

DE LA CRÉDIBILITÉ DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE EN TUNISIE : POURQUOI ET COMMENT ?

H. MINIAOUI*, M. HERGLI** ET A. MARTENS***

Résumé

L'objet de ce travail est de déterminer une règle optimale de politique monétaire pour une petite économie ouverte. Pour ce faire, nous partons du modèle de Ball (1999) dans lequel l'on introduit la parité non couverte du taux d'intérêt. Les coefficients obtenus de la règle sont inférieurs à ceux trouvés par Ball privilégiant le taux de change. L'estimation de ce modèle pour le cas de la Tunisie a permis de confirmer les résultats théoriques attendus. Aussi, il y a lieu de signaler que cette règle de politique monétaire demeure efficace au vue des mesures à mettre en œuvre afin de crédibiliser les actions des autorités monétaires.

1. INTRODUCTION

Une panoplie de mesures de politique monétaire a été engagée en Tunisie depuis la réforme financière s'articulant autour d'un programme visant à consolider le système d'économie de marché où les instruments de contrôle indirect se substituent à ceux du contrôle direct.

La politique monétaire mise en oeuvre par la Banque Centrale a pour objectif final la stabilité des prix et ce en maîtrisant le taux d'inflation à un niveau proche de celui observé dans les pays partenaires et concurrents. Afin d'atteindre cet objectif ultime de politique monétaire, la Banque Centrale de Tunisie (BCT) fait d'usage d'un agrégat monétaire comme objectif intermédiaire. La cible opérationnelle adoptée est principalement le taux d'intérêt et accessoirement la réserve obligatoire.

* Institut Supérieur de Gestion de Sousse, Tunisie. Unité de Recherche en Monnaie, Finance et Banque (URMOFIB).

** Faculté des Sciences Economiques et Gestion de Tunis, Tunisie. Directeur d'Etude, Professeur en Economie, Responsable de l'URMOFIB.

*** Université de Montréal, Canada, CRDE.

Toutefois, la sphère financière connaît des mutations profondes suite aux mouvements d'innovation et de déréglementation financières. Ces nouvelles données font que le paysage financier, en général, se métamorphose du fait de l'apparition d'une foison de produits hybrides conciliant des bons rendements, une liquidité immédiate et des risques très faibles de fluctuation du capital investi. Il est à noter que, ces mutations sont de nature à accroître l'instabilité de la demande de monnaie, mettant en question la règle automatique de ciblage monétaire adoptée par les autorités monétaires.

Ainsi, plusieurs banques centrales ont fini par abandonner cette stratégie de ciblage monétaire pour la substituer par des règles activistes ou contingentes susceptibles d'assurer leur crédibilité sur le long terme tout en leur donnant la possibilité d'agir à plus court terme. Dans cet ordre d'idées, plusieurs règles, dont l'objet est de maintenir l'inflation au taux visé, sans toutefois attiser les fluctuations de la production ont été proposées. Certaines banques centrales ont préféré utiliser un indice de conditions monétaires (ICM) qui a été également considéré par certains comme étant une règle (Ball, 1999).

La littérature sur les règles de politique monétaire ajustant le taux d'intérêt aux informations connues, a été élaborée dans le contexte des économies fermées dans lesquelles la règle de Taylor (1993), où la politique monétaire répond à la fois aux déviations de la production par rapport à sa valeur potentielle et l'inflation par rapport à sa cible, a donné de bons résultats relativement à d'autres règles sous certaines conditions.

Ball (1999) a montré que dans les économies ouvertes, la Banque centrale doit intégrer le taux de change dans sa décision et choisir son instrument de politique monétaire comme une moyenne pondérée du taux d'intérêt et du taux de change exprimée par l'ICM. Ainsi, la stabilité dans ces économies est renforcée par l'introduction du taux de change dans la règle monétaire.

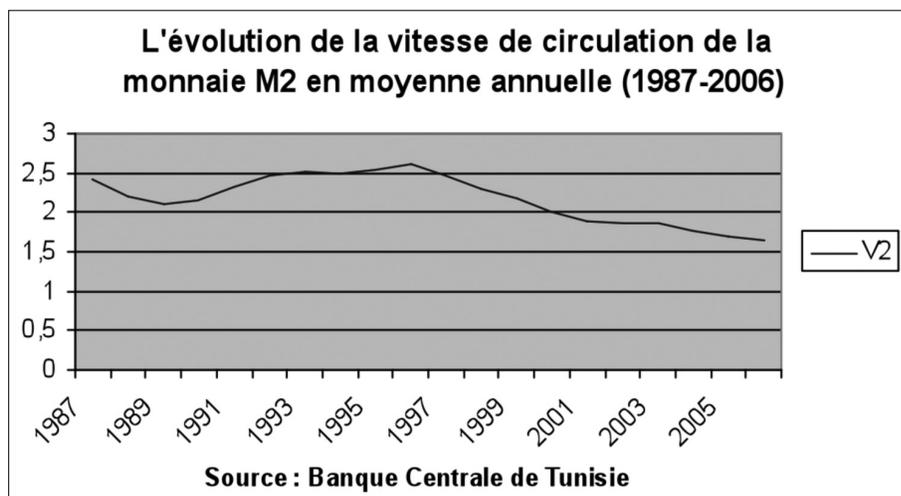
Le but de ce travail est de déterminer des mesures de conduite de la politique monétaire, dans un souci d'une stratégie de politique monétaire en Tunisie plus efficace. Il est agencé comme suit : la seconde section propose une description des mesures de politique monétaire engagées depuis la réforme financière. La troisième section, présente la conduite actuelle de la politique monétaire et montre les difficultés de choix des objectifs intermédiaires. Dans une quatrième section nous proposons des mesures monétaires qui peuvent être optimales pour la conduite de la politique monétaire. Dans la dernière section nous proposons des moyens pour mettre en œuvre ces mesures afin de crédibiliser les actions des autorités monétaires.

2. LA CONDUITE DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE EN TUNISIE

À la faveur de la libéralisation de l'activité bancaire entreprise à la fin des années 80, les autorités monétaires se sont attachées à instaurer une réglementation prudentielle conforme aux standards internationaux visant la consolidation des assises financières des banques.

L'objectif final de la BCT qui est la stabilité des prix, a été consigné dans la loi n° 2006-26 du 15/05/2006 portant amendement de la loi organique de la BCT.¹ La dite stabilité des prix se fait en maîtrisant le taux d'inflation à un niveau proche de celui observé dans les pays partenaires et concurrents. Afin de parvenir à l'objectif final, la BCT, a choisi de corréliser la croissance de la masse monétaire avec celle de l'activité économique. Le choix de l'agrégat monétaire cible a été modifié au cours du temps. Jusqu'à 1989, l'objectif intermédiaire portait sur le niveau d'expansion de l'agrégat monétaire M2. En 1989, c'est l'agrégat M4 qui a été choisi et ce, à cause de l'expansion erratique des instruments de marché notamment les bons du Trésor cessibles. En 1999, avec le remboursement de ces bons, la Banque centrale a pris en considération l'évolution de l'agrégat M3, jusqu'à présent, puisque la différence entre cet agrégat et l'agrégat M4 est devenue infime.

Le programme de stabilisation adopté par le pays, depuis 1986, s'est accompagné de réformes financières. Ces nouvelles mesures jumelées avec la li-



¹ Avant l'amendement de la loi organique de la BCT, l'objectif assigné de la politique monétaire était de veiller à la stabilité interne et externe de la monnaie et d'assurer une croissance saine et soutenue qui favorise la maîtrise de l'inflation.

béralisation partielle des mouvements de capitaux et les innovations financières semblent avoir accru l'instabilité de la demande de monnaie, réduisant l'efficacité du ciblage monétaire utilisé traditionnellement (Lassoued, 2004). Les agrégats monétaires sont devenus, de ce fait, moins précis et leur valeur, comme objectif monétaire intermédiaire, ne peut être que largement contestée (comme le montre le graphique précédent). En effet, dans cette période d'innovations financières foisonnantes et surtout d'instabilité des comportements des agents économiques, il peut s'avérer illusoire de suivre un agrégat monétaire. Boughrara et Smida (2004) ont montré que les conditions d'application d'une politique de ciblage monétaire ne sont pas vérifiées. En outre, selon le tableau ci-dessous, les prévisions des taux de croissance de cet agrégat ne semblent pas toujours être réalisées voire confirmées.

Le ciblage de l'agrégat monétaire M2

Année (décembre)	Masse monétaire M2 Prévision (%)	Masse monétaire M2 Réalisation (%)	Inflation	Différence
1987	10,0	13,7	8,1	3,7
1988	9,0	19,0	7,3	10,0
1989	9,4	11,2	7,7	1,8
1990	10,5	6,3	6,7	-4,2
1991	10,0	5,5	8,2	-4,5
1992	10,1	7,2	5,8	-2,9
1993	6,0	7,0	4,0	1,0
1994	7,2	7,8	4,7	0,6
1995	7,5	6,0	6,3	-1,5
1996	8,9	13,6	3,7	4,7
1997	7,9	16,5	3,7	8,6
1998	7,8	5,2	3,1	-2,6
1999	9,0	20,1	2,7	11,1
2000	9,4	14,0	2,9	4,6
2001	9,3	9,9	1,9	0,6
2002	4,0	3,8	2,8	-0,2
2003	8,0	6,9	2,7	-1,1
2004	7,6	11,1	3,6	3,5
2005	7,3	11,5	2,0	4,2
2006	10,0	12,3	4,5	2,3

Source : Banque Centrale de Tunisie.

Les autorités monétaires n'ont pu éviter de connaître des situations où le seul contrôle quantitatif de la progression du crédit bancaire par l'encadrement ne permettrait plus d'assurer une limitation de l'expansion de la monnaie et des financements. En conséquence, l'action sur le coût de financement par les taux d'intérêt s'avère plus efficace. Cependant, est-il possible dans une petite économie ouverte d'agir efficacement par les seuls taux d'intérêt ?

3. LA NOUVELLE APPROCHE DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE: PRINCIPES ET OBJECTIFS

La politique monétaire diffère d'une Banque centrale à une autre notamment par les critères pris en compte pour l'adoption de l'objectif final, le choix de l'objectif intermédiaire et le pilotage des taux d'intérêt. Les banques centrales se distinguent par leur réputation en matière de règle de conduite de la politique monétaire ou de suivi de fluctuations conjoncturelles.

La BCT s'est donnée une règle de croissance monétaire et arrive à maîtriser le taux d'inflation. Toutefois, le champ d'application d'une politique monétaire indépendante reste tributaire de la nature du régime de change et de la mobilité des capitaux (Masson *et al.*, 1997). Il convient, à ce stade, de s'interroger sur le modèle qui pourrait convenir le mieux à la BCT ?

3.1. Quel rôle attribuer au taux de change ?

La politique monétaire affecte l'inflation, essentiellement, à travers deux canaux : les taux d'intérêt et les taux de change. Une baisse des taux d'intérêt ou un déclin des taux de change, généralement, stimule l'économie mais peut attiser les tensions inflationnistes.

Le taux d'intérêt possède l'avantage d'être le plus important instrument de politique monétaire utilisé par la Banque centrale. Ses changements résultent principalement des décisions politiques et sont mesurés instantanément et précisément en termes nominaux (Goodhart et Vinals, 1994). Cette variable économique fondamentale constitue un instrument clé de la politique monétaire. Cet instrument constitue également une variable importante pour expliquer les variations des taux de change. En effet, les taux d'intérêt et les taux de change entretiennent des relations, et ce, quel que soit le régime de change. Les autorités monétaires affectent le pilotage de leurs taux d'intérêt à la gestion du change. En régime de change fixe, les autorités monétaires sont contraintes de piloter les taux d'intérêt pour assurer la stabilité des changes. En revanche, l'absence de la contrainte externe de change dans un

système de change flottant, permet aux autorités de mener la politique monétaire en vue de satisfaire les objectifs internes.

Les années quatre-vingts ont été caractérisées par une profonde mutation des systèmes économique et financier internationaux qui a fait du taux d'intérêt un des instruments essentiels de la régulation économique et une importante variable macroéconomique.

Par ailleurs, le taux de change est un important canal additionnel de transmission de la politique monétaire. Selon la nature des chocs subis, son niveau a des effets importants sur l'inflation et la demande globale, en particulier dans une petite économie ouverte. Ses variations peuvent avoir une incidence considérable sur l'inflation. Une dépréciation de la monnaie nationale peut ainsi entraîner une poussée de l'inflation en raison des répercussions d'une hausse des prix des importations et d'une augmentation de la demande d'exportations.

Selon Mishkin (2000a), dans les pays émergents, les banques centrales surveillent de près le taux de change parce qu'une appréciation réelle entame la compétitivité des industries nationales, et elle est de nature à engendrer des déficits considérables de la balance courante, ce qui expose davantage les pays concernés à une crise de change si les flux de capitaux deviennent négatifs. En outre, si une grande partie de la dette est libellée en devises étrangères et lorsque la monnaie nationale se déprécie, le fardeau de la dette des entreprises locales s'alourdit.

Le taux de change affecte les prix en monnaie locale des produits finaux importés, qui entrent dans l'indice des prix à la consommation, et par de là dans le calcul du taux d'inflation. L'on estime, toutefois, que le retard de ce canal direct de taux de change est considéré plus court que le canal de la demande agrégée. Ainsi, en introduisant les mouvements du taux de change, la politique monétaire peut affecter l'inflation avec un retard plus court.

D'autre part, certaines perturbations étrangères vont être transmises à travers le taux de change, par exemple, les variations de l'inflation étrangère, des taux d'intérêt étrangers et la prime de risque des investisseurs étrangers. Les perturbations de la demande étrangère des biens locaux vont directement affecter la demande agrégée des biens nationaux. Selon Svensson (2000), considéré comme un prix d'actif, le taux de change est en soi une variable prospective. Ceci contribue à rendre essentiels le comportement prospectif et le rôle des attentes dans la politique monétaire.

Ainsi, il existe deux canaux de transmission à travers lesquels les variations de la politique monétaire affectent la demande agrégée. En effet, les effets de la politique monétaire se transmettent à l'économie lorsque les variations des conditions monétaires exercent une influence sur la demande de biens et de

services. Par exemple, une baisse des taux d'intérêt a tendance à entraîner un accroissement de la dépense et une diminution de l'épargne, tandis qu'une dépréciation de la monnaie nationale peut stimuler les exportations et contenir les importations. Ainsi, ces deux canaux s'avèrent-ils importants dans l'évaluation de tout impact de la politique monétaire sur l'économie.

Ball (1999), Taylor (1999) et Svensson (2000) ont étudié le rôle du taux de change dans les règles monétaires. Dans le modèle d'économie ouverte de Ball, l'introduction du taux de change dans la règle monétaire implique des performances élevées qu'une règle réagissant seulement à l'inflation et à la production. Taylor (2001) a montré que, pour le cas de la Banque Centrale Européenne, l'amélioration de ces performances est faible. La performance étant mesurée en termes de déviations du PIB réel par rapport au PIB potentiel et celles de l'inflation par rapport à sa cible. Le débat n'est pas encore clos concernant la prise en compte du taux de change dans la formulation de la politique monétaire.

Dans le cas de la Tunisie, qui est une petite économie ouverte fonctionnant sous un régime de change de flottement administré, les variations de la valeur externe du dinar influent sur la demande des biens et services. De ce fait, la BCT doit tenir compte, à la fois, du taux d'intérêt et du taux de change dès lors qu'il s'agit d'ajuster les conditions monétaires en vue de maintenir l'économie sur une trajectoire stable.

L'objectif assigné à la politique monétaire est la maîtrise de l'inflation qui seul peut réduire la pression sur le dinar ; ce qui garantit une meilleure stabilité de sa valeur et, partant, une atténuation du risque de change inhérent à la monnaie locale.

Le taux de change a commencé à bénéficier des effets d'une refonte de la politique monétaire intervenue et qui reposait sur le contrôle de la liquidité de l'économie et une réhabilitation du rôle du taux d'intérêt dont les niveaux réels, qui étaient négatifs, sont devenus positifs. Cette politique monétaire restrictive destinée à maîtriser l'évolution de l'inflation et, par là, la protection de la valeur de la monnaie nationale, a été maintenue par un effort de rationalisation des dépenses de l'État, soit d'une réduction du niveau du déficit budgétaire. Ces facteurs, à effets positifs sur le comportement du dinar, ont été consolidés par l'impact de la libéralisation progressive interne et externe des prix, s'inscrivant dans la consolidation des mécanismes du marché.

L'analyse de la transmission de la politique monétaire s'attache à décrire séparément les différents canaux tels que les taux d'intérêt ou le taux de change plutôt qu'à opérer une synthèse susceptible de renseigner sur l'orientation générale de la politique monétaire à travers l'ensemble formé par ces différents éléments.

3.2. Vers une règle monétaire contingente ?

3.2.1 Quelle règle monétaire choisir ?

Le débat “politique discrétionnaire” ou “règle de politique monétaire” constituait depuis quelque temps, le point crucial des réflexions des banques centrales. La pratique des méthodes traditionnelles de contrôle optimal pour réguler l'économie ne résiste plus à la conception des anticipations rationnelles et place les économistes devant le problème de l'incohérence temporelle de la politique optimale. Ce problème apparaît lorsqu'une décision de politique économique à prendre dans le futur, qui était optimale au moment de la proposition d'un plan, se révèle par la suite non optimale et cela sans que des informations nouvelles soient advenues.

Les travaux, entre autre, de Kydland et Prescott (1977), Calvo (1978), Barro et Gordon (1983) et Rogoff (1985) ont ouvert la voie aux réflexions sur la crédibilité des banques centrales cherchant à résoudre le problème de l'incohérence temporelle.

L'idée de base de Kydland et Prescott (1977) a débouché dans les années quatre-vingts sur de nouveaux modèles qui envisagent la politique économique sous la forme d'un jeu de stratégies entre agents économiques conscients de l'interdépendance de leurs actions. Les résultats des interactions stratégiques varient selon le jeu entre les deux centres de décisions. Dans le domaine de la politique monétaire, le jeu s'institue entre le décideur public qui cherche à tromper les plans individuels. En contrepartie, les acteurs économiques privés tentent d'anticiper les décisions de la Banque centrale. Ce jeu n'étant pas coopératif.² Ces auteurs ont mis en évidence qu'il est coûteux de laisser au décideur politique le choix d'une politique monétaire discrétionnaire parce que les agents économiques, dans la formulation de leurs plans, anticipent l'intention du décideur politique à revenir sur ses engagements et se comportent de manière à mener l'économie dans une situation sous optimale décrite par un taux d'inflation plus élevé sans le moindre gain en terme d'activité.

Afin de résoudre ce problème d'incohérence temporelle, susceptible d'engendrer un biais inflationniste, un développement de la littérature économique a proposé différentes solutions. L'analyse de Barro et Gordon (1983) a montré que l'efficacité d'une politique anti-inflationniste dépend de la poli-

² En effet, si une Banque Centrale dépend d'un gouvernement dépendant lui-même des échéances électorales, elle risque, pour des raisons de stratégies politiques, d'abandonner son premier objectif de lutte contre l'inflation. Elle perdrait ainsi toute crédibilité (résorption de la dette publique, utilisation de la courbe de Phillips à court terme).

tique pratiquée. Ces auteurs ont pris en compte le fait qu'en répétant le jeu, la Banque centrale puisse devenir crédible si elle a suffisamment de temps devant elle, pour convaincre les agents de ses bonnes intentions quant à la lutte contre l'inflation et pour réussir, ensuite, à baisser effectivement l'inflation.

Pour éviter ce problème, une importante littérature théorique depuis les dernières années a traité des arrangements institutionnels pour les banques centrales. Cette solution consiste à déléguer la politique monétaire à une institution indépendante et plus conservatrice dans le but de permettre l'acquisition d'une véritable crédibilité de l'action monétaire. Rogoff (1985) a proposé de choisir un banquier central conservateur³ qui, par rapport aux gouvernants ou à la majorité des électeurs, a une plus forte aversion à l'inflation. En effet, la nomination au poste de gouverneur de la Banque centrale d'une personnalité reconnue pour avoir un degré plus élevé de conservatisme, pourrait atténuer le problème de l'incohérence temporelle et contribuer à promouvoir la crédibilité de la politique monétaire.

Cette solution institutionnelle a pris une autre forme de contrat optimal avec Walsh (1995). L'auteur a proposé des arrangements comme des contrats entre le gouvernement d'une nation et sa Banque centrale. Conformément à sa thèse, ces contrats donneraient davantage de liberté aux autorités monétaires afin d'atteindre leur objectif de maîtrise d'inflation.

De surcroît, cette indépendance impose à la Banque centrale un comportement dont elle ne peut dévier assurément, ainsi, sa crédibilité.⁴ L'expérience a cependant montré qu'un pays peut enregistrer une faible inflation sans disposer d'un Institut d'émission indépendant (Fischer, 1996).

En complément à cette solution institutionnelle, l'instauration d'une règle contingente a été souvent évoquée dans la littérature économique en vue d'asseoir la crédibilité de la Banque centrale. Cette approche s'est attachée à identifier des règles opérationnelles de politique monétaire capables d'éviter le recours à la discrétion. Il s'agit dans la pratique d'une politique qui consiste à se fixer un objectif de moyen à long terme et à s'y tenir. Elle s'inscrit, de fait, dans la durée et se fie à une règle précisée a priori.

Historiquement, l'idée de fixer des règles est ancienne et rappelle certains débats des économistes classiques. Le premier argument moderne en leur faveur a été proposé par Friedman (1968) qui avait suggéré de fixer, en fonction des besoins de l'économie et de l'évolution des prix, un taux de croissance à long terme de la masse monétaire.

³ Le qualificatif "conservateur" signifiant qu'il aime moins l'inflation que les autres.

⁴ En effet, il suffit de pénaliser son responsable si l'inflation est supérieure à l'objectif fixé par le gouvernement (la société).

La transposition de l'objectif des autorités monétaires en règle fait de cette dernière un instrument de transparence de la politique monétaire et permet de discuter de sa pertinence et de l'opportunité de l'action de la Banque centrale. Dans un système où les innovations financières sont nombreuses et où les produits de placement se diversifient couramment, les individus n'ont plus le même comportement de gestion de leurs encaisses. Ces innovations ont complètement changé le comportement de la demande de monnaie de ces agents. Par la même occasion, l'information véhiculée par les agrégats devient imperceptible et susceptible de les induire en erreur quant à l'évolution des prix. La première catégorie de règles rigides a été donc considérée inadéquate parce qu'elle lie les mains de la Banque centrale et ne rattache pas l'instrument d'intervention à une conjoncture économique déterminée.

A fin de concilier l'objectif de crédibilité sur le long terme à la possibilité d'action à plus court terme, plusieurs banques centrales ont substitué cette catégorie de règles par d'autres dites activistes ou contingentes. La plus populaire de ces règles est la règle de Taylor (1993) qui présente l'exemple d'une règle simple linéaire et comportant un petit nombre de variables d'état. Elle permettrait de mieux faire face à l'incertitude entourant l'économie. Notons que dans le cas de la règle formulée par McCallum (1993), il s'agit plutôt d'une relation qui est fonction de l'écart entre le PIB nominal effectif et la cible du PIB.

Dans d'autres cas, les banques centrales ont préféré utiliser un indice de conditions monétaires qui a été également considéré par certains comme une règle (Ball, 1999).

En définitive, pour qu'elles soient crédibles, c'est-à-dire non inflationnistes et réagissant convenablement aux évolutions de la conjoncture, ces règles devraient être pertinentes et transparentes donc opérationnelles.

L'analyse de l'efficacité de la politique monétaire dans la stabilisation de l'économie est reliée à la crédibilité de la politique annoncée par les autorités monétaires. La crédibilité d'une politique anti-inflationniste est assurée par le suivi d'une règle contingente ou par la délégation de la politique monétaire à une Banque centrale indépendante. A ce stade d'analyse, il convient de s'interroger sur la stratégie des autorités monétaires tunisiennes pour rendre crédible leur politique monétaire.

3.2.2 Quelle stratégie de règle monétaire pour la BCT ?

En Tunisie, la Banque centrale se trouve dans l'obligation de s'adapter graduellement à un environnement monétaire particulièrement mouvant et instable et de réviser régulièrement ses objectifs en fonction de l'appréciation

qu'elle porte sur son aptitude à les atteindre. C'est, en effet, au niveau de cette dimension qu'une règle contingente peut être avancée et différentes mesures sont alors exigées parce que la politique monétaire affecte l'économie à travers le canal du taux de change et le canal du taux d'intérêt. Bien que les mesures de politique monétaire ne fassent sentir leurs effets sur l'inflation et sur l'économie qu'au bout de deux ans environ, elles provoquent, néanmoins, des réactions en chaîne qui se répercutent sur le niveau de la dépense, des ventes, de la production, de l'emploi et sur bien d'autres indicateurs économiques. La politique monétaire doit donc être tournée vers l'avenir. Elle doit prévoir les conditions monétaires nécessaires pour maintenir l'économie sur une trajectoire propice à la croissance et à la création d'emplois ultérieurement.

Ainsi, pour une stratégie de politique monétaire plus efficace, les autorités monétaires peuvent adopter une cible d'inflation comme objectif ultime de politique monétaire. Aussi, le rôle de l'objectif intermédiaire ainsi que celui du taux d'intérêt méritent d'être davantage spécifiés par les autorités monétaires (Miniaoui et Smida, 2004). En effet, l'annonce d'un taux explicite d'inflation constitue souvent un moyen de contenir l'incertitude, étant donné qu'il est compréhensible par les agents économiques.

Cette nouvelle stratégie dans la formulation de la politique monétaire connue sous le nom de ciblage de l'inflation a préoccupé un certain nombre d'auteurs dont Mishkin et Svensson.⁵ Elle est caractérisée par la mise en oeuvre d'une politique monétaire ayant pour objectif principal, un taux d'inflation ou un niveau de prix faible et stable.

Le ciblage de l'inflation consiste en la fixation d'un niveau donné d'inflation par les autorités monétaires. Cet engagement institutionnel de stabilité des prix se présente comme une cible ultime de la politique monétaire à laquelle les autres objectifs sont subordonnés (Mishkin, 2000b). Les autorités s'abstiennent ainsi de cibler toute autre variable à part l'inflation. En outre, cette stratégie nécessite une considérable liberté de manoeuvre de la Banque centrale (Masson *et al.*, 1997).

Selon la littérature relative à cette question,⁶ les conditions préalables qu'exige le ciblage de l'inflation, se résument en une Banque centrale qui doit mener une politique monétaire indépendante et un objectif en matière d'inflation qui l'emporte sur tous les autres. Ces conditions ne sont pas encore remplies en Tunisie pour qu'elle puisse adopter ce cadre de politique monétaire. Tout de même, la Tunisie est sur le point de satisfaire à certaines

⁵ Mishkin & Posen (1997), Mishkin & Bernanke (1997), Mishkin (1997), Mishkin (2000b) et Svensson (1997a, b), Svensson (1999a, b, c), Svensson (2000).

⁶ Masson *et al.* (1997), Agenor (2000), Schachter *et al.* (2000), Jbili et Kramarenko (2003).

conditions du ciblage de l'inflation (Jbili et Kramarenko, 2003). D'autres conditions restent à satisfaire, en particulier l'élimination de la prédominance du budget dans l'élaboration de la politique monétaire, le développement du système financier et l'amélioration des canaux de transmission entre les instruments de la politique monétaire et l'inflation. Cependant, selon ces auteurs, un certain nombre des pays émergents⁷ ont adopté progressivement le ciblage de l'inflation sans satisfaire d'emblée à toutes les conditions indispensables.

Dans un univers de globalisation financière, les taux d'intérêt sont pilotés par la Banque centrale afin de défendre sa monnaie. D'un autre côté, du fait que la maîtrise des agrégats monétaires s'effectue par le biais des mouvements des taux d'intérêt et non plus par des plafonds de crédits et moins par les réserves obligatoires, il convient de tenir compte du taux d'intérêt et du taux de change lors de la détermination de la politique monétaire.

Le souci de disposer d'un outil synthétique, a conduit plusieurs banques centrales à concevoir un ICM défini comme une moyenne pondérée du taux d'intérêt et du taux de change, et ce, afin de pouvoir surveiller les conditions monétaires.

4. A LA RECHERCHE D'UNE POLITIQUE PLUS EFFICACE : LE COMMENT DE LA CRÉDIBILITÉ

La crédibilité est un capital. Construire ce capital, le gérer et savoir le préserver constituent un gage de confiance pour les banques centrales. Toutefois, l'acquisition de cette crédibilité pose un problème dans la mesure où elle nécessite de la rigueur de la part des autorités monétaires. Le principe de la crédibilité des banques centrales consiste d'abord à s'engager dans la poursuite des politiques monétaires cohérentes et rigoureuses. Il se base ensuite sur la capacité qu'ont ces banques centrales à respecter leurs engagements lors de leur exercice. La construction de la crédibilité se fonde ainsi sur l'annonce d'adoption d'une règle monétaire et sur la promesse de la respecter. Plusieurs banques centrales préconisent l'utilisation de la règle de Taylor (1993). Par ailleurs, dans la mise en œuvre de leur politique monétaire, plusieurs banques centrales et organisations gouvernementales surveillent les conditions monétaires à l'aide de l'indice des conditions monétaires (ICM). Certaines banques centrales l'utilisent comme instrument ou comme

⁷ Afrique du sud (ciblage monétaire), Chili et Pologne (ciblage de marges de fluctuation du taux de change).

cible opérationnelle de politique monétaire. Cet indice a été utilisé également comme une règle de politique monétaire où l'instrument optimal de politique monétaire n'est pas le seul taux d'intérêt de court terme, mais une combinaison du taux de change et du taux d'intérêt (Ball, 1999).

L'avantage d'un tel indice composé est que le signal fourni par ces deux variables est plus transparent et, par là, plus compréhensible. Ensuite, il tient compte des changements des variables financières d'une manière intégrée.

L'ICM est calculé comme une somme pondérée du taux d'intérêt (nominal ou réel) et du taux de change (nominal, réel ou effectif réel) avec des poids reflétant les effets relatifs des deux variables dans la demande agrégée. L'ICM peut être utilisé dans la conduite de la politique monétaire de différentes manières. Il peut servir comme une cible opérationnelle ou comme un indicateur. Il peut également être réarrangé pour obtenir une règle de politique monétaire où le taux d'intérêt est fixé de telle manière qu'il suit parallèlement les mouvements du taux de change (Ball, 1999).

Les autorités monétaires, soucieuses de leur réputation et de la construction d'un capital de crédibilité, doivent essayer de faire parvenir au public une information claire et précise, et surtout, essayer de respecter leurs engagements de politique monétaire.

La transparence d'une stratégie de politique monétaire peut être considérée comme un moyen complémentaire d'atteindre la crédibilité. En effet, l'annonce des objectifs représente exactement un effort de transmettre le caractère systématique de la politique et de caractériser la meilleure mesure possible de la Banque centrale pour répondre à l'ensemble des informations disponibles. Selon ce point de vue, l'annonce représente une forme d'engagement.

Geraats (2000) et Eijffinger et Geraats (2002) ont proposé cinq variantes de cette transparence⁸ et ils ont construit un indice de transparence.⁹ Les autorités monétaires peuvent, pour des considérations de court terme, s'écarter de l'objectif annoncé, toutefois, elles doivent mettre en place un dispositif qui l'aideront à consolider continuellement leur crédibilité. Ce dispositif vise à augmenter leur degré de transparence et à permettre au public de mieux évaluer les initiatives et le travail accompli par ces dernières. Il consiste à mettre en œuvre un programme visant à informer le public sur les objectifs de la politique monétaire et à expliquer comment les initiatives des autorités monétaires concordent avec l'atteinte de leurs objectifs.

⁸ La transparence politique, la transparence économique, la transparence procédurale, la transparence de la politique monétaire et la transparence opérationnelle.

⁹ L'indice est calculé comme la somme des scores (min = 0, max = 15) qui correspondent aux réponses à des questions (3) concernant les cinq aspects de transparence.

4.1. L'adoption de l'ICM : Détermination d'une règle monétaire

Le modèle de Ball (1999) constitue le point de départ de l'analyse, qui suit, pour déterminer une règle optimale de politique monétaire pour une petite économie ouverte.

Ce modèle constitue une extension à son modèle d'économie fermée (Ball, 1997) par l'ajout, notamment, d'une simple relation internationale d'une économie ouverte. En effet, ce modèle suppose un lien positif entre le taux de change réel e_t et le taux d'intérêt réel national (r_t) qui peut être perturbé par un choc (v_t) comme le montre l'équation ci-après :

$$e_t = \theta r_t + v_t. \quad (1)$$

Selon Bofinger et Wollmershauser (2001), cette équation reflète partiellement la réalité d'une petite économie ouverte parce qu'elle néglige le taux d'intérêt étranger. Nous suggérons¹⁰ à la place une parité non couverte du taux d'intérêt.

4.1.1 Hypothèses

Dans le cadre de notre modèle, nous tenons compte des insuffisances du modèle de Ball (1999), en l'occurrence introduire le taux d'intérêt international comme indicateur de l'ouverture de l'économie. Nous considérons le système d'équations suivant qui représente le fonctionnement d'une petite économie ouverte :

$$y_t = -\beta r_{t-1} - \delta e_{t-1} + \lambda y_{t-1} + \varepsilon_t \quad (2)$$

$$\pi_t = \pi_{t-1} + \alpha y_{t-1} - \gamma (e_{t-1} - e_{t-2}) + \eta_t \quad (3)$$

$$i_t - i_t^* = s_{t+1/t} - s_t + \theta_t \quad (4)$$

où y_t désigne le logarithme de la production réelle, r_t le taux d'intérêt réel, e_t le logarithme du taux de change réel (lorsque e_t est élevé cela signifie une appréciation), π_t l'inflation et ε_t est un choc. Tous les paramètres sont positifs à l'exception du coefficient du taux de change réel dans l'équation 3. De même, toutes les variables sont mesurées comme des déviations de leurs niveaux d'équilibre.

Partant, le taux de change réel e_t est défini comme suit :

¹⁰ Cette section a fait l'objet d'une communication au 43ème Congrès de la Société canadienne en science économique (2003) : "Détermination d'une règle optimale de politique monétaire : cas de la Tunisie".

$$e_t \equiv s_t + p_t^* - p_t \quad (5)$$

où s_t désigne le logarithme du taux de change nominal (le prix d'une unité de devise étrangère en termes d'unités de monnaie nationale), p_t le niveau national des prix et p_t^* est le niveau des prix étrangers.

L'équation 2 représente l'équilibre du marché des biens et services. Il s'agit de la traduction de l'équation d'une courbe IS dans une économie ouverte. La production dépend des retards du taux d'intérêt réel et du taux de change réel, de sa valeur retardée et du choc de la demande. L'équation 3 décrit la courbe de Phillips pour une économie ouverte. Les variations de l'inflation dépendent du retard de la production, de l'écart entre le taux de change retardé d'une période et le taux de change retardé de deux périodes, et d'un choc. Les variations dans le taux de change affectent l'inflation parce que ses effets se transmettent directement à travers des prix notamment à l'importation. L'équation 3 est dérivée à partir des équations séparées des biens nationaux et de l'inflation importée. Ainsi, l'inflation est une somme pondérée de l'inflation nationale et de l'inflation importée.

L'inflation nationale est donnée par :

$$\pi^d = \pi_{-1} + \alpha' y_{-1} + \eta' \quad (A.1)$$

Cette équation est similaire à celle de la courbe de Phillips pour une économie fermée : π^d est déterminée par l'inflation retardée et la production retardée.

L'inflation importée est définie comme suit :

$$\pi^m = \pi_{-1} - (e_{-1} - e_{-2}) \quad (A.2)$$

L'inflation agrégée est donc la moyenne de A.1 et A.2 pondérée par les parts des importations et des biens nationaux dans l'indice des prix. Si la part des importations est égale à γ alors dans l'équation 3, $\alpha = (1 - \gamma)\alpha'$ et $\eta = (1 - \gamma)\eta'$.

L'équation 4 décrit la parité non couverte du taux d'intérêt où i_t^* est le taux d'intérêt nominal étranger, $s_{t+1}/t = E_t(s_{t+1})$ le logarithme du taux de change anticipé pour la période (t+1) compte tenu de l'information disponible à la période t, et θ_t est une prime de risque. Cette équation remplace l'équation 1 utilisée par Ball (1999).

Le terme taux de change dans l'équation 3 de la courbe de Phillips montre l'effet direct du taux de change sur l'inflation à travers son effet sur les prix des importations. Tandis que ce terme dans l'équation 2 de la courbe IS décrit l'effet du taux de change sur la demande à travers son effet sur les exportations nettes.

Par ailleurs, le taux d'intérêt réel r_t est défini comme suit :

$$r_t \equiv \dot{i}_t - \pi_{t+t/t} \quad (6)$$

En utilisant l'équation 5 nous pouvons réécrire, l'équation 4 comme la condition de la parité du taux d'intérêt réel :

$$r_t = e_{t+1/t} - e_t + r_t^* + \theta_t \quad (7)$$

où r_t^* est le taux d'intérêt réel étranger.

4.1.2 Résolution du modèle

Pour déterminer la règle monétaire, nous commençons par remplacer l'équation 6 dans l'équation 2 et nous réécrivons les équations 2 et 3 en temps (t+1) telles que :

$$y_{t+1} = -\beta (e_{t+1/1} + r_t^* + \theta_t) - e_t (\delta - \beta) + \lambda y_t + \varepsilon_{t+1} \quad (8)$$

$$\pi_{t+1} = \pi_t + \alpha y_t - \gamma (e_t - e_{t-1}) + \eta_{t+1} \quad (9)$$

Les sentiers futurs de la production et de l'inflation sont déterminés par les variables d'état du modèle ($\lambda y_t - \beta (e_{t+1/t} + r_t^* + \theta_t)$ et $\pi_t + \alpha y_t + \gamma e_{t-1}$), par le taux de change (e_t), et par les chocs futurs (ε_{t+1} et η_{t+1}).

La règle optimale peut s'écrire comme une combinaison linéaire des variables d'état comme suit :

$$e_t = m [\lambda y_t - \beta (r_t^* + \theta_t + e_{t+1/t})] + n [\pi_t + \alpha y_t - \gamma e_{t-1}] \quad (10)$$

où m et n sont des paramètres à déterminer.

Dans l'équation 10, le choix du taux de change e_t dépend de θ_t et des variables observées.

De l'équation 7, en remplaçant θ_t par $(r_t - r_t^*) - (e_{t+1/t} - e_t)$ dans l'équation 10, l'on obtient :

$$w r_t + (1 - w) e_t = a y_t + b (\pi_t + \gamma e_{t-1}) \quad (11)$$

où :

$$w = \frac{m\beta}{(1 + 2m\beta)}, a = \frac{(m\lambda + n\alpha)}{(1 + 2m\beta)}, b = \frac{n}{(1 + 2m\beta)}$$

L'équation 11 exprime une règle de politique monétaire sous forme d'une moyenne pondérée du taux d'intérêt et du taux de change.

La règle de politique monétaire obtenue revêt la même forme que celle obtenue par Ball. Les autorités monétaires vont modifier l'ICM en réaction à deux

variables : la valeur courante de la production et de l'inflation de long terme. Toutefois, il convient de noter que cette règle est assortie de pondérations et de coefficients inférieurs à ceux obtenus par Ball (1999). En effet, le poids du taux d'intérêt (w) et les coefficients (a) et (b) obtenus par Ball (1999) pour $\theta = 2$, sont :

$$w = \frac{m\beta}{\left(1 + \frac{1}{2}m\beta\right)}, a = \frac{(m\lambda + n\alpha)}{\left(1 + \frac{1}{2}m\beta\right)}, b = \frac{n}{\left(1 + \frac{1}{2}m\beta\right)}$$

Les modèles d'économies fermées supportent l'utilisation de la règle de Taylor reliant le taux d'intérêt à la production et à l'inflation. Dans les économies ouvertes, pareille règle doit être modifiée pour donner un rôle au taux de change.

La règle de politique monétaire basée sur l'ICM (équation 11) modifie la règle de Taylor (1993) dans la mesure où l'instrument de l'intervention des autorités monétaires n'est plus le taux d'intérêt à court terme mais plutôt une combinaison du taux d'intérêt et du taux de change. En outre, le terme d'inflation est remplacé par celui d'inflation ajustée par le taux de change. Enfin, les variables de la production et de l'inflation ne sont pas assorties des mêmes coefficients. Présentée sous cette forme, la règle fondée sur l'ICM diffère de la règle de Taylor (1993) :

$$r_t = \left(\frac{a}{w}\right) y_t + \left(\frac{b}{w}\right) (\pi_t + \gamma e_{t-1}) - \left(\frac{1-w}{w}\right) e_t$$

Le côté gauche de cette règle est le taux d'intérêt, et ce, comme dans la règle de Taylor. La modification est la variable taux de change dans le côté droit de cette règle, les autorités monétaires ajustent le taux d'intérêt en réponse au taux de change de la même manière que la production et l'inflation.

4.1.3 Application au cas tunisien

L'ICM obtenu dans l'équation 11 peut servir de règle de politique monétaire aux autorités monétaires tunisiennes. L'estimation de l'équation 3 pour la période 1991-2000¹¹ pour le cas de la Tunisie, nous donne $\alpha = 0.118$ (0.133419) et $\gamma = -0.396$ (-0.272930). Si nous reprenons les valeurs des paramètres de Ball (1999), les poids du taux d'intérêt et du taux de change dans l'ICM seront 0.341 et 0.659. Les coefficients a et b prennent les valeurs de 0.530 et 0.638 respectivement.

¹¹ Les données utilisées sont collectées à partir des Statistiques Financières du FMI (2001).

Ball (1999) a déterminé une règle monétaire basée sur l'ICM avec une pondération du taux d'intérêt égale à 0.7 et les coefficients de la production et de l'inflation de long terme prennent les valeurs de 1.35 et 1.06 respectivement.

La règle proposée présente un poids du taux d'intérêt inférieur à celui obtenu par Ball (1999) et un poids du taux de change plus élevé que celui du taux d'intérêt, reflétant l'effet direct du taux de change sur l'inflation ainsi que le rôle de cette variable dans la transmission de la politique monétaire sur l'économie. Ce résultat confirme la spécificité de l'économie tunisienne qui devrait attribuer une importance au taux de change dans la formulation de la politique monétaire dans un contexte de libéralisation financière.

Étant exprimé par une combinaison du taux d'intérêt et du taux de change si l'objectif des autorités monétaires est d'appliquer une politique monétaire restrictive, l'ICM va augmenter. Cet objectif peut être atteint par une augmentation du taux d'intérêt, par une appréciation réelle ou par les deux effets à la fois.

Les autorités monétaires ont avantage à se fixer et à annoncer une règle active qui soit compréhensible par les agents économiques et permettant de rendre efficace la politique monétaire suivie.

4.2. La transparence : un élément indispensable de crédibilité

A l'image de bon nombre d'autres banques centrales, la BCT a réalisé d'importantes avances en matière de transparence. En effet, elle met à la disposition du public un volume important d'informations relatives à la conduite de la politique monétaire, sur son site¹² Internet qui est régulièrement mis à jour ou encore sur les supports papiers (publications mensuelles et trimestrielles). Ces informations concernent l'évolution de différents taux d'intérêt, les règles prudentielles, la législation bancaire ainsi que certaines circulaires destinées aux établissements de crédit.

L'amendement de la loi organique de la BCT a concerné le renforcement des révélations et transparence à savoir :

- Obliger les établissements de crédits à révéler les conditions d'épargne et de prêts et le niveau des commissions perçues ;
- Publication de la BCT sur son site ainsi que sur deux quotidiens du communiqué de presse de la réunion mensuelle du Conseil d'Administration révélant les évolutions des indicateurs monétaires et financiers ainsi que les prévisions des équilibres du système financier et les orientations de la politique monétaire (depuis 2002) ;

¹² www.bct.gov.tn.

- Publier au JORT, Journal Officiel de la République Tunisienne, les rapports des deux commissaires aux comptes assurant l'audit de la Banque. Une copie du rapport annuel est aussi transmise aux présidents de la chambre des députés et de la chambre des conseillers.

Cependant, il est à noter que ces informations sont publiées avec un retard pouvant atteindre six mois. Ce qui a pour conséquence une réduction de l'utilité de certaines d'entre elles. Une plus grande célérité est donc attendue à cet effet.

En effet, à chaque fois que la Banque centrale modifie un des éléments de sa politique monétaire (taux directeurs, objectif intermédiaire...), l'explication des raisons qui ont motivé ce changement à travers la publication d'un communiqué est de nature à fournir des renseignements utiles sur la crédibilité de la politique monétaire. Aussi, l'annonce de la précision de l'ordre des objectifs de long et de court termes ainsi que des modalités d'interventions de la BCT sur le marché monétaire permet de clarifier l'engagement de réaliser l'objectif ultime de la politique monétaire.

Etant donné que le public sait que les autorités monétaires peuvent, pour des considérations de court terme, s'écarter de l'objectif annoncé, ces autorités doivent mettre en place un dispositif qui les aiderait à consolider continuellement la crédibilité de la politique monétaire. Pour le cas de la BCT, ce dispositif doit viser à augmenter le degré de transparence des autorités monétaires et à permettre au public de mieux évaluer les initiatives et le travail accompli par ces dernières.

De même, l'annonce des changements des taux d'intervention par la Banque centrale clarifierait le rôle de cette dernière dans la conduite de la politique monétaire et conférerait davantage de crédibilité à la conduite de la politique monétaire. Ainsi, les interventions discrétionnaires de la BCT afin d'éviter les dérapages enregistrés portent atteinte à sa crédibilité d'autant plus qu'elles ne publie pas la cible de taux de croissance de l'agrégat monétaire dans les délais, c'est-à-dire qu'elle publie les normes de l'année suivante à la fin de l'année en cours. Ces taux sont plutôt publiés durant le mois de juin de l'année en cours. Toutefois, la publication des objectifs monétaires annuels comme le taux d'inflation et la croissance de la masse monétaire dès le début de l'année, serait de nature à accroître la transparence de la politique monétaire.

En bref, cette masse d'informations permet de distinguer clairement entre les opérations effectuées sur le marché monétaire (injection ou ponction de liquidités, appel d'offres, prise en pension, ..., etc.) et celles de prêteur en dernier ressort donnant ainsi au public une vision plus claire de la nature de ces interventions (Miniaoui et Smida, 2004).

L'affichage d'une règle peut servir à protéger les autorités monétaires en les mettant à l'abri d'interventions à court terme des responsables politiques ou de l'opinion publique et d'isoler la conduite de l'action monétaire des échéanciers électoraux. Le problème de l'incohérence temporelle se trouve ainsi évité. Toutefois, certaines Banques centrales, en choisissant l'opacité pour se protéger des pressions du pouvoir politique, de l'opinion publique ou des marchés, parviennent à assurer leur politique de stabilité des prix.

En Tunisie, la meilleure façon de réduire l'incertitude consiste à demander à la Banque centrale de publier ses prévisions et éventuellement de s'expliquer sur les conditions de leur construction. Comme l'inflation ne réagit qu'avec un certain retard, les autorités monétaires auront à expliquer leur stratégie et les facteurs qui influencent leurs décisions de manière claire et fréquente, afin de rendre crédible leur politique monétaire.

5. CONCLUSION

Le mouvement de déréglementation financière jumelé avec les réformes financières entreprises par la Tunisie a rendu illusoire toute croyance en une stabilité de comportement d'encaisse ou de la fonction de demande de monnaie.

Ces mutations sont de nature à pousser les autorités monétaires à remodeler les instruments de politique monétaire et, surtout, leurs modes d'interventions en tenant compte de ces nouvelles données.

La solution peut consister en l'adoption d'une règle monétaire contingente qui est considérée comme un instrument de transparence de la politique monétaire mise en oeuvre. Il existe plusieurs règles monétaires pour une économie ouverte et divers travaux ont montré, que dans ce contexte fonctionnel, l'instrument optimal de la politique monétaire n'était pas le seul taux d'intérêt mais une moyenne pondérée du taux d'intérêt et du taux de change, autrement dit un ICM. C'est le cas de la règle monétaire bâtie autour d'un ICM étudiée par Ball (1999) où la Banque centrale réagit à la variation du taux de change.

Dans une économie ouverte comme celle de la Tunisie, les autorités monétaires ont intérêt à intégrer le rôle d'instrument indirect joué par le taux de change dans la formulation de la politique monétaire. Elles pourront ainsi tirer profit de l'indicateur important du taux de change pouvant influencer leurs décisions dans un contexte de libéralisation financière.

Par ailleurs, les aspects pratiques de la politique monétaire se montrent moins compatibles avec la stratégie de ciblage de l'inflation.

Les autorités monétaires doivent intégrer dans la gestion monétaire une série de variables d'information qui comprendraient des indicateurs pouvant être suivis constamment, tels que le taux de change, les taux d'intérêt actuels (taux courts) et les taux du marché à terme. Ces variables envoient des signaux sur la situation monétaire.

Afin d'être efficace, une stratégie de politique monétaire doit comporter l'annonce d'objectifs clairs, offrant un jalon aux anticipations des agents économiques et des opérateurs du marché. La publication des objectifs va permettre aux agents privés de juger des décisions des autorités monétaires, tout en laissant à ces dernières une marge de manoeuvre suffisante.

L'analyse de la question de la crédibilité de la politique monétaire a montré que certains aspects techniques du comportement de la Banque centrale de Tunisie (BCT) sont susceptibles, soit de compromettre, soit de promouvoir la crédibilité de la politique monétaire. Il s'avère que la BCT définit clairement ses objectifs de politique monétaire, informe le public de sa stratégie et explique comment ses initiatives devraient concorder avec les objectifs tracés moyennant diverses publications. Toutefois, la diffusion de ces informations est faite avec un retard ce qui réduit l'efficacité de l'information diffusée et par la même la transparence de la politique monétaire.

Références

- Agenor P.R., 2000, "Monetary Policy under Flexible Exchange Rates : An Introduction to Inflation Targeting", *The World Bank*, 45.
- Ball L. (1997), "Efficient Rules for Monetary Policy", NBER Working Paper, No. 5952.
- Ball L., 1999, "Policy Rules for Open Economies", in J.B. Taylor, ed., *Monetary Policy Rules*, The University of Chicago Press.
- Barro R.J. and D.B. Gordon, 1983, "Rules, Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy", *Journal of Monetary Economics*, Vol. 12, pp. 101-121.
- Bernanke B. and F. Mishkin, 1997, "Inflation Targeting : A New Framework for Monetary Policy?", *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 11, pp. 97-116.
- Bofinger P. and T. Wollmershauser, 2001, "Managed Floating: Understanding the New International Monetary Order", *Discussion Paper Series*, No. 3064, Centre for Economic Policy Research, London.
- Boughrara A. et M. Smida, 2004, "La politique monétaire en Tunisie, les Mots et les Faits", *Revue Tunisienne d'Economie*, No. 12, pp. 81-104.
- Calvo, G.A., 1978, "On The Time Consistency of Optimal Policy in a Monetary Economy", *Econometrica*, Vol. 46, No. 6, pp. 1411-1428.
-

-
- Chant J., 2003, "La Banque du Canada, Vers une Plus Grande Transparence", *Revue de la Banque du Canada*, Printemps.
- Eijffinger S. et P. M. Geraats, 2002, "How Transparent are Central Banks?", CEPR Discussion Papers, No. 3188.
- Fischer S., 1996, "Maintaining Price Stability", *Finance and Development*, IMF, Vol. 33, No. 4, pp. 34-37.
- Geraats P.M., 2000, "Why Adopt Transparency? The Publication of Central Bank Forecasts", CEPR Discussion Papers, No. 2582.
- Goodhart C.A. E. and J. Vinals, 1994, "Strategy and Tactics of Monetary Policy: Examples from Europe and the Antipodes", *Goals, Guidelines, and Constraints Facing Monetary Policymakers: Conferences Series*, Vol. 38, pp. 139-187.
- Hergli M. et M. Belhareth, 1993, "La libéralisation financière dans les PVD : la nécessaire reformulation des bases conventionnelles de la théorie de la libéralisation financière", *Mondes en Développement*, ISMEA, No. 84, Vol. 21, pp. 39-54.
- Jbili A. and V. Kramarenko, 2003, "Should MENA Countries Float or Peg?", *IMF Finance and Development*, Vol. 40, No. 1, pp. 30-33.
- Kydland F. and E. Prescott, 1977, "Rules Rather Than Discretion, The Inconsistency of Optimal Plans", *Journal of Political Economy*, Vol. 85, pp. 473-490.
- Lassoued T., 2004, "Mutations Financières et Demande de Monnaie en Tunisie", *Publications de la Faculté de Droit et des Sciences économiques et politiques de Sousse*, Première Journée d'Economie Monétaire et Bancaire, Avril.
- Masson P., M. Savastano and S. Sharma, 1997, "The Scope for Inflation Targeting in Developing Countries", *IMF Working Paper*, WP/97/130, October.
- McCallum B.T., 1993, "Discretion versus Rules in Practice, Two Critical Points: A Comment", *Carnegie Rochester Conference Series on Public Policy*, Vol. 39, pp. 215-220.
- Miniaoui H. et M. Smida, 2004, "Crédibilité des Autorités Monétaires et Transparence : Quelle Complémentarité dans le Cas de la Tunisie ? Une Contribution au Débat", Communication à la Deuxième Journée d'Economie Monétaire et Bancaire, Sousse, Mimeo, FIMOD. Accepté à l'Actualité Economique, *Revue d'Analyse Economique*, A paraître dans le prochain numéro.
- Mishkin F.S., 1997, "Strategies for Controlling Inflation", NBER Working Paper, No. 6122.
- Mishkin F.S. and A.S. Posen, 1997, "Inflation Targeting: Lessons from Four Countries", *Economic Policy Review*, Federal Reserve Bank of New York.
- Mishkin F.S., 2000a, "Issues in Inflation Targeting", *Proceedings of a Seminar held by the Bank of Canada*, June, pp. 235-257, Conference: Price stability and the Long-Run Target for Monetary Policy.
- Mishkin F.S., 2000b, "Inflation Targeting in Emerging Market Countries", NBER Working Paper, No. 7618.
-

- Rogoff K., 1985, "The Optimal Degree of Commitment to a Monetary Target", *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 100, pp. 1169-1190.
- Schaechter A., M.R. Stone and M. Zelmer, 2000, "Adopting Inflation Targeting: Practical for Emerging Market Countries", *International Monetary Fund Occasional Paper*, Vol. 202.
- Stevens G., 1998, "Pitfalls in The Use of Monetary Conditions Indexes", *Reserve Bank of Australia Bulletin*, August, pp. 34-43.
- Svensson L.E., 1997a, "Optimal Inflation Targets, "Conservative", and Linear Inflation Contracts", *American Economic Review*, Vol. 87, No. 1, pp. 98-114.
- Svensson L.E., 1997b, "Inflation Forecast Targeting : Implementing and Monitoring Inflation Targets", *European Economic Review*, Vol. 41, No. 6, pp. 1111-1146.
- Svensson L.E., 1999a, "Inflation Targeting as a Monetary Policy Rule", *Journal of Monetary Economics*, Vol. 43, pp. 607-654.
- Svensson L.E., 1999b, "Price Level Targeting vs. Inflation Targeting : A Free Lunch?", *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 31, pp. 277-295.
- Svensson L.E., 1999c, "Inflation Targeting: Some Extensions", *Scandinavian Journal of Economics*, Vol. 101, pp. 337-361.
- Svensson L.E., 2000, "Open-Economy Inflation Targeting", *Journal of International Economics*, Vol. 50, pp. 155-183.
- Taylor J.B., 1993, "Discretion Versus Policy Rules in Practice", *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, Vol. 39, pp. 195-214.
- Taylor J.B., 1999, "The Robustness and Efficiency of Monetary Policy Rules as Guidelines for Interest Rate Setting by the European Central Bank", *Journal of Monetary Economics*, Vol. 43, No. 3, pp. 655-679.
- Taylor J.B., 2001, "The Role of The Exchange Rate in Monetary-Policy Rules", *American Economic Review*, Vol. 91, No. 2, pp. 263-267.
- Walsh C.E., 1995, "Optimal Contracts for Independent Central Bankers", *American Economic Review*, Vol. 85, No. 1, pp. 150-167.

Abstract

The object of this paper is to determine an optimal rule of monetary policy for a small open economy. We introduced the uncovered interest parity to the model of Ball (1999). The coefficients obtained of the rule are lower than those found by Ball privileging exchange rate. The estimate of this model in the case of Tunisia made it possible to confirm the awaited theoretical results. As, it is necessary to announce as this rule of monetary policy remains effective under condition of its credibility.
