

# LES ENJEUX DU RATTACHEMENT DES MONNAIES DU MAGHREB À L'EURO

MARIE-NOËLLE CALÈS\*

**L**a théorie des zones de proximité montre à partir du volume des échanges commerciaux entre l'Union européenne (UE) et le Maghreb, que ce dernier appartient de fait à la Zone UE (Bistolfi, 1995). L'intégration européenne en cours apparaît d'ailleurs comme la seule dynamique à l'œuvre dans cette région de la Méditerranée (Talahite, 1997). Pour le Maghreb, cette intégration offre deux défis majeurs à relever : l'adoption de l'euro par l'UE et le projet de Zone de libre-échange (ZLE). L'adoption de la monnaie unique représente un changement important de régime monétaire qui va affecter les échanges commerciaux, mais également la dette des pays partenaires de l'UE. Les pays qui avaient choisi d'ancrer leur monnaie sur une monnaie européenne ou sur un panier de monnaies devront probablement réviser leur stratégie.

La création de la ZLE euro-méditerranéenne, proposée par l'UE aux pays de la Méditerranée, constitue un autre défi à relever car ce projet impose la poursuite vigoureuse des ajustements déjà engagés par les pays du Maghreb. Le Maroc et la Tunisie ont montré clairement leur volonté de s'insérer plus largement dans le commerce mondial et la globalisation financière par des réformes telles que les privatisations, la maîtrise des déficits et la libéralisation des systèmes bancaires et financiers. Face au défaut d'intégration des économies du Maghreb et face aux incertitudes que la Zone de libre-échange euro-méditerranéenne en gestation laisse peser, pourquoi ne pas reprendre l'initiative en matière monétaire, en profitant de la formidable opportunité que représente le passage à l'euro ? Les pays du Maghreb pourraient par exemple décider d'ancrer leur monnaie sur l'euro, ce qui contribuerait à rapprocher et à harmoniser leurs politiques de change. Cet ancrage des monnaies maghrébines

---

\* GATE-CNRS - Université Lumière Lyon 2

sur l'euro peut constituer un substitut à la coopération monétaire en ce sens qu'il contribue à la convergence des politiques monétaires et qu'il peut devenir un vecteur important de l'intégration maghrébine, condition *sine qua non* de l'émergence de relations plus équilibrées entre les deux zones.

L'objet de ce texte est de procéder à une évaluation de quelques-uns des enjeux qui pèsent sur les stratégies monétaires maghrébines contemporaines, en insistant sur les conséquences de l'adoption de l'euro par les pays européens. L'avènement de la monnaie européenne imposera une révision des stratégies monétaires maghrébines et l'analyse de quelques-unes des expériences d'ancrage réalisées ces quinze dernières années permet d'envisager le rattachement des monnaies maghrébines à l'euro. Le choix de la formule d'ancrage est délicat mais un certain nombre de facteurs plaide pour un ancrage nominal souple.

### *LA RÉVISION DES STRATÉGIES MONÉTAIRES MAGHRÉBINES*

8 L'union monétaire maghrébine est un vieux rêve dont la réalisation paraît encore lointaine, compte tenu de l'insuffisance des progrès économiques et des difficultés politiques de tels ou tels pays de la zone. Toutefois, l'harmonisation progressive des politiques monétaires est inévitable si les économies du Maghreb entendent poursuivre leur ouverture internationale. Plusieurs arguments qui s'articulent autour de l'intégration européenne et de l'adoption de l'euro plaident en faveur d'une révision des stratégies monétaires. Tout d'abord, les pays du Maghreb auront besoin de maintenir, voire de renforcer, leur discipline monétaire et financière, dans la perspective de la ZLE. Ensuite, il leur sera nécessaire de promouvoir une plus grande transparence de leurs structures bancaires et de leur politique monétaire, s'ils désirent poursuivre le développement des Bourses de Casablanca et de Tunis et attirer plus massivement l'épargne mondiale. De plus, l'arrivée de l'euro et l'instabilité des taux de change qui pourraient en découler, au moins à court terme, pourraient les contraindre à réviser leurs politiques de change. Enfin, ils ne pourront pas s'isoler du processus d'intégration monétaire qui touchera probablement les Pays d'Europe Centrale et Orientale (Peco) sans risquer de se marginaliser.

### *La ZLE euro-méditerranéenne, point d'orgue de la coopération euro-maghrébine*

Comme couronnement de la conférence de Barcelone, l'UE a proposé au Maghreb de l'associer à une vaste zone de libre-échange à partir de 2006, après une période de préparation (1996-2006) pendant la-

quelle les pays maghrébins devront adapter leurs structures industrielles, monétaires et financières aux contraintes devant résulter d'une intégration accrue des marchés. Précisément, c'est l'absence de mesures d'accompagnement véritables qui fait dire aux adversaires du projet que ce dernier, dans sa forme actuelle, vide la création de la zone de libre-échange de son effet intégrateur capable de déboucher sur un espace économique (intégré) entre l'Europe et le Maghreb. Plusieurs publications convergentes sont venues conforter ce scepticisme. Certains font remarquer que la coopération UE-Maghreb, dans le domaine commercial, au terme d'une période de 30 ans de préférences commerciales accordées au Maghreb à partir de 1976, n'a nullement contribué à modifier l'énorme déséquilibre commercial entre les deux zones. Au contraire, ce déséquilibre n'a fait que se renforcer du fait de propensions différentes au développement industriel et de la concentration inégale des progrès scientifiques et techniques. L'ampleur du déficit commercial accumulé incite à relativiser les effets attendus dans le futur de l'institutionnalisation d'une zone de libre-échange. En définitive, pour les opposants à l'accord, ce dernier aura pour seul effet sûr et immédiat d'aggraver les déficits commerciaux du Maghreb, de mettre à mal son industrie faiblement compétitive et d'aggraver sa situation financière en raison des manques à gagner en matière de droits de protection. A plus long terme, le bénéfice à retirer de l'accord dépendra de la vitesse d'adaptation des économies maghrébines.

9

La faiblesse des mesures d'accompagnement prévues dans le processus de constitution de la Zone de libre-échange et le silence relatif de l'UE sur cette question laissent redouter aux acteurs économiques que le poids des ajustements structurels nécessaires pendant cette période transitoire ne repose exclusivement sur les pays maghrébins. Le coût prohibitif de tels ajustements pourrait ralentir le processus d'ensemble, ce qui peut rendre nécessaire pour les pays maghrébins de se lier les mains en matière monétaire, à l'instar par exemple de ce qu'ont pu faire certains pays européens. Ces pays peuvent ainsi décider de se doter de règles, en particulier de règles monétaires, présentant un caractère contraignant pour poursuivre le mouvement de libéralisation de leurs économies. L'euro est précisément une opportunité à saisir en ce sens qu'il peut constituer un support pour ce type de règles. Différents types de formules peuvent être envisagés, mais il convient que la règle retenue allie à la fois clarté, simplicité et souplesse d'application. Une formule d'ancrage des monnaies sur l'euro peut contenir l'ensemble de ces qualités sans pour autant sacrifier l'objectif central qui reste de poursuivre le mouvement de libéralisation des économies. Cet arrangement aurait l'avantage de renforcer à son tour le caractère irréversible de l'ancrage à l'espace économique euro-méditerranéen en gestation.

*La transparence des politiques de change, condition nécessaire pour une modernisation des systèmes monétaires et financiers*

La globalisation a été un instrument d'intégration des nouveaux pays dynamiques dans l'économie mondiale, notamment à travers la sphère financière. Le débat Investissements directs à l'étranger (IDE)/ investissements de portefeuille est loin d'être clos à ce jour, mais force est de reconnaître le caractère particulièrement dynamique des investissements de portefeuille dans les pays émergents. On notera concernant les IDE de l'UE au Maghreb que, malgré leur poids important dans l'ensemble des flux de capitaux (entre 60 et 70 % des capitaux officiellement enregistrés), ils comportent plusieurs faiblesses. Ils sont en fort retrait par rapport au grand mouvement observé en direction de l'Asie et des Peco<sup>1</sup>, concernent prioritairement les spécialisations classiques du Maghreb qu'ils contribuent à renforcer et, enfin, ont été fortement tirés par les privatisations effectuées ces dernières années. Ce constat renforce l'idée selon laquelle, les investissements de portefeuille, malgré leur caractère sensiblement plus volatil, peuvent constituer une source de financement complémentaire appréciable. En exigeant à la fois plus de sécurité et un rendement élevé, ces investissements contribuent à accélérer la modernisation des systèmes bancaires et financiers des pays émergents. De nombreux travaux empiriques ont montré l'existence d'une corrélation positive entre le développement financier et celui de l'économie en général<sup>2</sup>. Ce type d'analyses s'appuie sur l'hypothèse que la libéralisation financière stimule le volume de l'épargne<sup>3</sup>. La libéralisation financière a certes progressé dans la plupart des pays du Maghreb, mais il n'en reste pas moins que des obstacles structurels à une intégration financière plus poussée demeurent, tenant en particulier à la diversité des régimes monétaires prévalant dans ces pays, mais également au manque de transparence des politiques de change.

L'Algérie et la Tunisie ont actuellement un régime de change caractérisé par un flottement contrôlé de leur monnaie. Le Maroc, pour sa part a choisi d'ancrer sa monnaie sur un panier de monnaies dont la composition est gardée secrète par Banque Al-Maghrib, mais des tests économétriques (BRI, 1997) ont montré la part vraisemblablement prépondérante occupée par le mark dans le panier de référence. L'adoption de la monnaie unique européenne imposera au minimum au Maroc de substituer l'euro au mark dans son panier de référence. Le secret qui préside aux décisions des autorités monétaires de ces trois pays a présenté des avantages certains lors du processus d'accession à la convertibilité. En revanche, la libéralisation des économies maghrébines et la réalisation progressive de la ZLE ne peuvent se contenter d'une politique secrète et éclatée entre plusieurs zones monétaires. Pour attirer plus largement l'épargne mondiale au travers du développement des marchés

financiers, plus de transparence dans la politique monétaire, notamment dans sa dimension gestion du taux de change, mais également plus de transparence dans le fonctionnement du système bancaire et financier sont indispensables pour rassurer les investisseurs, au-delà des perspectives de rendement offertes.

*L'ancrage sur l'euro comme moyen de se prémunir  
contre la volatilité accrue des grandes devises*

L'adoption prochaine de l'euro aura des conséquences d'autant plus fortes sur les économies du Maghreb que ces dernières auront à s'ouvrir aux produits européens, dans la perspective de leur adhésion à la ZLE. Les taux de change bilatéraux entre les trois principales devises internationales pourraient se révéler plus instables que par le passé. En effet, la Banque centrale européenne (BCE) pourrait attacher moins d'importance à l'instabilité des taux de change que les banques centrales des pays européens par le passé, en raison de la part du commerce extérieur réalisée en monnaie nationale et de la diversité de leurs courants d'échange. Pour Benassy-Quéré, Mojon et Pisani-Ferry (1997), la BCE internalisera les externalités liées à l'interdépendance des économies européennes, ce qui la conduira probablement à ajuster les taux d'intérêt plus fortement que ne le faisaient les pays européens. En cas de chocs symétriques sur l'Europe, cela pourrait se traduire par une instabilité plus grande du taux de change de l'euro contre le dollar et dans une moindre mesure contre le yen. Cette instabilité pourrait toutefois être modérée par l'adjonction d'un objectif de taux de change à l'objectif de stabilité des prix de la BCE. Il faut noter, en outre, que cette instabilité pourra être plus ou moins forte selon la nature des chocs successifs affectant les économies européennes. Cohen (1997) estime ainsi que la volatilité sera beaucoup plus significative après l'Union si ce sont des chocs de prix qui dominent en Europe. En revanche, si les chocs de demande sont les plus nombreux, la volatilité pourrait diminuer après l'Union.

Enfin, un élément déterminant de cette instabilité est constitué par l'incertitude pesant sur les pays de l'Union européenne qui n'ont pas adopté la monnaie unique lors de la première vague. Les marchés ne pourront pas ignorer un dérapage de la dette publique de ces pays en raison de la forte progression de la convergence de l'ensemble des économies européennes, en particulier, dans le cas où une option de type «MCE bis» (MCE : Mécanisme de change européen) serait retenue. De Grauwe (1997) pense ainsi que des attaques spéculatives contre ces monnaies sont prévisibles, ce qui accentuera la volatilité de l'euro. Les petits pays extérieurs à l'UE qui auront rattaché explicitement ou implicitement leur monnaie à l'euro pourront souffrir de cette instabilité, mais les pays n'ayant pas opté pour cet ancrage pourraient se trouver

en plus grande difficulté. En effet, compte tenu de la part importante du commerce extérieur réalisé avec l'UE, les pays du Maghreb verront une part significative de leurs échanges libellés en euro. Dans ces conditions, un ancrage sur l'euro peut stabiliser les prix d'importations et les recettes d'exportations. Cet argument est encore renforcé dans la mesure où une part croissante de la dette de ces pays pourra être progressivement libellée dans la monnaie européenne. Une révision de la politique monétaire pourra ainsi diminuer la sensibilité des monnaies maghrébines aux fluctuations des taux de change bilatéraux des grandes devises.

### *Les relations UEM/Peco et les risques de marginalisation du Maghreb*

Il est vraisemblable que l'euro émerge comme monnaie internationale, notamment à travers sa fonction d'ancrage des taux de change des pays tiers. Ce processus dépendra de l'orientation du commerce extérieur des pays tiers, de la taille de leur dette extérieure et des monnaies dans lesquelles elle sera libellée, mais aussi de la coordination monétaire entre l'UE et les pays tiers. De leur côté, les Peco qui n'ont actuellement, ni explicitement, ni implicitement ancré leur monnaie au mark, pourraient opter pour le rattachement de leur monnaie à un euro réputé plus stable que leurs propres monnaies, malgré le poids de leur dette et l'inertie qui en découle concernant les monnaies de référence. En effet, à la fois pour des raisons de proximité géographique et de choix politique, les Peco aspirent à terme à rejoindre l'UE et à adopter l'euro. En l'état actuel des négociations, aucun arrangement spécifique en matière de taux de change n'a été conclu entre les Peco et l'UE, mais l'adoption de l'euro suppose une phase délicate de transition.

Pour Berrigan et Carré (1997), bien que le « MCE bis » ne soit pas conçu dans cet esprit, il peut être souhaitable d'y associer les monnaies des Peco avec, dans un premier temps, de larges bandes de fluctuation et des modalités différentes selon les pays. Le caractère spécifique des ajustements en cours dans cette zone, qui s'appuient sur un système de prix relatifs encore récent, pourrait néanmoins inciter à retenir une option de régime de change beaucoup plus rigide, sous la forme de parités fixes entre l'euro et les monnaies des Peco. Mais la diversité des régimes de taux de change prévalant à l'heure actuelle dans ces pays et la faible convergence de ces économies entre elles et avec l'UE ne plaident pas *a priori* pour la mise en place de parités fixes, dans la mesure où la détermination de chacun à lutter pour la stabilité des prix peut s'avérer fort différente. Si aucune de ces deux options n'est retenue, ces pays ne pourront éviter de recourir à une formule d'ancrage sur l'euro, car leur désir d'intégrer le marché européen les placera sous « haute surveillance » de l'UE. Une formule d'ancrage des monnaies aurait également une

grande pertinence pour le Maghreb, sous réserve qu'elle présente une certaine flexibilité. En effet, les pays du Maghreb partagent de nombreuses caractéristiques avec les Peco, même si la ZLE proposée au Maghreb n'est qu'une pâle imitation de l'intégration dans l'Union européenne qui est envisagée pour les Peco. Néanmoins, en décidant de rester à l'écart du processus d'intégration monétaire à l'œuvre en Europe Centrale et Orientale, le Maghreb risquerait de se marginaliser dans la ZLE euro-méditerranéenne. Il est en effet probable qu'il sera soumis lui aussi à une surveillance rigoureuse de la part de l'UE et qu'un ancrage à l'euro constituerait un signal clair de ses intentions et inciterait les pays européens à respecter leurs engagements en créant la zone de libre échange euro-méditerranéenne.

### *L'ENSEIGNEMENT DES EXPÉRIENCES D'ANCRAGE*

Les réformes monétaires doivent conduire à l'affirmation de monnaies libérées de la tutelle administrative et dotées de parités relativement stables, deux attributs considérés comme indispensables à l'affermissement des échanges commerciaux. La généralisation des changes flexibles depuis trois décennies n'a pas empêché que de nombreux pays choisissent progressivement d'ancrer leur monnaie sur l'une des grandes devises, principalement le dollar et le mark. De nombreuses formules d'ancrage ont été expérimentées, ancrage réel ou nominal, ancrage officiel ou *de facto*. Parmi l'ensemble de ces formules, trois d'entre elles ont retenu notre attention, étant riches d'enseignements dans la perspective d'une réflexion sur l'ancrage des monnaies maghrébines : l'exemple de l'UEM, le cas des pays du Sud-Est asiatique et l'expérience de l'Irlande.

13

### *L'ancrage sur le mark et l'emprunt de crédibilité*

L'expérience européenne est caractérisée en matière monétaire par une gestion concertée des taux de change ayant conduit progressivement à la mise en place d'un système ancré sur le mark. Dans un système monétaire asymétrique dominé par l'Allemagne (Giavazzi et Pagano, 1988), la Bundesbank a pu généraliser sa politique de contrôle des agrégats monétaires à l'ensemble des pays européens. Le MCE s'est, en réalité, traduit par un ancrage progressif des monnaies européennes sur la monnaie forte du système. En pratique, le MCE a évolué d'un système conçu comme un accord de coopération monétaire symétrique vers un système asymétrique, dans lequel seule la banque centrale du pays dominant a gardé sa liberté d'action alors que les autres se sont trouvées dans « l'ardente obligation » de défendre leurs taux de change vis-à-vis du mark. La maîtrise de l'inflation, obtenue par la Bundesbank en pilotant à sa convenance les agrégats monétaires nationaux, a conduit les pays

partenaires à développer une lutte anti-inflationniste rigoureuse afin d'éviter une dégradation trop forte de leur compétitivité et d'éventuelles et coûteuses dévaluations. Ce système a ainsi constitué un puissant vecteur de discipline monétaire et financière et a permis aux pays européens «d'emprunter» de la crédibilité à la Bundesbank qui avait une crédibilité reconnue par les marchés comme plus forte (Weber, 1992).

Il est en effet probable qu'il sera soumis lui aussi à une surveillance rigoureuse de la part de l'UE et qu'un ancrage à l'euro constituerait un signal clair de ses intentions et inciterait les pays européens à respecter leurs engagements en créant la zone de libre-échange euro-méditerranéenne.

La répétition d'un tel processus au Maghreb semble difficile en raison notamment de sa lenteur et de l'impatience des acteurs. En outre, le contexte économique, financier et géostratégique est très différent et on imagine difficilement quelle monnaie élue à l'intérieur de l'espace maghrébin pourrait jouer le rôle de leader et servir à ancrer toutes les autres. Enfin, B. Eichengreen (1994) estime qu'il est très difficile de mettre en place des zones de changes fixes mais ajustables dans le contexte actuel d'ouverture des frontières et de globalisation des échanges. Les seules alternatives sont alors, soit d'adopter une monnaie unique, soit d'opter pour des changes flexibles. La première option, celle de l'adoption d'une monnaie unique, peut être raisonnablement considérée comme relativement utopique actuellement, compte tenu des difficultés politiques rencontrées localement par certains pays. La deuxième voie, celle de la flexibilité, ne s'oppose pas à ce que chaque pays décide d'ancrer volontairement sa monnaie à une monnaie réputée forte, de façon à pouvoir construire progressivement sa crédibilité. Ainsi, même en l'absence d'arrangements de change spécifiques entre l'UE et le Maghreb, celui-ci peut en se liant à l'euro profiter du même processus de construction de la crédibilité que les pays européens. Dans ce cas, un ancrage nominal rigide ne serait sans doute pas la forme la plus appropriée, dans la mesure où l'objectif prioritaire du Maghreb ne semble pas être la lutte anti-inflationniste.

### *L'ancrage sur le dollar et l'insertion dans le commerce mondial*

L'observation des pays d'Asie du Sud-Est est intéressante à plus d'un titre. On a souvent souligné le rôle joué dans le décollage économique par des taux de change artificiellement bas. Les tests économétriques menés par A. Benassy-Quéré (1996 a) montrent que les pays d'Asie du Sud-Est ont pour la plupart rattaché leur monnaie au dollar, qu'il s'agisse d'un ancrage nominal ou d'un ancrage réel et que cet ancrage soit officiel ou de facto. Mais, la faiblesse de la devise américaine n'explique qu'une partie de la relative sous-évaluation de



ces monnaies. Selon F. Benaroya et D. Janci (1996), le sous-développement économique (effet Balassa) et financier (obstacles aux ajustements du change réel) explique également une partie de cette sous-évaluation. Au demeurant, la dynamique des échanges commerciaux et des flux de capitaux dans la région Sud-Est pourrait remettre en cause le choix de la devise américaine comme ancre des politiques de change pour y substituer le yen. S'agissant du Maghreb, cela pourrait inciter à retenir prioritairement une option d'ancrage sur une monnaie relativement moins forte, par exemple le dollar ou un euro faible. En définitive, selon la politique menée par la BCE (notamment euro faible ou euro fort), les conséquences seront très différentes pour les pays qui auront choisi de s'ancrer sur l'euro.

Ce qui précède repose avec acuité une question largement débattue dans le passé : est-il souhaitable pour des pays en développement de disposer d'une monnaie forte ? En choisissant d'ancrer sa monnaie, un pays perd un instrument de stabilisation de l'activité économique et un vecteur d'allocation et de redistribution intersectorielle des ressources, mais gagne en rapidité d'ajustement structurel. L'ancrage à une monnaie forte permet de maîtriser l'inflation et d'acquérir une crédibilité monétaire, mais cela s'accompagne, comme dans le cas des pays de la zone CFA, d'une dégradation de nombreux autres indicateurs : faible croissance, aggravation des déficits budgétaires et dégradation des opérations avec le reste du monde. La fixation du taux de change nominal par ancrage à une monnaie, *a fortiori* une monnaie forte, n'est pas toujours optimale selon les priorités que peuvent se donner les autorités d'un pays de réduire le déficit budgétaire, d'améliorer la compétitivité ou d'impulser la croissance. Lorsque l'objectif prioritaire est de réduire l'inflation et d'accélérer les réformes structurelles, il est opportun de choisir l'ancrage à une monnaie forte. Dans le cas du Maghreb, on peut estimer, compte tenu du processus d'ouverture des frontières et de la recherche d'intégration à l'espace européen, que la priorité va à la poursuite des ajustements structurels. Il faut noter toutefois que, même en cas d'ancrage à un euro fort, le taux de change sera pondéré par des facteurs de type structurel, liés au différentiel de développement économique et financier existant entre les deux zones. Différentes options d'ancrage sont envisageables et le choix entre ces options doit prendre en compte ce différentiel de développement. Plutôt qu'une forme institutionnalisée et rigide telle que celle qui régit l'ancrage du CFA au franc français, ou institutionnalisée et relativement souple comme celle retenue par l'UEM, le rattachement des monnaies maghrébines à l'euro pourrait ainsi prendre la forme d'un rattachement volontaire, souple et unilatéral.

### *L'ancrage comme vecteur de discipline*

L'expérience de l'Irlande, dont la monnaie initialement rattachée à la livre britannique a été ensuite incluse dans le MCE, est également riche d'enseignements. J. Kremers (1990) a montré que l'Irlande a réussi à enclencher un processus désinflationniste à partir du moment où ce «petit» pays a choisi de rentrer dans le MCE. D'aucuns ont estimé que c'est l'entrée dans le mécanisme de change qui a été un vecteur de discipline monétaire et financière et qui a joué un rôle déterminant. L'entrée dans le mécanisme de change a ainsi permis d'insérer l'Irlande dans le marché mondial, en ancrant ses anticipations de prix à celles de l'ensemble de l'Europe alors que la période précédente se caractérisait par un relatif éloignement de l'évolution des prix mondiaux. Mais la monnaie irlandaise est passée d'un régime de fixité par rapport à la livre à un régime de parités stables mais ajustables par rapport aux monnaies du SME (Système monétaire européen), donc a glissé d'un régime très strict vers un régime moins contraignant. Le facteur déterminant n'a finalement pas été le passage à un mécanisme de change plus contraignant que par le passé mais la décision de mettre en œuvre une politique économique rigoureuse de maîtrise des déficits en renfort d'une politique de change rigoureuse.

16

Les travaux théoriques récents ont montré que l'interdépendance des politiques monétaires et budgétaires est telle que la discipline monétaire doit s'appuyer sur une politique budgétaire rigoureuse pour prétendre maîtriser durablement l'inflation. Le poids de la dette publique dans les pays du Maghreb ne peut que plaider pour une cohérence des politiques monétaires et budgétaires dans le sens de la rigueur. En définitive, rien ne s'oppose donc à la mise en œuvre d'un ancrage des monnaies maghrébines sur l'euro présentant de la souplesse, sous réserve que cette politique de change s'appuie sur une certaine rigueur dans le traitement des déficits. A l'inverse, la discipline monétaire et budgétaire ne doit pas être excessive sous peine de provoquer des crises de change. Cela renforce l'argument selon lequel un ancrage nominal rigide sur l'euro n'est sans doute pas la solution la plus appropriée. Au total, un rattachement à l'euro n'implique pas la disparition des crises de change dans le futur, mais il présente la vertu de rendre possible le dépassement de ces crises grâce au processus de construction/renforcement de la crédibilité en matière monétaire et budgétaire (Drazen et Masson, 1994).

### *QUEL ANCRAGE POUR LES MONNAIES MAGHRÉBINES ?*

Il est souhaitable pour les banques centrales des trois pays du Maghreb de conserver une certaine marge de manœuvre en raison du différentiel de développement existant entre les deux zones. En effet, la

cohérence des objectifs budgétaires et monétaires, mais aussi la prise en compte des contraintes locales, sont indispensables à la réussite d'un ancrage désiré comme vecteur de discipline monétaire et financière et non subi comme une contrainte découlant de l'ouverture des marchés et de la globalisation financière. Un rattachement glissant à l'euro peut alors se révéler un substitut aux paniers mobiles existant actuellement au Maghreb. Les banques centrales pourraient ainsi mener une discipline plus souple que celle des pays membres du SME, en se fixant un taux d'inflation désiré, tout en tenant compte des niveaux d'endettement et d'épargne ainsi que du développement des marchés financiers des pays concernés. En cas de tensions fortes sur le change ou en cas de dégradation accélérée de la compétitivité, un décrochage reste possible, ce qui permet d'éviter le caractère «dramatique» d'une modification des parités. Plusieurs formules d'ancrage peuvent être dérivées des multiples régimes de change en vigueur actuellement, mais une question particulièrement difficile à trancher restera celle du choix entre ancrage nominal et ancrage réel.

### *La grande diversité des formules d'ancrage*

Le choix de la formule d'ancrage dépend de nombreux paramètres. En effet, entre changes totalement flexibles et fixité quasi totale, il existe toute une gamme de formules possibles, dont la mise en œuvre dépend des modalités retenues, concernant notamment le mode d'intervention des banques centrales. La différence principale réside, non pas tellement dans le degré plus ou moins élevé de flexibilité, mais plutôt dans la marge de manœuvre dont disposent les autorités monétaires. Comme le souligne Benassy-Quéré (1996), il s'agit avant tout de savoir si les autorités conservent les mains libres ou non pour répondre à des chocs qui peuvent se produire sur l'économie concernée. Les formules d'ancrage sont *a priori* caractérisées par des autorités aux mains liées, mais les règles de taux de change n'interdisent pas nécessairement toute fluctuation des parités. La présence de marges de fluctuations ou d'un dispositif préétabli de dévaluations, la référence à plusieurs devises sont autant de moyens qui rendent un peu de souplesse aux taux de change, sans pour autant perdre le bénéfice de la référence à une règle. Enfin, il importe de souligner que même en l'absence de règle officielle, il est possible (et fréquent en pratique) que les autorités monétaires se réfèrent de manière implicite à une règle de taux de change, par exemple sous forme d'ancrage de facto à une ou plusieurs devises étrangères.

D'ores et déjà, il est possible d'écarter certains arrangements de change probablement peu pertinents compte tenu du contexte dans lequel évoluent les pays du Maghreb. En premier lieu, les modèles de changes fixes avec bandes de fluctuations semblent particulièrement

inadaptés, comme nous l'avons souligné, en raison de l'ouverture des frontières et de la globalisation financière. Le faible degré de convergence et d'intégration des économies du Maghreb entre elles, mais surtout avec l'Union européenne, leur principal partenaire, plaide également contre cette formule. En second lieu, les formules d'ancrage à une devise unique semblent préférables aux formules d'ancrage à un panier de monnaies, dans la mesure où cela protège les autorités de la tentation de modifier de manière discrétionnaire la composition du panier. En troisième lieu, l'exigence de transparence des politiques monétaires maghrébines conduit à écarter les formules d'ancrage *de facto* au profit de règles d'ancrage explicites.

En quatrième lieu, le choix de la monnaie-ancrage doit prendre en compte un certain nombre de facteurs tels que la structure du commerce extérieur et le degré d'ouverture des économies, mais également les monnaies de paiement utilisées. L'origine des flux de capitaux, à la fois sous forme d'IDE et sous forme d'endettement à long terme, est également un élément-clé du choix de la devise de référence. La structure du commerce extérieur, l'ouverture des économies maghrébines et l'origine des IDE sont autant de facteurs qui plaident pour le choix de l'euro. La forte polarisation commerciale et financière des pays du Maghreb sur l'Europe est renforcée par la très faible intégration régionale de ces pays. Un ancrage sur l'euro pourra aider à stabiliser les prix d'importations. Une inconnue forte demeure tenant à la composition de la dette extérieure et à ses interactions avec les recettes d'exportations. Il faut rappeler en effet le poids des exportations de matières premières libellées en dollars (hydrocarbures pour l'Algérie et phosphates pour le Maroc notamment) qui a justifié pendant longtemps, aux yeux des autorités monétaires de ces pays, d'inclure cette devise dans leur panier de référence. Deux scénarii sont envisageables : soit la dette est majoritairement libellée en dollars, soit l'euro prend progressivement une place prépondérante dans l'endettement du Maghreb. En cas d'ancrage sur l'euro, une hausse du taux de change de l'euro vis-à-vis du dollar affecte négativement les recettes d'exportations, mais s'accompagne dans le premier scénario d'un allègement de la dette et dans le second scénario d'une stabilité de la dette. Si le second scénario l'emporte, l'important déficit commercial plaide néanmoins prioritairement pour une stabilisation des prix d'importations. En effet, le manque à gagner en recettes d'exportations dépend de la part libellée en dollars, part qui peut se réduire avec le développement du rôle international de l'euro, et il peut être partiellement atténué par un réajustement de parités en cas de surévaluation manifeste des taux de change.

### *Ancrage réel versus ancrage nominal*

Le choix entre ancrage nominal et ancrage réel est également une question délicate à trancher. C'est un choix qui dépend largement de l'arbitrage entre inflation et compétitivité que les gouvernements concernés doivent réaliser. Lorsque la priorité va à la maîtrise de l'inflation, un ancrage nominal sur une monnaie forte permet une convergence vers le taux d'inflation de la devise de référence. Cela s'accompagne d'une appréciation du taux de change réel à long terme, ce qui dégrade la compétitivité des entreprises. Une telle politique de change incite le pays à réduire ses coûts, mais elle peut avoir des conséquences désastreuses sur le plan commercial même si les autorités monétaires prévoient un calendrier de dévaluations destinées à réajuster le taux de change réel. Elle peut néanmoins s'avérer appropriée, comme le montre M. Abreu (1998) pour le Portugal, si elle s'inscrit dans une phase de forte croissance car l'expansion compense l'effet négatif sur la balance des paiements et permet une convergence réelle des économies. En revanche, lorsque la maîtrise des déficits et la poursuite des mesures de libéralisation sont des axes majeurs de la politique macroéconomique, mais qu'ils s'accompagnent d'un déficit commercial préoccupant, l'ancrage réel est probablement la solution la plus opportune. Cela plaide clairement en faveur d'un ancrage réel des monnaies maghrébines sur l'euro, et ce, d'autant plus que l'inflation apparaît comme relativement maîtrisée, en particulier au Maroc et en Tunisie.

19

Les formules d'ancrage réel expérimentées l'ont toujours été sous forme d'ancrage *de facto* et non officiel. Ces politiques de change sont caractérisées par une certaine opacité qui leur permet, tout en stabilisant la monnaie domestique dans la monnaie de leur principal partenaire ou dans la monnaie de la dette, de bénéficier d'une souplesse d'adaptation aux chocs. En outre, cela permet de promouvoir des taux de change légèrement sous-évalués, avec une discrétion qui permet d'éviter des mesures de rétorsions. Mais le manque de transparence des politiques de change constitue un handicap sérieux. De plus, l'ancrage réel est une formule qui, au-delà de son caractère officieux est assez complexe car elle exige des acteurs un suivi permanent du différentiel d'inflation avec le pays-ancrage. Pour ces deux raisons, l'ancrage réel est peut-être moins approprié aux pays du Maghreb qu'il n'a pu l'être pour les pays d'Asie du Sud-Est ou pour les Peco.

En fin de compte, un ancrage nominal à crémaillère pourrait s'avérer la formule la mieux adaptée au contexte maghrébin. Cette formule présente l'intérêt de permettre une dépréciation lente de la monnaie nationale de nature à ne pas pénaliser les exportations et sans préjudice au maintien de la rigueur. Dans une phase transitoire de passage à la convertibilité totale et dans un contexte de pays en fort déficit commer-

cial, un tel ancrage prend tout son sens. Le rythme des dévaluations ne doit pas être trop rapide, de façon à conserver au système la caractéristique principale d'un ancrage, à savoir la fixité du taux de change, au moins sur certaines périodes courtes. Lors du passage à la convertibilité totale, il peut donc être préférable de démarrer le processus par une dépréciation significative des monnaies maghrébines, de façon à ne pas être contraint par la suite de dévaluer trop fréquemment et perdre ainsi le bénéfice de l'ancrage. Autant une surévaluation peut être préjudiciable en période de récession et conduire un ancrage nominal dur à bloquer tout processus d'ajustement réel, autant une sous-évaluation chronique peut amener des mesures de rétorsion de la part des partenaires européens sur des produits sensibles (par exemple les produits agricoles et agroalimentaires)<sup>4</sup>.

Certains éléments encore inconnus à ce jour seront sans doute déterminants dans le choix de la formule d'ancrage, qui tiennent, d'une part, à la composition, à la taille et à l'évolution de la dette des pays du Maghreb et, d'autre part, à la politique que mènera la BCE dans le futur. Les choix de celle-ci auront de toute façon un impact sur les pays du Maghreb, que ces derniers aient choisi ou non d'ancrer leur monnaie sur l'euro. La diffusion internationale que connaîtra l'euro est également un élément-clé qui pourra changer la donne de manière fondamentale<sup>5</sup>. Cette question a déjà été largement débattue, mais sans qu'il soit possible d'en déduire avec certitude une remise en cause de la suprématie internationale du dollar. Il est toutefois possible de montrer que, malgré un risque de verrouillage sur le dollar, le développement d'une masse critique en euros est de nature à permettre une diffusion rapide de la devise européenne. Dans ce cas, les pays du Maghreb pourront voir leur intérêt pour cette dernière croître rapidement.

Le point de vue des pays maghrébins sur la question de l'ancrage reste fortement marqué par le déséquilibre profond des relations entre l'UE et le Maghreb et par les difficultés que le processus de libéralisation en cours engendre. Du point de vue de l'UE, l'ancrage des monnaies maghrébines à l'euro permettrait de valoriser la fonction de réserve internationale de la devise européenne et de participer de manière décisive à sa diffusion. En outre, la référence à l'euro renforcerait le caractère irréversible de l'ancrage du Maghreb à l'espace économique européen en devenir. Le choix de ce régime de change, vecteur de discipline monétaire et budgétaire, aurait le mérite de «rassurer» l'UE, si besoin est, sur la volonté d'ouverture et d'intégration des économies maghrébines. Cela reviendrait en quelque sorte à «échanger» de la discipline contre une politique de coopération euro-méditerranéenne plus en prise avec les contraintes spécifiques du Maghreb.

## BIBLIOGRAPHIE

- ABDELMALKI L. et CALÈS M.N. (1993), «Convertibilités et union monétaire au Maghreb», *Informations et Commentaires*, avril, n° 83, pp. 23-30.
- ABREU M. (1998), «Ancrage du taux de change et croissance : les enseignements de l'expérience portugaise», Colloque : «L'euro et le financement de la croissance en Méditerranée», Marseille, janvier.
- BENAROYA F. et JANJI D. (1996), «La sous-évaluation des monnaies asiatiques», *Economie Internationale : la Revue du CEPII*, 2ème trimestre, pp. 7-42.
- BENASSY-QUERE A., MOJON B. et PISANI-FERRY J. (1997), «The Euro and Exchange Rate Stability», in : *EMU and the International Monetary System*, Masson P., Krueger T. and Turtelboom B. (eds), Washington, IMF, pp. 157-193.
- BENASSY-QUERE A. (1996 a), «Régimes et politiques de change en Asie», *Economie Internationale : la Revue du CEPII*, 2ème trimestre, pp. 55-80.
- BENASSY-QUERE A. (1996 b), «Potentialities and Opportunities of the Euro as an International Currency», *Document de travail du CEPII*, n° 96-09, août.
- BERRIGAN J. et CARRE H. (1997), «Exchange Rate Arrangements Between the EU and Countries in Eastern Europe, the Mediterranean and the CFA Zone», in : *EMU and the International Monetary System*, Masson P., Krueger T. and Turtelboom B. (eds), Washington, IMF, pp. 122-136.
- BISTOLFI R. (1995), «Euro-méditerranée, une région à construire», Paris, Publisud.
- CATIN M. (1995), «Les mécanismes et les étapes de la croissance régionale», *Région et développement spécial Maroc*, Paris, L'Harmattan, pp. 11-28.
- COHEN D. (1997), «How Will the Euro Behave», in : *EMU and the International Monetary System*, Masson P., Krueger T. and Turtelboom B. (eds), Washington, IMF, pp. 397-418.
- DE GRAUWE P. (1997), «Exchange Rate Arrangements Between the Ins and the Outs», in : *EMU and the International Monetary System*, Masson P., Krueger T. and Turtelboom B. (eds), Washington, IMF, pp. 97-118.
- DRAZEN A. et MASSON P. (1994), «Credibility of Policies versus Credibility of Economics», *Quarterly Journal of Economics*, vol. CIX, pp. 735-754.
- EICHENGREEN B. (1994), *International Monetary Arrangements for the 21st Century*, The Brookings Institution, Washington.
- GIAMBAZZI F. et PAGANO M. (1988), «The Advantage of Tying one's Hand : EMS Discipline and Central Bank Credibility», *European Economic Review*, vol. 32, n°7, p. 1055-1082.
- HERRENDORF B. (1997), «Importing Credibility Through Exchange Rate Pegging», *The Economic Journal*, vol 107, n° 442, mai, pp. 687-694.
- KREMERS J. (1990), «Gaining Policy for a Disinflation», *IMF Staff Papers*, n° 1, vol 37, March, pp. 116-145.
- OCDE. (1997), «Les conséquences internationales de l'euro», *Perspectives Economiques de l'OCDE*, n° 61, pp. 26-33.
- TALAHITE F. (1997), «Union européenne et Maghreb : intégration ou exclusion ?», in : *Convergence et diversité à l'heure de la mondialisation*, Faugère J.P. et al. (eds), Paris, Adis, Economica.
- WEBER A. (1992), «The Role of Policymakers' Reputation in the EMS Disinflation», *European Economic Review*, vol. 36, n°7, pp. 1473-1492.

## NOTES

1. La zone Sud-Est de la Méditerranée (Maghreb, Egypte, Israël, Liban et Turquie) n'aurait drainé que 6,7 % des IDE mondiaux de la période 1982-92.
2. Le sens de la causalité est loin d'être évident et il semble bien qu'il y ait une influence réciproque du développement financier et de la croissance.
3. Cette hypothèse n'est pas toujours avérée comme le prouve le cas du Mexique dont la libéralisation des marchés s'est accompagnée d'une chute du taux d'épargne de 19 % à 9 % entre 1988 à 1994.
4. Les fluctuations des taux de change de grandes devises entre elles peuvent également être à l'origine d'une baisse de la devise de référence et doper la compétitivité d'un pays si celui-ci poursuit sa politique d'ancrage réel sur la monnaie affaiblie. Là encore, des mesures de rétorsion ne sont pas à exclure de la part des pays européens.
- 5A. Benassy-Quéré (1996 b) montrent que c'est par le biais de la fonction de réserve plutôt que la fonction de paiement que le mark a acquis une envergure internationale. Ce sont finalement les politiques de change des pays tiers qui se sont révélées un puissant levier de l'internationalisation de la devise allemande.