



Adéquation des réserves de change en Tunisie : Essai d'évaluation

L'adéquation des réserves de change est une composante essentielle de la gestion macroéconomique. Les réserves de change peuvent servir à réduire les effets des chocs aléatoires et temporaires sur la balance des paiements, afin de maintenir la parité du taux de change, à réduire leurs coûts et faciliter les ajustements face à certains chocs permanents. Les réserves de change permettent aussi de limiter la volatilité du taux de change sur des marchés de change illiquides (Hvding, Nowak et Ricci, 2004). La littérature récente a souligné le rôle de l'adéquation des réserves de change, dans la réduction des effets pervers des crises de change ou des arrêts brusques (Sudden stops) des financements extérieurs (Caramazza, Ricci et Salgado, 2004).

Les réserves en devises sont considérées comme un motif de précaution et par conséquent sont utilisées pour assurer les besoins stratégiques en liquidité de l'économie en cas de pressions sur les comptes extérieurs. A cet effet, elles servent à :

- Garantir aux créanciers et aux investisseurs étrangers la capacité du pays à honorer ses engagements,
- Lisser les fluctuations du taux de change de la monnaie nationale.

Ainsi, les pays cherchent à constituer de réserves suffisantes sous forme d'une garantie pour faire face aux chocs potentiels. Le motif de précaution était un important argument d'accumulation de réserves dans certains pays émergents au début des années 2000 suite aux crises de la balance des paiements et aux crises bancaires de la décennie précédente.

C'est dans ce cadre que le présent travail entend répondre à la question suivante : les réserves de change en Tunisie sont-elles adéquates (suffisantes) ?

Pour répondre à cette question, il faut définir le niveau optimal des réserves de change selon différentes approches. Dans cette perspective, plusieurs ratios d'adéquation des réserves de change ont été développés.

Ainsi dans **le premier volet** de cette étude, nous exposons les différents ratios traditionnels de l'adéquation des réserves de change puis, dans **le second volet**, nous présentons la nouvelle approche de l'adéquation des réserves de change développée par le FMI (2011).

1. Mesures traditionnelles de l'adéquation des réserves de change¹

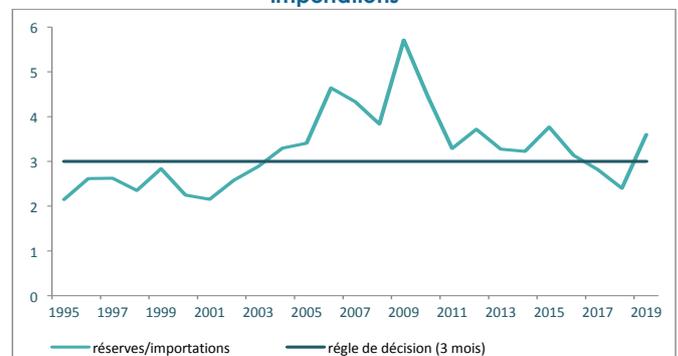
Le niveau adéquat des réserves de change peut être apprécié à partir d'un ensemble de références mesurées par les pays, lors des crises en se basant sur une analyse coûts-bénéfices. Parmi les indicateurs les plus usuels dans l'appréciation du niveau de réserves, on cite **(i)** le ratio réserves/importations, **(ii)** le ratio réserves/dette extérieure à court terme et **(iii)** le ratio réserves/agrégats monétaires (M_2).

1.1 Le ratio des réserves de change rapportées aux importations (3 mois)²

Le taux de couverture des importations mesure les mois d'importation qui peuvent être financés par les réserves de change. La norme admise varie entre 3 mois (norme 1, minimale) et 6 mois (norme 2, parfaite) d'importation. Cette mesure remonte à l'époque de Breton Woods (1944), où la demande de devises était largement stimulée par les importations, compte tenu de l'adaptation des régimes de taux de change fixes et des contrôles de capitaux.

Ainsi, ce ratio permet d'évaluer le niveau de solvabilité des paiements d'un pays à court terme.

Graphique 1 : Evolution du ratio réserves de change/ importations



Source : compilation de l'auteur, ITCEQ (en nombre de mois).

¹ Onno de Beaufort Wijnholds J. and Arend K. (2001): "Reserves Adequacy in Emerging Market Economics", IMF Working Paper WP/01/143, September, 49p.

² Voir Achille M.M. et Uche D. (2013) : "Détenir des réserves de change excédentaires ou financer les infrastructures : que doit faire l'Afrique ? », Groupe de la banque africaine de développement, Juin, Document de travail No. 178, 30p.

Le nombre de jours d'importation est un indicateur qui évalue le niveau des réserves de change. Pour le cas de la Tunisie, ce taux était en dessous de la barre des 3 mois d'importation entre 1995 et 2003 (graphique 1). A partir de 2004, ce ratio a augmenté pour atteindre plus de 172 jours d'importations en 2009, suite aux opérations de privatisation, notamment la cession de 35% du capital de Tunisie-Télécom en 2006 pour une enveloppe de 2,25 milliards de dollars USA.

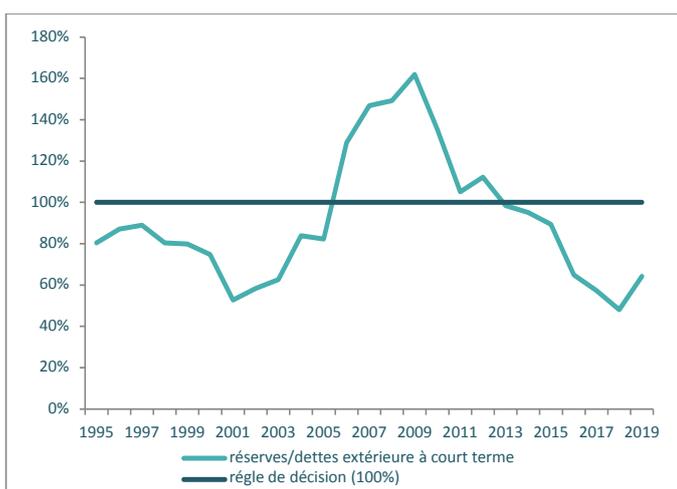
Toutefois, ce ratio a fortement baissé à partir de 2010, pour osciller entre les 90 et 110 jours d'importations sous l'effet, de la conjoncture et des difficultés de la période transitoire qu'a connu la Tunisie depuis janvier 2011 et qui ont pesé sur les secteurs promoteurs de devises.

En effet, le niveau des réserves de change tout au long des dernières années a été impacté par l'élargissement du déficit courants d'une part et les encaissements au titre du financement extérieur.

1.2 Le ratio des réserves de change rapportées à la dette extérieure à court terme ³

Ce ratio mesure la capacité d'un pays à rembourser facilement sa dette extérieure à court terme. L'indice de référence international est 1 ce qui équivaut à 100%. Plus concrètement, cet indice ne doit pas chuter en deçà de 100% afin de garantir que toute la dette extérieure à court terme peut être remboursée intégralement et rapidement. La règle Guidotti-Greenspan⁴ est l'une des mesures imposées pour évaluer le risque de refinancement du compte de capital. Selon cette règle, les banques centrales doivent constituer un niveau de réserves pour des montants au moins équivalents à la dette extérieure à court terme, afin de faire face aux éventuels chocs sur le marché international. En d'autres termes, toutes les dettes à court terme pourraient être remboursées avec les réserves de change, si un arrêt brutal persistait jusqu'à un an.

Graphique 2 : Evolution du ratio réserves de change/dette extérieure à CT



Source: compilation de l'auteur, ITCEQ

En Tunisie, les autorités monétaires suivent au quotidien le niveau des réserves de change dans la mesure où il reflète la capacité du pays à pouvoir honorer ses engagements, à défendre sa monnaie et éviter de ce fait les effets pervers des chocs exogènes éventuels.

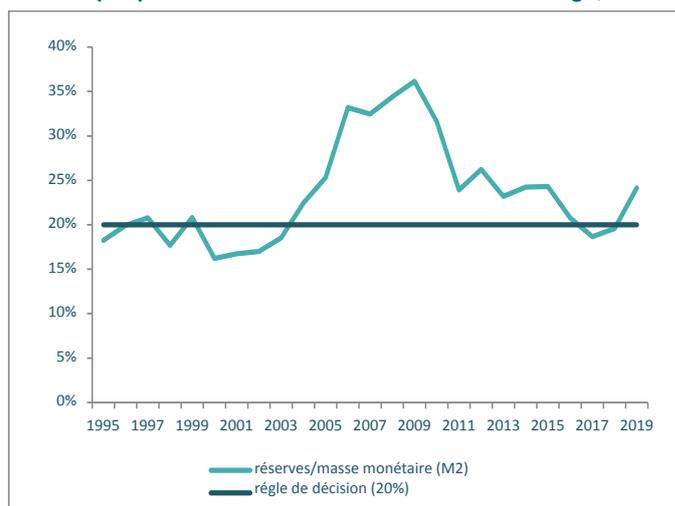
Durant la période 2001-2009, le ratio réserves/dette extérieure à court terme est passé de 53% à environ 162%. Il est légèrement inférieur aux niveaux observés dans d'autres pays émergents.

Cependant, ce ratio s'est fortement dégradé après la révolution (2013-2019) sous l'effet des pressions du solde courant, la baisse du niveau des IDE et l'augmentation des charges du service de la dette extérieure.

1.3 Le ratio des réserves de change rapportées à la masse monétaire (M₂)⁵

Ce ratio est utilisé comme motif de précaution contre les crises financières. En effet, la masse monétaire M₂ représente les moyens de paiement rapidement mobilisables par les résidents. L'indice de référence se situe entre 10% et 20% pour les pays appliquant un ancrage du taux de change et/ou ayant opté pour un régime de change fixe et entre 5% et 10% pour les pays ayant adopté un régime de change flexible. Un taux de couverture compris entre 15% et 20% est généralement considéré comme suffisant (FMI, 2011 et 2013).

Graphique 3 : Evolution du ratio réserves de change/M₂



Source: compilation de l'auteur, ITCEQ

La Tunisie a enregistré le plus haut niveau de réserves de change en 2009. Par conséquent, le ratio réserves de change rapporté à la masse monétaire (M₂) a atteint le niveau de 36%.

Le niveau des réserves rapporté à la masse monétaire M₂ a connu une baisse prononcée durant les dernières années mais demeure presque au seuil demandé de 20%.

³ Trends Cédric Achille M.M. et Uche D. (2013), op. cit., p.4.

⁴ La règle de Guidotti-Greenspan fait que les réserves d'un pays doivent couvrir toute la dette extérieure à court terme (échéance d'un an ou moins), ce qui implique un ratio réserves/dette à court terme de 1. La raison est que les pays devraient avoir suffisamment de réserves pour résister à un retrait massif des capitaux étrangers à court terme.

⁵ Cédric Achille M.M. et Uche D. (2013), op. cit., p.4.

2. Evaluation de l'adéquation des réserves de change : nouvelle approche du FMI

Bien que les indicateurs traditionnels constituent les mesures habituelles de l'adéquation des réserves, le FMI (2011, 2013) a développé un indicateur composite qui emprunte aux trois ratios.

Ainsi, le FMI propose une nouvelle approche plus appropriée, qui prend en compte plusieurs paramètres, tels que la valeur des exportations, la dette extérieure à court terme, les autres engagements envers les non-résidents et la fuite de capitaux.

Cette approche appelée la méthode ARA régime flottant, permet d'évaluer les réserves nécessaires aux besoins courants.

Le niveau optimal des réserves se détermine selon le type du régime de change (fixe ou flottant) et à partir des coefficients de pondération fixés par des scénarios faits par le FMI.

Selon cette méthode, la fourchette d'adéquation des réserves d'un pays doit être comprise entre 100% à 150% des réserves optimales nécessaires. La Tunisie est en dehors de cette fourchette depuis 2010.

En effet, les réserves de change en Tunisie pour l'année 2019 sont de l'ordre de 20,4 milliards de dinars, soient 62% du besoin.

Le niveau de réserves est jugé actuellement en deçà des besoins, c'est ce qui est généralement appelé le budget d'intervention.

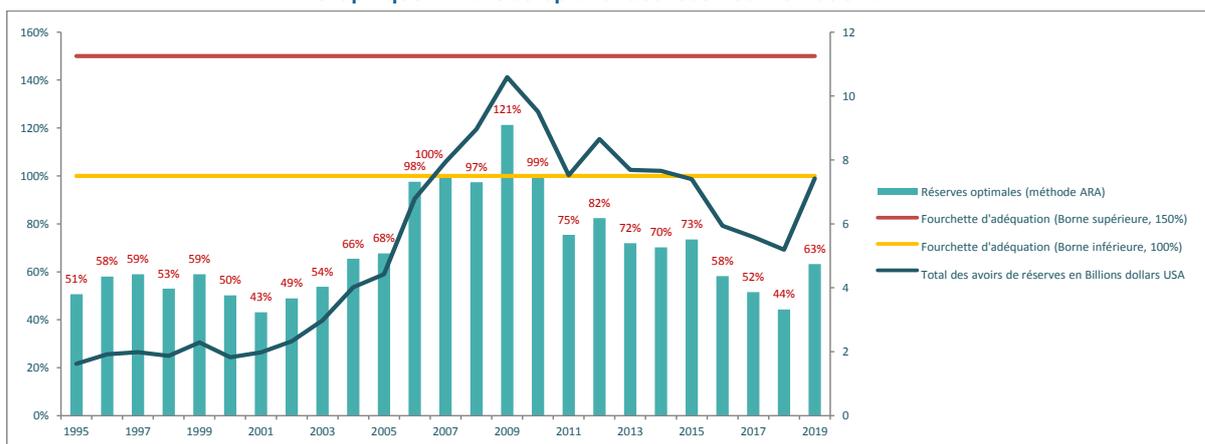
En fin, il convient de souligner que, la gestion du stock des avoirs en devises connaît un certain décalage entre les dépenses et les recettes, ce qui induit parfois des baisses relativement prononcées, mais momentanées de ce stock que la Banque Centrale de Tunisie cherche à maintenir au-dessus d'un niveau stratégique permettant de répondre aux objectifs destinés aux réserves en devises.

Par conséquent, la Tunisie doit s'assurer qu'elle dispose suffisamment de réserves de change pour ses besoins courants. La méthode la plus reconnue par les institutions internationales, telles que le FMI (2011), consiste à s'assurer une couverture d'au moins de 3 mois d'importation.

Il importe, à ce titre, de poursuivre les efforts destinés à préserver les équilibres externes et ce en veillant à :

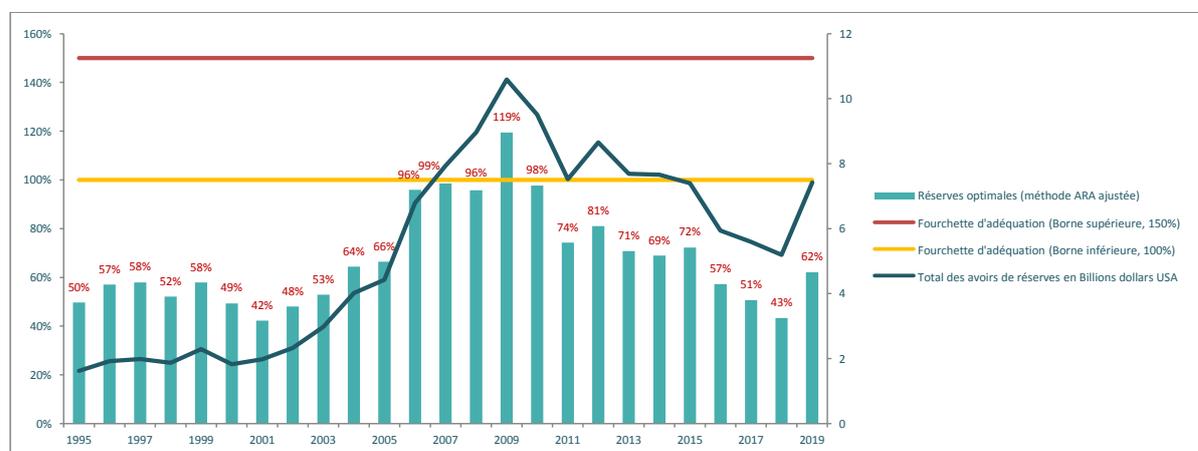
- ✓ Maîtriser le déficit commercial par le rétablissement de l'activité des secteurs pourvoyeurs de devises.
- ✓ Mettre en place une stratégie pour promouvoir le secteur du tourisme suite aux grandes difficultés de la période actuelle.
- ✓ Améliorer le climat des affaires en vue de mobiliser davantage les IDE.
- ✓ Optimiser la gestion de la dette extérieure du pays.

Graphique 4 : Niveau optimal des réserves Méthode ARA*



Régime fixe $\Rightarrow 10\%*(R/M) + 30\%*(R/DCT) + 10\%*(R/M_2) + 20\%*(R/ENR)$
 Régime flottant $\Rightarrow 5\%*(R/M) + 30\%*(R/DCT) + 5\%*(R/M_2) + 15\%*(R/ENR)$

Méthode ARA ajustée (contrôle de capitaux)**



Source: compilation de l'auteur, ITCEQ

Note : R/M : est le ratio des réserves de change rapportées aux importations,
 R/DCT : est le ratio des réserves de change rapportées à la dette extérieure à court terme,
 R/M₂ : est le ratio des réserves de change rapportées à la masse monétaire (M₂) et
 R/ENR : est le ratio des réserves de change rapportées autres engagements envers les non-résidents.

Références

Bussière M. et Mulder C. (1999): "Political Instability and Economic Vulnerability", *IMF Working Paper*, WP/99/46, <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/1999/wp9946.pdf>

Caramazza F., Ricci L. et Salgado R.(2004): "International financial contagion in currency crises", *Journal of International Money and Finance*, vol. 23, issue 1, 51-70.

Cédric Achille M.M. et Uche D. (2013) : "Détenir des réserves de change excédentaires ou financer les infrastructures : que doit faire l'Afrique ? », Groupe de la banque africaine de développement, Juin, Document de travail No. 178, 30p.

FMI (2003): "Reserve Adequacy Assessments: Theory and Practice", http://www.ieo-imf.org/ieo/files/completedevaluations/IR_IV_Reserve_Adequacy_Assessments.pdf

FMI (2011): "Assessing Reserve Adequacy", staff paper, IMF, Washington, DC, February 2011, <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2011/021411b.pdf>

FMI (2013): "Assessing Reserve Adequacy--Specific Proposals", IMF Policy Paper, December 19, 2014. <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2014/121914.pdf>.

Guidotti-Greenspan (1999): "Currency reserves and debt", <https://www.federalreserve.gov>

Onno de Beaufort Wijnholds J. et Arend K. (2001): "Reserves Adequacy in Emerging Market Economies", IMF Working Paper WP/01/143, September, 49p.

Nowak M., Hviding K. et Ricci L.A. (2004): "Can Higher Reserves Help Reduce Exchange Rate Volatility?", Working Paper No. 04/189, 32p.

Bouzid AMAIRA
Direction Centrale des Etudes Economiques

Tribune de l'ITCEQ

✉ contact@itceq.tn

☎ +216 71 802 044

☎ +216 71 787 034

Rédaction :

Institut Tunisien de la
Compétitivité et des Études
Quantitatives
27, Rue du Liban, 1002 Tunis

Cette Tribune est publiée sous la responsabilité de la direction générale de l'ITCEQ. Les opinions qui y sont exprimées sont celles des auteurs.