la compétitivité externe, deux objectifs principaux de la politique économique dans ces pays. Avec le degré de flexibilité qu'il offre, ce régime permet aussi d'absorber plus efficacement les chocs qu'un autre régime qui s'apparente à la fixité. En effet, dans le cadre d'un tel régime de change,

« les autorités s'engagent sur une bande de fluctuation relativement large et non plus sur un taux de référence : à degré d'engagement équivalent, la flexibilité du taux de change est plus grande » (Benassy-Queré et Cœuré, 2000).

Donc dans un premier stade de libéralisation et en attendant d'asseoir les bases d'une libéralisation totale du change, il serait pertinent, dans un cadre de politiques macro-économiques saines et de chocs macro-économiques modérés, d'adopter un régime intermédiaire de ce type. Un tel régime emprunte beaucoup plus de la flexibilité que de la fixité. Cela permet d'assurer une « mi-stabilité » du taux de change et une « mi-indépendance » de la politique monétaire (Frankel, 2003). Il permet aux autorités monétaires d'intervenir pour atténuer une partie des fluctuations et laisser l'autre partie à la discrétion des marchés.

Si une bande large de fluctuation (de l'ordre de +/-15 %) permet une plus grande flexibilité au taux de change, l'expérience de fonctionnement en pratique des variantes de ce régime, montre qu'il serait souhaitable d'adopter des bandes plus ou moins étroites pour une période initiale de libéralisation. De cette manière, les autorités gardent le contrôle sur le marché et accommodent plus facilement les nouveaux mécanismes régissant le taux de change. Pour ce qui est de la parité centrale, elle peut être définie autour d'une parité de référence (correspondant au taux de change d'équilibre) qu'il faudrait surveiller et corriger en fonction des changements des déterminants fondamentaux.

Il faut noter que ce régime ne peut servir que comme une solution de transition vers un régime plus flexible étant donné que sa crédibilité peut se trouver minée dans le temps. Ainsi, ces économies pourraient augmenter graduellement le degré de flexibilité pour transiter dans un deuxième temps vers un régime de flottement géré.

Deuxième temps : un régime de flottement dirigé bonifié

Le régime de *flottement dirigé bonifié*, développé par Goldstein (2002), se positionne comme un régime de flottement géré. Il représente une solution particulièrement pertinente, plus adaptée et plus performante économiquement qu'un régime de flottement indépendant pour les

économies intégrant les marchés de capitaux internationaux. Ce régime possède des caractéristiques communes avec le régime d'arrimage à un panier de devises proposé par Williamson (2000). Toutefois, il repose sur une conception quelque peu différente par rapport à la notion de stabilisation.

Leur point de ressemblance réside dans le fait qu'à l'instar de celui de Williamson, le régime défini par Goldstein a pour principale vertu de fournir une certaine indépendance dans la conduite de la politique monétaire, tout en modérant les fluctuations excessives que pourrait induire un régime de flottement indépendant.

Leur point de divergence réside dans le fait que, contrairement à la proposition de Williamson qui assigne un rôle central au maintien de la parité du taux de change, celle proposée par Goldstein repose sur la définition d'une cible interne d'inflation comme point d'ancrage nominal de la politique monétaire. Ce régime accorde par conséquent un rôle plus important à la stabilisation de l'économie domestique qu'à celui du taux de change. Aussi, de part ses caractéristiques, sa divergence principale avec un régime de flottement libre, est que contrairement à ce dernier, dans le cadre d'un régime de flottement dirigé bonifié les autorités monétaires peuvent intervenir par différentes politiques pour atténuer les fluctuations excessives du taux de change aussi longtemps que l'objectif de l'inflation est assuré. L'incompatibilité entre ces deux objectifs, tranche en fin de compte pour l'objectif de stabilisation qui devrait primer.

De part ses caractéristiques, ce régime se positionne comme un régime de particulièrement optimal pour les économies étudiées.

D'abord, il s'agit d'un régime de « flottement » ce qui implique que, contrairement à la plupart des régimes intermédiaires, les autorités monétaires n'auront aucune cible annoncée pour le taux de change. Les forces de marché seraient les principaux déterminants du taux de change. Ce qui assure un pouvoir d'absorption des effets des chocs défavorables qui peuvent affecter l'économie et une indépendance accrue pour la politique monétaire pour poursuivre les objectifs réels dans les économies étudiées dont les stratégies de croissance reposent sur les politiques de promotion des exportations.

Ensuite, il s'agit d'un régime « dirigé » pour indiquer que contrairement à un régime de flottement pur, les autorités monétaires pourraient occasionnellement, et par différentes politiques, intervenir pour venir à l'encontre des renversements de tendance des flux de capitaux, atténuer ce qu'elles considèrent comme étant des fluctuations excessives du taux de change ou encore pour maintenir la liquidité des marchés. Ceci est particulièrement important dans les économies étudiées où les marchés financiers et de change sont assez peu développés. De plus, laisser le taux de change fluctuer de façon significative est une manière à rappeler les intervenants du marché du risque de change.

Enfin, c'est un régime « bonifié » pour indiquer que ce régime intègre deux volets de mesures qui se nourrissent mutuellement et qui constituent ses principaux points de force. Un volet pour le ciblage de l'inflation pour la politique monétaire⁵ et un volet de mesures pour réduire le problème des *currency mismatches*⁶.

⁵ Tel que le définissent Bernanke *et al.* (1999), Mishkin (2000) et Truman (2003), le ciblage de l'inflation est un cadre pour la politique monétaire qui englobe quatre principaux volets : un engagement institutionnel à un faible niveau d'inflation comme objectif principal pour la politique monétaire, l'annonce publique d'une cible ou d'une séquence de cibles d'inflation et la définition de l'intervalle de temps pour l'atteindre, l'octroi d'une indépendance accrue à la Banque Centrale dans la fixation des instruments de la politique monétaire pour atteindre ces objectifs, et la conduite d'une politique monétaire transparente par l'information du public des raisons qui motivent ses décisions ainsi que le degré d'atteinte des objectifs fixés. Pour une revue de la littérature relative aux politiques de ciblage de l'inflation, on peut se référer en plus de ces travaux à ceux de Schaechter *et al.* (2000), Mishkin *et al.* (2001) et Carare *et al.* (2002).

⁶ Tel que défini par Goldstein (2002), le *currency mismatches* est une situation dans laquelle la devise dans laquelle sont libellés les actifs d'un pays d'un ou secteur, diffère de celle de ses engagements de telle sorte que sa richesse nette est sensible aux variations du taux de change.

Les mesures pour décourager ou limiter les *currency mismatches* sont diverses. Elles peuvent consister à imposer des provisions qui limitent les positions nettes des banques ouvertes en devises, à développer des mécanismes plus fiables de couverture, ou à publier des données relatives aux indicateurs des *currency mismatches*. L'utilité de ces mesures c'est de permettre la conduite adéquate d'une politique de ciblage de l'inflation. Etant donné le degré d'ouverture commercial relativement élevé et l'ouverture escomptée en compte capital dans ces économies, et étant donné que la quasi-totalité des engagements sont libellés en devises, il serait imprudent d'ignorer les effets des fluctuations des taux de change. De cette manière, on réduit considérablement la *peur du flottement* dans ces économies où l'expérience de la flexibilité reste naissante.

De manière inverse, la mise en place réussie d'une politique de ciblage d'inflation subordonnée à des faibles taux d'inflation permettrait de réduire ces *currency mismatches*. Comme l'explique, Goldstein (2002), le risque de change est important dans ces économies à cause de l'absence d'un cadre fiable de politique monétaire qui limite les perspectives de dévaluations dans ces pays. En plus, des faibles taux d'inflation devraient contribuer au renforcement de la stabilité des politiques macro-économiques, au renforcement de la confiance des marchés et par voie de corollaire au développement de la profondeur des marchés financiers dans ces économies⁷ augmentant par la même occasion les émissions libellées dans les monnaies nationales.

Il faut noter que même si l'expérience des économies émergentes avec les politiques de ciblage de l'inflation reste relativement naissante, ces économies ne devraient pour autant pas avoir peur car ces processus permettraient de mettre en place un cadre propice pour la construction d'une réputation anti-inflationniste et d'atteindre des sentiers d'inflation assez satisfaisants.

CONCLUSION

Comme plusieurs économies émergentes, certaines économies du MENA se sont assignées comme objectif stratégique, dans les années à venir, une plus grande libéralisation de leurs comptes capital. L'expérience de certaines économies émergentes montre que si la libéralisation des mouvements de capitaux peut promouvoir l'efficacité de l'économie, elle appelle inévitablement un réexamen de la politique de change.

L'objectif de cet article s'est inscrit dans cette optique et s'est proposé de répondre à la problématique du choix prospectif du régime de change pour trois économies de la région MENA dans une optique de desserrement de la contrainte de change.

Les pays étudiés, le Maroc, la Tunisie et la Jordanie, ont dans le cadre de leur politique de change privilégié sous une forme ou une autre, de fait ou de jure, des politiques d'ancrage du taux de change couplées avec des politiques de contrôle de capitaux. L'ouverture aux mouvements de capitaux risque de compromettre la conduite de telles politiques de change dans le futur et créer le risque d'une plus grande instabilité. Cette ouverture appelle à flexibiliser davantage les régimes de change en place.

Quant au degré optimal de flexibilité, nous recommandons l'adoption dans une phase transitoire d'un régime à bandes élargies autour de parités centrales formelles ou informelles définies par rapport à un panier de devises avec des interventions actives à l'intérieur de la bande.

Selon le rythme des réformes apportées à leurs économies, au système financier et à la politique budgétaire et monétaire, ces pays peuvent évoluer vers un régime de flottement dirigé bonifié. Avec les trois vertus qu'il permet d'associer, ce régime se présente comme une solution assez pratique et pertinente pour ces économies intégrant les marchés de capitaux internationaux. Il permet une indépendance suffisamment importante à la politique monétaire pour venir à l'encontre des récessions, un niveau de flexibilité satisfaisant qui permet d'atténuer les effets des changements de tendance dans les flux de capitaux ainsi qu'une ancre nominale pour contrôler l'inflation.

⁷ Khan, Senhadji et Smith (2001) montrent que la présence de taux élevés d'inflation dans les économies émergentes freine le développement financier dans ces économies en augmentant les problèmes de sélection adverse et de *moral hazard*.

REFERENCES BIBLIOGRAPHIQUES

- ABDELOUAHAB M. Z. (2008), « Crises de change contagieuses et régimes de change : Quelles leçons pour les économies émergentes du MENA ? », Colloque international *Ouverture et émergence en méditerranée*, Rabat, 17-18 octobre 2008.
- ADAM. C., COBHAM D. (2008), "Alternative exchange rate regimes for MENA countries: gravity model estimates of the trade effects, Centre for Economic Reform and Transformation", *Discussion Paper n° 2008/03*.
- ALOUÏ C., BOUANANI N. (2003), « Interdépendance et co-mouvements des marchés de capitaux des pays arabes de la région du Moyen Orient et d'Afrique du nord : Un essai d'investigation empirique », *ERF Working Papers*, n° 200316.
- BEN ALI M. S. (2006), « Libéralisation du compte capital et choix d'un régime de change : quelle portée pour la flexibilité en Tunisie ? », *Revue Tiers Monde*, n° 188.
- BENASSY-QUÉRÉ A., COEURE B. (2000), « L'avenir des "Petites" Monnaies, Solutions régionales contre solutions en coin », *Revue d'Economie Politique*, 110 (3), Mai-Juin.
- BERNANKE B., LAUBACH T., MISHKIN F. S., POSEN A. (1999), *Inflation Targeting: Lessons from the International Experience*, Princeton University Press.
- CALVO G. A., REINHART C. (2002), "Fear of Floating", *NBER Working Papers*, n° 7993.
- CARARE A., SCHAECHTER A., STONE M., ZELMER M. (2002), "Establishing Initial Conditions in Support of Inflation Targeting", *IMF Working Papers*, n° 02/102.
- EL-ERIAN M. A., EL-GAMAL M. A. (2001), "Prospects for Arab monetary policy in the international financial system", The Egyptian Center for Economic Studies, *Working Papers n° 52*.
- FISHER S. (2001), "Exchange Rate Regimes: Is The Bipolar View Correct?", *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 15, n° 2, 3-24.
- FRANKEL A. J. (2003), "Experience of and Lessons from Exchange Rate Regimes in Emerging Economies", *NBER Working Papers*, n° 10032.
- FRANKEL J. S., FAJNZYLBER E., SERVEN L. (2001), "Verifying Exchange Rate Regimes", *Journal of Development Economics*, Vol. 66, n° 2, 351-386.
- GIBSON N., HEATHER D., T. TSAVEAS T. V. (2006), "Capital flows, Capital account liberalization and Mediterranean Countries", *Bank of Greece Working Paper no. 33*.
- GOLDSTEIN M. (2002), *Managed Floating Plus*, Institute for International Economics.
- INTERNATIONAL MONETARY FUND (2006), "Tunisia, Staff Report for 2006 Article IV Consultation", *IMF Country Report*, n° 06/1.
- INTERNATIONAL MONETARY FUND (2005), "Tunisia, Staff Report for 2005 Article IV Consultation", *IMF Country Report*, n° 05/134.
- ITO T., OGAWA E. (2000), "On the Desirability of a Regional Baskets Currency Arrangement", *NBER Working Papers*, n° 8002.
- JBILI A., KRAMARENKO V. (2003), "Choosing Exchange Regimes in the Middle East and North Africa", *Finance & Development*, Vol. 40, n° 1, March.
- KHAN M. S., SENHADJI A., SMITH B. D. (2001), "Inflation and Financial Depth", *IMF Working Paper* n° 01-45.
- LEVY-YEYATI E., STURZENEGGER F. (2001), "Exchange Rate Regimes and Economic Performance", *IMF Staff Papers*, Vol. 47, Special Issues on IMF Annual Research Conference, 62-98.
- MISHKIN F. (2000), "Inflation Targeting in Emerging-Market Countries", *American Economic Review*, Vol. 90, n° 2, 105-109.
- MISHKIN F., SCHMIDT-HEBBEL K. (2001), "One Decade of Inflation Targeting in the World: What do we Know and What do we Need to Know?", *Central Bank of Chile Conference on 10 Years of Inflation Targeting: Design, Performance, and Challenges*.

- MOULEY S. (2000), « Les déterminants et le choix optimal du régime de change en Tunisie dans la perspective d'une intégration de la zone Euro », *CEMAFI, Université de Nice Sophia Antipolis*.
- MUSSA M., MASSON P., SWOBODA A., JADRESIC E., MAURO P., BERG A. (2000), "Exchange Rate Regimes in An Increasingly Integrated World Economy", *IMF Occasional Papers*, n° 193.
- OBSTFELD M., ROGOFF S. (1995), "The Mirage of Fixed Exchange Rates", *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 9, n° 4, 73-96.
- SCHAECHTER A., STONE M. R., ZELMER M. (2000), "Adopting Inflation Targeting: Practical Issues for Emerging Market Countries" *IMF Occasional Papers*, n° 202.
- TRUMAN E. (2003), *Inflation Targeting and the International Financial System*, Institute for International Economics.
- WILLIAMSON J. (2000), *Exchange Rate Regimes for Emerging Market: Reviving The Intermediate Option*, Institute for International Economics.
- ZIADI N., ABDALLAH A. (2007), « Taux de change, ouverture et croissance économique au Maghreb », Colloque international : Enjeux économiques, sociaux et environnementaux de la libéralisation commerciale des pays du Maghreb et du Proche-Orient, Rabat – Maroc, 19-20 octobre 2007.