

AVANT-PROPOS

Ce numéro spécial de la *Revue d'Economie Financière* a été coordonné par André Cartapanis (CEFI, CNRS-Université de la Méditerranée, Aix-Marseille II) et Amina Lahrèche-Revil (CEPII, TEAM-CESSEFI et Université d'Amiens) sur la base d'une sélection opérée parmi les communications présentées au Colloque international « L'euro et le financement de la croissance en Méditerranée », organisé à Marseille, les 22 et 23 janvier 1998, par le CEFI, Centre d'Economie et de Finances Internationales (CNRS-Université de la Méditerranée, Aix-Marseille II) et l'Institut de la Méditerranée, organisme public d'expertise et de pilotage de projets à l'échelle euro-méditerranéenne, localisé à Marseille.

EDITORIAL

ZONE EURO ET FINANCEMENT DE LA CROISSANCE EN MÉDITERRANÉE : UNE MISE EN PERSPECTIVE

ANDRÉ CARTAPANIS *
ET AMINA LAHRËCHE-REVIL **

9

La création de l'Union monétaire européenne et l'introduction de l'euro constituent des innovations d'une ampleur sans précédent, dans le domaine international, depuis l'après-guerre, et l'euro se présente d'ores et déjà comme un concurrent du dollar au titre de monnaie internationale. Parallèlement, depuis la Conférence de Barcelone, en novembre 1995, s'affirme une stratégie de partenariat plus active de l'Europe à l'égard des pays méditerranéens (Algérie, Chypre, Egypte, Israël, Jordanie, Liban, Malte, Maroc, Autorité palestinienne, Syrie, Tunisie, Turquie) Aussi, au-delà de l'extension de la Zone euro en Europe Centrale en réponse à l'élargissement de l'Union européenne, se pose aujourd'hui la question de l'ancrage de la Méditerranée à l'Union monétaire européenne, et plus encore celle des effets que l'on peut en attendre sur le financement de la croissance dans les pays du Sud de la Méditerranée, dont on sait qu'elle a été parmi les plus faibles de l'ensemble des régions de l'économie mondiale dans les années 90.

* CEFI, CNRS-Université de la Méditerranée, Aix-Marseille II

** CEPIL, TEAM-CESSEFI et Université d'Amiens

L'internationalisation de l'euro

De façon générale, les économistes n'apportent pas de conclusion tranchée quant au degré de substitution de l'euro au dollar, tout en prévoyant cependant une hausse significative mais graduelle de la part occupée au titre de monnaie véhiculaire par l'euro, sans mise en cause, toutefois, de la prédominance de la monnaie américaine. Cette extension de l'euro devrait concerner à titre principal les économies avec qui l'Union européenne entretient déjà d'intenses relations commerciales, les pays d'Europe centrale, les membres de la Zone franc et les pays méditerranéens non-membres de l'Union européenne.

Plusieurs facteurs conditionnent l'usage international d'une monnaie : la taille de l'économie concernée et sa part dans le commerce mondial ; l'indépendance vis-à-vis des contraintes macroéconomiques externes ; l'absence de contrôles ou de réglementations qui pourraient en contraindre l'usage ; la taille, la profondeur et la liquidité de son marché financier ; la force et la stabilité de la devise, en référence à la crédibilité de la politique macroéconomique. Ces facteurs sous-tendent plusieurs des qualités intrinsèques d'une devise : stabilité et prédictibilité des taux de change, externalités de réseaux, faiblesse des coûts de transactions, taille et profondeur des marchés financiers... Sous l'angle des fonctions véhiculaires, l'importance des relations commerciales nouées entre une zone donnée et le pays émetteur (ou le groupe de pays s'il s'agit d'une union monétaire) joue un rôle éminemment favorable à l'internationalisation. En référence aux usages officiels, on est renvoyé au choix d'un système de change et d'un ancrage monétaire parmi les pays tiers. S'agissant des fonctions d'instrument de placement, dans les portefeuilles des investisseurs internationaux, ou de monnaie de réserve pour les banques centrales, ce sont les conditions proprement financières (stabilité, rendement, profondeur et liquidité des marchés de capitaux) qui s'imposent.

Si l'euro dispose d'ores et déjà des attributs d'une monnaie véhiculaire, les prévisions quant à l'internationalisation de la monnaie européenne divergent encore en fonction des réponses apportées au débat euro fort *versus* euro faible ou à la question de la volatilité future des taux de change de l'euro vis-à-vis du dollar et du yen.

Pourtant, il est acquis que l'Union monétaire européenne devrait exercer des conséquences externes particulièrement profondes en catalysant l'émergence en Europe d'un marché financier intégré présentant une taille et des caractéristiques structurelles comparables au marché financier américain, notamment du point de vue de la profondeur et de la liquidité du marché obligataire, en particulier des marchés de titres d'Etat, même s'il n'y a pas d'emprunteur souverain unique. Au-delà du rôle de l'euro comme instrument de placement international, on doit

donc mettre l'accent sur l'extension probable de son utilisation dans les engagements financiers internationaux, en fonction de la taille et de la dénomination du stock de dette externe, malgré les freins que pourraient constituer les phénomènes d'*hystérésis* qui marquent les comportements d'emprunt ou d'émissions de titres sur les marchés internationaux de capitaux. Rappelons en effet qu'avant même la création de l'euro, pour l'ensemble des pays en développement hors Opep, le stock de dette à long terme, tous supports confondus, était libellé pour 26 % seulement en DM et en francs, contre plus de 50 % pour le dollar. En Afrique, la part des deux monnaies européennes était de l'ordre de 33 %. De ce point de vue, la plupart des économistes prévoient que l'euro constituera une monnaie beaucoup plus attractive comme instrument d'emprunt que ne l'étaient les anciennes monnaies européennes. Il devrait fortement concurrencer le dollar pour les émissions de titres d'un montant supérieur à 1 milliard de dollars pour lesquelles la monnaie américaine, à ce jour, est utilisée à hauteur de 70 % du total. Cette dimension paraît stratégique dès que l'on s'intéresse à une zone en développement structurellement débitrice à l'échelle internationale, comme tel est le cas pour les pays du Sud de la Méditerranée. D'autant que l'on anticipe une titrisation accrue de l'offre de financements européens de nature à favoriser les émissions internationales de titres en euros de la part des non résidents européens, surtout si l'unification monétaire s'opère dans un climat de stabilité macroéconomique et de crédibilité aux yeux des marchés assurant à l'euro des taux d'intérêt parmi les plus bas du monde.

Stratégie euro-méditerranéenne et extension de la Zone euro

La question de l'utilisation éventuelle de l'euro en Méditerranée voit sa pertinence renforcée par la nouvelle stratégie de l'Union européenne à l'égard des pays méditerranéens. Selon les termes de la Déclaration de Barcelone, en novembre 1995, il s'agit de consolider la stabilité politique dans la région et, surtout, par une intensification des relations économiques entre les deux rives de la Méditerranée, d'encourager une croissance équilibrée et durable. En un mot, cette stratégie euro-méditerranéenne vise l'intégration accrue des pays méditerranéens dans l'espace économique européen en établissant une zone de libre-échange à horizon 2010. La Déclaration de Barcelone ne prévoit pas explicitement de clause monétaire. Mais plusieurs mécanismes pourraient favoriser une extension de la Zone euro dans cette région.

On songe immédiatement à l'instauration d'un arrangement de change reliant les monnaies des pays méditerranéens à l'euro. Cette hypothèse, sans être réellement envisagée dans le Traité de Maastricht, est cependant compatible avec celui-ci. En annexe du Traité, la Déclaration sur la coopération monétaire avec les pays tiers prévoit que la

Communauté, devenue depuis l'Union, est disposée à coopérer avec d'autres pays européens ainsi qu'avec les pays non européens avec lesquels elle entretient des relations économiques étroites. Cependant, contrairement aux pays d'Europe Centrale qui bénéficieront bientôt de l'élargissement de l'Union européenne, il est peu probable, à un terme rapproché, que les pays méditerranéens souhaitent instaurer un arrangement de change rigide ancré sur l'euro, même en conservant une réelle flexibilité grâce à des bandes larges et à la possibilité de recourir à des réalignements. Parmi ces pays, on observe aujourd'hui une palette relativement large de régimes de change (flottement contrôlé, accrochage à un panier de monnaies ou au dollar...) qui reflète les situations spécifiques de chaque économie : forte volatilité des termes de l'échange pour les uns, déséquilibres macroéconomiques, notamment externes, pour les autres... Si l'on peut envisager une propension croissante à choisir l'euro comme monnaie d'ancrage flexible ou comme instrument de réserve, on ne saurait prévoir un rattachement rigide à un horizon proche. Il semble que les avantages susceptibles d'être obtenus, en termes de stabilité financière et de crédibilité macroéconomique, pèsent peu à côté des risques de surévaluation des taux de change, de nature à étouffer la croissance. Il est probable que la réorientation des stratégies de change des pays du Sud de la Méditerranée se traduira plutôt par l'adoption d'un ancrage flexible sur l'euro.

12

Toutefois, au-delà de la dimension monétaire, la création de l'euro va susciter l'émergence de l'un des plus grands marchés de capitaux du monde et l'Europe devrait ainsi se situer au cœur d'un nouveau recyclage de l'épargne mondiale qui pourrait bénéficier à la croissance des pays méditerranéens. Car ces pays souffrent d'une double pénurie d'épargne, interne et externe. Malgré la modernisation en cours des structures financières, cette zone n'a accueilli, jusqu'ici, qu'une très faible part des financements internationaux et des flux de capitaux privés. Si l'on se limite à la période qui précède le déclenchement de la crise asiatique, par exemple en 1996, les apports nets de capitaux privés vers la zone Moyen-Orient et Afrique du Nord, selon la nomenclature de la Banque Mondiale, d'étendue plus large que le Sud de la Méditerranée, tout en enregistrant une forte hausse par rapport à 1995, se sont élevés à 6,9 milliards de dollars sur un total de 243,8 milliards pour l'ensemble des pays en développement, soit une part de 2,8 %, la Turquie, à elle seule, bénéficiant d'apports de 4,7 milliards de dollars (1,9 % du total). Sur la base des chiffres de 1995, ces entrées nettes de capitaux privés représentaient à peine 0,7 % du PIB de la zone, contre 3,2 % pour l'ensemble des pays à revenu intermédiaire et 4,2 % pour les pays à faible revenu. Si l'on note une reprise des participations étrangères aux émissions obligataires, en particulier au Liban et en Tunisie, ce type de flux financiers ne

représentait que 7 % du total des apports, l'essentiel étant constitué de prêts bancaires. L'investissement direct étranger a légèrement progressé, à destination principale de l'Égypte, du Maroc et de la Tunisie, mais ces flux restent faibles comparativement à la situation de l'Amérique Latine ou de l'Asie. Cette zone n'attire donc qu'une très faible part des financements privés accordés aux pays du Sud, et la Méditerranée n'a nullement profité de la globalisation financière et de l'afflux considérable de transferts d'épargne vers les pays émergents depuis le début de la décennie 90.

C'est dans l'infléchissement de ces tendances que se situe le vecteur le plus puissant et le plus prometteur d'internationalisation de l'euro en Méditerranée. La combinaison, d'une part, d'un excédent des paiements courants au sein de l'Union monétaire européenne, en réponse à un taux d'épargne structurellement plus élevé que le taux d'investissement, à la fois pour des raisons démographiques et à cause de la diminution des déficits budgétaires, et, d'autre part, d'une demande accrue d'actifs libellés en euros dans les portefeuilles des investisseurs internationaux, pourrait favoriser une diversification des engagements bancaires et des placements financiers européens en direction des pays du Sud de la Méditerranée. On peut également envisager un développement des émissions de titres en euros de la part des emprunteurs souverains du Sud de la zone. En outre, afin d'alléger les coûts d'ajustement liés à la réduction des recettes douanières, les accords de Barcelone prévoient une hausse significative des flux d'aide publique puisque ceux-ci ont été portés à 4,7 milliards d'écus de 1995 à 1999, soit un doublement de la somme antérieurement affectée dans le cadre des anciens protocoles, même si les éléments de conditionnalité ont été renforcés dans le cadre du programme Meda. S'y ajoute une augmentation des prêts susceptibles d'être accordés par la Banque européenne d'investissement. Or, tous ces appuis financiers sont désormais libellés en euros. La stratégie euro-méditerranéenne pourrait ainsi conforter l'internationalisation financière de l'euro en Méditerranée.

Un échelonnement nécessaire de la libéralisation financière en Méditerranée

Le conditionnel s'impose cependant dans ce scénario car plusieurs éléments préalables peuvent en ralentir la réalisation. D'une part, on pourrait assister à un accroissement seulement modéré ou différé de la demande d'actifs libellés en euros de la part des investisseurs internationaux, venant limiter la fonction de réallocation de l'épargne internationale dévolue aux marchés de capitaux européens. D'autre part, le maintien d'un climat politique incertain pourrait réduire l'attractivité de la zone ou justifier des primes de risque prohibitives. Mais surtout, l'accès à la globalisation financière et aux financements internationaux en euros

exige l'ouverture et l'adaptation des systèmes monétaires et financiers au Sud de la Méditerranée. Dans la Déclaration de Barcelone figure d'ailleurs l'engagement des pays partenaires méditerranéens de réaliser une libéralisation complète des mouvements de capitaux. Mais cet objectif est conditionnel et il est explicitement précisé que cela ne pourra s'opérer qu'à partir du moment où les conditions nécessaires auront été réunies. Cette précision paraît d'autant plus nécessaire dans le nouveau contexte de fragilité financière qui touche les pays émergents depuis la crise asiatique.

En effet, le consensus de Washington prônant une modernisation rapide des systèmes financiers, l'extension de la titrisation, la généralisation de la convertibilité externe des monnaies, la libéralisation des modes de fixation des taux d'intérêt, tout ceci est aujourd'hui passé de mode, y compris à la Banque mondiale et au FMI. La prise de conscience de l'imperfection des marchés financiers, des risques liés aux asymétries d'information et à la réversibilité des investissements étrangers, justifient l'option d'une libéralisation échelonnée des mouvements de capitaux dans les pays émergents, liée à la construction d'une architecture robuste des systèmes financiers associant les divers types d'institutions financières et bancaires, publiques et privées. Cela concerne les réglementations prudentielles et l'application progressive des normes internationales, l'adaptation des instruments de politique monétaire mais aussi le maintien de certains contrôles sur les entrées de capitaux à court terme. De ce point de vue, les pays méditerranéens pourraient tirer profit de leur retard dans le processus de modernisation financière en conservant des formes de répression financière douce et, surtout, en confortant l'intermédiation bancaire et en favorisant l'établissement de relations durables de type banque-industrie venant se substituer aux connexions trop étroites entre les banques et les Etats.

Ce numéro spécial de la *Revue d'Economie Financière* est consacré à l'examen de ces enjeux et trois volets ont été distingués :

- * Perspectives d'internationalisation de l'euro en Méditerranée
- * Régimes de change et croissance en Méditerranée
- * La Méditerranée face à la libéralisation financière

Perspectives d'internationalisation de l'euro en Méditerranée

F. Le Quéré analyse les sources d'internationalisation de l'euro, d'abord à partir des critères liés aux fondamentaux du pays émetteur et aux caractéristiques propres de la monnaie considérée. Dans le cas européen, ces facteurs ne suffiront sans doute pas à garantir l'internationalisation de l'euro. Le développement de son usage officiel dépendra des politiques de change des pays partenaires de la zone, qui restent encore incertaines. Son utilisation comme monnaie de règlement et de facturation ne suffira

pas non plus à asseoir son rôle international en raison du caractère principalement intra-européen du commerce de la zone et de la faible part relative des transactions réelles par rapport aux transactions financières. Dès lors, c'est essentiellement dans le développement de l'euro comme monnaie de dénomination des actifs financiers et dans les externalités croissantes liées à l'usage de l'euro comme monnaie véhiculaire qu'il faut sans doute rechercher les sources du développement international de cette monnaie. R. Arjona et A. Steinherr proposent un point de vue comparable tout en s'attachant plus spécifiquement à l'impact de l'Union monétaire européenne sur la zone méditerranéenne. L'extension du rôle de l'euro dans cette région pourrait être rapide compte tenu de l'importance des relations commerciales et financières que les pays du Sud de la Méditerranée entretiennent déjà avec l'Union européenne. Ils pronostiquent même une attraction des devises de la Méditerranée dans l'orbite de l'euro en réponse à une réorientation probable des politiques de change et de l'intérêt que pourraient trouver ces pays à réduire leur endettement externe en dollar en émettant des obligations libellées en euros. L. Stemitsiotis note l'extrême densité des transactions économiques et financières qui relie déjà l'Europe et les pays partenaires méditerranéens, et souligne surtout les effets dynamiques qui pourraient apparaître dans le nouveau contexte de la zone de libre-échange euro-méditerranéenne, surtout en présence d'une accélération de la croissance en Europe. S'il met lui aussi l'accent sur l'internationalisation financière de l'euro et sur l'intérêt d'un ancrage monétaire, il recommande cependant d'associer la convertibilité progressive des devises et l'accès aux marchés de capitaux européens à un degré adapté de flexibilité des taux de change réels afin de limiter les risques d'attaque spéculative. Enfin, E. Gasperini et F. Praussello situent les enjeux de la politique euro-méditerranéenne dans le contexte plus large de la libéralisation financière. De ce point de vue, les pays méditerranéens du Sud disposent de marchés financiers pré-émergents qui nécessitent encore pas mal d'adaptations pour attirer les investisseurs internationaux. Si l'appartenance à une Zone euro peut faciliter l'éligibilité à certains financements, notamment pour les emprunteurs souverains, seul un dispositif institutionnel novateur, en l'occurrence une Organisation monétaire régionale euro-méditerranéenne, paraît de nature à favoriser l'essor des mouvements régionaux de capitaux avant que la libéralisation financière et la convertibilité externe des monnaies aient été menées à terme.

Régimes de change et croissance en Méditerranée

Compte tenu de l'intégration croissante de la Zone méditerranéenne à l'économie européenne, les pays du Sud de la Méditerranée devront définir leur politique de change en fonction de la nouvelle monnaie

européenne. Or, le régime de change et le niveau des taux de change réels déterminent, dans une certaine mesure, le sentier de croissance économique à long terme. A. Lahrèche-Revil aborde cette question et montre que les pays intermédiaires, en particulier les pays du Sud de la Méditerranée, doivent avant tout éviter une surévaluation de leur monnaie pour ne pas être piégés dans une trappe à sous-développement. D'autant qu'un niveau trop élevé du taux de change réel réduit l'attractivité externe de l'économie et freine les investissements directs étrangers. J.M. Rizzo examine cette question sous l'angle de la relation entre le régime de change et le type d'ancrage, d'une part, et le niveau et la variabilité de la croissance en longue période, d'autre part. Sur la base d'une analyse comparative concernant l'Amérique Latine, l'Asie du Sud-Est et la Méditerranée, il montre que le choix d'un régime de change exerce une influence relativement faible sur la croissance de ces pays. Dans l'hypothèse où les pays du Sud de la Méditerranée opteraient pour une stratégie d'ancrage, compte tenu des avantages escomptés en termes de stabilité macroéconomique et financière, il recommande l'adoption d'un ancrage sur un panier de devises. M.N. Calès soutient de son côté que les monnaies du Maghreb devraient être officiellement rattachées à l'euro sous la forme d'un ancrage nominal. L'ancrage monétaire est un vecteur de discipline et apparaît comme un moyen de gagner en crédibilité, en transparence, et donc de créer un climat de confiance auprès des investisseurs internationaux et dans le domaine du commerce international. Or, ces pays ont une spécialisation qui les place directement en concurrence avec les économies d'Europe Centrale et Orientale, d'ores et déjà candidates à un ancrage sur l'euro de type SME bis. Il paraît cependant nécessaire de conserver une certaine marge de manœuvre en matière de politique de change, d'où la préférence exprimée en faveur d'un système d'ancrage nominal à crémaillère, qui permette à la fois de préserver la compétitivité et de maintenir l'effort de rigueur macro-économique.

La Méditerranée face à la libéralisation financière

Pour D. Ottolenghi, si la libéralisation financière présente des avantages appréciables pour les pays méditerranéens, en particulier en termes d'efficacité allocative, elle n'en fait pas moins peser des risques qui rendent ces gains incertains. L'expérience récente des pays asiatiques illustre parfaitement ce raisonnement dès lors que les dispositifs de surveillance bancaire sont insuffisamment établis et que subsistent des risques systémiques considérables compte tenu des asymétries d'information et du manque de transparence parmi les institutions financières. D'où l'exigence de faire preuve d'une grande prudence dans les réformes financières actuellement menées dans les pays méditerranéens et d'adopter un échelonnement de la libéralisation, tant que certaines conditions

préalables ne sont pas respectées, dans le domaine de la garantie des dépôts ou dans l'application effective des règles prudentielles, notamment pour les banques publiques. J. P. Allegret et B. Courbis analysent l'impact que produira la monnaie unique européenne sur l'intégration des systèmes financiers à l'échelle euro-méditerranéenne. Ils rappellent la position particulière des pays du Sud de la Méditerranée. Compte tenu de la très grande faiblesse des échanges intra-zone et de la forte polarisation de leurs flux commerciaux avec l'Europe, ces pays sont peu insérés dans les échanges mondiaux et souffrent en même temps d'une insuffisance d'intégration régionale. Leur appartenance à la Zone euro et leur insertion dans l'espace financier européen pourraient cependant débloquent cette situation en leur permettant d'accéder à une nouvelle échelle de financement de la croissance, de nature à rendre possible une diversification accrue de leurs échanges internationaux. Ce scénario impose toutefois une réelle intégration, tant monétaire que financière, dans la Zone euro, et donc l'adoption d'une politique d'ancrage sur l'euro, malgré les risques de surévaluation, et la mise en œuvre de réformes financières étendues permettant de se conformer aux normes internationales en combinant marchandisation des processus d'allocation des ressources et maintien d'un pourcentage élevé d'intermédiation. Cet accent porté sur le rôle que pourrait jouer le partenariat euro-méditerranéen dans l'évolution des systèmes financiers et le financement de la croissance en Méditerranée se retrouve dans la contribution de S. Brana. Après avoir rappelé les relations théoriques et empiriques qui associent le niveau de développement financier et la croissance économique, elle propose une typologie des systèmes financiers en Méditerranée qui révèle une très forte hétérogénéité de situations et, surtout, qui justifie la poursuite des réformes dans la plupart des pays du Sud, tout au moins s'ils souhaitent accéder aux nouvelles sources de financement que l'Union monétaire européenne et l'internationalisation de l'euro devraient offrir. Enfin, A. Pouillieute aborde la question du financement de la mise à niveau imposée par l'application des accords de Barcelone, sous l'angle d'un bailleur de fonds publics, en l'occurrence l'Agence Française de Développement. Tout en soulignant la nécessité de mobiliser toutes sortes de financements, publics et privés, intermédiés ou de marchés, en particulier dans le cadre des privatisations, il met l'accent sur l'importance de l'octroi de ressources longues aux PME-PMI qui constituent l'essentiel du secteur manufacturier formel, au Maroc et en Tunisie. A cet égard, l'Agence Française de Développement est largement engagée dans le partenariat financier euro-méditerranéen, notamment en développant des fonds d'investissement, et elle participe à la sécurisation des crédits accordés aux entreprises en promouvant des fonds de garantie. C'est là un volet important dans la libéralisation échelonnée des systèmes finan-

ciers, au Maroc et en Tunisie, dont on perçoit d'autant plus la nécessité depuis la crise qui touche les pays émergents en Asie, en Amérique Latine, et dont on doit tirer les leçons à l'échelle méditerranéenne.