

Sous l'Egide de la Banque Centrale de Tunisie



Association Professionnelle Tunisienne des Banques
& des Etablissements Financiers



En Collaboration avec



Policy Report

Quel nouveau sequencing dans l'assouplissement de la réglementation des changes en Tunisie ? : *Tirer les leçons des expériences internationales comparées*

Préface

Chedly Ayari, *Gouverneur de la Banque Centrale de Tunisie*

Comité de supervision

Ahmed El Karm, *Président de l'Association Professionnelle Tunisienne des Banques & des Etablissements Financiers*

Mouna Saied, *Déléguée Générale de l'Association Professionnelle Tunisienne des Banques & des Etablissements Financiers*

Coordinateur scientifique

Sami Mouley, *Professeur de Finance Internationale, ESSEC - Université de Tunis*

Comité de rédaction

- **Faiza Feki**, *Direction Générale des Opérations de Change (DGOC) - Banque Centrale de Tunisie*
- **Raoudha Boukadida**, *Direction des Opérations en Capital - Banque Centrale de Tunisie*
- **Leila Tebai**, *Direction des Opérations en Capital - Banque Centrale de Tunisie*
- **Saloua Legha**, *Direction des Opérations Commerciales - Banque Centrale de Tunisie*
- **Kamel Mgareech**, *DGOC - Banque Centrale de Tunisie*
- **Moatez Hemissi**, *DGOC - Banque Centrale de Tunisie*
- **Brahim Binous**, *DGOC - Banque Centrale de Tunisie*
- **Ahmed Bouzguenda**, *Institut Arabe des Chefs d'Entreprises*
- **Salah Sayel**, *Conseil du Marché Financier*
- **Ali Ouerghi**, *Direction Générale du Financement - Ministère des Finances*
- **Lassaad Jouini**, *Société Tunisienne de Banque*
- **Fadhel Abdelkefi**, *Tunisie Valeurs*
- **Chiheb Ghanmi**, *Ordre des Experts Comptables de Tunisie*
- **Sami Mouley**, *Université de Tunis*
- **André Cartapanis**, *Sciences Po - Aix en Provence*
- **Majdi Hassen**, *Université de Tunis et Institut Arabe des Chefs d'Entreprises*

Compléments

- **Béchir Trabelsi**, *Direction Générale de la Gestion des Réserves et des Marchés - Banque Centrale de Tunisie*
- **Mohamed Salah Souilem**, *Direction Générale de la Politique Monétaire - Banque Centrale de Tunisie*
- **Wahida Jeribi**, *Direction Générale des Statistiques - Banque Centrale de Tunisie*
- **Amel Berrahal**, *Direction Générale de la Stabilité Financière - Banque Centrale de Tunisie*

Commentaires

- **Jamel Baltagi**, *Contrôle Général - Banque Centrale de Tunisie*
- **Hamadi Fehri**, *IHEC - Carthage*

Table des matières

Préface	6
Exposé des motifs et approche conceptuelle	9
Chapitre.1	11
L'assouplissement de la réglementation des changes : La matrice des propositions exécutives de la Banque Centrale de Tunisie	
1. Introduction	11
2. La matrice des réformes	12
Chapitre.2	25
La levée des obstacles majeurs de la réglementation de change : regards croisés des acteurs économiques, institutionnels, bancaires et financiers	
1. Commentaires sur les mesures proposées par la BCT pour les opérations financières et en capital	25
1.1. Au niveau des investissements réalisés en Tunisie par des étrangers non-résidents	25
1.2. Au niveau des investissements réalisés à l'étranger par des résidents	27
1.3. Au niveau des souscriptions des titres d'emprunt émis sur le marché domestique	28
1.4. Au niveau des emprunts extérieur	29
1.5. Au niveau du marché monétaire en devises et des crédits locaux	30
1.6. Au niveau des engagements par signature	30
2. Commentaires sur les mesures proposées par la BCT en matière d'ouverture et de fonctionnement des comptes	31
2.1. Au niveau des comptes de résidents	31
2.2. Au niveau des comptes de non résidents	31
3. Commentaires sur les mesures proposées par la BCT en matière d'opérations courantes	32
3.1. Au niveau des transferts courants	32
3.2. Au niveau du commerce extérieur	33
3.2.1. <i>Au niveau des exportations de marchandises</i>	33
3.2.2. <i>Au niveau des importations de marchandises</i>	34
4. Compléments et réponses de la BCT	34
Chapitre.3	37
Les conditions de mise en œuvre d'un assouplissement de la réglementation des changes en Tunisie : Enseignements des expériences internationales et justifications d'une approche intégrée et séquentielle de la réforme	
1. Introduction	37
2. Les enseignements des expériences internationales de libéralisation des flux de capitaux : En pratique, des décalages importants par rapport à la théorie	38
3. Les contraintes macroéconomiques induites par la libéralisation des flux de capitaux	40
3.1. L'obsolescence du trilemme de Mundell	40

3.2. De nouveaux trilemmes pour les économies émergentes ?	41
4. Les leçons des expériences internationales récentes : pré-requis et conditions de mise en œuvre d'un assouplissement de la réglementation des changes	45
4.1. Une approche intégrée de la libéralisation financière	45
4.2. La préférence accrue pour les régimes de change intermédiaires	46
4.3. La question du sequencing	47
4.4. L'option des clauses de sauvegarde en présence de flux de capitaux déséquilibrants	48
5. Le bilan de la réglementation des changes en Tunisie	51
5.1. Focus synoptique des principales mesures de desserrement du contrôle des changes en Tunisie	51
5.2. Une ouverture financière <i>de facto</i> qui reste limitée	54
5.3. Une structure de financement externe problématique	56
5.4. Perceptions, par les opérateurs économiques, des obstacles majeurs en matière de réglementation des changes	59
5.4.1. <i>Les opérations financières adossées aux transactions courantes avec l'étranger</i>	60
5.4.2. <i>Les opérations financières ou en capital avec l'étranger</i>	61
6. Quel degré de conformité de la Tunisie par rapport aux pré-requis internationaux en matière de libéralisation financière ?	63
6.1. Le nouveau dispositif de supervision macroprudentielle en Tunisie	63
6.2. Evolution du cadre opérationnel des dispositifs macroprudentiels des banques centrales	64
6.3. Etat des lieux quant à la mise en place des dispositifs macroprudentiels en Tunisie	65
7. La question du basculement vers un régime de change intermédiaire	67
8. En guise de conclusion	69
9. Compléments et réponses de la BCT	69
Bibliographie indicative	75
Annexes	81
Annexe 1: Indices binaires normalisés (de 0 à 1) d'ouverture financière par pays	81
Annexe 2: Indices non normalisés d'ouverture financière par pays	83

Préface

L'assouplissement de la réglementation des changes en Tunisie est une nouvelle génération de réforme majeure pour le financement et l'attractivité des investissements. En effet, les réformes récemment engagées par la Banque Centrale de Tunisie, qu'il s'agisse de la nouvelle loi fixant ses statuts, adoptée en avril 2016, ou de la nouvelle loi bancaire, adoptée en mai 2016, constituent indéniablement des avancées majeures qui fournissent un cadre propice à une nouvelle phase de libéralisation des changes en Tunisie.

Ces nouveaux textes ont en effet introduit des modulations fondamentales, notamment en termes de pilotage macroprudentiel, afin de favoriser les meilleures conditions de stabilité financière, de mécanismes de prévention des risques systémiques, de mise en place d'une approche multidimensionnelle pour la résolution de la problématique des créances classées, de refonte du cadre légal et réglementaire de la profession bancaire dans l'optique de converger vers les normes internationales, et de renforcement des conditions de la surveillance bancaire.

Ils s'ajoutent à plusieurs autres réformes entreprises par la BCT depuis 2012 en matière de restructuration du système bancaire, en particulier dans le cadre d'un premier accord stand-by avec le FMI, qu'il s'agisse des évolutions de la réglementation microprudentielle, des dispositifs de refinancement, des réformes institutionnelles du contrôle interne et des modes de gouvernance, le renforcement de l'infrastructure informationnelle et l'assainissement des principales banques publiques. Une nouvelle loi sur les procédures collectives a également été adoptée. D'autres modulations importantes ont été aussi apportées au cadre de conduite de la politique monétaire pour la maîtrise des pressions inflationnistes, une meilleure connaissance des canaux de transmission et la préservation de la stabilité du dinar, qui autorise la migration sereine, le moment voulu, vers un dispositif de ciblage de l'inflation.

Cet ensemble de mesures renforce les degrés de conformité de la Tunisie par rapport aux pré-requis internationaux en matière de mise en œuvre d'un assouplissement de la réglementation des changes, dans le cadre d'une approche intégrée et graduelle assortie d'un séquençage dans la levée du contrôle des changes.

Dans le contexte actuel de post-transition caractérisé par une pénurie de l'épargne nationale, la libéralisation envisagée est d'autant plus opportune pour la mobilisation des ressources externes nécessaires au financement des réformes, des déficits courant et budgétaire, mais aussi des investissements. L'attractivité recherchée des ressources va aussi de pair avec l'objectif de facilitation de la dynamique d'internationalisation des entreprises tunisiennes pour une meilleure compétitivité de l'économie nationale.

Reposant sur un cadrage technique conforme au référentiel international, l'objectif de ce policy report est de fournir les éléments de réponses adéquates. Son architecture est en elle-même une novation sans précédent en matière de transparence et d'approche participative, avec une plateforme de concertation/consultation multi-acteurs et multi-niveaux (institutionnels, bancaires, financiers, économiques et académiques). Et c'est sur cette base que ce policy report a été structuré en trois temps. Un premier chapitre détaille un ensemble de propositions pour l'assouplissement de la réglementation des changes en Tunisie. Un deuxième chapitre croise des positions et recommandations diverses des acteurs pour la levée des obstacles majeurs de la réglementation des changes. Un troisième chapitre, basé sur les enseignements des expériences internationales, établit les conditions de mise en œuvre d'un assouplissement de la réglementation des changes en Tunisie, dans le cadre d'une approche intégrée et séquentielle de la réforme.

Je tiens à ce titre à remercier d'abord Mr. Ahmed El Karm (Président), Mme. Mouna Saied (Déléguée Générale) de l'Association Professionnelle Tunisienne des Banques et des Etablissements Financiers (APTBEF) d'avoir initié l'initiative de ce rapport et de l'avoir supervisé ; l'ensemble des cadres de la Banque Centrale de Tunisie qui y ont activement participé, aussi bien au niveau du comité de rédaction qu'au niveau des compléments apportés ; de même que les intervenants institutionnels (Ministère des Finances et Conseil du marché Financier) ainsi que les acteurs impliqués des domaines bancaire, financier et de la profession comptable. Une mention particulière s'adresse à l'Institut Arabe des Chefs d'Entreprises (IACE) pour avoir activement associé à la réflexion le milieu des affaires et des chefs d'entreprises.

Je remercie particulièrement les Professeurs Sami Mouley et André Cartapanis pour leur apport indéniable au niveau de l'analyse des conditions de mise en œuvre d'un assouplissement de la réglementation des changes en Tunisie, et pour le premier, en plus, pour sa coordination scientifique du rapport et son effort de concertation des avis des différents acteurs sollicités. Je remercie également les commentateurs pour leurs apports utiles.

Chedly Ayari
Gouverneur de la Banque Centrale de Tunisie

En dépit des mesures déjà entreprises en matière de réglementation de change, qu'il s'agisse du desserrement du contrôle de change, de la libéralisation de certaines opérations courantes ou de plusieurs autres mesures inhérentes au compte de capital et des opérations financières, initiées notamment depuis 1993 par la Banque Centrale de Tunisie (BCT), les opérateurs économiques et financiers, tunisiens et étrangers, considèrent que la réglementation actuelle constitue toujours l'un des obstacles majeurs du climat des affaires et de l'investissement et réclament des assouplissements conséquents, tout en étant conscients que le sequencing requis en la matière imposerait certes, dans certaines circonstances, l'établissement de clauses de sauvegarde ou d'une liste négative à court terme pour certains segments particuliers.

Eu égard aux leçons des expériences internationales de certains pays comparateurs et émergents, mais aussi aux contraintes actuelles induites par la conjoncture économique en Tunisie, ce policy report propose de dresser un agenda exécutif établi en collaboration avec les autorités monétaires.

Le **chapitre.1** dresse d'abord l'état de l'art en matière de réglementation de change en Tunisie, tout en détaillant la matrice des propositions exécutives avancées par la Banque Centrale de Tunisie.

Le **chapitre.2** expose ensuite les résultats d'une consultation élargie auprès des acteurs institutionnels, bancaires et financiers ainsi qu'auprès des opérateurs économiques tunisiens. Des recommandations pour la levée des obstacles majeurs de la réglementation de change sont avancées, ce qui permettra de proposer une feuille de route pour un nouveau sequencing dans l'assouplissement de la réglementation de change.

Le **chapitre.3** présente enfin les éléments de contexte international à travers une lecture du référentiel technique et des expériences comparées. Un cadrage avec le contexte tunisien permettra de porter l'accent sur une approche intégrée et séquentielle avec des conditions de mise en œuvre d'un assouplissement de la réglementation des changes.

Chapitre.1

L'assouplissement de la réglementation des changes : La matrice des propositions exécutives de la Banque Centrale de Tunisie

1. Introduction

Ce chapitre est un exposé de motif récapitulatif de l'état actuel de la réglementation des changes proposant des orientations pour des assouplissements à introduire en vue d'apaiser la contrainte de change sur les opérateurs économiques (résidents et non-résidents) et de dissiper, dans la mesure du possible et en cohérence avec les dispositions du code des changes, l'incertitude que fait apparaître l'application de ladite réglementation.

Loin d'aller dans une libéralisation tous azimuts des relations financières avec l'étranger en l'absence des conditions préalables nécessaires pour ce faire, les mesures à entreprendre ont été sélectionnées suite à une revue générale de la réglementation. En effet, et dans la lignée de la démarche graduelle de libéralisation financière externe privilégiée jusque-là par les autorités tunisiennes, l'objectif serait de procéder à des assouplissements qui toucheraient dans l'ordre, les opérations commerciales, les transferts courants et les opérations financières et en capital avec l'étranger.

Les mesures à entreprendre devraient suivre un certain échelonnement respectant la logique suivante :

- La Tunisie est dans une phase réglementant les opérations financières et en capital alors que les transferts courants (haut de la balance des paiements) sont, en principe, libres depuis 1993. Le plafonnement des règlements au titre des transferts courants relatifs notamment aux frais de séjour, est dans la lignée des dispositions de l'Article VIII des statuts du FMI et ce, pour des raisons tenant à l'équilibre de la balance des paiements. L'action à mener devra cibler de pair les deux comptes : aller de l'avant dans le processus de parachèvement de la convertibilité courante et maintenir une cadence de libéralisation des opérations financières et en capital. Toutefois la manipulation du compte courant (opérations commerciales et transferts courants) doit éviter de créer des canaux facilitant des sorties déguisées ou occultes de capitaux (porosité du compte courant) ;

- L'effet de signal qui devrait émerger des réformes à entreprendre doit être suffisamment crédible et perçu en tant que tel pour témoigner aux différents intervenants sur la place de Tunis (y compris les institutionnels résidents et non-résidents) l'engagement ferme et irréversible des autorités monétaires à l'instauration d'un cadre privilégiant la libre mobilité du capital et de change d'une manière générale ;

- La démarche de libéralisation envisagée n'occulte nullement la situation difficile qui prévaut actuellement dans le pays et la rareté des réserves de change à disposition. Cette même situation pourrait inciter des sorties massives de capitaux en cas d'une conduite désordonnée et disproportionnée des réformes en question ;

- En vue de pallier le risque signalé, le cadre réglementaire doit incarner une logique de prudence à travers un système d'information efficace et une responsabilisation des intervenants en la matière : assouplissements contre information et rapatriements. Au centre de cette logique se trouve l'entreprise, principal acteur visé par les réformes à engager, d'où la nécessité d'être en phase avec les bonnes pratiques en matière de transparence, de bonne gouvernance, et de solidité financière.

L'action à mener devrait s'accompagner par une revue ou une modification des textes. Pour des raisons de célérité et de flexibilité, l'action envisagée ne toucherait que les décrets (Gouvernement), les avis de change (Ministère des Finances) et les circulaires (BCT) ; le code des changes qui est déjà en phase avec la lignée d'ouverture ciblée ne sera pas modifié.

Les choix définitifs donneront lieu aussi à l'harmonisation des textes réglementaires. Cette considération était absente lors des assouplissements répétitifs engagés au cours des années 2000, laissant apparaître des discordances, des redondances et des zones d'ombre de même que des problèmes de datation (application des dispositions relatives à l'investissement à l'étranger, la fiche d'investissements, ...etc.).

2. La matrice des réformes

La matrice suivante reprend les principales réformes proposées par rapport au cadre actuel et les textes à modifier :

Opérations et cadre réglementaire actuel	Mesures proposées	Textes à revoir
A. Les opérations financières et en capital		
A.1. Investissements en Tunisie par des étrangers non-résidents		
- Ces investissements bénéficient de la garantie de transfert (produit réel net de cession ou de liquidation et dividendes) lorsqu'ils sont réalisés dans le cadre de la législation les régissant et qu'ils sont financés au moyen d'une importation de devises (Article 1er du code des changes, tel que modifié par la loi N°93-48 du 3 mai 1993).	- Lever l'ambiguïté réglementaire quant à la libéralisation des transferts du produit de cession des investissements de non résidents conformément à l'article premier du code des changes qui n'a pas été suivi par une circulaire.	
- Lorsque les investissements sont réalisés par les étrangers non-résidents dans le cadre d'activités non régies par des codes d'investissement (activités relevant du droit commun), la BCT donne son accord à propos de la participation étrangère non résidente au capital de la société de même que la garantie de transfert, au vu de l'avis favorable du Ministère de Tutelle.	- Abandonner l'intervention de la BCT sur le plan de l'opportunité dans l'octroi des autorisations pour les cas des investissements réalisés par les étrangers au capital de sociétés exerçant des activités non régies par des codes d'investissement (holding, commerce de détail, transport).	Article 20 du Décret N°77608 en attendant la révision de la stratégie du pays en matière d'ouverture des secteurs abrités aux étrangers.
- La matérialisation de l'importation de devises doit donner lieu à l'établissement d'une fiche d'investissement (Circulaire N°93-05 du 5/4/1993) qui tient en fait d'un acte de naissance de l'investissement. Outre son rôle fondamental dans l'octroi de la garantie de transfert en faveur du non résident, cette fiche récapitule les informations essentielles sur l'investissement (phase, nature, régularité, montant, devise) et l'investisseur (résidence, nationalité..). Il s'agit d'une pratique internationale qui existe sous différentes formes et appellations.	- Consolider la fiche d'investissement en tant que document exclusif pour justifier l'importation de devises, avec réaménagement de la fiche tenant à sa forme ainsi qu'à son mode de transmission à la BCT.	- Circulaire N°93-05 du 5/4/1993
- Il se trouve qu'actuellement plusieurs non résidents peinent à fournir ce document pour pouvoir transférer librement leurs dividendes ou produits de cession ; en fait dans ces cas les intermédiaires agréés (IA) n'ont pas observé la diligence qui se doit dans l'établissement de la fiche. C'est la raison pour laquelle la BCT reçoit les demandes d'autorisation de transfert à ce titre.	- Permettre aux IA de régulariser les investissements et les financements des non-résidents financés en devises et justifiés par tout document bancaire (autrement que par fiche d'investissement) et réalisés avant la date de parution de ces réformes (avec une limitation temporelle).	
A.2. Investissements à l'étranger des résidents		
- Le cadre actuel régissant les transferts à titre d'investissement à l'étranger est en place depuis 1994. Il a connu des améliorations liées aux droits à transferts (passés	- Le droit à transfert à titre d'investissement à l'étranger doit être l'apanage des entreprises ayant une sorte de quitus de change qui s'apparente à une situation et non un document et	

<p>de 100.000 DT en 1994 à 1.000.000 et 3.000.000 DT pour les entreprises exportatrices et 500.000DT pour les autres), la population des entreprises ciblée (composées au départ par les seules entreprises exportatrices pour concerner également les entreprises non-exportatrices à partir de 2005) de même que les modalités de transfert (transfert financé par achat de devises au départ et/ou par débit du compte professionnel en devises).</p> <p>- La pratique a fait ressortir de nombreuses défaillances et notamment son incapacité de rendre compte sur la valeur actualisée des investissements réalisés dans ce cadre ce qui constitue un coût d'opportunité majeur pour l'économie nationale puis qu'il empêche la projection de revenus en devises sur cette composante du facteur capital. Cet état de fait est due à la réticence des opérateurs à remettre l'information, pourtant obligatoire, à la BCT.</p>	<p>sera définie par référence à des critères tenant à : (i) l'exercice préalable pendant un certain nombre d'années en Tunisie (3 années, à l'image du Maroc), (ii) la transparence, la solidité et la performance financière, l'assiduité à l'égard de l'Administration fiscale et la réglementation des changes en vigueur (comptes certifiés, engagements non classés CI, activité en rapport avec celle de la société résidente, quitus fiscal, accusé de réception des documents remis à la BCT au titre de l'obligation d'informations, attestation de rapatriement des produits d'export - IAT puis BCT-).</p> <p>- Pour ces entreprises, le cadre réglementaire sera revu dans le sens de :</p> <ul style="list-style-type: none"> - Les transferts à effectuer seront fixés par rapport aux fonds propres nets donc à une autre référence que le chiffre d'affaires comme c'est le cas actuellement. Ils peuvent représenter une fraction de 30% par exemple des Fonds Propres Nets avec un plafond à fixer. - La garantie d'un effet d'entraînement sur l'économie nationale (compatibilité d'activité, à l'image de pays similaires). Les investissements qui ne répondent pas à cette condition seront soumis à autorisation de la BCT. - La discipline en matière de remise d'information à la BCT. A ce niveau, le texte devra faire ressortir clairement un système de sanctions dissuasif en cas de manquement aux dispositions de ladite circulaire, et notamment en cas de défaut d'information (pouvant inclure l'interdiction au marché des changes à l'instar de certains pays comme l'Argentine). 	
<p>A.3 : Souscription des titres d'emprunt émis sur le marché domestique</p>		
<p>- Liberté de souscription et d'acquisition pour des étrangers non-résidents des BTA émis par l'Etat tunisien et des obligations émises par les sociétés résidentes cotées en bourse ou ayant obtenu une notation dans la limite de 20% respectivement du montant global semestriel estimatif des émissions et de l'encours de chaque ligne d'émission.</p> <p>- La liberté de transfert du montant en principal et des</p>	<p>- Supprimer le plafonnement de la souscription des étrangers aux titres d'emprunt émis par l'Etat ou par les sociétés résidentes, et ce, pour les nouvelles émissions (en concertation avec les services du Ministère des Finances).</p> <p>- A noter, qu'une telle mesure porte un effet de signal positif notamment aux détenteurs d'épargne longue (fonds de pension) qui sont à la recherche de placements rentables. Elle ne présente pas de risques majeurs dans la situation actuelle</p>	<p>- Circulaire de la BCT N°2004-03 du 19/7/2004 relative à la fixation des limites de souscription et acquisition des BTA par des étrangers non résidents.</p>

<p>intérêts sous réserve du financement en devises de la souscription de départ.</p> <p>- Tout dépassement de la limite citée, 20%, requiert l'autorisation de la BCT.</p>	<p>(risque pays élevé, absence d'un marché secondaire pour les titres d'emprunt émis sur le marché domestique, importance du stock déjà constitué en ces titres, etc.). En tout état de cause, cette mesure pourrait être revue en fonction de l'évolution du comportement des investisseurs étrangers.</p>	<p>- Circulaire N°2006-08 du 1/8/2006 relative au taux de souscription et d'acquisition par les étrangers non-résidents des obligations émises par les sociétés résidentes cotées en Bourse ou ayant obtenu une notation.</p>
<p>A.4. Emprunt extérieur / Marché monétaire en devises / Engagements par signature</p>		
<p>- Les entreprises résidentes peuvent contracter librement selon les meilleures conditions du marché, auprès d'organismes financiers, fournisseurs ou associés non-résidents des emprunts extérieurs, dans les limites et conditions suivantes (circulaire N°93-16 telle que modifiée par les textes subséquents) :</p> <p>- 10 MD pour les établissements de crédit et sans plafond pour les établissements de crédit cotés en bourse ou ayant obtenu un rating; et 10 MD pour les entreprises cotées en bourse ou ayant obtenu un rating et 3 MD pour les autres entreprises.</p> <p>- Liberté de constitution de garanties au titre de couverture de ces emprunts.</p> <p>- Obligation de domiciliation des dossiers afférents à ces emprunts auprès d'un IAT unique qui doit informer la BCT des conventions de crédit conclues, des remboursements effectués (fiches d'information) et de l'utilisation effective des crédits et de leur financement au moyen d'une importation de devises.</p>	<p>- Maintenir le cadre actuel en y apportant les ajustements nécessaires :</p> <p>- Supprimer les plafonds pour les établissements de crédit.</p> <p>- Supprimer les plafonds pour les sociétés totalement exportatrices.</p> <p>- Relever les plafonds à 10 MDT par année civile pour les entreprises autres que totalement exportatrices.</p>	<p>- Circulaire N°9316, telle que modifiée par les textes subséquents.</p>
<p>A.5 : Crédits locaux</p>		
<p>- L'emploi et l'utilisation des ressources du Marché Monétaire en Devises (MMD) font l'objet de la circulaire N°92-13 du 10 juin 1992 telle que modifiée par les textes subséquents qui</p>	<p>- Permettre le libre accès par les entreprises industrielles non résidentes installées en Tunisie aux ressources du Marché Monétaire en Devises pour le financement des investissements</p>	<p>- Avis de change et circulaire N°92-13 du 10/6/1992, telle que</p>

<p>préconise la liberté aux banques d'accorder des financements en devises aussi bien aux résidents qu'aux non résidents (il s'agit des ressources non cessibles). Le financement concerne:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Les opérations d'importation et d'exportation des entreprises résidentes et des entreprises non résidentes établies en Tunisie et exerçant des activités dans les secteurs de l'industrie et des services. - Les opérations d'exportation de produits d'origine locale effectuées par les sociétés de commerce international non résidente établies en Tunisie. - Les opérations d'investissement réalisées par les sociétés résidentes exportatrices ; - Les crédits d'exploitation en faveur des sociétés non résidentes. <p>- Le cadre réglementaire actuel ne permet aux banques d'accorder des crédits en dinars à court terme en faveur des sociétés non résidentes installées en Tunisie que pour le financement de l'achat sur le marché local des produits et de marchandises nécessaires à l'exploitation et pour la couverture de leurs dépenses de fonctionnement. Bien évidemment ces financements doivent couvrir uniquement les dépenses locales en dinars ci-dessus citées et ne doivent en aucun cas donner lieu à un achat de devises.</p> <p>- Cette facilité donnée aux sociétés non résidentes est accompagnée par un autre avantage relatif à l'ouverture librement de «comptes spéciaux emprunts» sur les livres des banques dispensatrices de ces crédits.</p> <p>-Obligation incombant aux banques domiciliataires de ces crédits de communiquer à la BCT sur support papier les dossiers juridiques des sociétés bénéficiaires (dont copie de la fiche d'investissement), un compte rendu du compte « spécial emprunt » et de l'état de situation de ces emprunts.</p>	<p>d'extension, l'investissement initial devant être financé au moyen d'une importation de devises.</p> <p>- Les sociétés non résidentes établies en Tunisie exclusivement dans l'industrie et régulièrement constituées et dotées d'une situation financière saine peuvent bénéficier de financements en dinars. Le financement doit porter sur l'acquisition de matériels roulants utilitaires ou du matériel d'équipement nécessaire à l'exploitation de l'activité uniquement ; le remboursement devra se faire en devises (crédits leasing). (il s'agit d'un nivellement vers la convergence des deux régimes off-shore et on-shore, et une dynamisation des crédits leasing).</p>	<p>modifiée par les textes subséquents, relative au marché monétaire en devises.</p>
---	---	--

A.6 : Engagements par signature		
<ul style="list-style-type: none"> - Possibilité de constitution et d'émission par les banques librement de cautions pour le compte de sociétés non résidentes non établies en Tunisie, ayant des marchés en Tunisie sous réserve de la contre garantie des banques étrangères (circulaire de la BCT N°93-21) (cette pratique est prévue dans la réglementation des changes marocaine). - Cautions pour le compte des exportateurs et prestataires de services résidents, sollicitées à l'étranger (Avis de change N°12). - L'émission de garanties par des banques résidentes en couverture de crédits pris par les filiales des sociétés résidentes installées à l'étranger est soumise à l'accord préalable de la BCT (Article Premier du code des changes). 	<ul style="list-style-type: none"> - Les engagements par signature à titre de couverture des crédits de gestion en faveur des filiales de sociétés résidentes implantées à l'étranger, et en faveur de sociétés non résidentes établies en Tunisie peuvent être délégués aux banques. 	
A.7. Ouverture et fonctionnement des comptes		
A.7.1. Comptes de résidents		
On distingue les comptes professionnels et les comptes personnels en devises.	Les comptes professionnels ne feront pas l'objet de modification.	
<p>Les comptes de résidents à caractère personnel :</p> <p>La catégorie de personnes bénéficiant des comptes spéciaux en devises ou en dinars convertibles est la suivante :</p> <ul style="list-style-type: none"> - Les personnes physiques transférant leur résidence habituelle de l'étranger en Tunisie peuvent prétendre librement à l'ouverture de comptes spéciaux en devises ou en dinars convertibles (fonctionnement régi par la circulaire n°87-37 du 24/09/1987 telle que modifiée par les textes subséquents). - Les personnes physiques résidentes réalisant des bénéfices provenant d'opérations d'exportation ou détenant des participations au capital des sociétés réalisant des bénéfices provenant d'opérations d'exportation de biens ou de services, sont autorisées par la BCT à ouvrir des comptes spéciaux « bénéfices export » en devises ou en dinars convertibles qui sont alimentés par la contre-valeur de 20% du montant des bénéfices réalisés par le titulaire ou payés à son profit (circulaire N°2009-15 du 24/07/2009). - Les personnes physiques résidentes habilitées par un IAT à 	<ul style="list-style-type: none"> - Réduire le nombre de ces comptes dans l'optique d'un meilleur suivi moyennant une classification par groupes de catégories de bénéficiaires. - Donner plus de liberté d'utilisation des fonds logés dans ces comptes. - Réviser la réglementation régissant le fonctionnement de ces comptes vers plus de cohérence avec les autres textes (transferts à titre d'investissement à l'étranger). - Prévoir la possibilité d'orienter les fonds logés dans ces comptes vers le financement de l'économie tunisienne en garantissant à leurs titulaires la possibilité d'y loger les revenus ou les produits de cession ou de liquidation de ces investissements. 	<ul style="list-style-type: none"> - Circulaires régissant les différents types de comptes en la faveur d'une seule circulaire récapitulant tous les comptes de résidents.

<p>exercer la sous délégation de change dans le cadre de leur activité ou détenant une participation au capital d'une société résidente exerçant la</p> <p>sous délégation de change sont autorisées par la BCT à se faire ouvrir des comptes sous délégataire de change en dinars convertibles qui sont crédités de 5% de la contre-valeur en dinars des devises cédées telle qu'indiquée par l'attestation de cession de devises délivrée par l'IAT et au prorata de leurs participations au capital de la société de sous délégation le cas échéant (circulaire de la BCT N° 2003-05 du 27/03/2003).</p> <ul style="list-style-type: none"> - Les personnes physiques résidentes ayant des ressources en devises provenant de la rémunération de services rendus à des non résidents établies hors de la Tunisie bénéficient librement des comptes « prestataires de services » en devises ou en dinars convertibles (circulaire de la BCT N° 2006-14 du 9/11/2006). - La réglementation actuelle régissant ces comptes donne la possibilité à leurs titulaires la liberté d'investir à l'étranger (acquisition de toutes natures d'avoirs à l'étranger matérialisés ou non par des titres). 		
<p>A.7.2. Les comptes de non-résidents</p>		
<ul style="list-style-type: none"> - Ce titre concerne essentiellement les comptes d'attente et les comptes de capital. Les comptes d'attente sont destinés à recevoir toutes les sommes en dinars revenant à leurs titulaires et dont la Banque Centrale de Tunisie n'a pas encore décidé la destination finale. Par contre les avoirs logés en comptes Capital ne bénéficient d'aucune garantie de transfert. - Le fonctionnement de ces comptes est régi par l'avis de change du Ministre des Finances paru au JORT d'octobre 1982. <p>Toute inscription au crédit de ces comptes est libre. Toutefois, ils peuvent être librement débités pour la réalisation de quelques opérations dont notamment:</p>	<ul style="list-style-type: none"> - Cadre réglementaire à améliorer via plus de souplesse en termes de fonctionnement. - Liberté aux titulaires des comptes d'attente et capital pour l'utilisation des disponibilités de ces comptes en couverture des dépenses locales en dinar. - Prévoir une rémunération de ces comptes. - Permettre le débit pour le financement d'investissements productifs en Tunisie, sans garantie de transfert. 	

<p>- La couverture des frais de séjour du titulaire du compte ou sa famille en Tunisie. Ces prélèvements qu'ils soient effectués sur un ou plusieurs comptes sont limités à 100 dinars par personne et par semaine sans que l'ensemble des prélèvements effectués au cours d'une année civile puisse excéder 2000 DT pour une même famille.</p> <p>- La souscription aux émissions d'obligations ou de bons à court terme. Les revenus y afférents sont relogés dans le compte d'attente, ils ne bénéficient d'aucune garantie de transfert.</p> <p>- Le paiement pour le compte du titulaire du compte, des administrations ou établissements publics tunisiens.</p> <p>Ces comptes ne sont pas productifs d'intérêts.</p>		
<p>B. Les opérations courantes</p>		
<p>B.1. Les transferts courants</p>		
<p>- Les transferts au titre des opérations courantes ont été libéralisés en 1993 sans plafond pour toutes les opérations à part celles relatives aux frais de séjour à l'étranger à titre de voyage d'affaires, d'études, de soins et de tourisme. Cette façon de faire s'insère parfaitement dans la logique de la convertibilité courante, telle que décrite dans l'Article VIII des statuts du FMI. En effet, les pays ayant adopté cette mesure pourraient bien faire recours à des mécanismes transitoires (plafonnement) pour éviter des pressions sur les paiements extérieurs. La durée de la période transitoire des mesures adoptées (plafonnement dans notre cas) n'a pas été précisée. Il semble qu'elle serait de la volonté de chaque pays dans la mesure où elle dépend de ses propres circonstances.</p> <p>Jusqu'à-là, la libéralisation des transferts courants a été menée selon une logique progressive basée sur une révision périodique des plafonds en place pour tenir compte de l'évolution des besoins des opérateurs économiques et des personnes physiques. Il n'en demeure pas moins que le dispositif réglementaire actuel au titre des opérations</p>	<p>- Cadrer les transferts à titre de frais de séjour des organisations et organismes nationaux (sous forme d'enveloppes annuelles).</p> <p>- Libéraliser les transferts à titre des voyages organisés sur la base des résultats de l'étude en cours menée par le Ministère du Tourisme (sous forme d'enveloppes annuelles).</p> <p>- Permettre les transferts au profit des étudiants à l'étranger dès le début de l'année universitaire (condition exigée par certaines universités étrangères).</p> <p>- Libéraliser les transferts à titre d'économies sur salaires des tunisiens résidents à l'étranger et ayant obtenu des contrats de travail à durée déterminée en Tunisie.</p> <p>- Permettre les transferts au titre des cotisations à une assurance sociale volontaire des tunisiens binationaux devenus résidents en Tunisie et des étrangers conjoints de résidents. Actuellement, seuls les étrangers peuvent effectuer les</p>	<p>- Circulaire n°93-21 du 10/12/1993 ou nouvelle circulaire</p> <p>- Coordonner avec le Ministère du Tourisme.</p> <p>- Circulaire N°93-10 du 8/9/1993.;</p> <p>- Circulaire n°93-21 du 10/12/1993 et circulaire n°9611 du 24/09/1996 relative aux codes opérations (éventuellement)</p>

<p>courantes a démontré des limites à plusieurs niveaux :</p> <ul style="list-style-type: none"> - Absence de dispositif propre aux nouveaux moyens de paiement suite au développement des paiements électroniques par cartes et via le téléphone mobile et internet. - Absence de cadre réglementaire des plafonds transférables à titre de frais de séjour pour voyages organisés, soit 20 MD par an en plus des allocations touristiques. - Exigence des autorités de certains pays à transférer d'avance les frais de séjour annuels des étudiants tunisiens dans des comptes à ouvrir sur les livres de leurs banques locales. - Demandes incessantes des associations et organismes nationaux de libéraliser les opérations de transfert au titre de leurs frais de séjour à l'étranger. - Procédure désuète du contrôle a priori (autorisation préalable) de certaines opérations telles que les frais de séjour pour le Haj et la Omra. - Interdiction du transfert des économies sur salaires au profit des tunisiens non-résidents, essentiellement les binationaux et les étrangers conjoints de résidents. - Absence de comptes communs pour les groupements conjoints et solidaires d'entreprises résidente et non résidente titulaires de marchés en Tunisie. - Le transfert sans normes ni règles de contrôle au titre de certaines opérations telles que les indemnités de recrutement de joueurs sportifs et de cachets d'artistes étrangers. - Ambiguïté de certaines dispositions réglementaires et notamment en matière de transferts de frais de sièges 	<p>transferts librement au titre de cette opération.</p> <ul style="list-style-type: none"> - Libéraliser les transferts relatifs aux opérations courantes récurrentes au titre de certains services (publication d'articles de recherches, commissions sur investissement et réservation d'hôtels). - Réglementer les transferts des indemnités et des salaires des joueurs étrangers en collaboration avec le Ministère chargé du sport, (en consacrant notamment la condition du bilan en devises positif des équipes sportives). - Eclaircir les dispositions réglementaires présentant des difficultés d'interprétation pour les IAT et notamment en ce qui concerne les frais d'assistance technique forfaitaire et les frais de siège et de nom commercial. - Prolonger la durée de validité de l'autorisation de sortie de devises de 30 à 60 jours calendaires et instaurer un document unique (modèle) pour toutes les banques et toutes les opérations de retrait en billets de banque étrangers. - Permettre l'ouverture de comptes joints, aux noms des groupements d'entreprises résidentes et non résidentes adjudicataires de marchés réalisables en Tunisie ou à l'étranger ; - Libéraliser les transferts au titre d'acomptes sur la part payable en monnaie convertible au titre des marchés réalisables à l'étranger par les résidents et ce, pour la couverture des besoins au titre du démarrage desdits marchés. 	<ul style="list-style-type: none"> - Coordonner avec le Ministère et Circulaire n° 9321 du 10/12/1993 (éventuellement). ; - Circulaire 9321 ou bien éditer une circulaire à part. - Avis de change n° 5 et circulaire N° 2007-04 du 09/02/2007 et toutes les circulaires relatives aux conditions d'ouverture et de fonctionnement des comptes de résidents en devises ou en dinars convertibles. - Avis de change et circulaires.
---	---	--

<p>déguisés ou d'utilisation du nom commercial de la maison mère.</p> <ul style="list-style-type: none"> - Inadaptation du délai réglementaire de l'autorisation de sortie de devises soit 30 jours aux longs délais des procédures d'obtention des visas de certains pays. 		
<p>B.2. Le commerce extérieur</p>		
<ul style="list-style-type: none"> - L'article 1^{er} du code des changes consacre la liberté des transferts relatifs aux paiements à destination de l'Etranger au titre des opérations courantes engagées conformément à la législation régissant ces opérations. - Les opérations commerciales sont considérées comme opérations courantes et les règlements financiers y afférents s'opèrent par le biais des intermédiaires agréés domiciliataires. - Les opérations d'export et d'import sont régies par les dispositions du décret n°941743 du 29 août 1994 portant fixation des modalités de réalisation des opérations de commerce extérieur tel que modifié par les textes subséquents notamment le décret n°2014-3487 du 18 septembre 2014 réinstaurant l'obligation de domiciliation à priori des factures définitives à l'export et de la circulaire de la BCT n°94-14 du 14septembre 1994, relative au règlement financier des importations et des exportations de marchandises. 		<ul style="list-style-type: none"> - Circulaire N°94-14 du 14/9/1994. - Circulaire N°94-14 du 14/9/1994. - Circulaire N°94-14 du 14/9/1994. - Circulaire N°91-07 du 24/4/1991.
<p>B.2.1. Exportations de marchandises</p>		
<p>Les principales modalités et conditions afférentes aux opérations d'exportation sont :</p> <ul style="list-style-type: none"> - L'exportateur doit domicilier la facture définitive d'export avant l'expédition de la marchandise ; - Les ventes au comptant (au plus tard 30 jours à partir de la date d'expédition) peuvent être payées par n'importe quel mode de règlement ; - Les ventes à crédit prévoyant des délais de règlement allant jusqu'à 360 jours à compter de la date d'expédition sont effectuées librement lorsqu'elles sont assorties d'une garantie de paiement, d'un accreditif irrévocable ou d'une 	<ul style="list-style-type: none"> - Relever à 90 jours date d'expédition au lieu de 30 jours du délai de règlement des exportations non assorties de garanties de paiement. 	

<p>lettre de crédit stand-by, d'une traite avalisée ou d'une police d'assurance-crédit à l'exportation.</p> <ul style="list-style-type: none"> - Les recettes d'exportation doivent être rapatriées dans les 10 jours qui suivent la date d'exigibilité du paiement. Elles peuvent être entièrement conservées dans des comptes professionnels en devises ; - Les entreprises non résidentes ne sont pas soumises aux formalités de commerce extérieur et ne sont pas tenues ni de rapatrier ni de céder leurs recettes d'exportation. 		
<p>B.2.2. Importations de marchandises</p>		
<p>Les opérations d'importation sont soumises principalement aux conditions et modalités suivantes :</p> <ul style="list-style-type: none"> - L'obligation de domiciliation des importations auprès d'un intermédiaire agréé ; - Les produits bénéficiant du régime de la liberté de commerce extérieur sont importés sous couvert d'une facture commerciale ; - Les produits exclus du régime de la liberté sont importés en vertu d'une autorisation délivrée par le Ministre chargé du Commerce. - Le règlement des importations est librement effectué par l'intermédiaire agréé domiciliataire après l'entrée effective des marchandises justifiée par l'imputation douanière ; - Les importations peuvent donner lieu au versement d'acomptes sous réserve de l'émission en faveur de l'importateur d'une garantie de restitution d'acompte à première demande par la banque du fournisseur. L'émission de cette garantie n'est pas exigée pour le règlement d'acomptes relatifs à l'importation de produits liés à la production ; - Le règlement des marchandises peut être effectué avant leur réception sous réserve de la justification de leur expédition directe et exclusive à destination de la Tunisie. <p>Dérogations accordées par la BCT : Les principales dérogations sollicitées peuvent être résumées dans ce qui suit, selon la nature des opérations concernées :</p> <ul style="list-style-type: none"> - La domiciliation de titres d'import avec règlement anticipé; 	<ul style="list-style-type: none"> - Libéraliser les règlements anticipés des importations de biens nécessaires à l'activité industrielle à hauteur d'un plafond de 10.000DT par opération. 	

<ul style="list-style-type: none"> - La domiciliation de titres d'export après imputation douanière ou prévoyant des délais de règlement au-delà de 30 jours sans garanties réglementaires ou l'octroi de remises commerciales ; - Le règlement d'importation de marchandises avariées ; - Le règlement de ristournes ; - L'octroi d'avoirs et les remboursements à titre d'exportation de marchandises non conformes ; <p>La compensation entre créances et dettes sur l'étranger afférentes à des opérations de commerce extérieur :</p> <ul style="list-style-type: none"> - Le règlement de marchandises et d'équipements livrables à l'étranger; - Diverses dérogations (exportation sans rapatriement de fonds, importation d'articles en or, exportation temporaire de billets et pièces en dinars,...etc.). 		
---	--	--

Chapitre.2

La levée des obstacles majeurs de la réglementation de change : regards croisés des acteurs économiques, institutionnels, bancaires et financiers

1. Commentaires sur les mesures proposées par la BCT pour les opérations financières et en capital

1.1. Au niveau des investissements réalisés en Tunisie par des étrangers non-résidents

Proposition de la BCT : Levée de l'ambiguïté réglementaire quant à la libéralisation des transferts du produit de cession des investissements de non résidents conformément à l'article premier du code des changes qui n'a pas été suivi par une circulaire.

A ce titre, le Ministère des Finances a noté que la BCT est seule chargée de l'application de la réglementation des changes conformément à l'article 1^{er} du code des changes. Les praticiens bancaires ont noté que ces mesures doivent particulièrement concerner : (i) la définition de la notion de produit réel net et la partie responsable de délivrer le document, (ii) les opérations de réduction de capital avec remboursement aux associés ou actionnaires non-résidents, (iii) les bénéficiaires devenus non-résidents ayant investi à l'origine par le débit de leurs comptes spéciaux en devises. Les praticiens financiers proposent d'introduire une souplesse concernant le transfert des produits de cession, en ce sens que la BCT doit déléguer ses prérogatives aux Intermédiaires Agréés (IA) qui auront la charge d'apprécier l'opportunité des transferts (valorisation de la société cédée, régularité des documents de cession, etc...).

Ils suggèrent une libéralisation totale des transferts relatifs aux rétrocessions de commissions sur investissements pour le compte d'apporteurs d'affaires étrangers, surtout qu'il s'agit d'opérations courantes et récurrentes préalablement autorisées par la BCT. La profession comptable et les acteurs économiques proposent de lever toutes les ambiguïtés, et à l'instar du transfert des dividendes, de soumettre seulement ce transfert à la présentation d'un rapport de liquidation ou sur la cession certifié par un expert comptable en plus de la fiche d'investissement électronique.

Proposition de la BCT : Abandon de son intervention sur le plan de l'opportunité dans l'octroi des autorisations pour les cas des investissements réalisés par les étrangers au capital de sociétés exerçant des activités non régies par des codes d'investissement (holding, commerce de détail, transport).

A ce titre, le Ministère des Finances a souligné que l'article 20 du décret 77-608 constitue un filtre pour les secteurs non libres à la constitution pour les étrangers. En revanche, le Conseil du Marché Financier propose d'étudier cette possibilité en parallèle avec les textes qui régissent l'exercice par les étrangers d'activités commerciales (tel que par exemple le décret loi N° 61-14) afin d'avoir une vision plus claire des obstacles à la libéralisation et aboutir à une harmonisation des dispositions législatives. Pour les acteurs bancaires, il revient au Ministère de transport de délivrer l'autorisation. Seules les opérations connexes demeurent non réglementées. Les praticiens financiers avancent la nécessité de l'abandon de l'intervention de la BCT dans l'octroi des autorisations dans le cas des investissements réalisés par les étrangers, notamment au capital des sociétés holding. Enfin, la profession comptable et les autres acteurs économiques notent que l'autorisation donnée par le ministère concerné donne lieu simplement à l'établissement d'une fiche d'investissement accompagnée du dossier d'autorisation.

Proposition de la BCT : Consolidation de la fiche d'investissement en tant que document exclusif pour justifier l'importation de devises, avec réaménagement de la fiche tenant à sa forme ainsi qu'à son mode de transmission à la BCT.

A ce titre, le Ministère des Finances a noté que la circulaire 93-05 stipule que le fait générateur de la fiche d'investissement est l'investissement proprement dit et non l'importation ou la cession de devises. Une révision de la circulaire s'impose. Les acteurs bancaires insistent sur la nécessité de lever l'ambiguïté quant à l'effet générateur de l'établissement de la fiche d'Investissement surtout pour les investissements dans l'Immobilier. La profession comptable soutient que la fiche d'investissement doit être dématérialisée en fiche d'investissement électronique afin d'éviter les multiples problèmes liés à sa conservation et à la lenteur de traitement des dossiers.

Proposition de la BCT : Permettre aux intermédiaires agréés de régulariser les investissements et les financements des non-résidents financés en devises et justifiés par tout document bancaire (autrement que par fiche d'investissement) et réalisés avant la date de parution de ces réformes (avec une limitation temporelle).

A ce titre, le Ministère des Finances propose d'accorder une période de sauvegarde pour permettre la régularisation des investissements surtout que la faute revient aux intermédiaires agréés et non à l'investisseur. La profession comptable et les acteurs économiques proposent, jusqu'à l'établissement de la fiche d'investissement électronique, de permettre une régularisation par moyens de preuves des virements réels permettant de démontrer l'existence d'une piste d'audit ininterrompue.

1.2. Au niveau des investissements réalisés à l'étranger par des résidents

Proposition de la BCT : Le droit à transfert à titre d'investissement à l'étranger doit être l'apanage des entreprises ayant une sorte de quitus de change qui s'apparente à une situation et non un document et sera définie par référence à des critères tenant à : (i) l'exercice préalable pendant un certain nombre d'années en Tunisie (3 années, à l'image du Maroc), (ii) la transparence, la solidité et la performance financière, l'assiduité à l'égard de l'Administration fiscale et la réglementation des changes en vigueur (comptes certifiés, engagements non classés CI, activité en rapport avec celle de la société résidente, quitus fiscal, accusé de réception des documents remis à la BCT au titre de l'obligation d'informations, attestation de rapatriement des produits d'export - IAT puis BCT).

Pour les praticiens bancaires, la mise en application de cette délégation est très contraignante pour les intermédiaires agréés, notamment pour leurs départements étrangers (SBE). La profession comptable a noté que la liberté totale comme principe devrait être prononcée pour les établissements de crédits et les sociétés d'assurance et de réassurance sur la base d'un plan d'affaire et le respect des ratios réglementaires. Il en est de même pour les acteurs économiques pour qui ces mesures aggraveront d'avantage les blocages au climat des affaires et poseront autant de contraintes à l'internationalisation des entreprises tunisiennes. Ils proposent à cet effet la liberté du droit à transfert au titre d'investissement à l'étranger avec une limitation des activités de contrôle de la BCT à la seule constatation de contentieux éventuels de change.

Proposition de la BCT : Revoir le cadre réglementaire pour les entreprises dans le sens que : (i) que les transferts à effectuer seront fixés par rapport aux fonds propres nets donc à une autre référence que le chiffre d'affaires comme c'est le cas actuellement. Ils peuvent représenter une fraction de 30% par exemple des fonds propres nets avec un plafond à fixer, (ii) la garantie d'un effet d'entraînement sur l'économie nationale (compatibilité d'activité, à l'image de pays similaires). Les investissements qui ne répondent pas à cette condition seront soumis à autorisation de la BCT, (iii) la discipline en matière de remise d'information à la BCT doit être respectée. A ce niveau, le texte devra faire ressortir clairement un système de sanctions dissuasif en cas de manquement aux dispositions de ladite circulaire, et notamment en cas de défaut d'information (pouvant inclure l'interdiction au marché des changes à l'instar de certains pays comme l'Argentine).

Le Ministère des Finances a noté que l'avis de change du Ministre des finances du 18/01/2005 modifié le 2/03/2007, ainsi que la Circulaire n°2005-5 du 16/02/2005, modifiée par circulaire n°2007-8 du 10/04/2007, doivent impérativement être réexaminés. Les praticiens bancaires ont noté que pour les entreprises totalement exportatrices, le montant transféré doit être indexé sur le chiffre d'affaires et non en fonction des fonds propres car il s'agit de points de vente à l'étranger et non une exportation de capitaux.

La profession comptable ainsi que les acteurs économiques ont proposé que pour les entreprises totalement exportatrices, une liberté totale devrait être prononcée sur la base d'une certification spéciale de régularité aux lois et réglementations locales dans la limite du montant des devises provenant des opérations d'exportations sur la base d'un plan d'affaire et d'un rapport d'audit de conformité dont le contenu est défini d'un commun accord entre la BCT et l'OECT (à l'instar du rapport de restitution de la TVA entre l'administration fiscale et l'OECT) qui est à encadrer par la loi ou une circulaire. En outre, d'autres opérateurs économiques ont remarqué que le principe de garantie d'un effet d'entraînement sur l'économie nationale ne pourra pas être suivi par les banques et n'a donc aucune valeur opérationnelle.

En revanche, pour les entreprises totalement et partiellement exportatrices une liberté totale devrait être prononcée sur la base d'une certification spéciale de régularité aux lois et réglementations locales dans la limite du montant pour chaque investissement annuel des devises provenant des opérations d'exportations sur la base d'un plan d'affaire et d'un rapport d'audit de conformité dont le contenu est défini d'un commun accord entre la BCT et l'OECT (à l'instar du rapport de restitution de la TVA entre l'administration fiscale et l'OECT) qui est à encadrer par la loi ou une circulaire. Pour les autres entreprises, l'autorisation de la BCT est requise. Toute exception (en montant, notamment) à ces règles devrait faire l'objet d'une autorisation de la BCT.

1.3. Au niveau des souscriptions des titres d'emprunt émis sur le marché domestique

Proposition de la BCT : Supprimer le plafonnement de la souscription des étrangers aux titres d'emprunt émis par l'Etat ou par les sociétés résidentes, et ce, pour les nouvelles émissions (en concertation avec les services du Ministère des Finances). A noter, qu'une telle mesure porte un effet de signal positif notamment aux détenteurs d'épargne longue (fonds de pension) qui sont à la recherche de placements rentables. Elle ne présente pas de risques majeurs dans la situation actuelle (risque pays élevé, absence d'un marché secondaire pour les titres d'emprunt émis sur le marché domestique, importance du stock déjà constitué en ces titres, etc.). En tout état de cause, cette mesure pourrait être revue en fonction de l'évolution du comportement des investisseurs étrangers.

A ce titre, le Ministère des Finances a noté qu'il n'y a pas eu de souscription par des étrangers N-R dans les BTA, donc ce n'est pas le plafonnement qui limite les souscriptions. Les praticiens bancaires ont souligné que la suppression du plafonnement n'est pas opportune car elle lève toute marge de manœuvre au décideur. Il serait de ce fait bien indiqué de supprimer le plafonnement dans les limites de 40%. La profession comptable note que cette mesure proposée par la BCT risque de faire augmenter les taux d'intérêts pour couvrir la prime de risque des étrangers sur le pays. Il est préférable de supprimer les conditions de plafonds pour des émissions spécifiquement dédiés aux étrangers sans plafonds. Parallèlement les plafonds de 20% pourraient être rehaussés à 35%.

Le Conseil du Marché Financier a soulevé les problématiques liées à la double cotation. En particulier, au niveau du cloisonnement et transfert des titres entre les deux places, la réglementation actuelle de change constitue un frein aux possibles double cotations des sociétés qu'elles soient établies en Tunisie ou à l'étranger. Ainsi la réglementation de change conduit à appliquer le principe d'étanchéité des deux places et à rendre impossible l'arbitrage afin d'assurer une égalité de traitement entre tous les actionnaires. En effet le cloisonnement entre les deux places s'impose du fait de l'aléa moral découlant de l'inégalité de traitement entre les actionnaires résidents tunisiens et les investisseurs non résidents sachant que ces derniers, contrairement aux résidents, ont la possibilité de recours à l'arbitrage eu égard à la législation des changes.

Ce cloisonnement peut être à l'origine de plusieurs inconvénients : (i) l'absence d'arbitrage pourrait entraîner une sous-valorisation des titres de la société ainsi qu'une distorsion de prix entre les deux places ; (ii) le manque d'intérêt pour les investisseurs étrangers en cas de non recours à la technique de l'arbitrage sachant que cette technique lui permettrait, d'abord, un transfert de titres de la place étrangère vers la place de Tunis et réciproquement en fonctions des conditions du marché, et ensuite, une liberté pour l'investisseur étranger ayant acquis ses titres en Tunisie de les céder sur la place étrangère et vis versa sans aucune autorisation ou formalisme administratif.

Au niveau des problématiques liées à l'admission à la cote de la bourse d'actions d'une société non résidente dont le capital est libellé en devises, le Conseil du Marché Financier a souligné que la réglementation boursière (dont notamment la loi n° 94-117 du 14 novembre 1994 portant réorganisation du marché financier, le règlement général de la bourse des valeurs mobilières de Tunis et le règlement du CMF relatif à l'appel public à l'épargne) ne prévoit pas de conditions de nationalité ou de statut (résident ou non résident) pour être admis à la cote de la bourse et n'empêche donc pas des sociétés étrangères d'introduire leurs actions sur notre marché dès lors qu'elles remplissent les conditions d'admission dont notamment : (i) deux exercices bénéficiaires; (ii) une répartition des titres entre deux cent actionnaires au moins ; (iii) une diffusion dans le public d'un nombre de titres représentant 10 % du capital ou un minimum de un million de dinars. Toutefois, la réglementation de change constitue un frein aux introductions en bourse des dites sociétés en raison des autorisations auxquelles est soumise toute acquisition à titre onéreux ou gratuit par un résident de valeurs mobilières étrangères émises par une personne morale privée ayant son siège en Tunisie lorsque ces valeurs sont libellées en monnaie étrangère.

1.4. Au niveau des emprunts extérieurs

Proposition de la BCT : Maintien du cadre actuel en y apportant les ajustements nécessaires suivants : (i) supprimer les plafonds pour les établissements de crédit, (ii) supprimer les plafonds pour les sociétés totalement exportatrices, et (iii) relever les plafonds à 10 MDT par année civile pour les entreprises autres que totalement exportatrices.

Les praticiens bancaires estiment qu'il serait plus indiqué de limiter cette mesure aux seules banques et non à l'ensemble des établissements de crédits (au sens de la loi 2001-65 tels que leasing, assurances, factoring). De même, pour les entreprises autres que totalement exportatrices, il y a lieu de tenir compte des encours des emprunts contractés (difficiles à contrôler). Enfin, ils soulignent que les crédits fournisseurs ne sont pas suivis par un flux financier (enregistrement comptable au lieu de l'établissement d'une fiche d'Investissement), et qu'il y a lieu de lever toutes ambiguïtés quant à la définition de la notion exportation et similaire. La profession comptable note que cette proposition devra être accompagnée de la possibilité de réaliser des opérations de swaps de taux, de FRA et de couverture de change sur la période de l'emprunt (actuellement c'est 12 mois maximum selon la circulaire 2001-11 du 4 mai 2001 telle que modifiée par la 2014-04).

1.5. Au niveau du marché monétaire en devises et des crédits locaux

Proposition de la BCT : Permettre le libre accès par les entreprises industrielles non résidentes installées en Tunisie aux ressources du marché monétaire en devises pour le financement des investissements d'extension, l'investissement initial devant être financé au moyen d'une importation de devises. Les sociétés non résidentes établies en Tunisie exclusivement dans l'industrie et régulièrement constituées et dotées d'une situation financière saine peuvent bénéficier de financements en dinars. Le financement doit porter sur l'acquisition de matériels roulants utilitaires ou du matériel d'équipement nécessaire à l'exploitation de l'activité uniquement ; le remboursement devra se faire en devises (crédits leasing). Il s'agit d'un nivellement vers la convergence des deux régimes off-shore et on-shore, et une dynamisation des crédits leasing.

Pour la profession comptable, cette proposition devrait en fait être généralisée pour l'ensemble des sociétés non résidentes établies en Tunisie du moment que le remboursement est fait obligatoirement en devises provenant des opérations d'exportation.

1.6. Au niveau des engagements par signature

Proposition de la BCT : Les engagements par signature à titre de couverture des crédits de gestion en faveur des filiales de sociétés résidentes implantées à l'étranger, et en faveur de sociétés non résidentes établies en Tunisie peuvent être délégués aux banques.

Pour les praticiens bancaires, il serait plus opportun de permettre l'acceptation de garanties émises par des banques étrangères en faveur des sociétés résidentes en vue de l'obtention de crédits locaux.

2. Commentaires sur les mesures proposées par la BCT en matière d'ouverture et de fonctionnement des comptes

2.1. Au niveau des comptes de résidents

Proposition de la BCT : Les comptes professionnels ne feront pas l'objet de modification.

Au contraire, pour les praticiens bancaires, les règles de fonctionnement des comptes professionnels en devises (CPD) devraient être révisées en vue de plus de souplesse. Les pratiques bancaires pour pallier aux insuffisances du texte existant doivent être incorporées

Proposition de la BCT : Pour les comptes de résidents à caractère personnel, il est envisagé de : (i) réduire le nombre de ces comptes dans l'optique d'un meilleur suivi moyennant une classification par groupes de catégories de bénéficiaires, (ii) donner plus de liberté d'utilisation des fonds logés dans ces comptes, (iii) réviser la réglementation régissant le fonctionnement de ces comptes vers plus de cohérence avec les autres textes (transferts à titre d'investissement à l'étranger). La BCT prévoit aussi la possibilité d'orienter les fonds logés dans ces comptes vers le financement de l'économie tunisienne en garantissant à leurs titulaires la possibilité d'y loger les revenus ou les produits de cession ou de liquidation de ces investissements.

Pour les praticiens bancaires, il est peu opportun d'unifier les comptes de résidents vu l'existence de plusieurs catégories de bénéficiaires. La profession comptable souligne qu'il est primordial de prévoir la liberté de toute activité de financement et de participation dans des entreprises résidentes exportatrices et non résidentes avec virement des produits des opérations y afférentes à ces mêmes comptes avec une fiche d'investissement électronique. Il y a lieu aussi de supprimer la limite des 20% lorsque les revenus sont encaissés à partir de comptes en devises ou en dinars convertibles détenus par les personnes qui les distribuent, et de confirmer les autres avantages actuels. Pour les acteurs économiques, l'unification des comptes semble opportune, notamment en termes de jonction entre les personnes physiques dirigeantes d'entreprises et leurs entités morales, avec la suggestion d'instauration de carte de crédit corporate.

2.2. Au niveau des comptes de non résidents

Proposition de la BCT : Amélioration du cadre réglementaire via plus de souplesse en termes de fonctionnement, et ce : (i) en conférant la liberté aux titulaires des comptes d'attente et capital pour l'utilisation des disponibilités de ces comptes en couverture des dépenses locales en dinar, (ii) en prévoyant une rémunération de ces comptes, et (iii) en permettant le débit pour le financement d'investissements productifs en Tunisie, sans garantie de transfert.

Les praticiens bancaires estiment que pour le compte d'attente et de capital, il serait plus indiqué de relever les plafonds d'utilisation locale en dinars à un plafond de 20.000 DT. Il serait de même bien indiqué de garder ces comptes non rémunérés ou à la limite leur fixer un taux peu attractif afin de décourager tout arbitrage et toute utilisation passive des fonds. La profession comptable propose d'assouplir l'utilisation des devises provenant des comptes en devises et en dinars convertibles et des dossiers "INR", "d'attente" et de "capital", et de prévoir la liberté de toute activité de financement et de participation dans des entreprises résidentes exportatrices et non résidentes avec virement des produits des opérations y afférentes à ces mêmes dossiers et comptes avec une fiche d'investissement électronique.

3. Commentaires sur les mesures proposées par la BCT en matière d'opérations courantes

3.1. Au niveau des transferts courants

Proposition de la BCT : Un package d'actions prioritaires est prévu :

- (i) cadrer les transferts à titre de frais de séjour des organisations et organismes nationaux (sous forme d'enveloppes annuelles),*
- (ii) libéraliser les transferts à titre des voyages organisés sur la base des résultats de l'étude en cours menée par le Ministère du Tourisme (sous forme d'enveloppes annuelles),*
- (iii) permettre les transferts au profit des étudiants à l'étranger dès le début de l'année universitaire (condition exigée par certaines universités étrangères),*
- (iv) libéraliser les transferts à titre d'économies sur salaires des tunisiens résidents à l'étranger et ayant obtenu des contrats de travail à durée déterminée en Tunisie,*
- (v) permettre les transferts au titre des cotisations à une assurance sociale volontaire des tunisiens binationaux devenus résidents en Tunisie et des étrangers conjoints de résidents. Actuellement, seuls les étrangers peuvent effectuer les transferts librement au titre de cette opération,*
- (vi) libéraliser les transferts relatifs aux opérations courantes récurrentes au titre de certains services (publication d'articles de recherches, commissions sur investissement et réservation d'hôtels),*
- (vii) régler les transferts des indemnités et des salaires des joueurs étrangers en collaboration avec le Ministère chargé du sport, (en consacrant notamment la condition du bilan en devises positif des équipes sportives),*
- (viii) éclaircir les dispositions réglementaires présentant des difficultés d'interprétation pour les IAT et notamment en ce qui concerne les frais d'assistance technique forfaitaire et les frais de siège et de nom commercial,*
- (ix) prolonger la durée de validité de l'autorisation de sortie de devises de 30 à 60 jours calendaires et instaurer un document unique (modèle) pour toutes les banques et toutes les opérations de retrait en billets de banque étrangers,*

- (x) *permettre l'ouverture de comptes joints, aux noms des groupements d'entreprises résidentes et non résidentes adjudicataires de marchés réalisables en Tunisie ou à l'étranger,*
- (xi) *libéraliser les transferts au titre d'acomptes sur la part payable en monnaie convertible au titre des marchés réalisables à l'étranger par les résidents et ce, pour la couverture des besoins au titre du démarrage des dits marchés.*

En réponse à ces mesures, le Ministère des Finances note qu'il s'agit principalement de circulaires de la BCT à laquelle appartient le suivi de ces opérations. Les praticiens bancaires proposent que la validité des autorisations F1 des dérogations délivrées par la BCT gagnerait à être révisée en direction de plus de souplesse et d'extension. De même, des clarifications de la part de la BCT devraient être apportées quant au bon usage et une bonne application des dispositions de la note commune du Ministère des Finances relative à la retenue à la source au titre de l'impôt sur le revenu ou de l'impôt sur les sociétés et à l'impôt sur les distributions des bénéfices des établissements stables tunisiens et sociétés étrangères. Pour la profession comptable, il faut encadrer les transferts au titre des frais d'assistance technique forfaitaire et les frais de siège et de nom commercial afin de s'assurer de la réalité de ces opérations et déléguer aux IA cette tâche avec information de la BCT en créant des fiches électroniques normalisées et prévoir des amendes à l'encontre des bénéficiaires s'il s'avèrent que ces transferts sont pas réels ou sont surestimés.

Les opérateurs économiques du secteur touristique ont noté que les quotas de transferts au titre des frais de séjour à l'étranger demeurent insuffisants à la dynamisation de l'activité. Outre les services touristiques, les opérateurs d'autres branches économiques soulignent la complexité des dispositifs en place dans le financement : des activités de développement des exportations (voyages de prospection, participation à des salons spécialisés, outils marketing tels que site web, plaquettes, brochures, plateforme de e-commerce....); de l'internationalisation des entreprises sur les marchés africains (limitation dans les transferts de devises et difficultés d'obtenir des garanties bancaires à l'étranger) ; et des entreprises *offshore*.

3.2. Au niveau du commerce extérieur

3.2.1. Au niveau des exportations de marchandises

Proposition de la BCT : Relever à 90 jours la date d'expédition au lieu de 30 jours du délai de règlement des exportations non assorties de garanties de paiement.

Cette proposition n'a soulevé aucune remarque particulière.

3.2.2. Au niveau des importations de marchandises

Proposition de la BCT : Libéraliser les règlements anticipés des importations de biens nécessaires à l'activité industrielle à hauteur d'un plafond de 10.000DT par opération.

La profession comptable note qu'il faut purement et simplement interdire l'importation de certains produits qui peuvent constituer une source pour consommer les devises sans contrepartie (importation de certains produits de consommation courante ayant des similaires en Tunisie (eau minérale, brioche).

4. Compléments et réponses de la BCT

Au niveau de la question soulevée de la possibilité d'avoir des comptes en devises pour les personnes physiques recevant des dividendes, au prorata de leurs résultats à l'exportation, il y a lieu de noter que conformément à la circulaire aux intermédiaires agréés N°2009-15 du 24 juillet 2009, peuvent bénéficier de l'ouverture d'un compte spécial « Bénéfices-Export » en devises ou en dinars convertibles, toute personne physique résidente réalisant des bénéfices provenant d'opérations d'exportation de biens ou services ou bien détenant des participations au capital de personnes morales résidentes réalisant des bénéfices provenant d'opérations d'exportations de biens ou services. Ce compte peut être librement débité en vue de tout règlement à l'étranger pour l'acquisition de droits et intérêts à l'étranger représentés ou non par des titres.

Au niveau de l'abandon par la BCT de son intervention sur le plan de l'opportunité dans l'octroi des autorisations, pour les cas des investissements réalisés par les étrangers au capital de sociétés exerçant des activités non régies par des codes d'investissement, il y a lieu de noter que le plus important dans cette procédure c'est de s'assurer que l'investisseur étranger souhaitant transférer le produit de la vente de ses biens, soit en règle avec l'administration fiscale, les caisses de sécurité sociale, le personnel et qu'il n'ait pas d'impayés avec le système bancaire.

Au niveau des investissements réalisés à l'étranger par des résidents, les transferts ne pourraient être réalisés qu'à condition : (i) que l'entreprise obtienne au préalable, auprès du Ministère de tutelle, une attestation justifiant l'intérêt économique de l'opération d'investissement à l'étranger pour l'entreprise tunisienne, en particulier, et le pays en général, (ii) que l'entreprise s'engage, sur le plan fiscal, sur la présentation de comptes consolidés afin d'éviter au pays les transferts de capitaux pour des raisons d'évasion fiscales.

Au niveau des souscriptions des titres d'emprunt émis sur le marché domestique, la levée de toute restriction sur l'acquisition de titres obligataires, à moyen et long terme en dinars, par les étrangers, est une mesure qui est de nature à émettre un signal positif aux investisseurs internationaux, dans le sens où il s'agit d'une avancée supplémentaire dans l'ouverture du compte capital, dans le respect des principes de prudence privilégiant la libéralisation des entrées de capitaux avant les sorties, et les capitaux à moyen et long terme avant les capitaux à court terme.

De même, et contrairement à ce qui a été avancé par le Ministère des Finances, l'accroissement de la demande sur les titres obligataires de l'Etat est de nature à favoriser la hausse des prix des obligations et donc la baisse des taux de rendement. Par ailleurs, compte tenu des niveaux de taux rendement prévalant actuellement pour les obligations souveraines en devises, qui sont largement supérieurs à ceux en dinars, on ne peut espérer une affluence des investisseurs internationaux sur le papier domestique tunisien, considérant le risque de change y rattaché. En somme, l'intérêt d'une telle mesure réside plus dans son effet d'annonce en matière de libéralisation financière que de rentabilité escomptée.

Au niveau des problématiques soulevées par le Conseil du Marché Financier (CMF) concernant l'admission à la cote de la bourse d'actions d'une société non résidente dont le capital est libellé en devises, la question évoquée de la double cotation ne semble pas particulièrement opportune pour le moment. En effet, l'intérêt d'une telle action n'est valable que lorsqu'elle vise une plus grande intégration entre les marchés boursiers. Or, cet objectif ne peut être envisagée en dehors d'une union monétaire. De plus, cette proposition ne semble pas étroitement liée à la question de la libéralisation du marché obligataire domestique aux investisseurs internationaux.

De même, dans sa réponse concernant les souscriptions des titres d'emprunts émis sur le marché domestique, le CMF a soulevé la problématique de la double cotation par référence plutôt au marché des actions alors qu'il s'agit uniquement d'obligations.

Au niveau des transferts courants, et particulièrement de la proposition de permettre l'ouverture de comptes joints, aux noms des groupements d'entreprises résidentes et non résidentes adjudicataires de marchés réalisables en Tunisie ou à l'étranger, un consensus se dégage quant au principe d'accompagner les entreprises tunisiennes dans leur prospection de marchés à l'étranger. Néanmoins, il faudrait que les banques tunisiennes s'entourent de toutes les précautions nécessaires pour : (i) garantir le remboursement des fonds en devises avancés, (ii) la domiciliation de la part transférable en devise du marché réalisée à l'étranger auprès de la banque tunisienne, et (iii) l'obtention par l'entreprise tunisienne de la garantie de transfert auprès des autorités compétentes du pays où le projet est réalisé.

Au niveau des investissements réalisés en Tunisie par des étrangers non-résidents, et de la proposition de la BCT consistant, à permettre aux intermédiaires agréés de régulariser les investissements et les financements des non-résidents financés en devises, il y a lieu de limiter la délégation accordée par la BCT à l'intermédiaire agréé uniquement à la vérification de la régularité des documents de cession. En effet, les relations commerciales peuvent entacher l'objectivité de l'appréciation de l'opportunité. En outre, la nouvelle régulation préconisée n'est pas réaliste compte tenu des limites inhérentes aux systèmes d'informations des intermédiaires agréés, sachant que le défaut de transmission de la fiche d'investissement n'est constatable qu'après manifestation d'un besoin de la part de l'investisseur.

Dire que la liberté conférée aux non-résidents n'empêche pas des délais assez longs pour avoir l'autorisation de la BCT peut remettre en cause cette même liberté ; en

fait, la garantie de transfert est donnée aux investisseurs non-résidents par le code de change dans son article premier, au cas où l'investissement est réalisé par importation de devises dûment justifiée, ce qui fait que seuls les cas ne répondant pas à ces conditions sont soumis à accord préalable.

Chapitre.3

Les conditions de mise en œuvre d'un assouplissement de la réglementation des changes en Tunisie : Enseignements des expériences internationales et justifications d'une approche intégrée et séquentielle de la réforme

1. Introduction

En théorie, l'assouplissement de la réglementation des changes, couplée à la libéralisation des mouvements de capitaux, doit contribuer aux transformations et à l'efficacité accrue des systèmes financiers dans les économies émergentes. Cela doit induire des effets dynamiques sur l'investissement productif privé par l'allègement des contraintes de financement. Mais le bilan des expériences internationales montre qu'un tel processus de déréglementation a parfois été la cause principale des crises financières et qu'il a souvent engendré la captation de rentes injustifiées de la part de spéculateurs internationaux, recherchant des rendements extravagants, tout en exerçant des pressions injustifiées sur les Etats à de nombreuses occasions.

Est-ce dire que pour les pays émergents qui n'ont pas suivi la voie de la libéralisation des mouvements de capitaux, c'est là une politique à exclure ? Certainement pas.

Pour la Tunisie, dans le contexte actuel de post-transition caractérisé par une pénurie d'épargne nationale, un nouveau palier graduel de libéralisation des flux de capitaux peut s'avérer efficace pour la mobilisation des ressources externes nécessaires au financement des réformes à entreprendre. Mais les bienfaits attendus de cette libéralisation financière externe, par l'assouplissement des restrictions sur le compte de capital, ne seront pas automatiques. Ils seront conditionnés par le niveau de développement financier, la stabilité du cadre macroéconomique et la qualité des institutions.

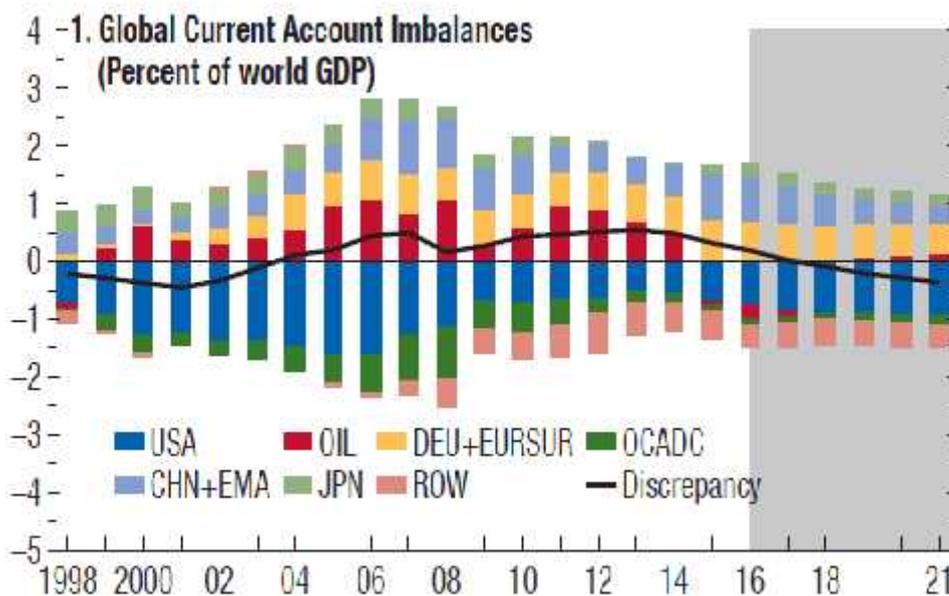
L'argument développé dans ce chapitre tente de démontrer qu'autant le processus de déréglementation est opportun, autant il doit être impérativement graduel et ne peut pas se substituer aux politiques macroéconomiques d'ajustement, notamment en présence de fondamentaux dégradés. La libéralisation n'est en fait qu'un instrument de politique économique qui fait partie du *policy mix* à côté de la politique de change ; de la politique monétaire et budgétaire ; et des politiques macroprudentielles. Il convient de s'y engager sous conditions, en fonction du contexte macroéconomique et macro-financier du pays concerné, mais aussi en tenant compte des nouvelles interdépendances financières internationales révélées, notamment, par l'après-crise financière. Une telle conception pragmatique et séquentielle de la libéralisation des mouvements de capitaux ne signifie pas qu'il faille définitivement renoncer à certains contrôles ciblés des entrées ou des sorties de capitaux.

Les réformes majeures récemment engagées par la Banque Centrale de Tunisie (BCT), qu'il s'agisse de la nouvelle loi fixant ses statuts, adoptée en avril 2016, ou de la nouvelle loi bancaire, adoptée en mai 2016, constituent indéniablement des avancées majeures qui peuvent fournir le cadre propice à une nouvelle phase d'assouplissement sous conditions de la réglementation des changes en Tunisie.

2. Les enseignements des expériences internationales de libéralisation des flux de capitaux : En pratique, des décalages importants par rapport à la théorie

Il y a trente ans, au début de la phase de globalisation financière, la libéralisation des flux de capitaux était parée de nombreux atouts (meilleure efficacité allocative de l'épargne mondiale, réduction des dotations inégales en facteurs de production, baisse du coût du capital pour les pays émergents, et corrélativement, une meilleure capacité d'investissement et des gains de productivité dans ces derniers). Au plan macroéconomique, un allègement des contraintes de balances des paiements et un financement privé de leurs déséquilibres globaux (*global imbalances*) étaient attendus. C'est bien ce qui est apparu. Mais ces déséquilibres globaux ont conduit à des écarts persistants entre les zones en excédent structurel d'épargne et celles en excès structurel d'investissement, ce qui pose la question de l'inefficacité de ces allocations de l'épargne à l'échelle internationale, d'une part, et celle des effets induits sur la liquidité globale, d'autre part.

Figure 1 : Déséquilibres globaux des balances de paiements (1998-2016 et prévisions du FMI à horizon 2021)



Source: IMF, *World Economic Outlook*, April 2016.

Globalement, en théorie, il y avait donc de bonnes raisons d'attendre de la libéralisation du compte de capital un effet positif sur la dynamique de croissance¹, en ce sens :

- (i) qu'elle pouvait favoriser l'attractivité des investissements directs étrangers², et induire une meilleure allocation de l'épargne ;
- (ii) qu'elle pouvait générer des gains par une meilleure spécialisation des services financiers ;

¹ Klein M. W. (2005), Klein M. W. and Olivei G. P. (2008); Carmignani F. (2008), Eichengreen, B. and D. Leblang (2002).

² Noy I and Vu T. B (2007).

(iii) qu'elle pouvait induire une meilleure discipline en matière d'assainissement budgétaire et de contrôle de l'inflation³.

Néanmoins, l'expérience de la globalisation financière, depuis trente ans, ne recouvre qu'imparfaitement ce schéma théorique, et ce pour quatre raisons fondamentales.

La première raison tient au « paradoxe de Lucas », selon lequel l'essentiel des flux bruts de capitaux s'opère entre les pays industriels et non pas des pays du Nord vers ceux du Sud.

La seconde raison découle des différentes études empiriques⁴ qui ont contribué à démontrer que la libéralisation des flux de capitaux n'a eu en fait que des effets mitigés sur la croissance.

La troisième raison tient au fait qu'en situation de libéralisation financière, les politiques macroéconomiques sont assujetties à la crédibilité que les investisseurs leur accordent et elles dépendent fortement de la confiance, quelque peu fugace, des marchés. Les taux de change, plus qu'aux fondamentaux, répondent aux écarts de rendements et aux anticipations des investisseurs internationaux. La liberté accrue pour les politiques économiques n'est donc pas garantie. Il y a sans doute un report des ajustements, mais au prix d'un accroissement de l'endettement externe, source de risques multiples : hausses des taux (primes de risques), volatilité, procyclicité, *sudden stop* (brusque interruption des afflux de capitaux).

Enfin, la quatrième raison, sans doute la plus médiatisée, relève des risques accrus que véhicule la libéralisation des capitaux en matière de récurrence des crises financières (crises de change, crises bancaires, krachs boursiers, crises jumelles) qui se transforment désormais en crises systémiques⁵.

3. Les contraintes macroéconomiques induites par la libéralisation des flux de capitaux

S'il est difficile d'associer empiriquement l'ouverture financière externe et la croissance des pays émergents, c'est sans doute à cause de la diversité des facteurs qui inhibent ou, à l'inverse, qui accélèrent le développement économique et la croissance, notamment l'ensemble des institutions qui favorisent l'accumulation du capital et les gains de productivité. Ce paradoxe répond également à une sous-estimation des nouvelles contraintes macroéconomiques induites par les mouvements de capitaux pour les pays émergents.

³ Gupta A.S (2007), (de) Mendoza H.F and Pires M.C (2007).

⁴ IMF (2006).

⁵ cf. Mouley, S (2012).

En ce sens, la question des effets d'une libéralisation des mouvements de capitaux pour un pays qui n'avait pas suivi une telle voie jusqu'ici ne peut pas être abordée en référence aux modèles qui prévalaient encore avant la crise financière. De nouveaux phénomènes ont été dévoilés. La macroéconomie internationale a considérablement évolué et la configuration mondiale, dans un contexte d'intégration financière accrue, de liquidité pléthorique et de politiques monétaires non-conventionnelles, ne ressemble guère au contexte d'avant-crise.

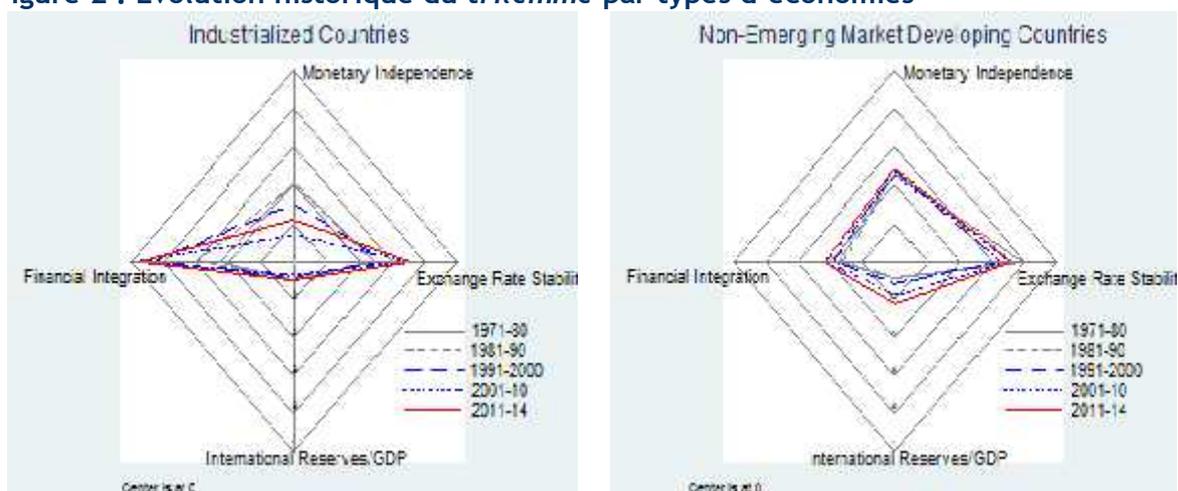
C'est donc en référence à ce nouveau paradigme de la macroéconomie internationale qu'il convient de se situer, et donc, pour emprunter l'expression de Blanchard⁶, qu'il convient de repenser la politique macroéconomique.

3.1. L'obsolescence du *trilemme* de Mundell

Tout au long des années 2000, les économistes considéraient que la flexibilité des taux de change suffisait à réguler d'éventuelles discordances dans les politiques monétaires, de nature à provoquer d'amples mouvements internationaux de capitaux. On reconnaît là le triangle de Mundell (*trilemme* ou l'impossible trinité)⁷: il suffisait d'adopter un régime de changes flottants pour être à même de combiner l'indépendance des politiques monétaires et la liberté de circulation des capitaux.

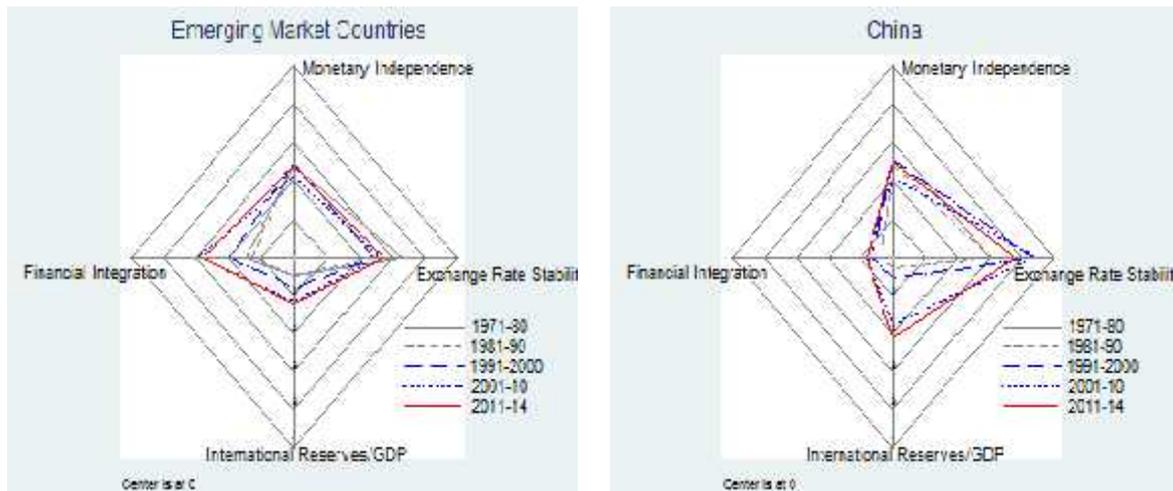
Mais ce n'est pas ainsi que les choses se sont passées dans la plupart des pays émergents ayant libéralisé leur compte de capital, soit qu'ils aient refusé le libre flottement par principe, notamment en présence d'une dette externe élevée libellée en devises, soit qu'ils aient considéré que les tensions sur les taux de change ne répondaient que très imparfaitement aux fondamentaux domestiques mais plutôt aux anticipations moutonnières des investisseurs ou des intermédiaires bancaires internationaux, créant alors des distorsions significatives de taux de change réels. C'est ce que montrent très clairement les graphiques regroupés dans la Figure 2.

Figure 2 : Evolution historique du *trilemme* par types d'économies



⁶ Blanchard, O (2015).

⁷ Aizenman, J, Chinn, M et H. Ito (2010, 2013).



Source: Aizenman, J, Chinn, M and H. Ito (2015).

En outre, il en est résulté de la politique monétaire menée aux Etats-Unis une élasticité quasi-infinie de l'offre de crédits internationaux, selon l'expression de Borio, et une dynamique des mouvements de capitaux suscitant des risques accrus de boom du crédit et de surendettement parmi les pays émergents. On touche alors à l'importance de la procyclicité du crédit et des mouvements de capitaux bancaires dans la montée des fragilités, puis dans l'accentuation des tensions financières internationales. C'est typiquement le scénario auquel on a assisté après la crise financière, à partir de 2010, en réponse aux politiques monétaires non-conventionnelles menées aux Etats-Unis et à la baisse des taux d'intérêt directeurs à des niveaux proches de zéro.

3.2. De nouveaux trilemmes pour les économies émergentes ?

Le régime monétaire dans lequel se situe en 2016 l'action des *policy makers* des pays émergents ayant libéralisé leur compte de capital recouvre plusieurs volets : les règles de politique monétaire, les objectifs de stabilité financière, le degré de mobilité des capitaux et la politique de change. Cette configuration suscite de nombreux débats.

Certains considèrent que le triangle de Mundell n'est pas caduc. C'est le cas de M. Obstfeld. Mais comment alors intégrer de nouveaux objectifs de stabilité financière, distincts du critère d'autonomie monétaire ? Pour H.Rey, on ne saurait parler d'un trilemme, mais plutôt d'un dilemme entre l'autonomie monétaire et la mobilité des capitaux, puisque les variations de taux de change, quel que soit le régime de change, n'isolent pas les pays des chocs externes ou du cycle financier international. Mais les politiques macroprudentielles visent la stabilité financière interne, indépendamment des chocs monétaires internationaux et, donc, ne sauraient être confondus avec le contrôle des capitaux. De son côté, Schoenmaker défend l'idée d'un nouveau trilemme sous l'angle spécifique de la mise en œuvre des politiques de stabilité financière : la responsabilité nationale des politiques de stabilité financière, notamment via le macroprudentiel ; les interdépendances internationales et le degré élevé d'intégration des marchés de capitaux; la stabilité financière elle-même, perçue comme un bien public international.

Pour comprendre les défis auxquels doivent répondre aujourd'hui les émergents, on est alors conduit à réexaminer la question de leur régime monétaire en privilégiant deux volets. D'une part, la crise financière mondiale a indiscutablement modifié les principes du central banking⁸, avec la prise en compte explicite ou implicite d'un objectif de stabilité financière, couplée à un enrichissement des moyens d'actions au premier rang desquels figurent les politiques macroprudentielles. D'autre part, en référence au *trilemme* de Mundell, on considère encore trop souvent que les émergents, dans un contexte de libre circulation des capitaux, ont simplement combiné, tout au long des années 2000, un régime de flexibilité des taux de change et un ciblage de l'inflation, plus ou moins adossé à une règle de Taylor. Pourtant, au cours de cette période et, plus encore, à compter de 2008 et dans la phase d'après-crise, les *policy makers* des émergents ont appliqué de façon très souple de tels principes, en choisissant des configurations hybrides au sein même du trilemme, selon l'expression de Aizenman, tant du côté de la politique monétaire que s'agissant du régime de change ou du contrôle macroprudentiel des flux de capitaux.

Sur le premier plan, tant parmi les pays développés qu'au sein des économies émergentes, la crise financière a provoqué une nette préférence des banquiers centraux pour la maîtrise *ex ante* des sources d'instabilité financière. Sur le second plan, les pays émergents ne se sont guère conformés au régime monétaire théoriquement optimal associant flexibilité des taux de change et ciblage de l'inflation en présence d'une forte mobilité des capitaux. Ils ont adopté des configurations hybrides au sein même du triangle de Mundell en considérant qu'il n'y avait pas un *trade off* pur, sur chaque côté du triangle, mais une gradation, différente selon les pays. La règle de Taylor n'a pas été pleinement respectée par les banques centrales des émergents, tout comme parmi les pays industriels d'ailleurs.

Car les pays émergents ont fortement réagi aux risques d'instabilité financière, en modulant la politique des taux en fonction de la politique monétaire américaine, en recourant aux instruments macroprudentiels ou aux contrôles sur les entrées de capitaux pour limiter la propagation du choc de liquidité externe. Quant à l'accumulation de réserves de change, elle révèle le refus des appréciations ou des dépréciations jugées excessives des taux de change, avec un succès mitigé, et elle constitue l'un des marqueurs les plus significatifs du caractère hybride de ce régime monétaire que Leung, forte de son expérience au sein de la *Hong Kong Monetary Authority and Government*, dénomme le modèle monétaire asiatique.

⁸ cf. Cartapanis, A (2014).

Cela explique sans doute la préférence de nombreux pays émergents pour des régimes de change hybrides face aux *spillovers* internationaux. Les policy-makers de ces pays semblent souvent privilégier les régimes de change intermédiaires afin d'éviter les crises de change et/ou les mouvements désordonnés de taux de change, et en particulier les appréciations excessives qu'induisent les entrées de capitaux. Selon la classification du FMI, la part des régimes intermédiaires représente près de 72% du total mondial, en 2014, en cumulant les régimes de flottement dirigé et d'ancrage souple. Quant à l'accumulation des réserves de change dans les pays émergents, elle confirme la priorité donnée de facto aux régimes intermédiaires qui offrent la possibilité d'éviter les mouvements extrêmes de taux de change sans perdre le contrôle des politiques monétaires.

Tel n'a pas toujours été le cas. Depuis les crises de change de la décennie 1990, deux phases distinctes se dégagent⁹. La première, après les crises asiatiques, se caractérise par un recours croissant des pays émergents aux solutions en coin, de type *hard peg* ou flottement pur. Car les solutions intermédiaires, en particulier le *soft peg*, se sont alors révélées insoutenables, créant une très forte volatilité financière et une instabilité macroéconomique élevée. La part des régimes intermédiaires ne représente plus que 42% du total parmi les pays émergents en 1999, contre 64% en 1991. Mais cette tendance s'est inversée à partir du milieu des années 2000. La priorité est donnée, depuis 2004, aux régimes de facto de flottement impur et ce phénomène s'est intensifié depuis la crise, sans doute en réponse au potentiel de déstabilisation issu de l'explosion de la liquidité globale que les politiques de *quantitative easing* aux Etats-Unis ont alimenté à compter de 2010. Pour autant, si l'on se réfère à l'évidence empirique des années 2000 et plus encore depuis 2010, les variations de taux de change, fussent-elles atténuées par les politiques d'intervention, n'ont pas pleinement joué leur rôle régulateur face aux chocs externes, tout en étant au cœur des *spillovers* issus des chocs monétaires venant des Etats-Unis.

Les chocs externes de liquidité, du type de ceux observés depuis la crise financière, placent donc les marchés financiers, les systèmes bancaires et les marchés des changes des pays émergents au cœur des *spillovers* internationaux. La politique non conventionnelle américaine a directement influencé le prix des obligations émises dans les pays émergents, en monnaie nationale et internationale, en exposant les émetteurs à un risque de change élevé en cas de retournement sur le marché des changes. Et c'est ce qui s'est passé après l'annonce par la *Fed* de la fin programmée de sa politique de *quantitative easing* en mai 2013.

Toutefois, l'impact n'a pas été de même ampleur selon le profil macroéconomique des pays concernés. Le retour à la stabilité a été plus rapide dans les économies présentant des fondamentaux stables et ayant mis en place des politiques de nature à freiner les entrées de capitaux. Ainsi, les pays d'Asie du Sud-Est, les plus touchés par l'inflexion de la politique monétaire américaine au moment de la crise de 1997, ont été beaucoup moins contaminés par la diffusion internationale du choc monétaire américain des années 2010-2015. Mais le régime monétaire hybride des émergents n'a pas pleinement atteint les objectifs visés.

⁹ cf. Cartapanis, A (2004).

Il est difficile de parler d'indépendance monétaire quand on mesure l'ampleur des corrélations entre les taux courts et, surtout, les taux longs, des émergents, d'un côté, et les taux américains, même après prise en compte des variables domestiques ou de certains indicateurs de risque, de type VIX, d'un autre côté. Selon le Rapport 2015 de la BRI, et pour un échantillon de 30 pays incluant 22 émergents, entre 2000 et 2014, il apparaît qu'à chaque variation de 100 points de base des taux directeurs américains correspond une variation de même signe de 70 points de base du niveau des taux des pays de l'échantillon. Le *spillover* est de 59 points de base pour les rendements obligataires à 10 ans. Les prix d'actifs et les taux d'intérêt, surtout les taux longs, sont devenus beaucoup plus corrélés que dans le passé, tout au long de cette période, quels que soient d'ailleurs les régimes de change, de jure ou de facto, dans les économies émergentes.

Le *quantitative easing* américain s'est propagé vers des pays qui n'en n'avaient nullement besoin. Le retour annoncé à la normale pourrait bien entraîner de nouvelles turbulences parmi les pays émergents. A l'évidence, indépendamment des régimes de change de jure, les banques centrales des pays émergents devront faire face à de nouveaux dilemmes, voire à de nouveaux trilemmes, au moment de la normalisation monétaire américaine.

Tel est, en tout cas, le contexte macroéconomique dans lequel doit être posée, en 2016, la question de la libéralisation des flux de capitaux pour des pays émergents, comme la Tunisie.

4. Les leçons des expériences internationales récentes : pré-requis et conditions de mise en œuvre d'un assouplissement de la réglementation des changes

To liberalize or not to liberalize capital flows? That is not the issue. En effet, c'est là une interrogation qui ne peut pas se traduire par une réponse de type binaire. Parce que tout processus de libéralisation des flux de capitaux, on l'a vu, engendre à la fois des avantages et des risques ; et parce que ses effets dépendent du contexte macroéconomique mondial et de la situation macroéconomique ou financière du pays qui envisage de s'y engager. Egalement, parce qu'une libéralisation du compte de capital peut prendre différentes formes et relève d'un processus séquentiel.

En outre, cette stratégie ne saurait être menée indépendamment des autres options de politique économique et, en particulier, de la politique macroprudentielle et de la politique de change, à titre discrétionnaire ou s'agissant du régime de change. Enfin, même du côté du FMI, dans nombre de rapports officiels, la question de la libéralisation des mouvements de capitaux est désormais indissociable du mode de gestion de ces flux.

Cela recouvre le maintien ou le retour éventuel à certains contrôles sur les entrées ou les sorties de capitaux compte tenu, on l'a vu précédemment, des contraintes macroéconomiques et des trilemmes qu'induisent aujourd'hui les flux internationaux d'épargne ou de crédit. En fait, cette thématique des nouveaux trilemmes n'est rien d'autre que la conséquence de l'imperfection des marchés financiers internationaux sur l'équilibre macroéconomique en économie ouverte d'un pays émergent. C'est le schéma de l'efficacité des marchés financiers, projeté à l'échelle globale, qui justifiait sur le plan théorique la libéralisation des flux de capitaux. Mais cela supposait que de nombreuses hypothèses soient respectées : efficacité informationnelle des marchés d'actifs, anticipations rationnelles et poids dominant des fondamentaux dans les croyances des investisseurs internationaux, absence d'asymétrie d'information dans les relations de crédit, transparence et autorégulation des risques, vision de long terme, impossibilité théorique d'envisager des situations de surréaction, de panique ou l'apparition de bulles spéculatives, aucune procyclicité du crédit...

Dès lors que la réalité s'éloigne de ces postulats, les mouvements internationaux de capitaux peuvent exercer des effets déstabilisants en présence d'afflux ou de reflux massifs. Libéraliser le compte de capital, en 2016, suppose donc que l'on se prépare à y répondre si ce risque se matérialise.

4.1. Une approche intégrée de la libéralisation financière

La libéralisation des flux de capitaux exige une intégration de ses effets potentiels dans le cadre d'un *policy mix* élargi qui conjugue la politique monétaire et la politique macroprudentielle¹⁰. Elle nécessite également l'adoption d'un régime de change qui minimise le risque de crise.

Au niveau des dispositifs macroprudentiels, on sait qu'il y a débat, aujourd'hui, parmi les banquiers centraux et les économistes, à propos de l'articulation entre la politique monétaire et la politique macroprudentielle. Les études montrent que l'introduction des prix d'actifs dans la fonction de réaction des banques centrales n'est pas une bonne idée, et une préférence est plutôt accordée aux instruments réglementaires contracycliques¹¹.

Au niveau du choix du régime de change, et dans la perspective d'une libéralisation des mouvements de capitaux d'une économie émergente, une combinaison des politiques monétaires et des politiques macroprudentielles semble difficilement conciliable avec un ancrage rigide des taux de change. Si l'on se limite à la soutenabilité financière, on connaît les avantages d'un régime de change fixe, d'un *hard peg*, en présence d'un endettement public externe élevé, principalement libellé en devises. Mais la littérature consacrée aux effets d'un choc monétaire externe souligne l'importance du taux de change réel en tant que mécanisme d'ajustement, même si la propagation de ces chocs, à travers les comportements de portefeuille des investisseurs internationaux, diverge selon les périodes.

¹⁰ cf. Infra.

¹¹ cf. Cartapanis, A (2011).

Les effets d'un choc monétaire externe diffèrent en effet selon qu'ils sont initiés par une variation du taux d'intérêt caractérisant des réactions normales de politiques monétaires, du type de celles observées dans la période d'avant-crise, ou par une croissance très vive de la base monétaire couplée à des taux proches de zéro, comme dans le cas des politiques non conventionnelles américaines de 2010 à 2015, puis européennes depuis janvier 2015. Cela s'explique en partie par le fait que ce canal du taux de change est doublé, dans la première période, par le canal des taux d'intérêt directs jouant sur le crédit, et, dans la seconde, par les *spillovers* des taux d'intérêt de long terme et des flux de titres. Au-delà de ces différences, un choc de liquidité externe n'aura pas le même impact selon la robustesse des fondamentaux du pays concerné et selon sa capacité à freiner les flux massifs de capitaux par la mise en place de politiques macroprudentielles.

D'une manière générale, les régimes de changes fixes durs sont porteurs d'une perte d'autonomie de la politique monétaire et de risques de distorsions vis-à-vis du taux de change d'équilibre. S'y ajoutent des risques de surchauffe macroéconomique liés à l'afflux de capitaux externes (pressions inflationnistes, effets procycliques des entrées de capitaux à court-terme sur la liquidité interne) mais aussi l'exacerbation des risques de crises bancaires ou de dévaluations. Il y a donc un degré élevé d'incompatibilité des régimes de changes fixes avec le desserrement du contrôle de changes, tout au moins à court-terme. A l'opposé, le choix des changes flexibles peut également s'avérer déstabilisant. Le flottement indépendant, bien qu'il permette d'améliorer la capacité de réaction des économies aux chocs exogènes, pourrait induire des risques d'insolvabilité financière en cas d'endettement externe en devises.

4.2. La préférence accrue pour les régimes de change intermédiaires

Les dernières crises financières des pays émergents ont contribué à démontrer la non viabilité des solutions extrêmes et donc l'hypothèse selon laquelle les pays devaient opter pour l'un des deux cas extrêmes en matière de régime de change : soit des engagements institutionnels stricts en faveur de taux fixes (caisses d'émission, dollarisation, unions monétaires, etc...) ; soit le flottement pur.

Ainsi, la volatilité des flux de capitaux privés et le poids dominant des écarts de rendements et des anticipations dans ces mouvements de fonds augmentent considérablement le risque de crises de change en régime de *hard peg*, d'une part, alors que la flexibilité totale semble à exclure, ne serait-ce qu'en raison du faible développement des instruments de couverture pour les opérations commerciales, d'autre part.

De ce fait, la flexibilité requise du taux de change dans un scénario de libéralisation rend nécessaire l'adoption d'un régime de change intermédiaire, qu'il s'agisse de choisir un système de zones cibles (bandes de fluctuations), des parités mobiles glissantes, un rattachement à un panier, des parités ajustables ou diverses combinaisons de ces formules. Ces régimes paraissent préférables et tel est d'ailleurs le choix d'une très large majorité des pays émergents ayant libéralisé leur compte de capital.

4.3. La question du sequencing

Au-delà de l'accompagnement macroéconomique de la libéralisation des mouvements de capitaux, se pose la question du sequencing, c'est-à-dire du gradualisme ou des étapes à suivre et des conditions à respecter dans un tel processus de libéralisation. Deux principes paraissent devoir être respectés : une mise en œuvre coordonnée des mesures de libéralisation du compte de capital et des réformes rendues nécessaires au sein du système financier ; un agenda dans le choix des divers types de flux de capitaux, conduisant à un phasage du processus de libéralisation en fonction des risques macroéconomiques et macro-financiers adossés à chacun d'entre eux. Quant aux restrictions sur les IDE, elles devraient être levées avant celles portant sur des autres types de flux de capitaux, notamment pour favoriser la présence (les participations) des banques étrangères et accroître la liquidité des marchés boursiers.

Le phasage avec les réformes et la modernisation du système bancaire et financier est un impératif malgré les réticences. Car au-delà du renforcement de la supervision des risques et de l'introduction des dispositifs macroprudentiels du côté des autorités prudentielles, la libéralisation des mouvements de capitaux est le catalyseur d'une reconfiguration du système financier : restructuration de l'industrie financière, développement des marchés obligataires, rôle accru des fonds d'investissement, émergence des marchés de gestion des risques et des marchés de dérivés. Souvenons-nous que les gains attendus sur la croissance relèvent d'effets indirects, via la qualité des institutions et le poids des disciplines, tant du côté des régulations financières qu'en ce qui concerne l'efficacité de l'intermédiation bancaire et du financement de l'investissement.

Il ne s'agit pas de donner à cet agenda la dimension d'un calendrier s'appliquant de façon mécanique. Il importe d'adapter ce processus aux conditions spécifiques du pays concerné, s'agissant de ses fondamentaux macroéconomiques ou de l'architecture et de la résilience de son système financier. Mais on perçoit bien l'intérêt d'un phasage qui débute avec les mouvements de capitaux à long terme, notamment les entrées d'IDE, suivi par l'ouverture aux investisseurs internationaux des émissions obligataires, publiques ou privées, avant d'étendre le processus aux flux de portefeuilles et à l'endettement bancaire international, à court ou à moyen terme. L'application progressive et coordonnée de Bâle III est l'occasion de consolider et d'approfondir le processus de libéralisation des mouvements de capitaux. Une telle stratégie, toutefois, ne saurait conduire les *policy makers* du pays à relâcher les disciplines macroéconomiques, ne serait-ce que pour assurer l'attractivité de celui-ci auprès des banques ou des investisseurs internationaux.

Mais rien ne garantit que les afflux de capitaux rendus possibles par la libéralisation financière correspondent précisément (quantum, maturités, devises, IDE versus endettement bancaire) aux exigences de l'équilibre macroéconomique ou macro-financier du pays. C'est donc à l'ensemble des turbulences macroéconomiques que peut susciter la libéralisation des mouvements de capitaux qu'il convient de se préparer, notamment en envisageant le retour à certains contrôles des entrées ou des sorties de capitaux.

4.4. L'option des clauses de sauvegarde en présence de flux de capitaux déséquilibrants

La libéralisation n'interdit pas la mise en place transitoire de certains contrôles des entrées ou des sorties de capitaux. La mise en œuvre de clauses de sauvegarde en matière de contrôles transitoires des mouvements de capitaux¹² semble ainsi opportune. Les autorités peuvent souhaiter explorer les avantages et les inconvénients de l'introduction (à un stade ultérieur) de mécanismes de contrôle fondés sur les flux de capitaux à court-terme, comme on l'a vu au Chili¹³ (avec des options de stérilisation via des opérations d'open market, ou l'imposition de réserves obligatoires non rémunérées sur les afflux de capitaux) ou en Colombie.

Cependant, la conception et la mise en œuvre de ces types de mécanismes de contrôle se sont avérées difficiles. L'expérience de la Thaïlande en décembre 2006 n'a pas donné de bons résultats et devrait faire l'objet d'une étude approfondie pour pouvoir en tirer des leçons générales.

En effet, en présence d'une forte volatilité des transferts d'épargne étrangère ou d'afflux excessifs de capitaux susceptibles d'alimenter un boum du crédit, un pays émergent s'expose à une surréaction du taux de change réel, une baisse injustifiée des primes de risques, à l'apparition de bulles sur les marchés d'actifs (actions, obligations). Cette configuration, souvent liée à des chocs monétaires exogènes (*push factors* versus *pull factors*) et à la liquidité pléthorique des marchés mondiaux, comme tel est le cas depuis 2010, peut également renforcer les fragilités de bilans au sein des institutions financières et provoquer, in fine, une crise bancaire, voire une crise financière systémique.

Dans ce cas, le recours ciblé, à titre temporaire, à des contrôles des capitaux n'est pas à exclure. Il en est de même face à des sorties massives de capitaux susceptibles de provoquer des crises de change, des krachs boursiers, en présence d'une dégradation de la soutenabilité macroéconomique et financière d'une économie émergente ou d'un changement brutal des anticipations des investisseurs internationaux. Les années 2000 et, plus encore, les années 2010-2011 offrent une illustration parfaite de la réintroduction nécessaire de nouveaux contrôles sur les mouvements internationaux de capitaux face à des phases de *boom* et de *bust* adossées au cycle financier mondial. C'est ce que montre le tableau 1 ci-après, extrait d'un rapport récent du FMI.

La palette des mesures destinées à freiner soit les entrées, soit les sorties de capitaux est à l'évidence très étendue et combine, dans le premier cas, la taxation des portefeuilles ou de leurs rendements, les limites sur les emprunts à court terme en devises..., et, dans le second, la suspension de la convertibilité externe de la monnaie nationale pour les opérations en capital, des limites sur les transactions de change à terme, des restrictions sur les transferts et les crédits en monnaie étrangère...

¹² Rogoff. K S (2002); Prasad E and Wei. S J (2005); Prasad E and Rajan R. G (2005, 2008).

¹³ Cowan K. and (de) Gregorio, J (2004) Eichengreen B. J. (2001a,2001b).

Dans tous les cas, il s'agit de mesures provisoires, afin ne pas susciter un aléa moral et, surtout, pour ne pas affecter durablement la confiance des investisseurs internationaux. Mais cette gestion des flux de capitaux constitue une réponse aux imperfections des marchés financiers et aux vagues d'afflux ou de reflux massifs de capitaux, sans nullement se substituer aux ajustements macroéconomiques lorsque les fondamentaux sont réellement dégradés.

Tableau 1 : Mesures sélectives de gestion des flux de capitaux

	Measures designed to limit inflows	Relevant features
Brazil	2009 - Introduction of a 2 percent tax on portfolio equity and debt inflows.	Tax directly on inflows.
Indonesia	2011 - Imposition of (1) a six-month holding period on central bank bonds and (2) a limit on short-term foreign borrowing by banks to 30 percent of capital.	Directly targets a capital flow and will reduce demand for foreign capital
Korea	2011 - Restoration of a 14 percent withholding tax on interest income on nonresident purchases of treasury and monetary stabilization bonds (in addition to a 20 percent capital gains tax), leading to equal treatment of both foreign and domestic investors. Nonresident investors based in countries with double taxation treaties with Korea are subject to reduced rates based on these treaties and official investors are exempt.	Increased the tax rate for foreign investors with the stated intention of reducing capital inflows (even though it led to equal treatment).
Peru	2010 - Increase of fee on nonresident purchases of central bank paper to 400 basis points (from 10 basis points).	Discriminates on the basis of residency and is intended to limit capital flows.
Thailand	2010 - Restoration of a 15 percent withholding tax on nonresidents' interest earnings and capital gains on new purchases of state bonds.	Increased the tax rate for foreign investors with the stated intention of reducing capital inflows (even though it led to equal treatment).

	Measures designed to limit outflows	Relevant features
Argentina	2001 - Establishment of <i>Corralito</i> , which limited bank withdrawals and imposed restrictions on transfers and loans in foreign currency.	Direct restrictions on capital flows.
Iceland	2008 - Stop of convertibility of domestic currency accounts for capital transactions.	Direct restrictions on capital flows.
Malaysia	1998 - Imposition of 12-month waiting period for nonresidents to convert proceeds from the sale of Malaysian securities	Discriminates on the basis of residency to limit outflows.
Ukraine	2008 - Introduction of a 5-day waiting period for nonresidents to convert local currency proceeds from investment transaction to foreign currency.	Discriminates on the basis of residency to limit outflows.
Thailand	1997 - Imposition of limits on forward transactions and introduction of export surrender requirements.	Restricts foreign exchange transactions to limit capital outflows.

Source: IMF (2013)

5. Le bilan de la réglementation des changes en Tunisie

Depuis la décision d'instaurer la convertibilité pour les opérations courantes, en 1993, la Banque Centrale de Tunisie (BCT) a adopté plusieurs types de mesures en matière de réglementation des changes, qu'il s'agisse du desserrement du contrôle de change inhérent au compte de capital ou des assouplissements introduits au niveau des opérations financières.

En dépit de ces mesures, l'ouverture financière externe en Tunisie demeure encore limitée, comparativement à la situation de l'ensemble des pays émergents. L'argument longtemps avancé par les autorités monétaires tunisiennes s'appuyait sur la crainte des effets de contagion en cas de déclenchement d'une crise financière internationale. Cet argument a d'ailleurs été avancé, à juste titre, lors de la dernière crise financière des subprimes en 2008. Les turbulences du marché financier mondial n'ont eu, en effet, qu'un impact limité sur la Tunisie, du fait que les banques tunisiennes étaient peu tournées vers l'international et parce que leurs placements de ressources en devises sur les marchés financiers internationaux étaient régis par des règles et des contrôles très stricts. De même, la Bourse des Valeurs Mobilières de Tunisie (BVMT) semblait prémunie des risques déstabilisants liés à la volatilité des flux de capitaux étrangers, à cause de la faiblesse relative de la participation étrangère dans la capitalisation boursière, à hauteur de 21,7% en moyenne au cours de cette période, contrairement à ce que l'on pouvait observer sur d'autres places financières émergentes.

Mais en même temps, la réglementation actuelle des changes obère la capacité de la Tunisie à mobiliser des ressources de financement externe stables, alors même que la question du financement de l'investissement est devenue plus que jamais problématique.

5.1. Focus synoptique des principales mesures de desserrement du contrôle des changes en Tunisie

L'objet de cette section ne s'agit pas de couvrir l'ensemble des mesures prises ou de décrire au détail toutes les étapes franchies dans le processus de libéralisation externe de l'économie tunisienne. Mais, il paraît utile de rappeler ce qu'ont été quelques mesures sélectives adoptées en Tunisie depuis l'adoption de la convertibilité pour les opérations courantes¹⁴.

¹⁴ Pour les détails de toutes les mesures adoptées de 1993 à 2015, le lecteur pourra se reporter aux diverses mises à jour de la réglementation des changes, Banque Centrale de Tunisie (2015).

Tableau 2 : Libéralisation du compte courant en Tunisie (Mesures sélectives)

1993	<ul style="list-style-type: none"> - Participation à l'Uruguay Round - Instauration de la convertibilité aux fins des transactions courantes (Article VIII des statuts du FMI) - Les exportateurs peuvent ouvrir des comptes en devises et conserver jusqu'à 40% des recettes à l'exportation - Relèvement des allocations touristiques, pour frais de séjour de 200 DT à 500 DT, et pour frais de scolarité à 600 DT
1994 (*)	<ul style="list-style-type: none"> - Libéralisation des IDE à l'extérieur pour les entreprises exportatrices avec un plafonnement annuel
1995	<ul style="list-style-type: none"> - Adhésion à l'OMC - Signature de l'accord de partenariat et de libre-échange avec l'Union Européenne (UE)
1997	<ul style="list-style-type: none"> - Mise en place et délégation aux intermédiaires agréés de la gestion des instruments de couverture de change à terme pour les transactions commerciales - Élimination du plafonnement de l'écart entre cours acheteur/vendeur pour les opérations de change au comptant
1998	<ul style="list-style-type: none"> - Entrée en vigueur de l'accord de partenariat et de libre-échange avec l'Union Européenne (UE)
1999	<ul style="list-style-type: none"> - Assouplissement de la règle d'obligation de rétrocession : les exportateurs peuvent conserver sur leurs comptes professionnels jusqu'à 50% de leurs recettes d'exportation ou emprunts en devises contre 40% auparavant
2003	<ul style="list-style-type: none"> - Relèvement à 70% des recettes à l'exportation que les exportateurs peuvent conserver sur des comptes en devises - Relèvement des montants d'allocations annuelles touristiques, pour frais de séjour, pour soins médicaux et pour frais de scolarité
2004	<ul style="list-style-type: none"> - Relèvement des allocations touristiques, pour frais de séjour, pour soins médicaux et pour frais de scolarité - Relèvement de 15% à 25% des recettes d'exportation du montant des AVA exportateur et de son plafond de 120.000 DT à 180.000 DT par an - Relèvement des AVA promoteur de 5.000 DT à 10.000 DT
2005	<ul style="list-style-type: none"> - Élimination intégrale de l'obligation de cession : les exportateurs peuvent conserver sur leurs comptes professionnels jusqu'à 100% de leurs recettes d'exportation ou emprunts en devises. De même, les personnes physiques prestataires de services sont autorisées à conserver sur des comptes en devises ou en dinars convertibles leurs recettes d'exportation de services à des non résidents établis à l'étranger - Les entreprises exportatrices résidentes peuvent transférer librement la contre-valeur de 50.000 DT à 500.000 DT par an pour financer leurs bureaux de représentation ou de liaison à l'étranger, 100.000 DT à 1.000.000 DT par an pour le financement des investissements à l'étranger sous forme de succursales, de filiales ou de prise de participations au capital de sociétés, et jusqu'à 3.000.000 DT par an pour les investissements financés sur leurs recettes d'exportation déposées dans des comptes professionnels - Pour les entreprises non exportatrices, le plafond des transferts à l'étranger pour ces mêmes types d'investissements est de 50.000 DT à 250.000 DT pour le financement de bureaux de représentation ou de liaison à l'étranger et 100.000 DT à 500.000 DT pour le financement de succursales, de filiales ou de prise de participations au capital des sociétés établies à l'étranger - Mise en place du cadre réglementaire pour les transferts électroniques de fonds
2006	<ul style="list-style-type: none"> - Relèvement du montant de l'allocation annuelle touristique (à 4.000 dinars), des frais de séjour pour soins médicaux (de 1.000 à 1.500 dinars) et des frais mensuels de séjour pour études à 1.500 dinars - Création de comptes «Allocations touristiques» en dinars convertibles à l'intention des résidents - Relèvement des AVA exportateurs de 180.000 DT à 250.000 DT par an - Relèvement des AVA promoteurs de 10.000 DT à 15.000 DT
2007	<ul style="list-style-type: none"> - Relèvement des droits des entreprises au transfert au titre de frais de séjour à l'étranger pour affaires. Le montant maximum de l'AVA-Exportateur a été, à ce titre, porté de 250.000 à 300.000 dinars par an
2008	<ul style="list-style-type: none"> - Relèvement de 15% à 25% des recettes d'exportation le montant des AVA exportateur et

	de leur plafond à 300.000 DT par an (contre 120.000 DT puis 180.000 DT et 250.000 DT auparavant), et celui des AVA promoteur à 15.000 DT par an (contre 5.000 DT puis 10.000 DT auparavant)
2009	- Relèvement du montant de l'allocation annuelle touristique à 6.000 dinars - Promulgation du code des douanes - Assouplissements et relèvements significatifs des allocations pour voyages d'affaires.

Sources : Banque Centrale de Tunisie (2015)

(*) Les mesures de libéralisation des investissements des entreprises résidentes à l'étranger sont classées parmi celles liées aux transactions courantes.

Tableau 3 : Libéralisation du compte de capital et des opérations financières en Tunisie (Mesures sélectives *)

1993	- Les banques/entreprises peuvent emprunter à l'étranger jusqu'à 10/3 MDT
1995	- Libéralisation partielle de l'investissement de portefeuille
1997	- Les banques nationales peuvent réaliser des transactions croisées avec les banques étrangères
2001	- Les banques locales peuvent offrir des couvertures à terme pour les opérations financières d'une échéance maximum de 12 mois, et effectuer des opérations de swap devises/dinars - Les institutions bancaires et non bancaires peuvent effectuer des opérations de couverture des risques de taux d'intérêt liés à des devises par le biais d'accord de taux futur
2003	- Autorisation accordée aux personnes physiques ayant la qualité de sous-délégués de change d'ouvrir des comptes en dinars convertibles - Relèvement au taux maximum de 70% des emprunts en devises pouvant être inscrites au crédit des comptes professionnels. - Autorisation accordée aux investisseurs étrangers d'acquérir des Bons du Trésor dans une limite de 5% de chaque ligne d'émission, avec une garantie de transferts des fonds placés à ce titre
2004	- Modification des limites aux emprunts à l'étranger : les établissements de crédit peuvent emprunter sans limite de montant pour des maturités supérieures ou égales à 12 mois - Les autres entreprises peuvent emprunter jusqu'à 10 MDT sous réserve de la demande d'une notation
2005	- Autorisation accordée aux résidents de conserver leurs avoirs en devises dans les banques tunisiennes et harmonisation des règles avec celles des comptes de non-résidents - Les entreprises résidentes notées peuvent contracter librement pour les besoins de leurs activités, pour des maturités supérieures ou égales à 12 mois, auprès de non-résidents des emprunts en devises (crédits acheteurs, crédits fournisseurs, crédits financiers, crédits leasing, avances en comptes courants associés...) dans la limite de 10 Millions de dinars par an pour les établissements de crédit et de 3 Millions de dinars par an pour les autres entreprises. Toutefois, et lorsqu'ils sont assortis d'une durée supérieure à 12 mois, ces emprunts peuvent être contractés librement et sans limite pour les établissements de crédit et dans la limite de 10 Millions de dinars par an pour les autres entreprises à condition que ces établissements ou entreprises soient notés par une agence de rating ou cotés en Bourse - Promulgation de la loi relative au renforcement de la sécurité financière - Augmentation des plafonds autorisés accordés aux investisseurs étrangers pour acquérir des Bons du Trésor dans la limite de 10% des émissions - Création des comptes de prestataires de services en devise/dinar convertible - Autorisation accordée aux étrangers non-résidents à souscrire, au moyen d'une importation de devises, des obligations émises par les sociétés résidentes cotées en bourse ou ayant obtenue une notation - Les étrangers non résidents peuvent souscrire aux titres de dette émis par l'Etat, aux obligations du Trésor ou aux titres de dette émis par les entreprises résidentes après approbation dans la limite prévue par la réglementation à savoir 10% des encours par ligne d'émission - Les étrangers résidents ou non résidents peuvent investir librement dans certains

	secteurs d'activité économique et plus particulièrement dans les secteurs de l'agriculture, de l'industrie, des services et du tourisme. Les investissements dans d'autres secteurs restent soumis à autorisation préalable - L'acquisition par des étrangers d'actions conférant un droit de vote ou de parts sociales n'est plus soumise à l'approbation de la Commission Supérieure d'Investissement si le taux de participation étrangère au capital des dites sociétés est égal à 50%, sauf dans le cas où cette acquisition a lieu entre étrangers ou porte sur les actions ou les parts sociales d'une petite ou moyenne entreprise exerçant dans un secteur d'activité ouvert à l'investissement étranger - Les achats par des étrangers non-résidents de fonds de commerce ou de biens immobiliers situés en Tunisie sont soumis à l'approbation de la BCT. Cependant, l'achat de terrains et de locaux bâtis dans les zones industrielles et de terrains dans les zones touristiques pour la réalisation de projets économiques par des étrangers non-résidents au moyen d'une importation de devises est libre
2006	- Fixation à 20%, pour chaque ligne d'émission, du taux de souscription autorisé et d'acquisition par les étrangers non-résidents des obligations émises par les sociétés cotées en bourse ou faisant l'objet d'une notation - Assouplissement des conditions d'accès au capital des PME par les non-résidents
2007	- Assouplissement des conditions imposées aux établissements de crédit et aux entreprises en matière d'emprunts à l'étranger (obligation de notation préalable ou de cotation en bourse). Les entreprises résidentes notées peuvent contracter librement pour les besoins de leurs activités, pour des maturités supérieures ou égales à 12 mois, auprès de non résidents des emprunts en devises (crédits acheteurs, crédits fournisseurs, crédits financiers, crédits leasing, avances en comptes courants associés...), dans la limite de 10 Millions de dinars par an pour les établissements de crédit et de 3 Millions de dinars par an pour les autres entreprises notés par une agence de rating ou cotés en Bourse - Approfondissement du marché monétaire en devises : possibilités d'emploi par les intermédiaires agréés de ressources en devises convertibles qui y sont offertes, et autorisation qui leur est donnée de pouvoir procéder au placement sur le marché financier international de 20% du total des avoirs des résidents - Ouverture de comptes à l'étranger : les entreprises résidentes titulaires de marchés à l'étranger, ayant pour objet la prestation de services ou la réalisation de travaux au profit de non-résidents, sont autorisées à se faire ouvrir auprès des banques du pays où les marchés sont réalisés des comptes libellés dans la monnaie nationale de ce pays devant servir au logement de la part du prix de ces marchés destinée à la couverture des dépenses locales - Promulgation d'une amnistie de change - Dynamisation du marché obligataire par une augmentation des plafonds autorisés des souscriptions des investisseurs étrangers (personnes physiques ou morales non résidentes de nationalité étrangère) dans les flux de portefeuille en obligations de 10% à 20% des encours par ligne d'émission
2009	- Promulgation du code de prestations des services financiers pour les non-résidents
	- Nouvelles dispositions sur le marché des changes et le marché des instruments de couverture des risques de change et de taux d'intérêt

Sources : Banque Centrale de Tunisie (2015)

(*) Y compris les mesures de desserrement du contrôle des changes pour les investisseurs étrangers

5.2. Une ouverture financière de facto qui reste limitée

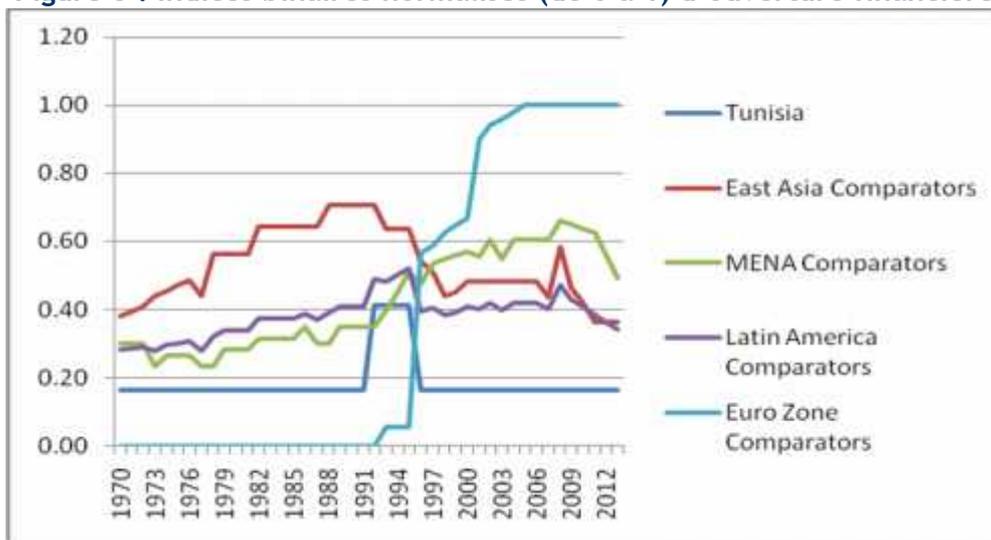
Pour évaluer l'ampleur de la libéralisation financière externe, la littérature spécialisée se réfère à plusieurs indicateurs de mesure de l'ouverture financière, dont les plus répandues sont l'*Indice de Chinn-Ito*¹⁵ et les *Trilemma Indexes*¹⁶.

¹⁵ Chinn M. and Ito H. (2002, 2006, 2008). Une actualisation est disponible (de 1970 à 2013) dans Chinn M. and Ito H. (2015), Notes on The Chinn-Ito Financial Openness Index : 2013 Update (Source: http://web.pdx.edu/~ito/Chinn-Ito_website.htm).

¹⁶ Aizenman. J, Chinn M. and Ito H. (2008, 2010, 2015). Les *Trilemma indexes* quantifient des degrés de conformité ou d'atteinte des trois dimensions du triangle de Mundell, en l'occurrence,

Le premier est calculé sur la base des restrictions *de jure* sur les mouvements de capitaux. L'indice est basé sur des variables *dummy* binaires qui codifient l'ensemble des restrictions sur les transactions financières transfrontalières qui apparaissent dans la classification *de jure* des rapports annuels du FMI¹⁷. Le calcul des évolutions comparées de l'ouverture financière internationale selon l'indice Chinn-Ito révèle le retard relatif de la Tunisie en matière d'ouverture du compte de capital¹⁸. Néanmoins, force est de constater que depuis la crise financière mondiale et ses effets de contagion systémique, toutes les économies émergentes ont redéfini le degré d'ouverture de leur compte de capital en réimposant des mesures de contrôle des changes¹⁹.

Figure 3 : Indices binaires normalisés (de 0 à 1) d'ouverture financière



Source : Calculs sur la base des données on-line de Chinn M. and Ito H. (*) 1 : Economie financièrement ouverte. (**) En 2013, le score de la Tunisie est de 0,16.

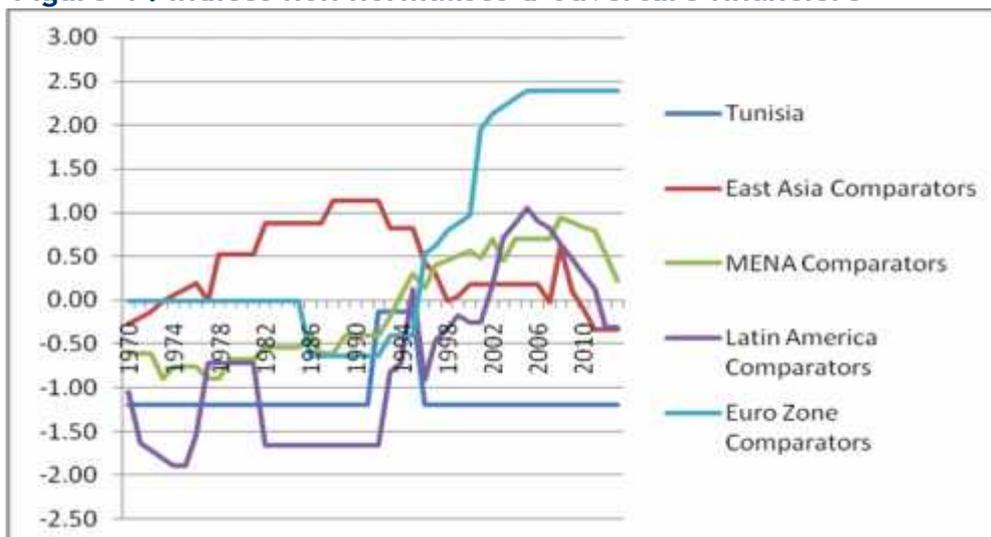
l'autonomie de la politique monétaire, la stabilité du taux de change et l'ouverture financière. Une actualisation est disponible (de 1960 à 2014) dans Aizenman, J, Chinn M. and Ito H. (2015), Notes on the Trilemma Measures (Source: http://web.pdx.edu/~ito/trilemma_indexes.htm).

¹⁷ IMF's Annual Reports on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions.

¹⁸ cf. Annexes 1 et 2 pour les figures par pays et par type de regroupement régional

¹⁹ Voir les détails par pays en Annexes 1 et 2.

Figure 4 : Indices non normalisés d'ouverture financière

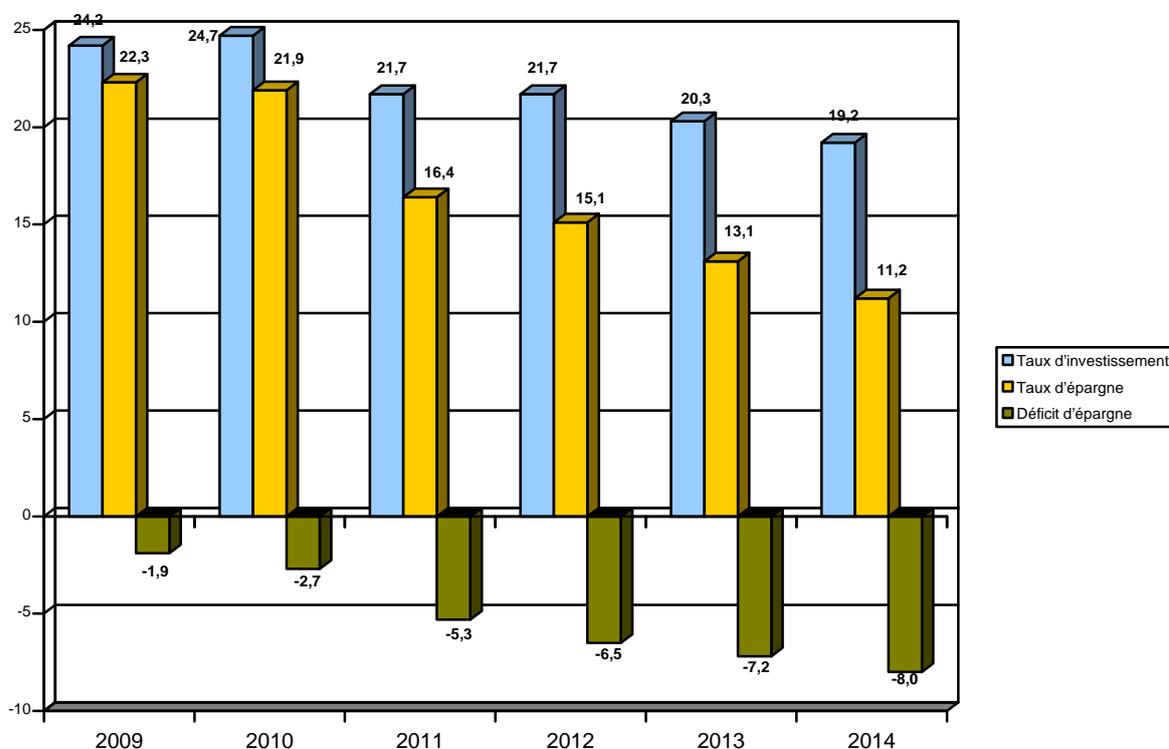


Source : Calculs sur la base des données on-line de Chinn M. and Ito H.

5.3. Une structure de financement externe problématique

D'une manière générale, le financement de l'investissement en Tunisie demeure problématique, si bien que l'écart entre l'épargne nationale brute et la formation brute de capital fixe (FBCF), ou le déficit d'épargne, a représenté 8 % du PIB en 2014, contre 2,7 en 2010.

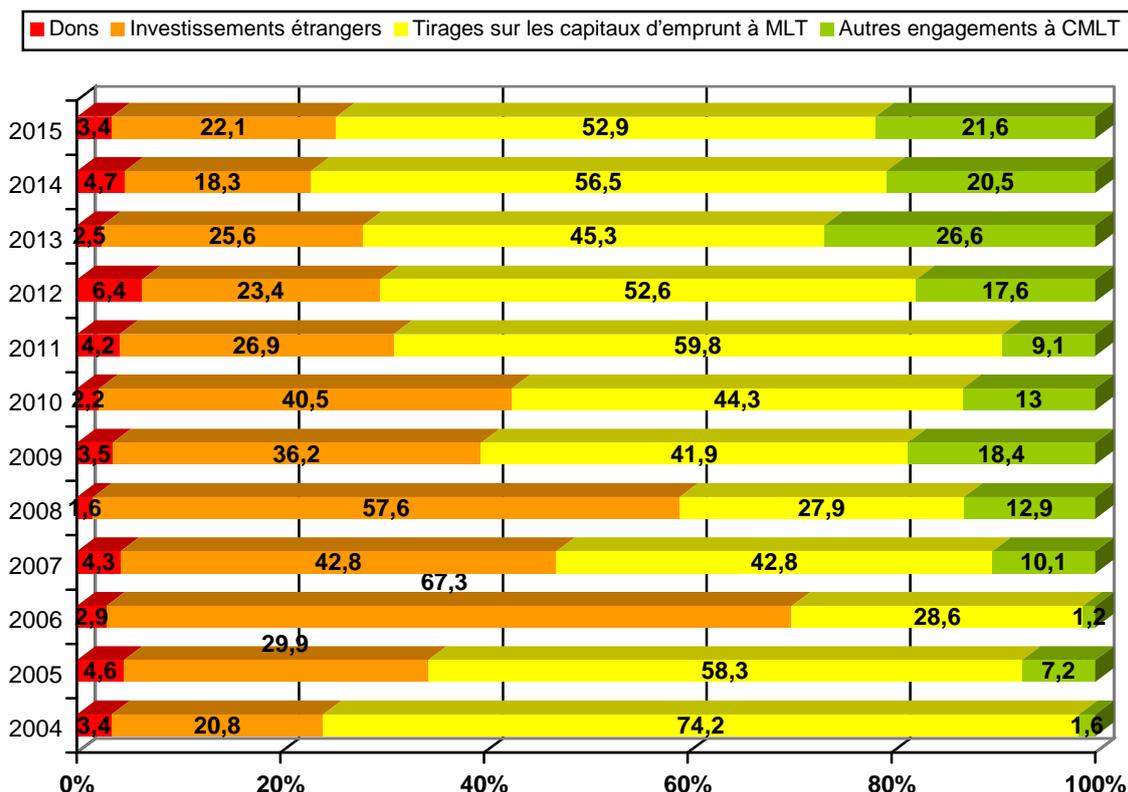
Figure 5 : Epargne, investissement et déficit d'épargne en Tunisie (en % du PIB)



Source : World Development Indicators

Dans le même temps, les déséquilibres extérieurs persistent, avec un déficit du compte courant qui s'est établi à 8,7% du PIB en 2015 (contre 8.9% en 2014), ces niveaux étant les plus élevés qui aient été observés depuis les années 1980, et avec des avoirs en devises couvrant 128 jours d'importations (contre 112 jours en 2014)²⁰. A ce titre, les sources de financement stable du déficit courant ont reculé, du fait que les IDE ne représentent désormais, en 2015, que 22,1% de l'ensemble du financement extérieur (Figure 6), et sont concentrés pour plus de la moitié (52% en 2015) dans le seul secteur de l'énergie (Figure 7)²¹.

Figure 6 : Structure du financement externe en Tunisie (en % du total)

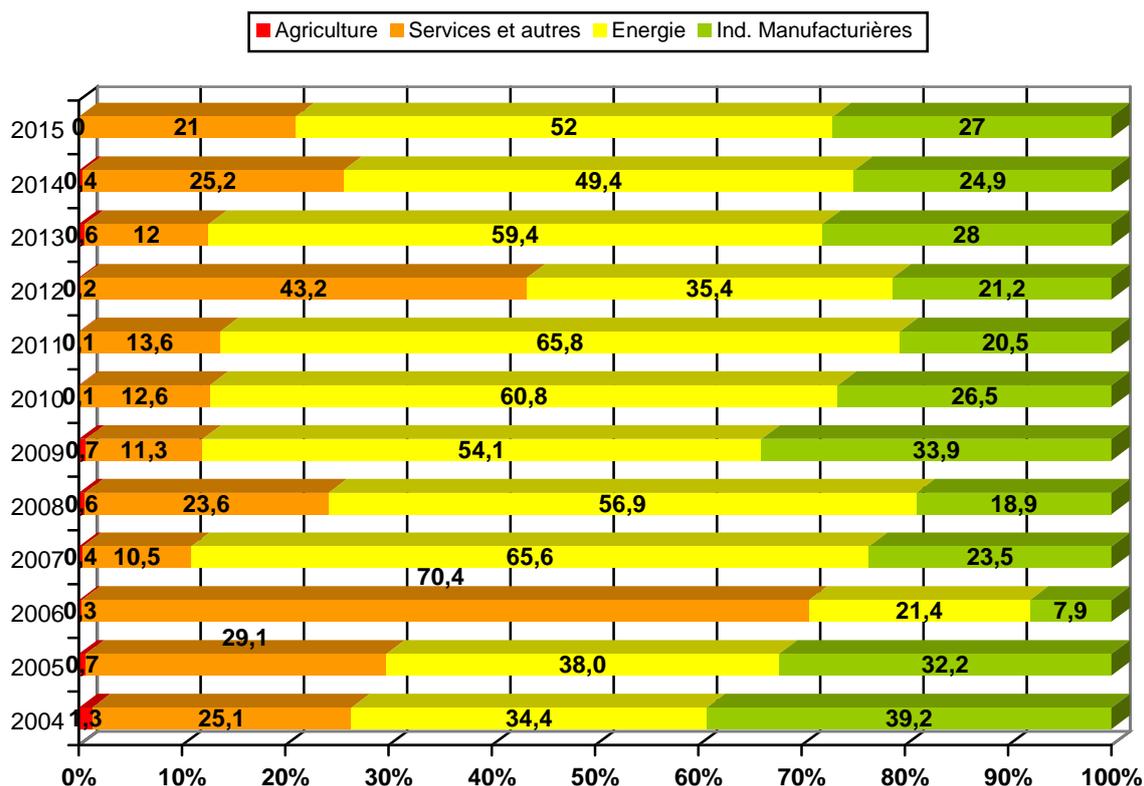


Source : A partir des données BCT (2015). (*) Les chiffres de 2015 sont provisoires

²⁰ cf. Banque Centrale de Tunisie (2015, 2016).

²¹ Les IDE ne contribuent d'ailleurs actuellement qu'à hauteur de 12,4% à la FBCF.

Figure 7 : Répartition sectorielle des IDE en Tunisie (en % du total)



Source : A partir des données de ITCEQ (2016)

Au niveau des investissements de portefeuille, la contribution de la Bourse des valeurs mobilières (BVMT) au financement de l'économie et de l'investissement demeure marginale, par comparaison à des pays de même niveau de développement²². En outre, le marché financier accuse une faible attractivité du côté des investissements étrangers de portefeuille, en actions et en obligations, et cela en raison d'un contrôle des changes jugé encore excessif pour les investisseurs étrangers sur les marchés, principal et alternatif, des titres cotés en Bourse. Si depuis 2005, les investissements de portefeuille en actions conférant un droit de vote ne sont plus soumis à l'approbation de l'ancienne Commission supérieure d'investissement, ils ne sont en fait libéralisés qu'à hauteur de 50% seulement pour les sociétés cotées, contre 100% au Maroc ou en Egypte, et sans aucune autre restriction sur les choix sectoriels.

De ce fait, au niveau de la balance des opérations en capital et des opérations financières, les recettes issues des investissements de portefeuille sont nettement plus faibles que celles relatives aux engagements au titre des investissements directs étrangers. Et cela concerne tout autant les transactions sur actions au titre de la souscription par des non-résidents (tunisiens et étrangers) à des opérations d'augmentation de capital de sociétés cotées (ou en procédures d'admission à la Bourse des Valeurs Mobilières de Tunisie), que celles portant sur des obligations au titre de la souscription à des emprunts obligataires privés ou publics (Bons du Trésor assimilables ou cessibles) et en fonds communs de créances (FCC).

²² cf. Mouley, S (2013-c), Fehri, H et S. Mouley (2012).

Tableau 3 : Evolution comparée des recettes et des dépenses au titre des opérations financières et en capital dans la balance des paiements en Tunisie (en MDT)

	2010	2011	2012	2013	2014
Opérations en capital et financières (en MDT)					
Recettes	6014	7113	11609	8069	11042
Dépenses	3381	4833	3780	3067	2369
Solde	2633	2280	7829	5002	8673
<i>dont : Investissements étrangers</i>	<i>(2418)</i>	<i>(1718)</i>	<i>(2587)</i>	<i>(1935)</i>	<i>(1960)</i>
<i>Pour mémoire :</i>					
<i>(Recettes - engagements au titre des investissements directs étrangers - IDE)</i>	<i>(2165)</i>	<i>(1616)</i>	<i>(2504)</i>	<i>(1815)</i>	<i>(1800)</i>
<i>(Recettes - engagements au titre des investissements de portefeuille)</i>	<i>(253)</i>	<i>(102)</i>	<i>(83)</i>	<i>(120)</i>	<i>(160)</i>

Source: Banque Centrale de Tunisie (2014)

La capitalisation boursière de Tunis a été détenue, durant la période de transition (calculs moyens pour 2011-2012), à hauteur de 20,2% par des investisseurs étrangers contre 22,3% en moyenne auparavant (2008-2010). Les derniers chiffres disponibles auprès de la BVMT sont actuellement de l'ordre de 25%. Néanmoins, si l'on ne s'intéresse qu'à la partie *flottante*, et en opérant un retraitement de la part nette des étrangers dans la capitalisation boursière²³, la moyenne de détention par des non-résidents de portefeuilles traités sur la cote de la Bourse n'a été que de l'ordre de 11,8% en moyenne (2011-2012), contre 12,5% en moyenne auparavant (2008-2010). Les derniers chiffres disponibles auprès de la BVMT sont actuellement de l'ordre de 5%.

5.4. Perceptions, par les opérateurs économiques, des obstacles majeurs en matière de réglementation des changes

Les évolutions de l'indice de compétitivité globale du Rapport mondial sur la compétitivité (*Global Competitiveness Report*) indiquent que la détérioration et les déficiences du climat compétitif et des affaires en Tunisie, ces dernières années, sont tout particulièrement attribuées à la faiblesse des facteurs d'efficacité (*efficiency enhancers*)²⁴. Parmi ces facteurs, la Tunisie accuse un retard, non seulement au niveau du développement du marché financier (Pilier 7), mais aussi à celui de la faible efficacité du marché des biens (Pilier 6). Pour ce dernier, l'indicateur de prévalence des barrières non-tarifaires²⁵ (en particulier des obstacles non techniques au commerce) et l'indicateur quant aux règles qui restreignent les IDE²⁶, tous deux liés directement aux mesures de contrôles des changes, montrent que la réglementation des changes actuelle reste un obstacle majeur dans la pratique des affaires en Tunisie. Le tableau suivant illustre la dégradation de la perception qu'ont les milieux d'affaires du positionnement de l'économie tunisienne, ce que montre très clairement la chute brutale de la Tunisie dans ces classements.

²³ En retraitant les participations stratégiques (exemple : BNP Paribas dans UBCI, Société Générale dans UIB, AttijariWafa dans Attijari Bank, Castel dans SFBT et bien d'autres).

²⁴ Le classement du World Economic Forum se base sur 12 piliers regroupés en trois domaines : (i) les fondamentaux (*basic requirements*) que forment 4 piliers : les institutions, l'infrastructure, l'environnement macroéconomique, la santé et l'enseignement primaire ; (ii) les facteurs d'efficacité (*efficiency enhancers*), constitués de 6 piliers : l'enseignement supérieur et la formation, l'efficacité du marché des biens, l'efficacité du marché du travail, le développement du marché financier, l'aptitude technologique et la taille du marché ; (iii) les facteurs d'innovation et

Tableau 4 : Contrôle des changes et climat des affaires en Tunisie

	2011-2012		2013-2014		2014-2015		2015-2016	
	Valeur	Rang (S/142)	Valeur	Rang (S/148)	Valeur	Rang (S/144)	Valeur	Rang (S/140)
Prévalence des barrières non-tarifaires (*)	4,46	70	4,07	96	3,91	124	3,70	123
Impact des règles portant sur les restrictions sur les IDE (*)	5,60	8	5,04	28	4,64	49	4,30	82
Global Competitiveness Index (GCI) (*)	4,5	40	4,1	83	4,0	87	3,9	92

Source: A partir de World Economic Forum

(*) Score (1-7 Best)

(**) La Tunisie ne figurait pas dans le classement 2012-2013.

Les perceptions, par les opérateurs économiques, des obstacles majeurs en matière de réglementation des changes, ont dégagé les dispositions suivantes jugées les plus problématiques, détaillées ci-après, par grandes catégories.

5.4.1. Les opérations financières adossées aux transactions courantes avec l'étranger

De nombreuses mesures susceptibles de parachever la libéralisation totale des opérations courantes avec l'étranger ont été avancées, et elles peuvent servir de base à la feuille de route d'un plan de libéralisation plus étendue :

- En premier lieu, une consolidation des comptes en devises à cause de la nature fortement hétérogène, et parfois ambiguë, de cumul de différents comptes (AVA, allocation touristique, compte professionnel, compte prestataires et tous autres comptes) ;
- Simplifier et vulgariser la procédure d'octroi des AVA pour les nouveaux promoteurs ;
- La possibilité d'avoir des comptes en devises pour les personnes physiques recevant des dividendes, au prorata de leurs résultats à l'exportation ;
- La possibilité d'utiliser ces fonds pour des opérations financières ou d'investissement à l'étranger ;
- Le processus de dérogation sur la validité des autorisations F1 délivrées par la BCT gagnerait à être révisé dans le sens de plus de souplesse ;
- La facilitation de l'utilisation des formulaires F2 de la BCT, surtout dans le cadre des marchés à l'étranger ;
- Un accord pour les virements provenant de Libye ;

de sophistication (*innovation and sophistication factors*) avec les 2 piliers de la sophistication des affaires et de l'innovation. En outre, le WEF a introduit un nouvel indice de compétitivité durable qui tient compte de 2 nouveaux piliers d'ajustement, la soutenabilité sociale et le développement durable.

²⁵ Indicateur 6.09 du pilier 6 : *Prevalence of non-tariff barriers*.

²⁶ Indicateur 6.12 du pilier 6 : *Business impact of rules on FDI*

- Revoir la circulaire correspondante pour épuiser les comptes en devises si les paiements sont dans une autre monnaie ;
- Faciliter l'implantation à l'étranger des PME tunisiennes qui souhaitent développer leurs marchés ainsi que le financement des entreprises *offshore* (par des lignes de crédit spécifiques) ;
- Assouplir la réglementation en matière de financement des entreprises *offshore* en Tunisie et des investissements étrangers afin d'optimiser l'attractivité des IDE.

5.4.2. Les opérations financières ou en capital avec l'étranger

Au niveau de l'investissement étranger

Outre la réforme tant attendue du Code des investissements pour lever le blocage à l'acquisition par les étrangers de parts majoritaires dans des entreprises existantes, l'assouplissement de la réglementation de changes est aussi de nature à lever d'autres obstacles majeurs en matière d'investissement étranger :

- Même si les entreprises *offshores* jouissent de la liberté de rapatriement, celle-ci nécessite l'autorisation de la BCT, avec des délais plus au moins longs ;
- En dépit de certains assouplissements, les conditions d'accès au capital des PME par les non-résidents demeurent encore très encadrées ; et pourtant, depuis 2005, la réglementation des changes a consacré la liberté d'acquisition entre étrangers d'actions dans des sociétés tunisiennes ;
- Le coût élevé de couverture contre le risque de change : le seul instrument disponible pour les PME est l'achat à terme de devises mais celui-ci ne couvre que le risque de change relatif aux achats courants puisque la maturité ne peut excéder 12 mois ; en revanche, pour les besoins en biens d'investissement et pour couvrir le risque de change relatif aux remboursements de prêts libellés en devises, la seule couverture possible est celle offerte par le Fonds de péréquation des changes, géré par Tunis Ré.

D'une manière plus générale, les objectifs à court et moyen termes d'un plan graduel de libéralisation du compte de capital pourraient inclure les volets suivants²⁷ :

- Les objectifs à court-terme pourraient englober la modulation complémentaire du desserrement du contrôle des changes en augmentant le rythme de libéralisation du compte de capital tout en privilégiant en priorité les flux de capitaux à moyen et long termes, et en particulier les investissements directs étrangers effectués par les non résidents en Tunisie dans les secteurs non financiers.

²⁷ cf. Mouley, S (2012).

- A moyen terme, les objectifs pourraient prioriser : (i) la libéralisation des investissements directs des tunisiens à l'étranger ; (ii) l'accélération des négociations en matière de libéralisation des services financiers dans le cadre des négociations en cours (ALECA notamment) sur la libéralisation des échanges de services ; et (iii) l'accroissement du rythme de libéralisation des investissements directs étrangers effectués par les non-résidents en Tunisie dans les secteurs financiers.

Au niveau de l'attractivité de la Bourse des valeurs et du marché obligataire

Il apparaît qu'il est de plus en plus contreproductif de maintenir des restrictions aux capitaux étrangers sur un marché dominé par les *daily traders*. Agir sur la demande étrangère serait un levier de financement important. Pour accroître l'attractivité de la Tunisie auprès des investisseurs étrangers, les options suivantes pourraient être mises en œuvre de façon prioritaire :

- Libéralisation additionnelle des flux de portefeuille en actions, de 50% actuellement à 70%, destinée aux investisseurs institutionnels étrangers ;
- Développement du marché obligataire par une augmentation des plafonds autorisés des souscriptions des investisseurs étrangers (personnes physiques ou morales non résidentes de nationalité étrangère) dans les flux de portefeuille en obligations ; il s'agit ici, pour les encours afférents à chaque ligne d'émission, d'élargir, au-delà de 20% actuellement²⁸, la base du taux autorisé de souscription par les étrangers non-résidents de titres de dette publique (Bons du Trésor assimilables, BTA) émis par l'Etat, des obligations du Trésor ou des obligations émises par les entreprises résidentes cotées en bourse ou disposant d'un rating ;
- Libéralisation graduelle (élargissement des plafonds) les crédits commerciaux et financiers contractés à l'étranger par les établissements de crédit et les autres entreprises résidentes.

L'agenda graduel d'une telle libéralisation pourrait être le suivant²⁹ :

- Les objectifs à court-terme pourraient englober l'augmentation du rythme de libéralisation des souscriptions par les non-résidents aux titres d'Etat libellés en dinar et les emprunts à long-terme contractés à l'étranger par les sociétés cotées en Tunisie.
- L'objectif à moyen terme concernerait la souscription des titres d'emprunt émis sur le marché domestique. A ce titre, la suppression totale du plafonnement ne semble pas opportune car elle ne laisse pas de marge à la BCT pour faire marche arrière. Déjà, l'appétit est trop faible de la part des non-résidents pour ces titres dont le quota a déjà été relevé à 20%. Il serait plus indiqué de passer à moyen-terme de 20% à 40%, par exemple, et non à 100% directement. L'objectif à long terme serait d'adopter le déplafonnement total des taux de souscription.

²⁸ Circulaire BCT aux intermédiaires agréés N° 2007-10 du 17 avril 2007.

²⁹ cf. Mouley, S. (2012).

Au niveau de la place des fonds d'investissement étrangers et de la profondeur des marchés de capitaux

La réglementation des changes est peu favorable à l'immatriculation des Fonds de capital-risque en *offshore*. Aussi, un plan graduel de libéralisation dans ce domaine pourrait inclure les deux étapes suivantes³⁰ :

- L'objectif à court-terme serait de mettre en place un cadre spécifique pour les Fonds de capital-risque *offshore*. Ce cadre pourrait inclure des conditions souples et flexibles pour leur mode de fonctionnement, et, notamment, en matière de flexibilité quant à l'emploi des ressources et à la restitution du capital. D'autant que la mise en application des textes relatifs au code de prestations des services financiers aux non-résidents (prévu par la Loi N°2009-64 du 12 août 2009) permettra d'ouvrir les activités d'assurance-risque, de placement et de gestion de Fonds d'investissement et de capital-risque (*private equity*) aux prestataires non-résidents de services d'investissement exerçant sous le statut de personnes morales.
- L'objectif à moyen terme serait, par la suite, d'autoriser les investissements de portefeuille en Tunisie, en se limitant, dans une étape transitoire, aux investisseurs institutionnels étrangers, et selon les modalités inscrites au Code des prestations des services financiers aux non-résidents, et, aussi, d'assouplir les modalités d'investissement de portefeuille par les non-résidents en titres de créances tunisiens. A long terme, l'objectif consisterait, dans le cadre d'une convertibilité intégrale du dinar, à prévoir la libéralisation des investissements de portefeuille à l'étranger ainsi que les prêts bancaires aux non-résidents.

6. Quel degré de conformité de la Tunisie par rapport aux pré-requis internationaux en matière de libéralisation financière ?

6.1. Le nouveau dispositif de supervision macroprudentielle en Tunisie

La nouvelle Loi portant organisation de la Banque Centrale de Tunisie (BCT), approuvée en avril 2016 par l'Assemblée des Représentants du Peuple (ARP), abrogeant la Loi N°2006-26 du 15 mai 2006 et la Loi N°2007-69 du 27 décembre 2007, a introduit un nouveau dispositif de pilotage et de régulation macroprudentielle qui reposera désormais sur l'implémentation d'indicateurs de solidité et de robustesse du système financier et sur le suivi des facteurs précoces de risque systémique. Cela s'opèrera en collaboration, non seulement avec les instances publiques de transmission de l'information financière et statistique, en dépit des obligations de réserve, du secret professionnel ou de l'indépendance organique dont elles bénéficient en vertu de la Loi, mais aussi avec les opérateurs du secteur privé, même s'ils agissent en dehors du périmètre de supervision de la BCT.

³⁰ cf. Mouley (2015).

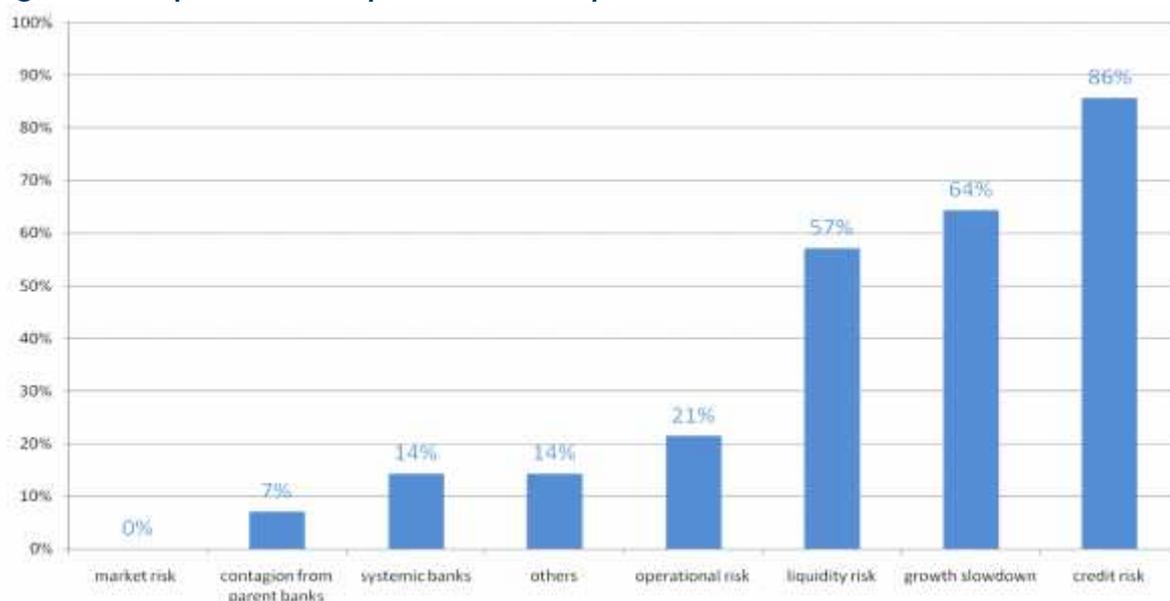
La Loi stipule même que la BCT serait habilitée à conclure des conventions de partenariat et de partage de ces informations avec les autorités étrangères de régulation macroprudentielle. Dans le but de préserver la stabilité du système financier, elle autorise la BCT à intervenir auprès d'entités d'importance systémique en élargissant les instruments de politique monétaire à deux modulations non conventionnelles complémentaires:

- (i) une nouvelle forme de refinancement au titre de la facilité spécifique de prêt aux établissements financiers dont l'exposition au risque systémique pourrait affecter la stabilité financière (notamment les établissements bancaires exposés aux déficits des entreprises publiques) ;
- (ii) un élargissement des bénéficiaires des facilités de prêt de la BCT par l'option d'une intervention directe de financement d'entreprises non-financières, telles que le Fonds national de garantie de dépôts, dont les attributions et les modalités d'organisation ont été adoptées par la nouvelle Loi bancaire³¹.

6.2. Evolution du cadre opérationnel des dispositifs macroprudentiels des banques centrales

Un *survey* récent des dispositifs opérationnels mis en place par les banques centrales dans la région euro-méditerranéenne³² en matière de supervision macroprudentielle et de stabilité financière montre, qu'outre les risques microprudentiels conventionnels des banques (risques de crédit, risques de liquidité, risques opérationnels...), les superviseurs estiment que les principaux risques macroprudentiels actuels se situent au niveau des aléas conjoncturels (64%) et des chocs systémiques (14%).

Figure 8 : Dispositifs macroprudentiels comparés



Source : Enquête qualitative auprès de superviseurs, IBFI (Banque de France) and World Bank Finance and Markets Global Practices.

³¹ Portant amendements de l'ancienne loi bancaire N°2001-65 du 10 juillet 2001 relative aux établissements de crédit, et l'ensemble des textes ultérieurs qui l'ont modifiée ou complétée.

³² cf. Quemard, J.L (2015).

A ce titre, parmi les principaux instruments macroprudentiels utilisés, figurent les provisionnements dynamiques, l'introduction de restrictions particulières aux expositions des institutions de crédit les plus importantes, l'utilisation des volants contracycliques en capitaux propres (*buffer*) ou les exigences bilantielles en matière de résistance aux risques de crises systémiques.

S'agissant des interactions entre les politiques microprudentielles et macroprudentielles, d'une part, et les politiques monétaires, d'autre part, 40% des superviseurs estiment que la conduite des politiques monétaires est indissociable du dispositif de contrôle macroprudentiel, si bien que les organes de gestion de la politique monétaire au sein des banques centrales s'orientent vers une fusion avec celles en charge de la stabilité financière.

6.3. Etat des lieux quant à la mise en place des dispositifs macroprudentiels en Tunisie³³

Avec la création d'un Fonds national de garantie de dépôts³⁴, en vertu de la nouvelle Loi bancaire, les autorités monétaires disposeront d'un mécanisme de sécurité institutionnalisé, sous la forme d'un système de garantie et d'assurance des dépôts en cas de déclenchement d'une crise systémique, afin de limiter les effets d'aléa moral. Ce Fonds vise à renforcer la protection des déposants et à préserver la confiance du public dans le système bancaire. Il en est de même, dans le projet de la nouvelle loi bancaire, de la reformulation de la mission de la BCT en tant que prêteur en dernier ressort.

La nouvelle Loi bancaire prévoit aussi la mise en place d'un régime de résolution bancaire s'appliquant à toutes les banques. Cette question d'un dispositif de résolution des crises bancaires est extrêmement sensible. Elle l'est d'autant plus qu'en Tunisie un débat récent a été lancé depuis la soumission par le Gouvernement à l'ARP d'un projet de loi relatif à la création d'une société de gestion d'actifs (SGA)³⁵. Cette société aurait pour mission l'examen des diverses modalités de restructuration des prêts non performants, à laquelle seraient transférées les créances dites *improductives* du secteur bancaire, afin d'assurer l'assainissement du bilan des banques, notamment des banques publiques, et d'assurer la restructuration d'entités économiques viables mais en difficulté.

³³ cf. Mouley, S (2016).

³⁴ Ce système permet notamment d'éviter les mouvements de retraits massifs des déposants (bank runs) en cas de difficultés avérées ou non de certains établissements bancaires. Mais le système de garantie de dépôts ne constitue pas un instrument efficace de prévention des crises bancaires dans les pays qui peuvent connaître à la fois des difficultés bancaires et une crise de la dette publique car les Etats en difficulté ne peuvent pas, alors, mobiliser suffisamment de fonds (cas récents de la Grèce et de l'Espagne).

³⁵ L'AMC (Asset Management Company) est une forme de "bad bank" ou véhicule public de rachat de dettes.

Ainsi, il a été question d'absorber les dettes du secteur touristique³⁶ en échange d'obligations garanties par l'État. En somme, une sorte de *Bad Bank* qui soulagerait certaines banques de la place du poids des créances improductives.

Ce projet pourrait ainsi contribuer à une rationalisation considérable des bilans bancaires sur le moyen-terme. Bien que non encore adopté, en raison notamment des réticences de certains opérateurs du secteur touristique, ce dispositif contribuerait à la mise en place de nouveaux mécanismes de résolution bancaire des créances improductives.

De plus, dans la perspective de la reformulation de sa mission de prêteur en dernier ressort, la BCT a déjà mis en place, en juin 2014, un dispositif de gestion systémique de la liquidité, en instaurant une facilité de liquidité d'urgence destinée uniquement aux banques solvables mais temporairement illiquides. Dans le même ordre d'idées, et au niveau de la gestion de la liquidité systémique, l'instauration récente d'un dispositif de décote des garanties pour les créances éligibles aux opérations de refinancement a permis à la BCT de rationaliser ses injections massives de liquidité à des fins de refinancement.

Néanmoins, en dépit de ces avancées, aucun mécanisme de gestion et/ou de simulation des crises de liquidité n'existe encore, à ce jour. Les autorités monétaires et financières (BCT et Ministère des Finances) viennent cependant d'adhérer au programme mené par la Banque Mondiale et dédié à la mise en place périodique d'exercices de simulation de crises financières. De même, un autre projet structurant a également été engagé par la BCT visant l'institution d'une approche nouvelle de surveillance bancaire basée sur un système d'alerte précoce (*early warning system*) sur les risques de difficultés bancaires. La mise en œuvre de ces mécanismes de prévention permettrait aux autorités monétaires de prévenir, et le cas échéant, de traiter à un stade précoce, les défaillances des banques en difficulté.

A côté de ces évolutions en cours ou programmées, qui vont dans le bon sens en matière macroprudentielle, on relève toutefois plusieurs types de retards vis-à-vis des standards internationaux. Il s'agit, d'abord, des retards observés en matière de conformité avec les récentes normes du Conseil de stabilité financière³⁷, s'agissant des instruments de prévention du biais procyclique des banques et de la détection avancée des risques systémiques. Il s'agit, ensuite, de la faible portée d'implémentation opérationnelle des exercices de stress macroprudentiels.

³⁶ Le secteur du tourisme a, en particulier, enregistré une aggravation de la part des crédits impayés ou en contentieux. Pour l'ensemble du système bancaire, la part des impayés (et en contentieux) dans les engagements du secteur est passée de 18,8% en 2010 à plus de 27,3% actuellement, au sein du total des créances improductives du système bancaire. En outre, les prêts non performants du secteur du tourisme représentent à eux-seuls 40% du portefeuille de prêts à ce secteur.

³⁷ En réponse à la crise financière internationale de 2007-2008, le sommet du G20 tenu à Londres en avril 2009 a chargé le Forum de Stabilité Financière, devenu Conseil de Stabilité Financière, de l'établissement des standards et de la vérification de la solidité d'ensemble des systèmes financiers nationaux, en collaboration avec le FMI et les régulateurs nationaux. Un guide d'établissement des Indicateurs de Solidité Financière (ISF) a été établi dans ce sens.

En effet, des *macro-stress testing*³⁸ sont régulièrement réalisés par les banques centrales pour évaluer le risque systémique adossé à la cyclicité macroéconomique et aux chocs de politique monétaire³⁹. Au-delà du suivi individuel des établissements de crédit (approche microprudentielle), à partir d'agrégats microéconomiques (qualité des actifs, profitabilité, solvabilité, sensibilité aux risques de marché ou normes de fonds propres), les organes de supervision auprès de la BCT (en particulier celles en charge de la stabilité financière et de la prévention des risques) devraient dorénavant mettre aussi l'accent sur le risque de contagion et l'exposition commune du système bancaire à des chocs macroéconomiques (approche macroprudentielle) affectant en particulier la croissance économique, la volatilité de l'inflation, le taux d'intérêt et le taux de change. Or, la mise en œuvre de ce volet stratégique du macroprudentiel n'a pas encore abouti.

La mise en place d'un système d'alerte précoce doit constituer une priorité. L'identification d'indicateurs précoces ou précurseurs et la construction de systèmes performants d'alertes avancées sont des éléments essentiels pour la prévention des risques et des crises systémiques⁴⁰. La première catégorie des modèles utilisés regroupe les indicateurs macroéconomiques et les indicateurs macroprudentiels de solidité des systèmes financiers édités par le FMI. La seconde catégorie est dérivée des ratios comptables CAMELS utilisés dans l'évaluation de la santé financière d'une banque. Là encore, ces dispositifs, qui ne sont pas encore opérationnels, seront d'autant plus indispensables dans un scénario de libéralisation du compte de capital et d'assouplissement de la réglementation des changes en Tunisie.

7. La question du basculement vers un régime de change intermédiaire

Le choix d'un régime de change compatible avec les nouvelles contraintes d'une libéralisation plus marquée du compte de capital et des opérations de change, semble nécessiter une flexibilité accrue du taux de change sans basculer vers un régime de flexibilité totale⁴¹. Définir les caractéristiques d'un régime de change intermédiaire pour la Tunisie nécessiterait un examen des différents régimes de bande de fluctuation du taux de change et, aussi, la prise en compte de l'expérience internationale quant à l'application de ces différents régimes⁴².

³⁸ Relativement des stress testing, les tests de robustesse macroprudentiels, comme outil d'évaluation de la vulnérabilité du système bancaire et financier, sont relativement récents.

³⁹ Le lecteur pourrait se référer aux travaux de la Banque des Règlements Internationaux (2012).

⁴⁰ Bussière, M., et Fratzscher, M (2006), Acharya Viral V., Pedersen, L., Philippon, T., and Richardson M. (2009), Acharya, V. V., and S. Stefen (2012).

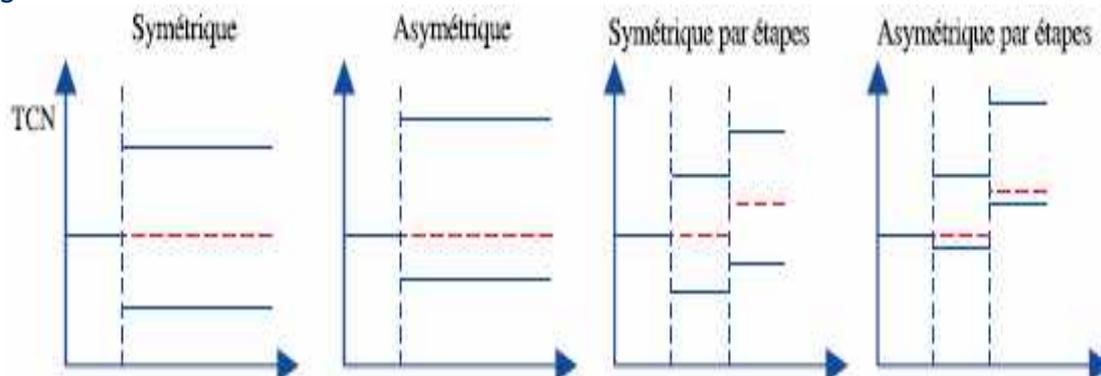
⁴¹ Mouley, S (2013-b).

⁴² Agénor, P.R et N. Diop (2009).

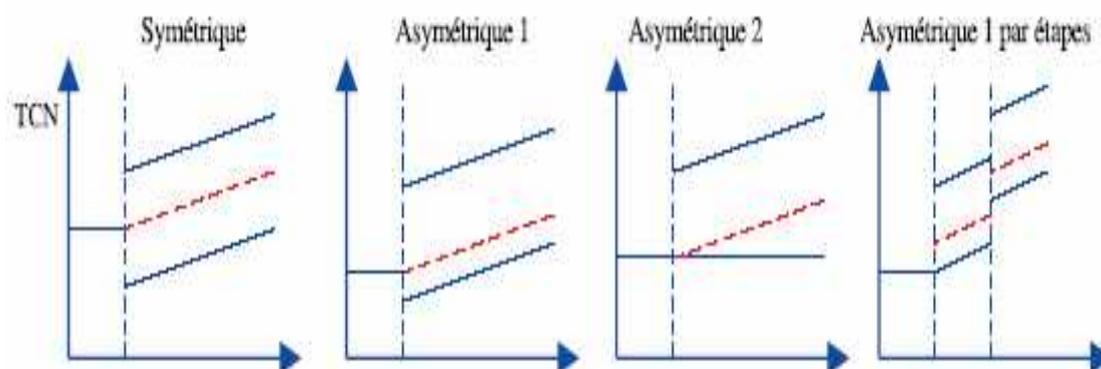
Au lieu d'une migration directe d'un taux de change fixe à un taux de change flottant, la transition optimale vers des taux de change plus flexibles pourrait être opérée par l'adoption d'une bande dans laquelle le taux de change fluctue avec une marge implicite ou explicite⁴³. Pour reprendre les propositions de Agénor, P.R et N. Diop (2009), des bandes avec une marge suffisamment large peuvent d'avérer utiles pour ancrer les anticipations tout en donnant suffisamment de flexibilité pour permettre une spéculation dans les deux directions (dépréciation ou appréciation)⁴⁴.

Figure 9 : Régimes de zones cibles

Régimes de bandes horizontales



Régimes de bandes diagonales



Source : Adapté de Agénor, P.R et N. Diop (2009)

TCN : Taux de change nominal

- - - - : Parité centrale

La BCT a reformulé en 2012 le cadre opérationnel de la politique de détermination du taux de change du dinar tunisien⁴⁵. En effet, auparavant, la BCT intervenait quotidiennement, en fait à titre indicatif, pour corriger la valeur du taux de change effectif nominal dans une fourchette de 1% entre les cours acheteur et vendeur du dinar vis-à-vis des principales devises étrangères.

⁴³ La bande elle-même peut être horizontale ou diagonale, avec ou sans une parité centrale, symétrique ou asymétrique, avec ou sans marge variable dans le temps...

⁴⁴ Bandes horizontales de fluctuation versus diagonales, bandes symétriques versus asymétriques par rapport à une parité centrale, bandes à escalier, etc.

⁴⁵ cf. Mouley, S (2013-a).

Actuellement, la gestion active plus flexible consiste à calibrer le taux de change de référence sur la base du taux de change moyen sur le marché interbancaire et non pas en fonction d'un panier fixe de monnaies. En d'autres termes, la BCT intervient sur le marché des changes à travers des transactions bilatérales lorsque les cotations de marché subissent des déviations substantielles par rapport à un fixing quotidien, ce qui amène concrètement à réduire la marge bid-ask de 1% à 0,2%.

Cependant, l'hypothèse d'une flexibilité accrue du taux de change du dinar est particulièrement conditionnée par la disponibilité de ressources en devises suffisantes qui permettraient à la BCT d'intervenir régulièrement sur le marché des changes en guise de défense de la parité en cas d'écart des cotations interbancaires vis-à-vis du fixing. A cet effet, envisager cette option sera fortement tributaire de la consolidation des réserves de change.

8. En guise de conclusion

Pour les pays émergents, dont la Tunisie, qui n'ont pas suivi la voie de la libéralisation unilatérale des mouvements de capitaux, celle-ci ne doit pas être considérée comme un impératif, mais plutôt comme un instrument de politique économique en économie ouverte, à côté de la politique de change, de la politique monétaire et de la politique macroprudentielle. Compte tenu des bénéfices que l'on peut en attendre, mais aussi des contraintes et des risques induits, il convient de s'y engager de façon pragmatique et séquentielle sans définitivement renoncer à certains contrôles des entrées ou des sorties de capitaux.

9. Compléments et réponses de la BCT

Au niveau des mesures de libéralisation du compte courant en Tunisie, il y a lieu de noter que le processus de la libéralisation des transferts à l'étranger au titre d'investissement à l'étranger par les entreprises résidentes exportatrices et non exportatrices a commencé en 2005, mais le relèvement des plafonds de transferts s'est effectué progressivement pour atteindre les limites indiquées en 2009.

Au niveau des opérations financières ou en capital avec l'étranger, et à la réflexion qui stipule que, même si les entreprises offshores jouissent de la liberté de rapatriement, celle-ci nécessite l'autorisation de la BCT, avec des délais plus ou moins longs, il y a lieu de noter que tous les investisseurs non-résidents, quelle que soit leur nationalité, bénéficient de la garantie légale (article 1er du code des changes) de transférer librement le produit réel net de la cession ou de la liquidation de leurs capitaux investis, y compris la plus-value, si l'investissement a été effectué : (i) au moyen d'une importation de devises, et (ii) conformément à la législation en vigueur.

En outre, la garantie de transfert est accordée par la BCT pour les investissements réalisés par les non-résidents dont l'activité n'est pas mentionnée dans le code d'investissement (par exemple pour les investissements dans le commerce de distribution, ou pour l'acquisition de biens immobiliers) ou autrement que par importation de devises (exemple : apport en nature ou par utilisation de disponibilités de compte d'attente ou capital).

Il n'existe pas un instrument en vigueur en matière d'appréciation du degré de mobilité de capital (ouverture financière externe). L'indicateur de Chinn-Ito relatif à l'ouverture financière avancé dans ce cadre se base sur une mesure binaire des restrictions de change telles que reportées au niveau de l'AREAER publié annuellement par le FMI. En tant que tel, il ne donne pas une indication sur l'intensité du contrôle de change dans la pratique ni sur son évolution, d'autres instruments devraient être pris en ligne de compte.

Il est considéré que la condition de limitation à 50% des investissements de portefeuille des étrangers constituerait un frein à la promotion de la bourse, en particulier, et de la finance directe, en général. Toutefois, de tels investissements n'ont jamais dépassé 25% de la capitalisation boursière.

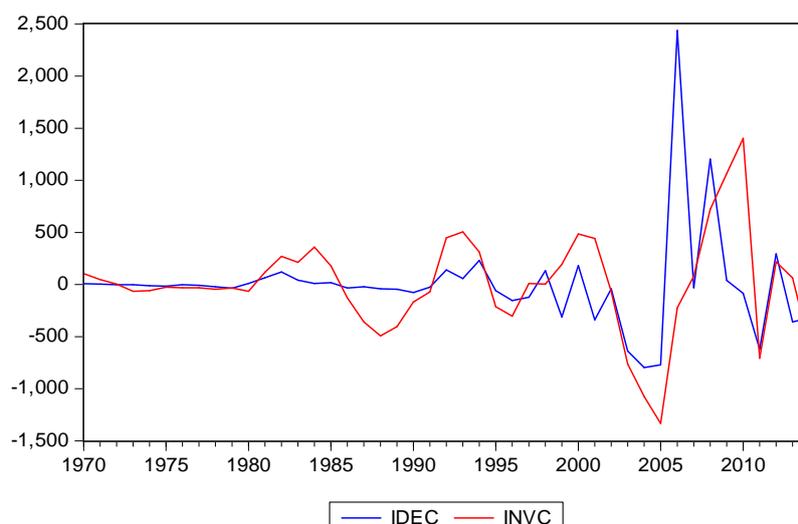
D'après l'évolution de l'indice de compétitivité globale du rapport mondial sur la compétitivité (Global Competitiveness Report), et notamment l'indicateur 6.12 du pilier 6 « Business impact of rules on FDI » (tableau.5), le classement établi par cet indice montre que le contrôle des changes était moins contraignant pour les IDE en 2008/2009 qu'en 2013, 2014 et 2015. Ces appréciations, récoltées dans le cadre d'enquêtes effectuées auprès d'environ 80 entreprises locales, portent vraisemblablement les marques d'une projection de l'impression de ces entreprises vis-à-vis du cadre de contrôle des changes régissant le capital résident.

Tableau.5: Repère 6.12 du pilier 6 (Business impact of rules on FDI)

Année	Valeur	Rang
2015-2016	4.3	82 sur 140
2014-2015	4.6	49 sur 144
2013-2014	5	28 sur 148
2011-2012	5.6	8 sur 142
2010-2011	-	6 sur 139
2009-2010	-	7 sur 133
2008-2009	-	6 sur 134

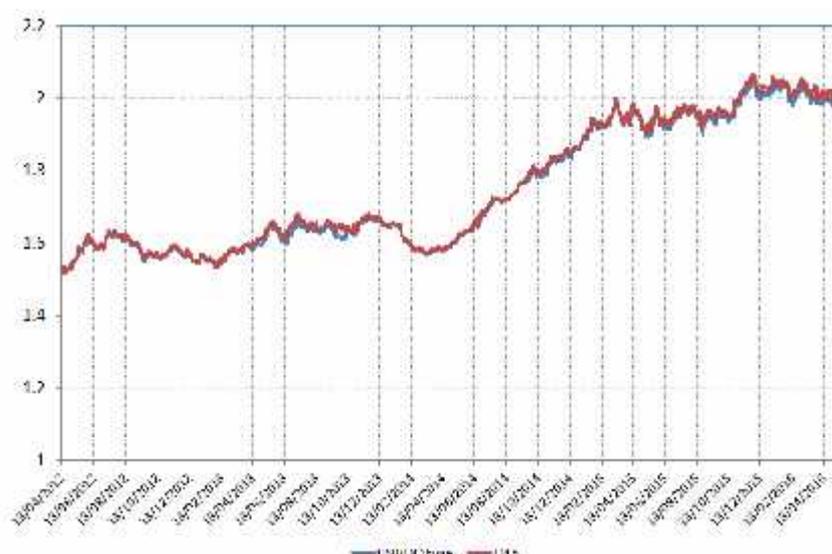
Par ailleurs, une analyse des données "detrended"⁴⁶ des investissements locaux (FBCF) et des IDE en Tunisie sur la période 1970-2014 montre une forte corrélation cyclique entre ces deux variables, ce qui implique clairement que les facteurs d'influence sont pratiquement les mêmes, tant pour l'investissement local que pour l'investissement étranger. Le principal facteur d'influence à l'origine du ralentissement de l'investissement local et étranger en Tunisie est sans équivoque la trinité d'incertitudes sécuritaire, politique et sociale qui a ébranlé le climat des affaires en Tunisie depuis 2011.

⁴⁶ Traitement par le filtre Hodrick-Prescott pour éliminer la tendance et isoler la composante cyclique des variables.



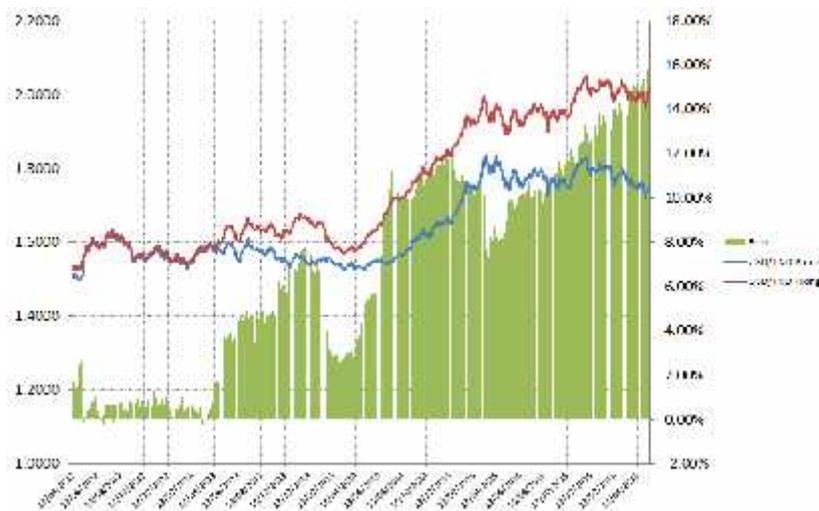
Le contrôle des changes ne devrait pas ainsi être avancé en tant que frein pour les IDE qui ont bénéficié depuis plusieurs années maintenant d'un cadre de convertibilité totale en Tunisie. Pour leur part, les investissements de portefeuille demeurent certes plus réglementés, mais leur taille réduite s'explique également par le manque de profondeur du marché financier tunisien.

Sur la question du basculement vers un régime de change intermédiaire, et comme le montre la figure suivante, le fixing du dinar est confondu avec le cours moyen interbancaire, puisqu'il en reflète la moyenne à l'ouverture de chaque séance. Les interventions de la BCT sont en fait déterminées en fonction du niveau des positions de change des banques et de la volatilité absolue du fixing du marché.



Ceci étant, nous convenons de la nécessité d'adopter une approche progressive pour l'adoption d'un régime de change flexible, ce qui se traduit parfaitement dans la démarche de la réforme du marché des changes. En effet, le nouveau cadre de régime de change a permis d'ajuster la valeur du dinar à travers le marché de manière fluide pour refléter les pressions de la liquidité en devises et l'état des comptes extérieurs. Les repères servant à orienter le taux de change du dinar vers son niveau optimal reposent sur les indicateurs d'équilibre à long terme (indice

effectif-PPA, indice du taux de change d'équilibre fondamental...), mais également sur l'analyse de la dynamique du taux de change au vu des élasticités des différents postes de la balance des paiements.



Le fait de prévoir un régime de bande explicite ou même implicite serait de nature à impliquer la BCT de manière systématique dans le marché pour maintenir le taux de change à l'intérieur de la bande selon une logique de full allotment des demandes d'achat de devises exprimées par les banques. Or, la politique d'intervention actuelle se limite à couvrir un pourcentage ne dépassant pas les 50% en moyenne des demandes d'achats, ce qui a permis à la BCT d'avoir une meilleure maîtrise du niveau des avoirs nets en devises, retenu comme repère principal dans les accords avec le FMI.

Dans ce nouveau cadre de conduite de la politique de change du dinar, le passage vers un degré plus élevé en termes de flexibilité du taux de change passerait dès lors par le retrait progressif du fixing, car en dépit du fait qu'il soit calculé sur la base des cours interbancaires, il joue toujours le rôle d'une référence d'ancrage, sachant que sa publication par la BCT traduit implicitement pour le marché un certain consentement quant au niveau des cours.

Les réserves de change de la BCT ont, en fait, subi durant les cinq dernières années des pressions sans précédent l'ayant amené à injecter annuellement dans le marché une enveloppe de 4 à 5 milliards de dinars, correspondant presque au total des financements extérieurs mobilisés chaque année. Face au niveau très élevé du déficit courant et la mauvaise performance des IDE, le stock des réserves de la BCT a été en effet soutenu grâce au recours massif à l'endettement extérieur. Cette situation recèle des risques macro-financiers proéminents pouvant rendre un desserrement précipité du contrôle des changes avec une plus grande flexibilité du régime de change du dinar, fortement contreproductif, ne serait-ce qu'à court terme.

Dans son esprit originel et comme toutes les lois répressives, le contrôle des changes cherche à protéger les économies non compétitives d'une fuite massive des capitaux à la recherche du rendement optimal, dans un contexte de rareté structurelle des ressources en devises. Or, les mutations économique-financières,

institutionnelles et technologiques qu'a connues le monde durant les 20 dernières années ont relativisé la pertinence et l'efficacité de ce type de contrôle des changes à caractère conservateur et selon une logique de l'apriori, amenant à des vagues de libéralisation à différentes cadences.

La situation est encore plus délicate pour la Tunisie qui a connu des mutations socioculturelles profondes depuis 2011, ayant frappé par la désaffection toutes les règles basées sur le principe de l'interdiction, à l'instar du contrôle des changes, qui, selon l'opinion générale, astreint de manière contreproductive les libertés et par conséquent l'accès à l'opportunité et à la richesse tant pour les individus que pour le pays.

La question qu'on se pose dès lors est que la Tunisie est-elle actuellement prête à faire le saut définitif vers la liberté totale de ses relations commerciales et financières avec l'extérieur ? Une réponse positive n'est pas évidente sans doute, étant donné l'état fortement dégradé de tous les préalables nécessaires à la réussite de cette entreprise, dont l'expérience a montré qu'elle pourrait entraîner des dérapages économiques et financiers lourds de conséquences en cas de décisions précipitées. La BCT n'a cessé d'évoquer ces problèmes et de mettre en garde contre les risques d'une ouverture mal ordonnée, démarche traduite clairement dans le projet en cours de révision de la réglementation des changes.

Il serait effectivement possible pour la Tunisie, si l'on révisait radicalement notre *modus operandi*, d'abandonner totalement le contrôle des changes et de redéfinir le cadre réglementaire autour du principe de la liberté et des mécanismes de marché, sans pour autant avoir à réunir les pré-requis communément admis pour réussir une telle transition.

L'idée serait de mettre en place un cadre de convertibilité méritée. Il s'agit d'un cadre de convertibilité à plusieurs étages allant de la liberté totale à l'interdiction totale, centré sur le principe de retour sur investissement au profit de l'économie tunisienne. L'étage de départ pourrait être le cadre actuel de la réglementation pour les investissements à l'étranger. L'entreprise pourrait accéder à l'étage de la liberté totale en fonction de son implication dans les transferts au profit de l'économie tunisienne selon une grille de critères bien précise. Elle pourrait en revanche être interdite de tout transfert à l'étranger sans autorisation préalable dans le cas d'une mauvaise implication en faveur de l'économie tunisienne.

Dans ce nouveau cadre, la logique de l'apriori doit céder la place aux mécanismes de marché avec un dispositif de suivi normalisé répondant aux meilleurs standards internationaux, se basant sur un système d'information pointu qui permet aux autorités de centraliser de manière instantanée l'information dès sa genèse, ce qui assure un reporting en temps réel sous format électronique facilement exploitable avec un tableau de bord donnant des informations individuelles ou agrégées pour tous les transferts vers/de l'étranger effectués par les entreprises tunisiennes.

Ce système d'information qui pourrait être conçu et financé en collaboration avec les banques de la place servira comme portail pour les entreprises tunisiennes pour effectuer tous leurs règlements avec l'étranger. La technologie du Web a rendu ce genre de projet très accessible de nos jours.

Une autre idée serait de créer un Fonds national pour les investissements à l'étranger, dans lequel pourrait participer l'Etat avec les différentes banques de la place, en vue de doter l'économie tunisienne d'un mécanisme de financement en de devises ayant une large assise financière pouvant accompagner les entreprises nationales dans les grands projets à l'étranger. Ce mécanisme de financement serait géré selon le principe de maximisation du profit, ce qui devrait garantir un retour positif sur l'économie tunisienne et un emploi optimal de ses ressources en devises.

D'une manière générale, et en dépit des différents arguments développés à l'appui d'une ouverture plus poussée du compte capital, les conclusions proposées dans le rapport sont en parfaite phase avec ce qu'entreprend la BCT à ce titre et qui se base sur un nouveau palier de libéralisation des flux de capitaux sans occulter le degré de développement macroéconomique et le risque de fuite de capitaux qu'une ouverture tous azimuts pourrait engendrer. Néanmoins, la réflexion gagnerait à être complétée par une étude de l'impact d'une plus grande libéralisation sur les réserves en devises du pays, et notamment les effets positifs qu'elle est supposée induire en permettant aux entreprises résidentes de s'ouvrir à l'international. Les effets pervers devraient également être appréhendés afin d'empêcher une dérive à même de dégrader le niveau des réserves.

En tout état de cause, la BCT envisage de faire le saut afin de créer une atmosphère qui forcerait la confiance des opérateurs tout en restant vigilante, avec une possible remise en causes en cas de dérapages insoutenables.

Bibliographie indicative

- AYARI. C, J.L. REIFFERS (2015), *Éléments pour une stratégie de développement économique et social à moyen terme en Tunisie*, Eds., (En Coll.), Femise & Institut de la Méditerranée.
- AHARYA VIRAL V., PEDERSEN, L., PHILIPPON, T., RICHARDSON M. (2009), *Regulating Systemic Risk*, New York University Stern School of Business,
- ACHARYA VIRAL V., PEDERSEN, L., PHILIPPON, T., RICHARDSON, M. (2010), *Measuring Systemic Risk*, Technical report, Department of Finance, NYU Stern School of Business.
- ACHARYA, V. V., S. STEFEN (2012), *Analyzing Systemic Risk of the European Banking Sector*, New York Economic review.
- AGÉNOR, P.R., N. DIOP (2009), *Capital account liberalization, exchange rate flexibility and monetary policy in Tunisia : Issues, progress and Challenges*, Tunisia Development Policy Review, Background Paper, World Bank.
- AIZENMAN. J, CHINN M., ITO H. (2008), *Assessing the Emerging Global Financial Architecture: Measuring the Trilemma's Configurations over Time*", NBER Working Paper Series N° 14533.
- AIZENMAN. J, CHINN M., ITO H. (2010), *The Emerging Global Financial Architecture: Tracing and Evaluating New Patterns of the Trilemma Configuration*", Journal of International Money and Finance, Vol. 29, No. 4, p. 615-641.
- AIZENMAN. J, CHINN M., ITO H. (2015), *Monetary Policy Spillovers and the Trilemma in the New Normal: Periphery Country Sensitivity to Core Country Conditions*," NBER Working Paper N° 21128 (Revised, May).
- AIZENMAN. J, CHINN. M., H. ITO (2013), *The 'Impossible Trinity' Hypothesis in an Era of Global Imbalances: Measurement and Testing*, Review of International Economics, 21(3), 447-458(August 2013).
- AIZENMAN. J, CHINN. M, H. ITO (2015), web.pdx.edu/ito/trilemma_indexes.htm
- ALFARO L., CHARLTON A. (2007), *"Growth and the Quality of Foreign Direct Investment: Is All FDI Equal?"*, Paper presented at the Conference on New Perspectives on Financial Globalization, IMF and Cornell University, Washington, 26-27 avril.
- ARTETA C., EICHENGREEN B., WYPLOSZ C. (2001), *When Does Capital Account Liberalization Help More than it Hurts?* NBER, WP.8414.
- ARTUS P. (2016), *"Quel régime de change dans une situation d'excès de liquidité mondiale?"*, NATIXIS, Flash, N° 255, 7 mars.
- ARTUS P., CARTAPANIS A. (2008), *"Globalisation financière et croissance dans les économies émergentes. La sous-estimation des contraintes macroéconomiques induites"*, Revue Economique, Vol. 59, n° 6, novembre.
- AVDJIEV S., Mc CAULEY R., Mc GUIRE P. (2012), *"Rapid Credit Growth and International Credit: Challenges for Asia"*, *BIS Working Papers*, n° 377, avril.
- BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (2015), *85th Annual Report*, Basel, 28 juin.
- BANQUE CENTRALE DE TUNISIE (2014), *Statistiques de la balance des paiements*
- BANQUE CENTRALE DE TUNISIE (2015), *Rapport annuel 2014*.
- BANQUE CENTRALE DE TUNISIE (2015), *Réglementation des changes, Mise à Jour*.
- BANQUE CENTRALE DE TUNISIE (2016), *Evolution de la conjoncture économique*
- BANQUE DE FRANCE (2014), *Politiques macroprudentielles : mise en œuvre et interactions*, *Revue de stabilité financière*, Avril.

- BANQUE DE FRANCE (2015), Evaluation des risques du système financier français, Juillet.
- BANQUE DES REGLEMENTS Internationaux (2012), Stress-testing and macro-stress testing: does it live up to expectations?, Borio, C, Drehmann, M and Tsatsaronis, K (2012), BIS Working Papers, N° 369, January.
- BETBEZE J.-P., BORDES C., COUPPEY-SOUBEYRAN J., PLIHON D. (2011), Banques centrales et stabilité financière, Rapport du Conseil d'Analyse Economique, Paris, La Documentation Française.
- BLANCHARD, O (2015), Rethinking macro-policy: Progress or confusion? IMF.
- BORIO C. (2014), The International Monetary and Financial System: its Achille Heel and What to Do about It? ", BIS Working Papers, n° 456, août.
- BORIO C., McCAULEY R., McGUIRE P. (2011), "Global Credit and Domestic Credit Booms", BIS Quarterly Review, septembre.
- BORIO, C (2009), L'approche macroprudentielle appliquée à la régulation et à la surveillance financières, Revue de la stabilité financière, Banque de France, n° 13, Septembre.
- BORIO, C (2010), Implementing a macroprudential framework: Blending boldness and realism, Bank of International Settlement, Keynote address for the BIS research conference on financial stability: Towards a macroprudential approach, Hong Kong, Juillet.
- BRUNNERMEIR M. et al. (2012), Banks and Cross-Border Capital Flows: Policy Challenges and Regulatory Responses, Committee on International Economic Policy and Reform, Washington, Brookings Institution, septembre.
- BUSSIÈRE, M., FRATZSCHER, M (2006), Towards A New Early Warning System of Financial Crises, Journal of International Money and Finance, Volume 25, Issue 6, October, Pages 953-973.
- CALVO G., REINHART C. (2000), "Fear of Floating", NBER Working Paper, n° 7993.
- CALVO, G., IZQUIERDO A., TALVI E. (2006), "Sudden Stops and Phoenix Miracles in Emerging Markets", American Economic Review, n° 96(2).
- CANOVA, F. (2005), "The transmission of US Shocks to Latin America", Journal of Applied Econometrics, n° 20.
- CARMIGNANI F. (2008), Does Capital Account Liberalisation Promote Economic Growth? Evidence from System Estimation, Economics Bulletin, 6 (49), pp. 1-13.
- CARTAPANIS, A. (2004), "Le déclenchement des crises de change: qu'avons-nous appris depuis dix ans ? ", Economie Internationale, la revue du CEPII, n° 97, 1^{er} trimestre.
- CARTAPANIS, A (2011), La crise financière et les politiques macroprudentielles : inflexion réglementaire ou nouveau paradigme ? Revue économique, Vol. 62, N°3, Mai.
- CARTAPANIS, A. (2014), Nouveau central banking et cycle international du crédit, Revue d'économie financière, n° 113, mars.
- CARUANA J. (2011), "Global Liquidity: a View from Basel", International Capital Markets Association Annual General Meeting and Annual Conference, Paris, 26 mai.
- CARUANA J. (2013), "Ebbing Global Liquidity and Monetary Policy Interactions", Central Bank of Chile Fifth Summit Meeting of Central Banks on Inflation Targeting: Global Liquidity, Capital Flows and Policy Coordination, Santiago, Chili, 15 novembre.

- CARUENA J. (2012), "International Monetary Policy Interactions: Challenges and Prospects", CEMLA-SEACEN Conference on "The Role of Central Banks in Macroeconomic and Financial Stability: The Challenges in an Uncertain and Volatile World", Punta del Este, Uruguay, 16 novembre.
- CHINN M., ITO H. (2002), Capital Account Liberalization, Institutions and Financial Development: Cross-Country Evidence", NBER Working Paper 8967.
- CHINN M., ITO H. (2006), What Matters for Financial Development? Capital Controls, Institutions, and Interactions," Journal of Development Economics, Volume 81, Issue 1, Pages 163-192 (October).
- CHINN M., ITO H. (2008), A new measure of financial openness, Journal of Comparative Policy Analysis, Volume 10, Issue 3 September, Pg. 309 - 322.
- COLLINS C., MOHAMMED S. (2014), "Still Looking for Better Options. Exchange Rate Regimes since the Global Financial Crisis", Presentation at the Annual CUSCO Conference, Central Reserve Bank of Peru and the Reinventing Bretton Woods Committee, juillet.
- COMMISSION EUROPEENNE (2013), Rapport du Groupe Liikanen : Réformes structurelles du secteur bancaire de l'UE.
- CONSEIL DE STABILITE FINANCIERE - FMI (2009), Indicateurs de solidité financière : Guide d'établissement.
- COWAN K. (DE) GREGORIO, J (2004), International Borrowing, Capital Controls, and the Exchange Rate: The Chilean Experience, Manuscript, Central Bank of Chile.
- DELL'ARICCIA G., IGAN D., LAEVEN L., TONG H. (2012), "Policies for Macrofinancial Stability: Dealing with Credit Booms and Busts", IMF, Washington, août.
- DE MENDOÇA H.F, PIRES M.C (2007), Capital account liberalization and inflation: evidence from Brazil, Applied Economics Letters, 14, pp. 483-487.
- DEMIRGUC-KUNT, A, DETRAGIACHE, E (2005), Cross-country Empirical Studies of Systemic Bank Distress: A Survey », National Institute Economic Review, National Institute of Economic and Social Research, Issue: 192, Page: 68 (16)
- EDISON, HALI J., MICHAEL W. KLEIN, LUCA ANTONIO RICCI, TORSTEN SLØK. (2004), "Capital Account Liberalization and Economic Performance: Survey and Synthesis." IMF Staff Papers, International Monetary Fund, Vol. 51 (2), pp.220-256.
- EICHENGREEN B. J. (2001-a), Capital Account Liberalization: What Do Cross-Country Studies Tell Us? World Bank Economic Review, 15, N° 3, October, pp. 341-365.
- EICHENGREEN B. J. (2001-b), Capital Controls: Capital Idea or Capital Folly, Policy Options, Institute for Research on Public Policy, July-August.
- EICHENGREEN, B, D LEBLANG (2002), Capital Account Liberalization and Growth: Was Mr. Mahathir Right?, Working Paper No. 9427, National Bureau of Economic Research, December.
- FEHRI, H, S MOULEY (2012), La Bourse des Valeurs Mobilières de Tunis : Entre exigences de financement et impératifs de réformes ». Lettre Cercle des Economistes de Tunisie.

- FERNANDEZ A., KLEIN M., REBUCCI A., SCHINDLER M., URIBE M. (2015), "Capital Control Measures: A New Dataset", Washington, IMF Working Paper 15/80, février.
- FILARDO A., GENBERG H., HOFMANN B. (2014), "Monetary Analysis and the Global Financial Cycle: an Asian Central Bank Perspective", Mimeo, mai.
- GHOSH A.R., OSTRY J.D., QURESHI S. (2014), "Exchange Rate Management and Crisis Susceptibility: A Reassessment", IMF Working Paper, 14/11.
- GHOSH A., QURESHI S. (2016), "What's In a Name? That Which We Call Capital Controls", Washington, IMF Working Paper 16/25, février.
- GIMET C. (2011), "The Vulnerability of Asean+3 Countries to International Financial Crises", Review of International Economics, Vol 19(5).
- GOURINCHAS P.-O., JEANNE O. (2013), "Capital Flows to Developing Countries: The Allocation Puzzle", Review of Economic Studies, Vol. 80.
- GUPTA A.S (2007), Does Capital Account Openness Lower Inflation? Indian council for research on international economic relations, Working Paper No. 191, January.
- HABERMEIER K., KOKENYNE A., BABA C. (2011), "The Effectiveness of Capital Controls and Prudential Policies in Managing Large Inflows", Washington, IMF Staff Discussion Note 11/14, 5 août.
- HENRY P. B. (2007), Capital Account Liberalization: Theory, Evidence, and Speculation, Journal of Economic Literature, 45, December, pp. 887-935.
- IMF - IEO (2006), Independent Evaluation Office - The IMF's approach to capital account liberalization" Draft issues paper / Terms of reference for an evaluation by the Independent Evaluation Office.
- IMF (1999), Report on "Exchange Rate Arrangements and Currency Convertibility: Developments and Issues".
- IMF (2001), Capital account liberalization and financial sector stability: considerations for sequencing and policies issues (SM/01/186, Sup.1, and Sup. 2).
- IMF (2005), The Economic Impact of Controls on Capital Movements: Preliminary Considerations", (Washington: International Monetary Fund).
- IMF (2007), Tunisia - Renforcement du cadre stratégique et opérationnel de la politique monétaire,
- IMF (2012), The Liberalization and Management of Capital Flows: An Institutional View, Washington, November.
- IMF (2013), Guidance Note for the Liberalization and Management of Capital Flows, Washington, Avril.
- IMF (2015), Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions.
- IMF (2016), Too Slow, for Too Long, World Economic Outlook, Washington, Avril.
- ITCEQ (2016), Tableau de bord sur la compétitivité de l'économie tunisienne, Février.
- KLEIN M. (2012), "Capital Controls: Gates versus Walls", Brookings Papers on Economic Activity, Fall.
- KLEIN M. W. (2005), Capital Account Liberalization, Institutional Quality and Economic Growth: Theory and Evidence, NBER Working Paper, No.11112
- KLEIN M. W., OLIVEI G. P. (2008), Klein M. W. & Olivei G. P. (2008), "Capital account liberalization, financial depth, and economic growth", Journal of International Money & Finance, 27 (6), October, pp. 861-875.
- KLEIN M., SHAMBAUGH J. (2013), "Rounding the Corners of the Policy Trilemma: Sources of Monetary Policy Autonomy," NBER Working Papers, n° 19461.

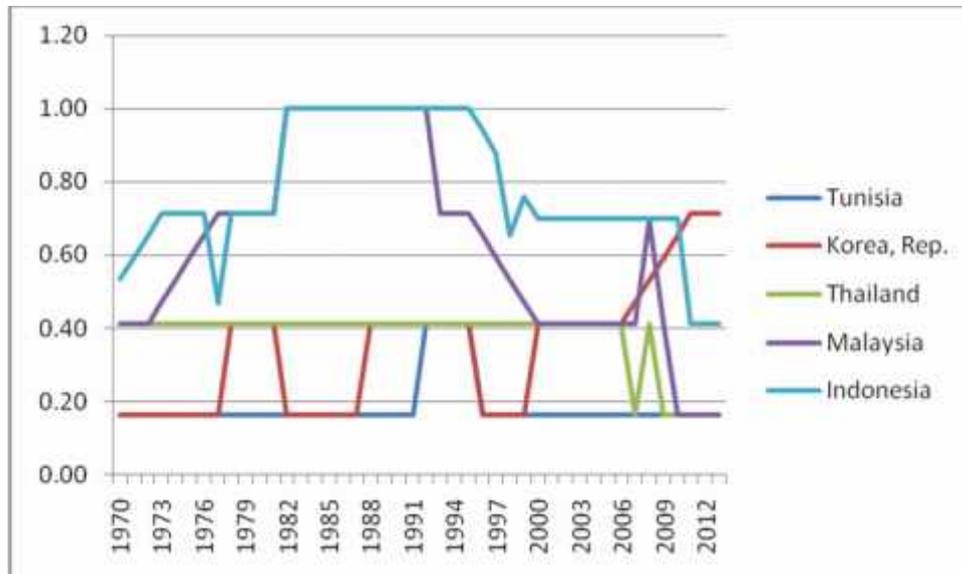
- KLEIN M., SHAMBAUGH J. (2014), "Rounding the Corners of the Policy Dilemma: Sources of Monetary Policy Autonomy", Mimeo, NBER, avril.
- KNOT, K (2014), La gouvernance de la politique macroprudentielle, in Banque de France (2014). KORINEK A., SANDRI D. (2015), "Capital Controls or Macroprudential Regulation?", Washington, IMF Working Paper 15/218, octobre.
- KOSE M., PRASAD E., ROGOFF K., WEI S.-J. (2006), "Financial Globalization: A Reappraisal", Washington, IMF Working Paper 06/189, avril.
- LAW. S H (2008), Does a Country's Openness to Trade and Capital Accounts Lead to Financial Development? Evidence from Malaysia. *Asian Economic Journal*, 22 (2), pp. 161-177.
- LEUNG J. (2015), *The Tides of Capital. How Asia surmounted financial crisis and is guiding world recovery*, OMFIF Press, Londres.
- MOHANTY M.S. (2013), "The Transmission of Unconventional Monetary Policy to the Emerging Markets. An overview", BIS Paper, n° 78.
- MOULEY, S (2012). Les enjeux de la libéralisation des comptes de capital dans les pays du sud de la Méditerranée, Medpro Technical Report No.11, European Commission.
- MOULEY, S (2013-a), Impacts du changement dans le système de cotation du dinar tunisien sur les équilibres extérieurs, Banque Centrale de Tunisie, Policy Assessment Note, Novembre.
- MOULEY, S (2013-b), Flexibilité du régime de change et attractivité des financements externes, Technical policy notes, Comité de Politique Monétaire, Banque Centrale de Tunisie.
- MOULEY, S (2013-c), Réformes et restructuration du système bancaire et financier en Tunisie : Quelle vision et quel plan stratégique prioritaire ? Etude stratégique, IACE - FMI - BEI - World Bank, Décembre.
- MOULEY, S (2015), Tunisie : Les capacités de résilience à moyen terme et les benchmarks structurels de réformes des secteurs bancaire et financier, Chap.5, in « Eléments pour une stratégie de développement économique et social à moyen terme en Tunisie, Ayari, C et Reiffers, J L édés., Femise & Institut de la Méditerranée.
- MOULEY, S (2016), Le pilotage du dispositif de gouvernance et de régulation macroprudentielle: expériences internationales comparées et réformes institutionnelles en Tunisie, Banque Centrale de Tunisie, Policy Research Paper, Janvier.
- NOY I, VU T. B (2007), "Capital account liberalization and foreign direct investment", *North American Journal of Economics & Finance*, 18(2), pp. 175-194.
- OBSTFELD M. (2009), "International Finance and Growth in Developing Countries: What Have We Learned?", *IMF Staff Papers*, Vol. 56, N° 1.
- OBSTFELD M. (2015), "Trilemmas and Trade-Offs: Living with Financial Globalisation", *BIS Working Papers*, n° 480, janvier.
- OSTRY J., GHOSH A., HABERMEIER K., LAEVEN L., CHAMON M., QURESHI M., KOKENYNE A. (2011), "Managing Capital Inflows: What Tools to Use?", Washington, IMF Staff Discussion Note 11/06, avril.
- PRASAD E, RAJAN R. G (2005), Controlled Capital Account Liberalization: A Proposal, *IMF Policy Discussion Paper*, October, N° 05/7.
- PRASAD E, WEI. S J (2005), The Chinese Approach to Capital Inflows: Patterns and Possible Explanations. *IMF Working Paper*, 05/79.

- PRASAD E., RAJAN R. (2008), A Pragmatic Approach to Capital Account Liberalization, *Journal of Economic Perspectives*, 22 (3), pp. 149-172.
- PRASAD E., RUMBAUGH T., WANG Q. (2005), Putting the Cart Before the Horse? Capital Account Liberalization and Exchange Rate Flexibility in China, IMF Policy Discussion Paper, No. 05/1, January.
- QUEMARD, J.L (2015), Articulation between micro and macro prudential frameworks in the euro-mediterranean jurisdiction, IBFI (banque de France) and CMI - World Bank, Finance and Markets Global Practices.
- RAFIQ S. (2015), "The Effects of US Unconventional Monetary Policy on Asia Frontier Developing Economies", IMF Working Paper, n° 15/18.
- REY, H (2013), "Dilemma not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence", Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Policy Symposium, Jackson Hole, Wyoming, Août.
- RODRIG D. (2008), "The Real Exchange Rate and Economic Growth", *Brookings Papers on Economic Activity*, Vol. 2, automne.
- ROGOFF. K S (2002), Rethinking Capital Controls: When Should We Keep an Open Mind?, *Finance and Development*, Vol. 39, December.
- ROSE A. (2014), "Surprising Similarities: Recent Monetary Regimes of Small Economies", University of California, Berkeley, Mimeo, 12 février.
- SACCOMANNI F. (2015), "Monetary Spillovers? Boom and Bust? Currency Wars? The International Monetary System Strikes Back", BIS Special Governors' Meeting, Manille, 6 février.
- SAHAY, R., ARORA V., ARVANITIS T., FARUQEE H., N'DIAYE P., MANCINI-GRIFFOLI T. (2014), "Emerging Market Volatility: Lessons from The Taper Tantrum", IMF Staff Discussion Notes, 14/9, septembre.
- SCHOENMAKER D. (2013), *Governance of International Banking: the Financial Trilemma*, Oxford, Oxford University Press.
- SCHUIJER J. (2002), OECD Members' experience with capital account liberalisation and its relevance to other countries, Speech at the Global forum on international investment, Attracting Foreign Direct Investment for Development, OECD, Shanghai, 5-6 décembre.
- SHIN H. S. (2013), "The Second Phase of Global Liquidity and Its Impact on Emerging Countries", Keynote Address at the Federal Reserve Bank of San Francisco "Asia Economic Policy Conference", 3-5 novembre.
- STIGLITZ J. (2004), Capital-market liberalization, globalization and the IMF, *Oxford Review of Economic Policy*, Vol.20 (1), pp. 57-71.
- VREDIN A. (2015), Inflation targeting and financial stability: providing policymakers with relevant information", *BIS Working Papers*, n° 503, juillet.
- WORLD BANK (2009), Program Document for a proposed integration and competitiveness development policy loan - DPL, Report N° 47556-TN, Février.
- WORLD ECONOMIC FORUM (2015), Global Competitiveness Index, Global Competitiveness Reports.

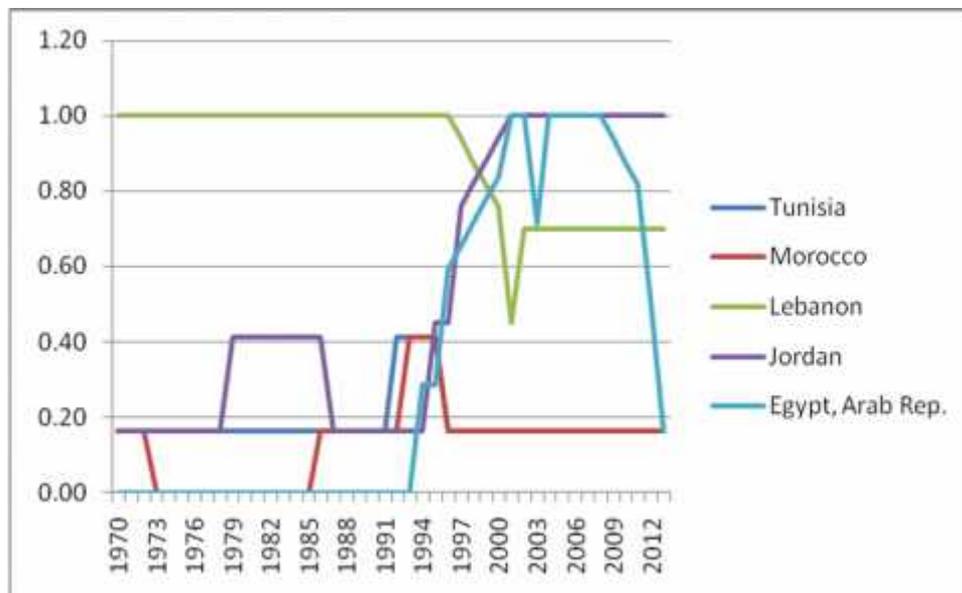
Annexes

Annexe 1: Indices binaires normalisés (de 0 à 1) d'ouverture financière par pays

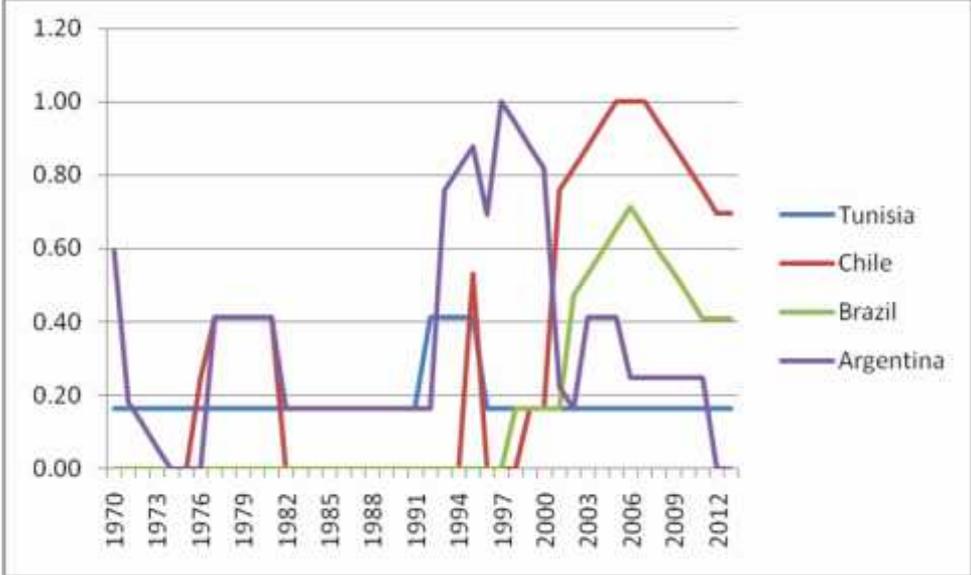
Tunisie versus Pays de l'Asie de l'Est



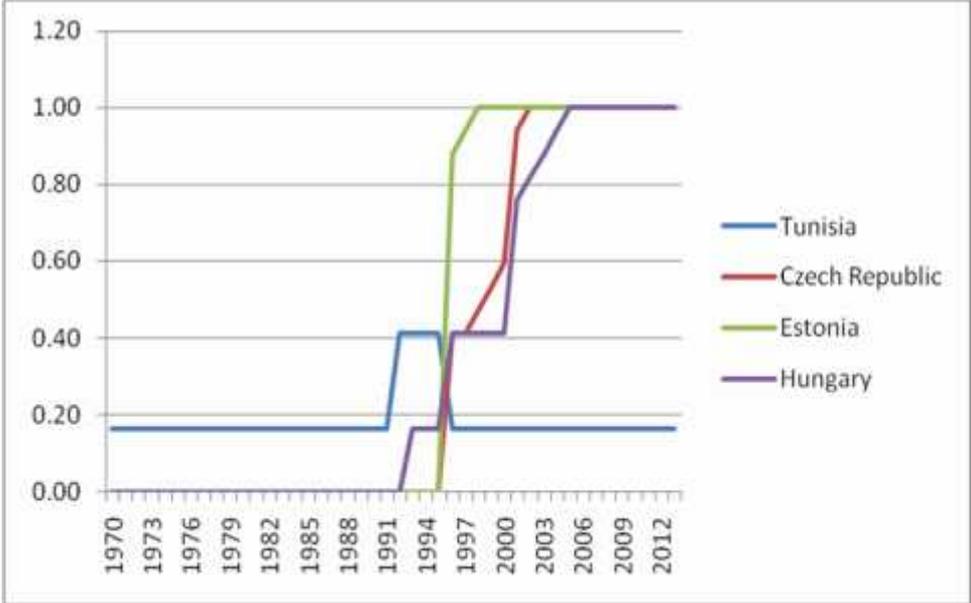
Tunisie versus Pays MENA



Tunisie versus Pays d'Amérique Latine

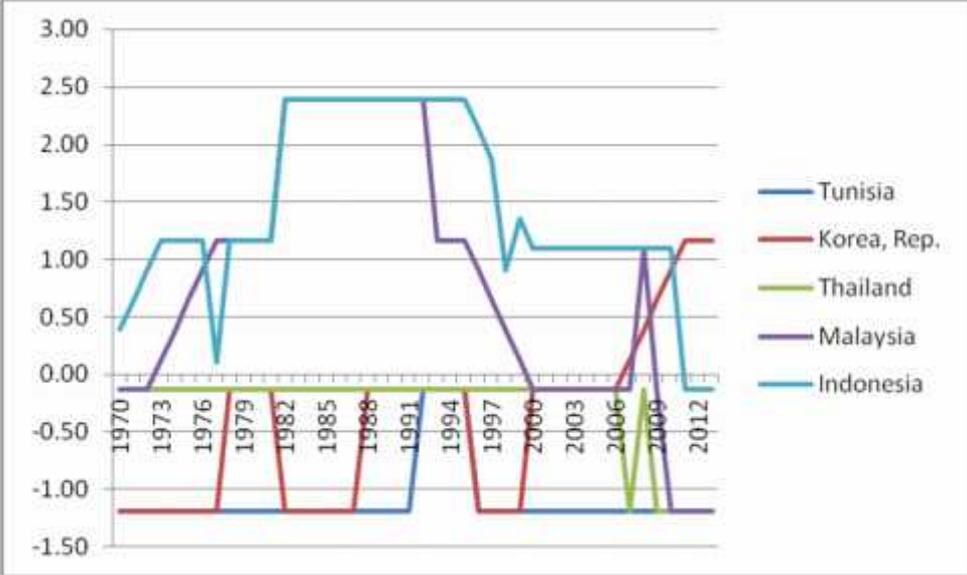


Tunisie versus Pays de la Zone Euro (Anciennement PECO)

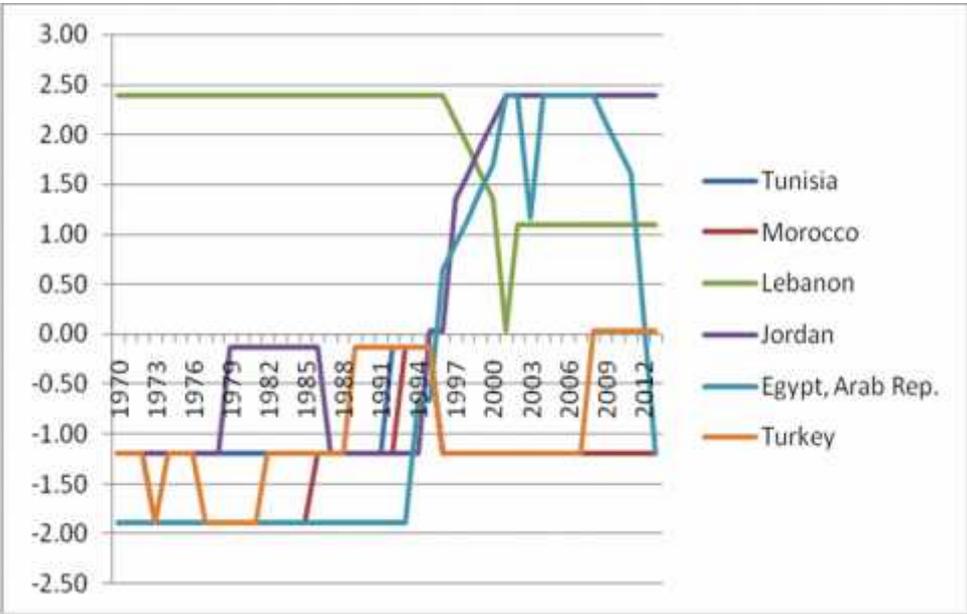


Annexe 2: Indices non normalisés d'ouverture financière par pays

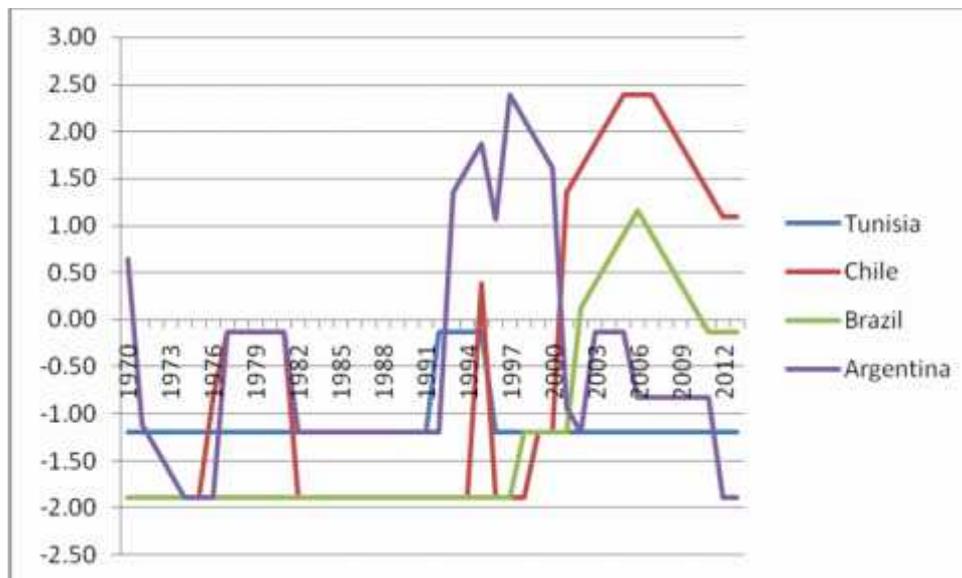
Tunisie versus Pays de l'Asie de l'Est



Tunisie versus Pays MENA



Tunisie versus Pays d'Amérique Latine



Tunisie versus Pays de la Zone Euro (Anciennement PECO)

