



PANEL 9

SUPREMATIE MONETAIRE INTERNATIONALE ET ASPIRATIONS CONCURRENTES

Analyse de la procédure de dédollarisation et les perspectives au sein des pays BRICS

Ebrahim ABBASSI

Maître assistant, Université Azad Islamique de Téhéran, Iran, abbassiebrahim@yahoo.com

La dédollarisation, un processus visant à réduire la dépendance mondiale au dollar américain, est devenue un sujet majeur ces dernières années, notamment au sein des pays du BRICS (Brésil, Russie, Inde, Chine et Afrique du Sud). Cet article examine le contexte historique de la domination du dollar, analyse les dynamiques actuelles de dédollarisation dans les pays du BRICS, et explore les perspectives et les défis futurs.

1. Contexte historique de la domination du dollar

L'hégémonie du dollar américain a commencé après la Seconde Guerre mondiale avec les accords de Bretton Woods en 1944. Ces accords ont instauré le dollar comme principale monnaie de réserve mondiale, en raison de sa stabilité et de l'influence économique des États-Unis. Le système reposait sur l'engagement des États-Unis de maintenir une parité or-dollar, ce qui renforçait la confiance mondiale dans cette monnaie. Cependant, avec la fin du système de Bretton Woods en 1971, lorsque les États-Unis ont suspendu la convertibilité du dollar en or, le dollar a conservé sa suprématie en tant que monnaie de réserve et d'échanges internationaux.

Au fil des décennies, le dollar est resté prédominant pour plusieurs raisons : la taille de l'économie américaine, la puissance de ses institutions financières, ainsi que la stabilité politique et économique des États-Unis. Cependant, cette suprématie du dollar a créé des dépendances pour les autres pays, notamment dans les échanges commerciaux, les investissements internationaux et les réserves de change.

2. Raisons et déclencheurs de la dédollarisation

La dédollarisation a gagné en importance dans les discours politiques et économiques pour diverses raisons :

- **Souveraineté économique** : La dépendance au dollar expose les économies nationales aux fluctuations de la politique monétaire des États-Unis, qui peut influencer les économies mondiales à travers les taux d'intérêt de la Réserve fédérale.
- **Sanctions économiques** : Les sanctions imposées par les États-Unis, notamment à la Russie, ont incité certains pays à réduire leur dépendance au dollar. Ces sanctions utilisent le système financier international, en particulier le réseau SWIFT et les transactions en dollars, comme leviers de pression.
- **Montée en puissance des économies émergentes** : Les pays du BRICS, avec leur croissance économique rapide, visent à renforcer leur position dans le système financier mondial. En réduisant la dépendance au dollar, ces pays cherchent à promouvoir leurs propres monnaies et à créer une architecture financière plus multipolaire.
- **Stabilité financière** : Les crises financières mondiales, comme la crise des subprimes en 2008, ont montré la vulnérabilité de nombreuses économies face aux perturbations liées au dollar. Cette instabilité a poussé certains pays à diversifier leurs réserves et à explorer des alternatives.

3. Initiatives et efforts de dédollarisation des BRICS

Les pays du BRICS ont chacun entrepris des démarches pour réduire leur dépendance au dollar, mais avec des approches variées.

Russie

La Russie est l'un des leaders de la dédollarisation, surtout depuis les sanctions imposées par les États-Unis et l'Union européenne suite à l'annexion de la Crimée en 2014 et aux tensions en Ukraine. Le pays a considérablement réduit la part du dollar dans ses réserves de change, augmenté ses réserves en or, et s'est tourné vers des accords bilatéraux en monnaies locales avec ses partenaires commerciaux. La Russie a aussi mis en place son propre système de messagerie financière (SPFS) comme alternative au réseau SWIFT, dans le but de contourner les restrictions internationales.

Chine

La Chine a lancé des initiatives pour internationaliser le yuan, sa monnaie nationale, et diminuer la dépendance au dollar. Les efforts incluent la création de la Banque asiatique d'investissement pour les infrastructures (AIIB) et l'établissement du marché pétrolier libellé en yuan, où les pays peuvent acheter du pétrole en utilisant la monnaie chinoise. La Chine a aussi signé des accords de swap de devises avec plusieurs pays pour faciliter les échanges en yuan.

Inde

L'Inde, bien que plus prudente dans ses démarches, a signé des accords commerciaux bilatéraux avec des pays comme l'Iran pour contourner les sanctions américaines. L'Inde s'efforce de diversifier ses réserves de change et explore la possibilité d'étendre l'usage de la roupie dans ses échanges commerciaux régionaux.

Brésil et Afrique du Sud

Le Brésil et l'Afrique du Sud ont également montré un intérêt pour la dédollarisation, mais à un rythme plus lent comparé à la Russie et la Chine. Le Brésil, par exemple, a exploré des échanges commerciaux en monnaies locales avec l'Argentine et d'autres pays d'Amérique latine. L'Afrique du Sud, quant à elle, participe aux discussions du BRICS sur les mécanismes financiers alternatifs, bien qu'elle soit encore intégrée aux structures financières dominées par le dollar.

4. Initiatives communes au sein des BRICS

Les pays du BRICS ont pris plusieurs initiatives pour renforcer leur coopération financière et promouvoir une alternative au dollar.

- **Nouvelle Banque de Développement (NBD)** : Créée en 2015, cette banque a pour but de financer des projets d'infrastructures dans les pays membres sans passer par les institutions financières traditionnelles dominées par les pays occidentaux.
- **Accords de swap de devises** : Les membres du BRICS ont discuté et signé plusieurs accords de swap de devises pour permettre des transactions bilatérales sans recourir au dollar, ce qui diminue les risques liés aux fluctuations du taux de change du dollar.
- **Plateforme de paiement commune** : Le BRICS explore la création d'une plateforme de paiement commune qui pourrait servir d'alternative au système SWIFT et permettre des transactions entre les membres dans leurs monnaies nationales.

5. Défis de la dédollarisation

Malgré les progrès réalisés, la dédollarisation présente des défis significatifs.

- **Infrastructure et logistique financière** : L'absence d'infrastructures financières robustes comparables à celles du dollar et du réseau SWIFT pose problème. Même si la Russie et la Chine ont développé leurs propres systèmes de paiement, leur adoption reste limitée au niveau mondial.
- **Confiance dans les monnaies nationales** : Les monnaies des pays du BRICS n'ont pas la même réputation de stabilité et de liquidité que le dollar. Le yuan, par exemple, est soumis à des contrôles de capitaux stricts, ce qui limite son attractivité comme monnaie de réserve internationale.
- **Coordination politique et économique** : Les pays du BRICS ont des priorités et des contextes économiques différents, ce qui complique la mise en place d'un consensus pour la dédollarisation. Les divergences politiques entre, par exemple, l'Inde et la Chine, représentent un obstacle majeur à une intégration financière accrue.
- **Réactions des États-Unis** : Les États-Unis surveillent de près ces efforts de dédollarisation. Toute tentative visant à réduire l'influence du dollar pourrait entraîner des tensions économiques et géopolitiques avec les États-Unis.

6. Perspectives de la dédollarisation et rôle des BRICS dans l'économie mondiale

Le succès de la dédollarisation dépendra largement de plusieurs facteurs :

- **Renforcement du rôle du yuan** : La Chine pourrait progressivement pousser le yuan comme une alternative au dollar, surtout en Asie et en Afrique. Si le yuan gagne en influence, cela pourrait encourager d'autres pays à réduire leur dépendance au dollar.
- **Expansion de la Nouvelle Banque de Développement** : Si la NBD continue à croître et à financer des projets majeurs en dehors des circuits traditionnels, elle pourrait renforcer l'influence des BRICS dans le financement mondial et réduire la dépendance au dollar.
- **Évolution des relations géopolitiques** : La montée des tensions avec les États-Unis pourrait encourager certains pays à se rapprocher des BRICS pour diminuer leur dépendance au dollar. Cependant, la capacité des BRICS à devenir une réelle alternative dépendra de leur capacité à surmonter leurs différences internes.
- **Intégration régionale et accords de libre-échange** : Les BRICS pourraient chercher à créer une zone économique plus intégrée, favorisant l'utilisation des monnaies locales dans le commerce régional.

Conclusion

La dédollarisation est un projet ambitieux et complexe, qui vise à restructurer un système financier mondial centré autour du dollar depuis plus de 70 ans. Bien que les pays du BRICS aient fait des progrès notables dans la réduction de leur dépendance au dollar, ils font face à des défis importants, notamment la coordination politique et les infrastructures financières.

Les perspectives de la dédollarisation dépendront de l'évolution des relations géopolitiques, de la stabilité des monnaies nationales et de la capacité des BRICS à proposer des alternatives viables et attractives. Si la dédollarisation complète reste encore lointaine, les initiatives des BRICS montrent un désir croissant de bâtir un ordre économique plus équilibré et multipolaire.



Les marchés financiers : Compréhension théorique et perspectives analytiques

Youssef BOUFARES

Doctorant, FSEG, Université de Sousse, Tunisie, youssef.bouf@gmail.com

1. Introduction

Les marchés financiers sont le pilier des économies modernes car ils facilitent le financement des entreprises, l'allocation efficace des ressources et offrent aux agents économiques des moyens de gérer les risques. Cependant, les marchés sont souvent perçus comme imparfaits, non prévisibles et source potentielle d'instabilité. Cela soulève les premières questions :

Les mouvements du marché sont-ils prévisibles ? Quelles sont les approches théoriques qui permettent de mieux comprendre ces marchés ? Comment les outils d'analyse peuvent-ils aider à éclairer les mouvements du marché ?

Cette recherche s'efforce de répondre à ces questions en examinant le rôle et le fonctionnement des marchés financiers et les rôles de deux types d'analyses majeurs : l'analyse fondamentale et l'analyse technique. De plus, une étude spécifique de la Bourse des Valeurs Mobilières de Tunis et du marché des changes Forex (foreign exchange), le plus important marché financier au monde, sera effectuée pour fournir un cadre conceptuel qui permettra de visualiser des échanges entre différents acteurs du marché et les variables économiques institutionnelles et les facteurs comportementaux qui impactent leurs performances.

2. La question de la prévisibilité des marchés

La question de la prévisibilité des marchés a depuis longtemps fasciné les économistes, les théoriciens ainsi que les investisseurs. Deux principales écoles de pensée sous-tendent la réponse possible à cette question.

L'approche des marchés efficients est, par exemple, énoncée par Eugene Fama en 1970. Il s'agit de l'hypothèse selon laquelle l'ensemble des informations disponibles est contenu dans le prix des actifs financiers. Par conséquent, les marchés ne peuvent être prévus, sauf si une nouvelle information est disponible.

L'approche de la finance comportementale adopte une position opposée et reconnaît que le comportement irrationnel et biaisé des investisseurs est traité, ce qui entraîne que la prévisibilité est possible.

Les crises économiques, telles que celles de 1929 ou de 2008, ont mis en lumière les limites de ces théories. D'un côté, les modèles rationnels n'ont pas anticipé ces effondrements. De l'autre, la composante psychologique a révélé la vulnérabilité des marchés face à des phénomènes tels que l'euphorie collective ou la panique.

3. Origine et fonctions des marchés financiers

Le marché financier est le lieu où se rencontrent l'offre des entreprises émettrices de valeurs mobilières et la demande des épargnants détenteurs des fonds pour la réalisation de transactions ayant pour objet les valeurs émises.

Traditionnellement, on distingue entre le marché primaire, qui est le marché des émissions par appel public à l'épargne, et le marché secondaire (ou marché de l'occasion), pour désigner le marché des négociations entre vendeurs et acheteurs de valeurs mobilières via le concours des professionnels que sont les intermédiaires en bourse : c'est le marché boursier proprement dit.

Le terme "bourse" trouve ses origines dans la ville de Bruges, où, au XIV^e siècle, les marchands se réunissaient devant la maison 'Van der Beurse'. Depuis, les places financières ont étendu leur champ d'action au-delà des actions, englobant les produits dérivés, les devises et les matières premières.

Leur place dans l'économie se manifeste à plusieurs niveaux, puisqu'elles offrent une possibilité de lever des fonds aux sociétés qui ont besoin de développer leurs activités et donnent la possibilité aux investisseurs d'acheter ou vendre facilement des actifs financiers. En outre, elles constituent un indicateur clé de la santé économique, exprimés principalement par des indices boursiers.

4. Revue des approches analytiques :

Les deux grandes approches utilisées pour analyser les marchés financiers sont les suivantes :

L'analyse fondamentale qui vise à déterminer la juste valeur d'un actif. Les prix des actifs varient en fonction de facteurs rationnels, tels que les bénéfices d'une entreprise, le guidage prospectif (« forward guidance ») et le contexte macroéconomique, mais aussi de facteurs irrationnels, comme le sentiment général du marché et la couverture médiatique.

En se concentrant sur les facteurs rationnels, les traders fondamentaux cherchent à établir ce que l'on peut considérer comme étant la véritable valeur d'un actif. Ils vont ensuite déterminer si la valeur intrinsèque d'un actif est supérieure ou inférieure à sa valeur de négociation sur le marché, puis tâcher de réaliser un profit en supposant que l'actif est sous-évalué ou surévalué. S'ils estiment que l'actif est sous-évalué, les traders ont tendance à l'acheter. Par contre, si l'actif apparaît surévalué, ils sont susceptibles de le vendre.

Par exemple, dans le cadre du trading sur des actions, un analyste fondamental examinera les bénéfices d'une société. Un trader sur le Forex réagira quant à lui aux données macroéconomiques des pays concernés, notamment au PIB et à l'inflation. Il prendra également en compte les changements de politique monétaire.

Bien qu'elle puisse trouver certaines applications à court terme, l'analyse fondamentale s'inscrit généralement dans une approche d'investissement à long terme.

L'analyse technique consiste à examiner les mouvements historiques d'un actif pour anticiper son prix futur. Selon ses adeptes, un graphique contient une multitude d'informations clés sur un actif.

Contrairement à l'analyse fondamentale, qui se concentre sur le rendement à long terme, l'analyse technique est axée sur l'optimisation des transactions à court terme. Les traders à court terme utilisent cette méthode pour maximiser le rendement de leurs transactions en identifiant les tendances passées et en les exploitant.

En analysant les mouvements de prix précédents, le trader peut repérer des points d'entrée et de sortie avantageux pour ses trades. L'analyse technique repose sur divers indicateurs, tels que les moyennes mobiles, les retracements de Fibonacci et les bandes de Bollinger, qui aident à évaluer la situation du marché.

Une des méthodes populaires est celle des chandeliers, utilisés pour lire les graphiques. Les configurations de chandeliers sont étudiées sur différentes périodes pour détecter des motifs récurrents. Par ailleurs, les

moyennes mobiles sont également examinées pour lisser les fluctuations des prix et mettre en évidence les tendances à long terme.

Bien que ces deux approches diffèrent dans leur méthode, elles s'avèrent souvent complémentaires. La littérature contemporaine met en avant l'importance de chacune tout en reconnaissant leurs limites, notamment face à des données imparfaites ou dans des contextes de forte volatilité des marchés.

5. La Bourse des Valeurs Mobilières de Tunis (BVMT)

La BVMT offre un cadre intéressant pour analyser le rôle des marchés financiers dans un contexte économique émergent. Créée en 1969, elle s'est progressivement développée pour devenir un acteur clé de l'économie tunisienne. Le marché boursier tunisien, bien qu'encore modeste en taille par rapport aux grandes bourses mondiales, joue un rôle important dans :

- Le financement des entreprises locales.
- L'attraction des capitaux étrangers.
- La régulation des transactions financières, en assurant la transparence.

Cependant, la BVMT est confrontée à des défis spécifiques, notamment la faible liquidité du marché et une participation limitée des investisseurs individuels. Cela met en évidence la nécessité de développer des stratégies d'éducation financière et de diversifier les produits proposés pour attirer un plus grand nombre d'acteurs.

6. Le marché Forex : Dynamique et importance mondiale

Le forex (Foreign Exchange Market), connu aussi sous le nom de marché des changes, FX ou trading de devises, est un marché international de gré à gré, où les investisseurs échangent les paires de devises mondiales à un prix convenu à l'avance.

Le marché Forex est unique en raison de son fonctionnement décentralisé et de son volume d'échanges élevé (plus de 6 000 milliards de dollars par jour). Contrairement aux bourses traditionnelles, le Forex est influencé par des facteurs macroéconomiques globaux, tels que :

- Les politiques monétaires des banques centrales.
- Les dynamiques géopolitiques.

L'un des aspects fascinants du Forex est sa dépendance à la fois aux données fondamentales (PIB, inflation, taux de chômage) et aux mouvements techniques, tels que les niveaux de support et de résistance.

7. Une approche intégrative : Combiner analyse fondamentale et technique

Pour avoir une vision globale des marchés financiers, il est crucial d'adopter une approche équilibrée qui combine les deux principales méthodes d'analyse :

- L'analyse fondamentale permet de comprendre les raisons sous-jacentes des mouvements de marché, en identifiant les facteurs économiques et financiers qui influencent les tendances.
- L'analyse technique met en lumière les points d'entrée et de sortie stratégiques, guidant ainsi les investisseurs dans leurs décisions à court terme.

Cette approche intégrative s'avère particulièrement pertinente dans des contextes comme celui de la BVMT ou du Forex. Dans ces environnements, les données fondamentales influencent les tendances générales, tandis que les signaux techniques jouent un rôle clé dans la prise de décision des investisseurs.

8. Conclusion

Dans l'ensemble, cette recherche théorique met en avant la complexité et la dynamique des marchés financiers. Elle souligne notamment le rôle crucial des marchés financiers dans le développement des économies, ainsi la nécessité d'une approche intégrée, combinant analyses fondamentale et technique, pour modéliser les systèmes financiers et anticiper les mouvements de marché, et encore l'importance d'institutions financières comme la BVMT dans la promotion de la transparence et de la liquidité.

Les recherches futures pourraient étendre cette analyse théorique à d'autres marchés émergents ou approfondir l'étude de technologies comme la blockchain et leur impact sur les marchés financiers.

En définitive, une meilleure compréhension théorique des marchés peut offrir des orientations précieuses aux décideurs politiques, aux régulateurs et aux investisseurs, leur permettant de mieux naviguer dans un environnement financier de plus en plus complexe.



Breaking the Cycle: Revealing the Hidden Link Between Financial Instability and Inequality in the US

Brahim GAIES

Department of Economics, Finance and Control, IPAG Business School, IPAG Chair “Towards an Inclusive Company”, Paris, France, gaies_brahim@yahoo.fr

Abstract

The 2008 crisis and COVID-19 pandemic have highlighted the impacts of financial shocks on the vulnerable, emphasizing the challenges posed by financial instability to social finance. However, academic studies on financial instability and income inequality present mixed results. They often focus on specific instances of financial crises rather than evolving effects, examine uni-directional causality rather than interactions, and rely on slowly changing annual data instead of higher-frequency data. This study fills these gaps by examining the time-varying bidirectional relationship between financial instability and income inequality in the US, using a newly developed monthly database from January 1990 to March 2023. We demonstrate the existence of a vicious cycle in which persistent financial instability leads to increased income inequality, which in turn triggers financial crises through the harmful effects of credit deregulation. Based on these findings, we argue that a “Robin Hood strategy” of progressive taxation to improve access to quality education and healthcare could offer a more effective solution to tackle inequality than easing credit access for low-income groups through deregulation.

Keywords: financial instability ; social concerns ; financial inclusion ; rolling and recursive bootstrap time-varying Granger-causality ; sustainable economic development

Classification JEL : G01, O16, D63, C22

Twin Deficit Problem and Feldstein-Horioka Hypothesis in Tunisia: ARDL Bound Testing Approach and Investigation of Causality

Taieb Farhoud HAGER

Laboratoire de Recherche Prospectives et Stratégies de Développement Durable, Université de
Tunis - Ecole Supérieure des Sciences Economiques et Commerciales, Tunisie,
farhoudhager@yahoo.fr

Abstract: The Tunisian economy represents a valuable case study for investigating the dynamics of chronic budget and current account imbalances during the fourty last years. In this study, an attempt has been made to empirically test the causal links between budget imbalance and current account imbalance to test the validity of Twin deficits hypothesis for Tunisia. Based on annual data for the period 1980 to 2022, and using bounds testing approach known as ARDL (autoregressive distributed lag) method, the cointegration test results suggest that the variables are moving together in the long run and reveal that : First, there is significant evidence that the causal relationship between budget and current account deficits works through two channels: directly between budget deficit and current account deficit and indirectly, through interest and exchange rates. So, the twin deficit hypothesis is accepted by rejecting Ricardian equivalence hypothesis, and Tunisia is a non-Ricardian economy facing twin deficits problem. Second, the results suggest that the continuous processes correspond to the conjecture of the 'vicious or virtuous circle' phenomena since a feedback relationship exists between the twin deficits. Third, as expected, the negative and less than 1 investment coefficient indicates Feldstein-Horioka hypothesis holds. Further, it indicates that Tunisia could not well-integrated into the international capital markets with the model revealing that one fifth of the investments are financed through foreign savings . Our findings are then of great interest and support the view that the causal links are relevant for economic policy makers.

Keywords: Twin deficit, Feldstein-Horioka hypothesis, bounds testing, Tunisia.

JEL Classification : C22, F32, F36

Introduction and motivation

Tunisia is characterized as a little open developing country with scarce natural resources. Over the past four decades, as a result of the policies implemented in Tunisia after 1980, the current account deficit has been both chronic and volatile, with a clear worsening due to political and social instability after 2011 revolution¹. As reported in Jlassi (2015), a disaggregated look to the component of current account shows that trade balance accounts for the major part of the deficit and is the major driver of the current account deficit. However, Tunisian's trade remains geographically concentrated in Europe exposing it to the risk of negative events in those regions. As reported in Farhoud and Taleb (2021), the national trade policy does not contribute to current account deficit adjustment for the Tunisian case. Such a persistent deficit poses serious implications for the

¹ 1With a pic of 10% of GDP between 2017 and 2018 and standard deviation of 3 points in GDP percent between 1980 and 2022

national economy and its future prospects for sustainable growth. This essay seeks to remedy these problems by investigating the persistence of current-account deficit in Tunisia.

A common policy for addressing current account deficit adjustment is through local currency devaluation. As pointed by Thissen and Lensink (2001), such devaluation, will have a modest long-term impact on adjusting the current account deficit. As reported in Zoghlami and Ghanmi (2020), based on a bivariate copula model for Tunisia between 1980-2018, the real effective exchange rate misalignment have negative and asymmetric impact on the current account. While overvaluation of the dinar deteriorates the current account, undervaluation does not improve it.

On the other hand, numerous studies have examined the relationship between the current account deficit adjustment and the surplus of financial account and found that, for many developing countries, debt components play a more significant role in the process of adjusting external imbalances compared to foreign direct investments and portfolio investments (see Farhoud and Taleb (2020) for the Tunisian case). However, as pointed by Alfaro et al. (2004), external borrowing can directly increase the burden of public debt, heighten the risk of debt crises, and lead to excessive dependence on foreign lenders.

Along the same lines, this study is motivated by the observation dating back to the 1980s that "the current account deficit and the budget deficit have been growing simultaneously and substantially in the United States. This mutual connection between the two deficits is later referred to as the "Twin Deficits Hypothesis." Consequently, researchers have increasingly focused on investigating whether action on the budget deficit could lead to an improvement in the current account deficit, and vice versa. Recent theoretical and empirical analysis suggest that this hypothesis is subject to structural shifts, the identification of which is very important for policymakers in order to take the correct decisions to overcome situations of economic turmoil. This study is also motivated by Farhoud and Taleb (2021) findings showing that for Tunisia, between 1980 and 2018, there is robust evidence of short and long run positive effects of fiscal policy on current account deficit adjustment among other factors.

From a theoretical perspective, a first group of economists maintain the view that no link exists between the current account deficit and the budget deficit, either in the short or long term, and that any apparent correlation is merely a statistical coincidence. This neutral stance is known in economic literature as the "Ricardian Equivalence". A second group of economists argue that there is sufficient evidence to suggest that the worsening of the budget deficit plays a significant role in the deterioration of the external balance, and vice versa. This mutual connection between the two deficits is referred to as the "Twin Deficits Hypothesis." Once this hypothesis is validated, researchers use it to guide their economic recommendations and implications, seeking evidence for one of the following three testable macroeconomic hypotheses: (i) Bidirectional causality which implies that policymakers need to adopt an integrated solution rather than a dual approach, where fiscal and trade policies are independently determined with separate objectives. (ii) Unidirectional causality running from budget deficit to current account deficit Known as Keynesian causality, which suggests that government policy should focus on reducing aggregate demand and consequently, reducing imports. (iii) Unidirectional Causality running from current account deficit to budget deficit referred to as the Targeted Current Account Hypothesis, this implies that the government sets the elimination of the current account deficit as a primary goal and uses the budget deficit as a tool to achieve this objective.

Empirical studies examining the causal relationship between the current account deficit and the budget deficit yield mixed conclusions. Some researchers explore the direct link between the two deficits (Mukhtar et al., (2007), Pahlavani and Saleh, (2009), Saeed and Khan (2012)), while others investigate an indirect relationship by incorporating variables such as exchange rates and interest rates (Kalou and Paleologou (2012).

On the other hand, a third group of researches extend this analysis by linking the twin deficits phenomenon to the degree of international capital mobility and the Feldstein-Horioka puzzle. The hypothesis of Feldstein-Horioka (1980) is based on the claim that there is no significant relationship between domestic savings and investment in an economy that has a high degree of capital mobility. Marinheiro (2006) argues that if savings and investment are not strongly correlated—indicating a high degree of capital mobility—then there is

substantial evidence that the current account deficit and the budget deficit are likely to exhibit a common trajectory. This is because high capital mobility would typically reduce the correlation between domestic savings and investment, while also influencing the relationship between budgetary and external balances. Marinheiro (2006) posits that a high degree of capital mobility, as indicated by a low correlation between savings and investment, is associated with a tendency for the twin deficits (current account and budget deficits) to move together. This relationship is rooted in the idea that high capital mobility allows for external imbalances to reflect domestic fiscal policies more directly.

Given all this background, this study aims to analyze twin deficit and Feldstein-Horioka hypotheses in Tunisia using the annual data during the period of 1980-2022. Our motivation is to provide comprehensive evidence on the potential direct and indirect¹ causal links between current account deficit and budget deficit in Tunisia and then, to provide an empirical investigation to test the direction, sign, and magnitude of the relationship between the two aggregates. Our enquiry is to answer if the budget balance drives the financing of the current account deficit in Tunisia from 1980 to 2022². Moreover, the period considered in this study (1980–2022) covers major economic events and essentially revolution event set in 2011 that shaped Tunisian socioeconomic context. The ultimate goal remains to enlighten policy-makers in their decision-making process and to ensure the current account's deficit sustainability in Tunisia. We follow in this study, a bound testing cointegration approach using an autoregressive distributed lag (ARDL). This kind of procedure is applied to capture the essence of estimation in the short and the long-run between series with a different order of integration (Pesaran, Shin, and Smith (2001)) and can help in identifying the cointegrating vectors. Furthermore, this approach is applicable even if the series are $I(0)$, $I(1)$ or a mix of $I(0)/I(1)$. Unlike the Johansen and Juselius (1990) cointegration test, the ARDL model allows indicating both the short and the long-run relationship between the variables.

In line with earlier studies, our paper takes a close look at how robust is the relationship between current account deficit and budget deficit in Tunisia, but with some differences. Empirical research has predominantly concentrated on developed countries, often overlooking developing economies. As demonstrated by Chinn and Prasad (2003), evidence indicates that the factors influencing the current account can vary significantly between developed and developing nations. Previous studies generally considered MENA and south Mediterranean countries including Tunisia (Khedhiri and Rimel (2005), Furceri and Zdzienicka (2018), El-Khishin and El-Saeed (2021)). With respect to the case of Tunisia, studies that tried to investigate the causal links between current account deficit and budget deficit are very few (Ajili (2007b)) This means that the question remains unresolved. We have studied particularly the Twin Deficits for the Tunisian economy, considered as a developing country, that remains quite poorly explored in the literature. Furthermore, the present study is not limited to investigate the direct relationship between current account and budget deficit, but and for more precision, indirect links through interest rate and exchange rate channels are examined. We extend our analysis by investigating the link between the twin deficits phenomenon and the degree of international capital mobility and the Feldstein-Horioka puzzle. We assess if the degree of capital mobility in Tunisia allows for external imbalances to reflect domestic fiscal policies more directly.

The investigation of such links in Tunisia is thus interesting because budget balance should constitute an important source of current account deficit financing. This allows us to examine, in addition, the link between twin deficits since the good understanding of this relationship is essential given the massive empirical research works focusing on the economic growth enhancing. Relevant findings from the analysis also help the Tunisian government to make deep decisions and judicious economic policies when it has to understand how fiscal

¹ The inclusion of interest rate and exchange rate as intermitting variables in the model can be motivated by the fact that budget deficit alone would not be strong enough to stimulate current account deficit. Indeed, controlling for interest and exchange rates as transmission channels in the analysis enhances the influence of budget deficit on current account deficit. Farhoud and Taleb (2021) show evidence of short and long term impact of monetary policy in current account deficit adjustment in Tunisia

² The choice of Tunisia is motivated by the fact that the relationship between budget deficit and current account deficit has been poorly investigated in the literature for this country, and that the current account deficit is persistant for the last four decades

policy impact external imbalance and vice versa. Second, we set ourselves apart from the previous literature on the causal links between current account deficit and budget deficit in the econometric method. Indeed, we put in advance the powerful ARDL approach correcting for the endogeneity. Consequently, the obtained estimates possess desirable properties and allow making final conclusions. The remainder of the paper is organized as follows. Section 2 presents the literature review. Section 3 presents the methodology used to investigate the causality links between the variables, provides a preliminary analysis of the data, and discusses the empirical results. Given the obtained results, policy implications are provided in Section 4. Section 5 concludes the paper.



The Nexus between Remittances, Growth and Income Inequalities: The case of MENA Economies

Taieb Farhoud HAGER^{1*}, Fatma MABROUK²

¹Associate Professor - Department of Economics – University of Tunis - Laboratoire de Recherche Perspectives et Stratégies de Développement Durable, Ecole Supérieure des Sciences Economiques et Commerciales de Tunis, Tunisie, farhoudhager@yahoo.fr

²Associate Professor - Department of Economics. College of Business & Administration Princess Nourah Bint Abdul Rahaman University. Riyadh, Kingdom of Saudi Arabia, mabrouk.fatm@gmail.com

*Corresponding Author

Abstract : Within the past three decades, remittances have become a vital source of income for multiple households around the world. The current study explores the short and long run socioeconomic dynamics of remittances by assessing their role for both economic development and income disparities reduction in MENA region over the period 1996-2020. A panel autoregressive distributed lag model (ARDL) is used to analyze the impact of remittances on income inequalities and growth. This framework helps in determining both the long and short-run impact of remittances on growth and income inequalities. This mitigates some limitations of previous empirical literature that explains either the short- or long-run effect. Under ARDL framework, results show that there is evidence that remittances have emerged as a powerful tool for addressing the inequality of earnings in MENA in the long run. There is also evidence of short run causality from remittances to economic growth. By providing additional income streams, remittances help mitigate the adverse effects of income inequality, enabling recipients to invest in education, healthcare, and entrepreneurship.

Keywords: Remittances, Income Inequality, Economic Growth, MENA Countries, ARDL Test, Causality.

JEL Classification: F24, D63

Introduction and Motivation

Remittances are crucial income sources for households and countries alike, fostering economic growth and development (IME, 2023). Globally, an estimated 1 billion people rely on remittances, benefiting approximately 800 million recipients annually (IFAD, 2023). These transfers contribute significantly to household welfare, reducing poverty by 4% and enhancing economic stability (Nanziri & Mwale, 2023). For many developing nations, remittances constitute a substantial portion of foreign income (Ratha, 2023), underscoring their pivotal role in socioeconomic dynamics (Gallina, 2008; Levitt & Lamba-Nieves, 2011). In the Middle East and North Africa (MENA), remittances have become a vital income source, alleviating economic disparities and enhancing livelihoods. In 2023, remittance flows to the MENA region totaled \$61 billion, with a projected increase to \$62 billion in 2024 (World Bank, 2024). This growth underscores their critical role as a primary source of external financing, surpassing other inflows like foreign direct investment and official development assistance. The rising dependence on remittances in MENA is largely driven by persistent income inequality. This inequality, characterized by uneven distribution of income among

individuals and households, is a significant obstacle to economic and social advancement in the region. Remittances play a crucial role in mitigating these disparities by offering supplementary income to lower-income groups. Income inequality in MENA is influenced by various factors. Limited access to quality education is a critical issue, as it restricts earning potential (Chaaban & Mansour, 2012). Moreover, formal job opportunities are scarce, leading to high underemployment and reliance on the informal sector, where wages are lower and conditions precarious. Gender disparities are also pronounced, with women facing barriers to formal employment and experiencing wage gaps (Green et al., 2019; Kunz, 2008). Additionally, regional disparities create economic divides, leaving marginalized communities with limited access to resources and opportunities (Skauradssun, 2023). In consideration of the above-enlightened aspects, the current study has the prime incentive of investigating short and long run socioeconomic dynamics and causal interrelationships between remittances, economic growth and income inequalities in MENA economies between 1996 and 2020. The present paper is divided into five main sections. Section 2 reviews relevant literature, Section 3 describes the methodology and data used. Section 4 presents the empirical findings and their interpretations. Finally, the concluding section summarizes key points and suggests policy implications.

This study uses data from 13 MENA economies over the 1996-2020 period. The contribution of this analysis is threefold. Firstly, this empirical analysis differs from previous literature in its methodological approach as it uses a panel time series autoregressive distributed lag (ARDL) model. Hence, the model is data-driven and therefore is appropriate in analyzing the relationship between the variables under study. Through a panel ARDL model the short- and long-run impact of remittances on economic growth and income inequalities are determined. The panel ARDL model is estimated for the full sample and also for two subgroups; one consisting of countries with high average levels of income and the second consisting of those with low average levels of income. Secondly, a sensitivity analysis is carried out to identify whether this relationship changes across time. Finally, this study does not assume a unidirectional causality between variables. Therefore, the Dumitrescu causality test is used to test for bidirectional causality.

An Analysis of The Implementation of IMF Programs: Do Program Design and Political Factors Matter?

Hela Ben HASSINE KHALLADI^{1*}, Fadi FAWAZ²

¹Faculté des Sciences Economiques et de Gestion de Tunis, Hela.benhassine@fsegt.utm.tn

²College of Business, Tennessee State University, USA, ffawaz@tnstate.edu

* auteur correspondant

1. Introduction

Since the 90's, many governments fail to implement policy commitments with international organizations, especially the IMF, as the Fund ties disbursements of the loans to the achievement of structural reforms (conditionality). It was then interesting to scrutinize factors representing obstacles to compliance: are they economic? Political? Are they due to program design? Or due to program implementation? Are they due to IMF? Or due to local authorities?

Non-compliance is problematic (Reinsberg, Stubbs & Kentikelenis, 2021) because it:

- 1-Undermines the ability of the borrower country to achieve macroeconomic stabilization;
- 2-Weakens market confidence in borrowing countries;
- 3- Raises transaction costs by causing frequent renegotiations;
- 4- Generates opportunities for donor influence and staff discretion in decision- making

Research Problem: What are the determinants of compliance failures of IMF programs (Program interruptions) especially after the 2002 conditionality Review by the IMF?

Is Program design still relevant to explain interruptions? Are Country specific economic factors still relevant as well? Is there an increasing role of domestic political economy factors?

2. Large Sample Evidence on Program Implementation: Literature Review on the Determinants of IMF Program Compliance:

<i>Authors</i>	<i>Failure determinants</i>
Bird (2008) Joyce (2006) Stone (2002)	Non-compliance by the borrowing country as marginal costs exceed marginal benefits
Coate & Morris (2006) Drazen (2002) Mayer & Mourmouras (2005)	Anti-reform preferences of special interest groups

Arpac & al (2008)	Political economy factors
Reinsberg, Stubbs & Kentikelenis (2022)	Politically contentious policy prescriptions
Edwards (1989) Polak (1991)	Negative shocks
Dreher, Sturm, & Vreeland (2006) Dreher & al. (2015)	UN Temporary Membership
Killick (1995)	Export base, debt level, size of IMF loan
Mecagni (1999)	External shocks, domestic political economy
Stone (2004)	Level of reserves, exchange rate, short term debt, US aid receipts
Ivanova & al. (2006)	Political stability, bureaucratic quality and executive leadership
Joyce (2006)	Democracy, trade openness, ethnic fractionalization
Dreher (2003) Scartascini & al (2018)	Legislative and Executive elections; past compliance, government spending, short term debt, per capita GDP, left-wing government ideology
Nsouli & al. (2004)	Ethnic tensions, government stability, internal conflict, program duration, loan-quota ratio
Dreher and Jensen (2007) Stone (2004) Copelovitch (2010) Breen (2013)	UN Alignment with USA
Reinsberg, Stubbs & Kentikelenis (2021)	Over- ambitious program design and intra-organizational bargaining within the IMF bureaucracy
Chayes & Chayes (1993) Haggard & Webb (1993)	Inefficient economic policy choices, macroeconomic vulnerabilities, and poor quality of governance
Reinsberg & al. (2019)	Domestic veto players, time-inconsistency problems, and overburden of the public administrations of borrowing countries
Coppedge & al. (2016)	Governance quality

3. Research Design:

Our data cover **294** IMF country-programs (Stand-By Arrangements SBA, Stand-By Credit SBC, Extended Fund Facility EFF, Exetended Credit Facility FCL and Precautionary & Liquidity Line PLL) from **2002 to 2022** for **98 countries**

After excluding ongoing and precautionary programs, 234 programs remain.

3.1. Measuring Implementation:

A perusal of the empirical literature reveals that the interruption of IMF programs can be measured in different ways, particularly:

- The rate of loan disbursement: This is the proxy most widely used in the literature (Examples) and consists of calculating the extent to which the debtor country was able to benefit from the funds promised by the IMF at the time of the board approval. In concrete terms, this is the ratio of funds disbursed to funds allocated at the time of the agreement'. Advantages/ disadvantages;
- The Interruption index: Here "interruption as either an interval of more than six months between IMF arrangements, or a delay of more than six months in completing a program review" (Mecagni, 1999); Non-compliance can also be defined as follows "situations where performance criteria are not met and loans are suspended" (Schadler et al. (1995). "A program is interrupted if its review is not completed by the test date. The schedule of test dates depends on the type of loan facility. There are two types of program interruptions, corresponding to two scenarios following a delayed review. A temporary interruption occurs if the country gets back on track, possibly after renegotiating the schedule of conditions. A permanent interruption occurs if the program does not resume. Both interruptions imply that the borrower loses access to IMF funding."

In this paper, we will use this definition to identify the failures of IMF programmes, as these are the result of the borrowing country's failure to implement the structural reforms discussed at the time of the programme agreement. To identify episodes of interruptions, we used the MONA¹ database compiled by the IMF since 2002. We coded as interruptions programmes whose reviews² were not completed or were completed late (i.e., there was a delay between the review date initially scheduled in the arrangement and the actual review date). This delay varies according to the type of agreement: 90 days for an Stand By Agreement and 180 days for an Extended Fund Facility, Enhanced Structural Adjustment Facility, or Poverty Reduction and Growth Facility program. If the reviews are not resumed after this period, the interruption is classified as permanent and the programme as a failure.

3.2. Program design:

We have followed the definition used by Dreher (2009), Dreher & Jensen (2007) and Stone & Steinwand (2008) according to which the Program Design can be measured by the number of structural conditions³ per year included in a programme. This definition is interesting in that it gives an idea of the depth of the programme and therefore its level of ambition (Reinsberg, Stubbs & Kentikelenis, 2022).

¹ "The Monitoring of Fund Arrangements (MONA) database contains comparable information on the economic objectives and outcomes in Fund-supported arrangements. It tracks the performance of countries in terms of scheduled purchases and reviews, quantitative and structural conditionality, and macroeconomic indicators.

Data are available for most arrangements since 2002 to the present, and are collected at the time of arrangement approval, and following each review. Dissemination of MONA data are made to [imf.org](http://www.imf.org) within a few weeks following Executive Board meetings. This results in a cumulative history of each arrangement from one Board meeting to the next". (Source: www.imf.org)

² Review Type: "Once an arrangement is approved by the IMF Executive Board, program reviews are scheduled on a quarterly or semi-annual basis to evaluate program implementation. The review type of the various stages of a Fund-supported arrangement are identified as: a) Board approval of arrangement, or "No Review" - R0; b) "Review 1" - R1; c) "Review 2" - R2, "Review 3" - R3, etc. When originally scheduled program reviews are missed, the subsequent review is termed a "joint review" as it combines more than one review on a given Executive Board meeting date. Nomenclature examples for joint reviews are: "Jt Review - 1&2" (joint first and second reviews); "Jt Review - 2&3" (joint second and third reviews), etc" (Source: www.imf.org)

³ Only the non-respect of binding conditions, i.e pPrior Actions, Structural Performance Criteria, and Quantitative Performance Criteria, can lead to review delays and IMF program interruption.

3.3. Control variables

Economic variables: Economic variables: Initial economic condition (inflation, growth, Current Account Balance, International Reserves, Policy variables (fiscal deficits, monetary expansion), country's vulnerability to exogenous shocks, Adjustment capacity (level of economic development, trade openness), Level of financing from the Fund, and the ease with which future programs may be negotiated

Political factors: strength of domestic interest groups, political cohesion, degree of democracy, special interest groups or "veto players", Regime durability, corruption, stage of the electoral cycle, powerful leadership

Borrowing countries' domestic political characteristics: the POLITY IV index to measure democratic institutions, the veto player index as a measure of POLITICAL CONSTRAINTS, a binary indicator of LEFT-WING GOVERNMENT ideology, and an index of STATE CAPACITY, dummies for EXECUTIVE ELECTIONS and LEGISLATIVE ELECTIONS and the incidence of CIVIL WAR during program implementation.

Donor influence: UN SECURITY COUNCIL MEMBERSHIP, UN GENERAL ASSEMBLY VOTE ALIGNMENT with the United States, G5 BANK EXPOSURE, ODA per capita

IMF lending history of the borrowing country: FIRST BORROWER, past failure, past peer failure,

Additional dimensions of the IMF program: PROGRAM DURATION, LOAN TO QUOTA ratio, WAIVED, conditions, regional control var)

4. Results and interpretation:

Our research highlights the role of political economy factors in the program's failures.

Surprisingly, **Program design** seems not anymore, a factor increasing the likelihood of IMF programs interruptions (unlike Reinsberg, Stubbs & Kentikelenis, 2021).

However, these results do not mean Conditionality Review is efficient. We used the overall relationship between the depth of conditionality (number of conditions) and program failure **across all countries**. We need to take a case-based approach through a qualitative research (Reinsberg, Stubbs & Kentikelenis, 2021).

Among the large sample regression analyses issues the fact that we don't know the extent to which the qualitative evidence/ case study is consistent with the findings of large sample regression analysis (quantitative analysis). A Quantitative analysis certainly identifies relevant factors, largely defined but will not capture the domestic complexities and idiosyncrasies. Qualitative studies should **complete** quantitative analyses.

To sum up, programs should move beyond technical economics and take into account the political country environment (Arpac & al. 2009), through qualitative studies (in-depth interviews, analytical narratives...).

5. Further Research:

We need to carry on a **series of in-depth interviews** with policy makers, program negotiators, bureaucrats, interest groups and IMF personnel:

- IMF Mission Chiefs and Resident Representatives; Independent Evaluation Office
- Governors of the Central bank of Tunisia
- Ministers of Finance, major reforms, Industry, Development and International Cooperation, Commerce, Labour, Social Affairs
- Workers Unions, Corporate Unions

- Diplomatic and Donor Community
- Political parties
- Civil Society
- Academia, Media, Parliament (Opposition)

These surveys will help us to test the theories of policy implementation and examine to which extent the qualitative evidence is consistent with the findings from large regression analyses.



Macroeconomic Instability and Economic Growth

Messaouda KHEMICI

Maître-assistante, ENSSEA, Alger, Algérie, messaoudakhemici@hotmail.fr

Abstract : The objective of this study is to investigate the impact of macroeconomic instability on economic growth. To this end, we use the averages of some variables for the period 1990-2022, most notably the macroeconomic instability indicators, which are represented by the volatility of term of trade and the volatility of inflation rate ; economic growth and the initial levels of per capita income and human capital. To estimate the cross-sectional growth regressions, the analysis is conducted on a sample of various countries. Our results show that inflation rates volatility and term of trade volatility indicators affect negatively economic growth at the appropriate significance levels. This study is organized as follows. Section 1 provides an introduction of the study. Section 2 discusses the most important ideas investigated in the previous empirical literature. Section 3 presents the econometric model used in the study for the analysis. Section 4 analyzes the results of the estimation. Section 5 concludes the study and presents its recommendations.

Keywords : Macroeconomic Instability ; Growth Rate ; Volatility ; Developing Countries ; Cross-Country.

JELClassification : O4 ; E31; O54; O55; C21; N16; N17.



Cryptomonnaies et controverses monétaires : état des lieux et enseignements pour les politiques monétaires africaines

Fabien Clive NTONGA EFOUA

Enseignant-chercheur, FSEG, Université Yaoundé II, Yaoundé, Cameroun, clivelandeef@gmail.com

1. Contexte, objet et intérêt de l'étude

Vers la mi-Juillet 2023, le Cameroun a annoncé son intention de se doter de capacités techniques et opérationnelles en vue du lancement d'une cryptomonnaie destinée à certaines « dépenses de souveraineté ». Selon les informations officielles, l'objectif d'une telle opération serait d'améliorer la balance des paiements entre le Cameroun et le Nigéria voisin, un des premiers pays africains à avoir lancé une version numérique de sa monnaie (e-naira) ; tout en réduisant leur dépendance vis-à-vis du dollar et de l'euro. Le Cameroun serait alors le deuxième pays de la Communauté Economique et Monétaire de l'Afrique Centrale (CEMAC) à se lancer dans un projet de cryptomonnaie souveraine après la Centrafrique en 2022, sans que la Banque Centrale y soit associée (contrairement à l'e-Naira). La confusion associée à ce projet de *Govcoin*¹ s'ajoute à celle du marché des cryptomonnaies décentralisées dont il en existe actuellement plus de vingt mille.

Il est en effet possible de classer les monnaies numériques en fonction de critères spécifiques ; entre autres, selon : la nature du flux digital (unidirectionnel ou bidirectionnel – Daniel (2009)), la technologie de base (avec ou sans *blockchain* – voir Ntonga Efooua (2023))² ou encore l'algorithme de consensus (preuve de travail ou preuve d'enjeu) – Perrot (2018). Néanmoins, pour des raisons pratiques, dans le cadre de cet article, nous proposons l'émetteur comme principal critère de différenciation des monnaies numériques. Ce critère, qui s'inspire des récentes analyses de la Banque des Règlements Internationaux (BIS (2021, 2022)), permet alors d'en distinguer deux types : les cryptomonnaies décentralisées qui sont émises par le privé d'une part (Bitcoin et consorts) et les cryptomonnaies souveraines qui sont régulées par une autorité de politique économique (administration centrale ou banque centrale) d'autre part. Si les premières sont souvent présentées comme des accélérateurs d'inclusion financière dans le contexte africain en particulier, la littérature est quasi-unanime sur les risques qu'elles font peser sur l'intégrité des relations financières : arnaques, risques de cyberattaques, volatilité, financement de l'économie souterraine (Lakowski-Laguerre et Desmedt (2015), Jabotinsky (2020), Narain et Moretti (2022)). C'est la prise en considération de ces risques qui justifie que plus en plus de pays envisagent de lancer une version numérique de leurs devises.

Au regard du désordre actuel engendré par le marché des cryptomonnaies, ce projet d'article propose de revisiter trois principales controverses monétaires auxquelles les cryptomonnaies (décentralisées ou souveraines) peuvent être associées et de discuter des enseignements pour les politiques monétaires des pays africains pris dans leur généralité. Ces controverses concernent notamment : (i) le statut monétaire du Bitcoin et de ses « avatars », (ii) l'opposition entre les tenants du *free banking* et ceux du *central banking*, (iii) le rôle de l'institut d'émission dans la mise en circulation des cryptomonnaies souveraines.

¹ Les Govcoins sont des monnaies numériques régulées par les autorités de politique économique. Ntonga Efooua (2023) en distingue deux types : les Monnaies Numériques Nationales (MNN) d'une part et les Monnaies Numériques de Banque Centrale (MNBC) d'autre part.

² Une très large majorité des monnaies numériques se base sur la blockchain. Cependant, il en existe qui s'appuient sur l'Internet des Objets (IoT).

L'évocation de ces controverses que l'on croyait dépassées – car s'inscrivant dans des débats de politique économique des années 1970-80 – pourrait surprendre de premier abord. Toutefois, il convient de rappeler que d'un point de vue théorique, la monnaie a toujours été l'un des principaux sujets de controverse en Économie. Par ailleurs, il convient de souligner que, si la question des cryptomonnaies suscite tant de débats, c'est surtout parce qu'elle remet en cause la conception de la monnaie et qu'elle propose un modèle cherchant à se passer des banques. En plus de son intérêt théorique, cet article a donc un intérêt pratique certain : non seulement il présente un état des lieux actualisé sur le marché des cryptomonnaies selon l'émetteur, mais il pose les jalons d'une réflexion qui devrait éclairer la prise de décision des autorités de politique économique ; en vue d'une (future) réglementation / législation du secteur des cryptomonnaies. Il s'inscrit de fait dans les initiatives visant à doter les Banques Centrales d'outils pour la préservation de la stabilité monétaire et financière de manière générale. La pertinence de ce propos est renforcée par le contexte inflationniste actuel, dont la maîtrise relève justement des autorités monétaires.

2. Revue succincte de la littérature

Au-delà des multiples débats que suscite leur démocratisation – et sur lesquels nous reviendrons dans la troisième section –, la multiplication des instruments de paiement numériques recourant à la cryptographie et à la blockchain interpelle les économistes sur leur conception de la monnaie ; en même temps, elle semble remettre en question l'architecture du système bancaire. En effet, leur émission privée et leur circulation dans des réseaux pair-à-pair au sein desquels n'existe théoriquement aucun tiers de confiance désigné contestent l'ordre monétaire fondé sur le crédit et les Banques Centrales. Ci-dessous, sont indiquées les principales controverses sous le prisme desquelles sera menée notre réflexion ; ainsi que leurs implications possibles en termes de politique économique.

• **Cryptoactifs versus cryptomonnaies**

Nous avons précisé plus haut que le *Bitcoin* et les *Altcoins* (y compris les *Stablecoins*) ne sont pas des monnaies comme les autres. Mais qu'est-ce qu'une monnaie ? Peut-on considérer le *Bitcoin* et ses « avatars » comme de la monnaie ? Rappelons que, dans la théorie économique, une monnaie est une institution sociale qui s'impose comme préalable à toute représentation des échanges marchands. Depuis Aristote (384-322 av. J.-C.), elle se définit par rapport à ses fonctions : unité de compte (ou étalon de valeur), intermédiaire des échanges et réserve de valeur (ou norme de paiement différé).

Auteurs à convoquer dans la discussion : (1) Ceux qui penchent pour le vocable : « cryptoactifs » : Lakomski-Laguerre et Desmedt [2015], Valence [2019], Lakomski-Laguerre [2020], Aglietta et Valla [2021], Adrian et Weeks-Brown [2021] – (2) Ceux qui penchent pour le vocable : « cryptomonnaies » : Mishkin [2004], Perrot [2021], Gouvernement français d'E. Borne par recours au 49.3 [2023]. (3) Risques de cyberattaque, financement d'une économie parallèle et volatilité : Benigno [2021], Sockin et Wei Xiong [2020]. Position intermédiaire : Département du Trésor Américain (United States Department of the Treasury [2013]) selon qui le Bitcoin et ses avatars sont « des moyens d'échange qui fonctionnent comme une monnaie dans certains environnements, mais qui n'ont pas tous les attributs d'une monnaie au sens réel du terme ». → Redéfinition de la notion de monnaie : différenciation entre la fonction d'intermédiaire des échanges et celle de moyen de paiement → Nécessité de régulation.

• **Free banking versus Central banking**

Le développement des cryptomonnaies s'est fait en réaction à la crise financière de 2007-2008, à savoir : les excès de dettes, une financiarisation trop poussée, la spéculation et l'instabilité qui ont jeté le discrédit sur le système bancaire et le monde de la finance au sens large. Ce discrédit s'est alors traduit par la volonté de contourner le système bancaire au moyen d'un instrument sur lequel celui-ci n'aurait aucun contrôle (Nakamoto [2009]). Ce projet présente de fortes similitudes avec celui proposé par Hayek [1976]. Ce dernier entrevoyait la possibilité de fonder un ordre monétaire solide sur les vertus de la concurrence et du marché libre. L'on reconnaît aisément dans cette posture la doctrine libérale du *free banking* que l'on oppose

généralement à celle du *central banking* (Aglietta [1992]).

Auteurs à convoquer dans la discussion : (1) Risques de surémission (instabilité monétaire) : Figuet et Kauffmann [1998], Jaramski [2015], (2) Technologie énergivore et risques sur l'environnement BIS [2018], Krugman [2022]) → Scénarios possibles (à contextualiser) : cryptomonnaies de gros/ cryptomonnaies de détail.

• Govcoins versus MNBC

L'actualité relative à l'évolution des instruments de paiement basés sur la blockchain et la cryptographie est riche en rebondissements. En ce qui concerne les pays africains, plusieurs en ont interdit l'utilisation ; soit de manière absolue, soit de manière implicite. En revanche, le Nigéria – un des pays comptant le plus grand nombre d'utilisateurs de Bitcoins au monde avec près de 400 millions de Dollars échangés en 2020 – a annoncé le lancement d'une version numérique de sa monnaie : l'*e-Naira*, en Octobre 2021. Moins de trois mois après avoir adopté le Bitcoin comme monnaie officielle au même titre que le CFA, la Centrafrique a officiellement lancé son projet de monnaie numérique : le *Sango Coin*. Contrairement à l'*e-Naira*, cette cryptodevise (*Govcoin*) ne sera pas émise par une Banque Centrale (Monnaie Numérique de type Banque Centrale- MNBC), puisque la Centrafrique n'en dispose pas de facto et que la BEAC (Banque Centrale des États de l'Afrique Centrale, institut communautaire) ne prend pas part à ce processus pour le moment. L'intérêt de la discussion est relancé dans le contexte inflationniste actuel, une problématique que l'on pensait dépassée mais qui est de nouveau d'actualité avec ses corollaires : la planche à billet et l'indépendance des Banques Centrales.

Auteurs à convoquer dans la discussion : Risques inflationnistes et indépendance de la banque centrale : Cukierman et al. [1992], Alesina et Summers [1993], Walsh [2010], Bech et Garratt [2017], Wachtel et Blejer [2020], Cunha et al. [2021] ; (2) Dépendance vis-à-vis de Bigtech : Kotovskaia et Meier [2022] → Enjeu : autonomie de l'émetteur de la cryptomonnaie.

Ebauche bibliographique

1. Adrian, T., Weeks-Brown, R. (2021). Cryptoassets as national currency? a-step-too-far, <https://www.imf.org/fr/News/Articles/2021/07/26/blog-cryptoassets-as-national-currency-a-step-too-far>, World Bank.
2. Aglietta, M., Lakomski-Laguerre O. (2022). Les cryptomonnaies en plein essor : les banques centrales lèvent leurs boucliers !, *L'économie mondiale*, pp. 103-117.
3. Aglietta, M., Valla N. (2021). *Le Futur de la monnaie*, Odile Jacob.
4. Aglietta, M. (1992). Genèse des banques centrales et légitimité de la monnaie, *Annales*.
5. Alesina, A., and Summers L.H. (1993). Central Bank Independence and Macroeconomic Performance: Some Comparative Evidence, *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 25 (2), pp. 151-162.
6. CADTM – Comité pour l'Annulation de la Dette du Tiers Monde (2018). Le Petro et le labyrinthe économique vénézuélien, par Lenin Bandres, https://www.cadtm.org/spip.php?page=imprimer&id_article=15990, 22 Mars.
7. Bech, M., Garratt, R. (2017). *Des cryptomonnaies émises par les banques centrales ?*, Rapport trimestriel BRI, Septembre.
8. Benigno P. (2021). Monetary Policy in a World of Cryptocurrencies, <https://benigno.ch/wp-content/uploads/2021/03/Bitcoin-060321-1.pdf>.
9. BIS – Bank for International Settlements (2022). Prudential treatment of cryptoasset exposures, Basel Committee on Banking Supervision, <https://www.bis.org/bcbs/publ/d545.pdf>, Décembre.
10. BIS – Bank for International Settlements (2021). CBDCs: an opportunity for the monetary system, *BIS Annual Economic Report*.
11. Cukierman A., Webb S. B. and B. Neyapti (1992). Measuring the Independence of Central Banks and Its Effect on Policy Outcomes, *World Bank Economic Review* 6 (3): 353–98.
12. Cunha, P.R., Melo, P., Sebastião, H. (2021). From Bitcoin to Central Bank Digital Currencies: Making

- Sense of the Digital Money Revolution, *Future Internet*, 13, 165. <https://doi.org/10.3390/fi13070165>.
13. Daniel, J-M. (2019). Crypto-monnaies : leurs fonctions, leurs dangers : Crypto-monnaies ou cryptoactifs ?; Dans : Thierry de Montbrial, éd. Ramses 2019 : *Les chocs du futur* (pp. 284-287), Paris : Institut Français des Relations Internationales. <https://doi.org/10.3917/ifri.demon.2018.01.0284>.
 14. FMI – Fonds Monétaire International (2021). *Rapport sur la stabilité financière dans le monde*, <https://www.imf.org/fr/Publications/GFSR/Issues/2021/10/12/global-financial-stability-report-october-2021>;
 15. Hayek (Von), F. (1976). *Denationalization of Money- The Argument Refined. An Analysis of the Theory and Practice of Concurrent Currencies*, London, The Institute of Economic Affairs, 3rd edition, 1990.
 16. Mishkin, F. (2004). *The Economics of Money and Financial Markets*, Pearson, 7th edition.
 17. Nakamoto, S. (2009). *Bitcoin : un système de paiement électronique pair-à-pair*, Traduction française de bitcoin.org/bitcoin.pdf par Arnaud-François Fausse, accessible via https://blog.octo.com/wp-content/uploads/2016/01/bitcoin_fr.pdf.
 18. Perrot, E. (2021). Enjeux anthropologiques et politiques des cryptomonnaies, *Études*, pp. 55- 64, Avril.
 19. Perrot, E. (2018). Les cryptomonnaies, *Études*, pp. 41-52, Juin.
 20. Valence, A. (2019). Les cryptomonnaies sont-elles vraiment décentralisées ? : quelques leçons de l'écosystème bancaire, *Revue d'économie financière*, 133 (1), pp. 285-300.
 21. Wachtel, P., Blejer, M.I. (2020). A Fresh Look at Central Bank Independence, *Cato Journal*, 40, 105-130, <https://www.cato.org/sites/cato.org/files/2020-02/cj-v40n1-7.pdf>.
 22. Walsh, C.E. (2010). Central Bank Independence, In: Monetary Economics, *The New Palgrave Economics Collection*, Palgrave Macmillan, Durlauf, S.N., Blume, L.E. (eds), London.