

## LE CHOIX D'UN RÉGIME DE CHANGE DANS LES ÉCONOMIES EN TRANSITION

Sophie BRANA\* et Dalila CHENAF-NICET\*\*

***Résumé** - La question du régime de change se pose dans les pays d'Europe centrale et orientale (PECO) dans la perspective de l'adhésion à l'Union européenne. De nombreux auteurs, en se basant sur la théorie des zones monétaires optimales, préconisent une adhésion rapide à l'UEM. Nous montrons cependant que si une politique de change fixe a pu être utile en début de transition pour briser les anticipations inflationnistes, une telle politique n'apparaît pas tenable, ni souhaitable, dans une perspective de croissance des PECO. Le besoin de rattrapage économique et la contrainte extérieure (réelle et financière) nécessitent en effet la pleine utilisation des instruments de la politique économique et une certaine souplesse du taux de change.*

**Mots-clés** - RÉGIMES DE CHANGE, PECO, ZONES MONÉTAIRES OPTIMALES.

**Classification du JEL** : F3, P.

Article issu d'une communication présentée au XVII<sup>èmes</sup> Journées de l'Association Tiers-Monde, Colloque "Intégration régionale et développement", CEREFI, Université d'Aix-Marseille III, Aix-en-Provence, 30-31 mai 2001.

---

\* LARE-efi, Université Montesquieu-Bordeaux IV, Avenue Léon Duguit, 33608 Pessac.

\*\* CATT-EREMI, Université de Pau-Bayonne, 29 rue du comte de Cabarrus, 64100 Bayonne.

Pour les pays d'Europe centrale et orientale (PECO) ayant demandé leur adhésion à l'Union européenne (UE), se pose la question du choix du régime de change pendant la phase de transition et de l'éventuelle adhésion à l'UEM. Parmi les critères d'adhésion, deux concernent directement et indirectement la politique de change : (i) les pays doivent adhérer au SME bis et éviter les dévaluations de grande ampleur<sup>1</sup> ; (ii) ils s'engagent à libéraliser les mouvements de capitaux. La politique de change a donc une influence directe sur l'adhésion européenne ; elle a également une influence indirecte à travers l'obtention de taux d'intérêt et de taux d'inflation bas.

La plupart des études qui se basent sur la théorie des zones monétaires optimales aboutissent à la conclusion que l'adhésion rapide des PECO à l'UEM doit être favorisée. L'argumentation repose sur les avantages des changes fixes, dans des pays déjà fortement économiquement et financièrement intégrés à l'Europe, tandis que le risque de chocs asymétriques apparaît négligeable.

Nous montrons cependant que si, d'un point de vue conjoncturel, une politique de change fixe a pu être utile en début de transition pour briser la spirale inflationniste on ne peut se limiter à une telle analyse de court terme. Le problème des PECO n'est pas seulement de faire face à d'éventuels chocs asymétriques, mais de se baser sur une trajectoire de croissance soutenue de long terme. Compte tenu de leur retard économique, les PECO ont besoin d'atteindre des taux de croissance élevés sur une longue période, dans une perspective de rattrapage des niveaux de vie ouest-européens, ce qui nécessite la pleine utilisation des politiques économiques existantes et justifie une certaine souplesse du taux de change<sup>2</sup>.

## **1. UNE POLITIQUE DE CHANGE AU SERVICE DE LA STABILISATION PUIS DE L'ÉQUILIBRE EXTERNE**

Si, conformément à la théorie, l'ancrage du taux de change a pu être utile, en début de transition, pour briser la dynamique inflationniste, les économies en transition ont pour la plupart adopté par la suite des politiques de change plus souples, au service de l'équilibre extérieur.

### **1.1. Une politique d'ancrage par le change à court terme**

L'ancrage du taux de change a une double utilité dans la politique de stabilisation. Tout d'abord, le taux de change a une influence causale directe sur

---

<sup>1</sup> Le taux de change doit être maintenu pendant au moins deux ans dans une bande de fluctuation de +/- 15 % vis-à-vis de l'euro.

<sup>2</sup> Les autres critères de convergence, tels que le solde budgétaire ou la dette publique, ou les impératifs de libéralisation des flux commerciaux et financiers, risquent également de fortement contraindre l'objectif de rattrapage.

l'inflation. Dans les pays fortement inflationnistes, la dépréciation continue du taux de change est la cause essentielle de la dynamique inflationniste, alors que la masse monétaire, le budget ou les salaires ne viennent qu'ensuite (Helpman et Leiderman, 1988).

Le taux de change a également un impact indirect sur l'inflation à travers son effet disciplinaire et de crédibilité. L'expérience des pays à forte inflation montre que la fixation d'un objectif intermédiaire dans le cadre de la politique monétaire, sur lequel peuvent se baser les anticipations, est une nécessité. Parmi les différents objectifs intermédiaires possibles, le taux de change offre un signal clair et direct de la volonté des autorités monétaires de s'imposer une discipline financière car il est un prix clé de l'économie, facilement observable par tous, sur une base journalière. L'engagement de change serait également un instrument de discipline budgétaire, son respect empêchant les autorités d'utiliser la création monétaire ou la taxe d'inflation comme source de revenus.

Parallèlement, la fixité du change évite les besoins institutionnels complexes des ancrages alternatifs (facteurs de crédibilité, infrastructures financières...). Le change présente ainsi de nombreux avantages par rapport aux agrégats de monnaie. Pour Cukierman (1990), le taux de change doit d'autant plus être utilisé comme instrument temporaire de stabilisation que l'économie est habituée à l'inflation – ce qui se traduit par une forte sensibilité des prix aux variations de change, un système d'indexation étendu (qui ralentit l'influence de la politique monétaire sur les prix) et par une demande de monnaie élastique à l'inflation. En outre, dans un contexte d'inflation, l'incertitude la plus forte concerne la demande de monnaie (Fischer, 1986). En période de désinflation, l'agrégat monétaire devient instable car la demande de monnaie de transaction tend à augmenter avec la baisse de l'inflation anticipée. Si le taux de change est flottant et que l'objectif intermédiaire est un agrégat de monnaie, les taux d'intérêt montent, appréciant la monnaie au détriment de la compétitivité. Un objectif monétaire flexible sera ainsi préférable pour accommoder la demande de monnaie dans la phase de stabilisation.

A court terme, les politiques de stabilisation basées sur le change se révèlent être, d'après les études empiriques, un succès dans les pays à inflation chronique. Tous les pays ayant mis en place avec succès une politique de stabilisation en situation d'hyperinflation ou de forte inflation ont utilisé l'ancrage nominal par le change (Bruno, 1993). Des études plus récentes confirment qu'en moyenne l'inflation a été plus faible et moins volatile dans les pays à taux de change fixe (Edwards, 1993 ; Ghosh et al., 1997 ; FMI, 1997), mais que les taux de croissance moyens sont plus élevés dans les pays à taux de change flexible (FMI, 1997).

Ces études empiriques, qui comparent généralement la performance moyenne d'inflation de deux groupes de pays, ceux ayant adopté l'ancrage par le

change et ceux ayant opté pour un flottement, pose cependant problème. Tout d'abord, elles négligent l'expérience des pays ayant adopté un change fixe mais ayant été contraint de l'abandonner du fait d'une perte de compétitivité, entraînant l'échec de la discipline financière. Les performances macro-économiques peuvent ainsi être faussement attribuées, en cas de changement de régime de change, au nouveau régime. Edwards (1993) parle d'un "biais de survie" qui consiste à ne conserver dans le groupe des changes fixes que les pays les plus performants, tandis que la forte inflation générée par l'effondrement du régime de change est ensuite injustement attribuée au régime de flottement (Edwards et Savastino, 1999). Ces auteurs reprochent en outre aux études d'assimiler régime de change officiel et régime effectif, ce qui peut poser des problèmes de classification. Un autre problème tient au caractère disparate des différents pays regroupés au sein de mêmes groupes, pays qui recouvrent des expériences diverses<sup>3</sup>. Enfin, se pose un problème de causalité et d'endogénéité du choix du régime de change : est-ce que les changes fixes ont induit une plus grande stabilité des prix ou est-ce la plus grande stabilité des prix qui a permis le maintien de taux fixes<sup>4</sup> ?

Les différents arguments en faveur de l'ancrage nominal par le change sont apparus particulièrement pertinents pour les PECO à la date de libéralisation des prix. L'ancrage par le change visait à prévenir le déclenchement d'un processus cumulatif de hausse des prix et la formation d'anticipations inflationnistes auto-réalisatrices alors que, parallèlement, les risques d'instabilité inhérents à tout régime de change flottant étaient aggravés par les conditions propres à la transition (Asselain, 1993).

Deux autres caractéristiques structurelles des pays de l'Est favorisaient l'ancrage par le change. Tout d'abord, le choix d'un ancrage par le change pouvait se justifier en raison des difficultés de suivi et de mesure de l'ancre monétaire alternative. Non seulement, la vitesse de circulation de la monnaie est rendue très instable par les changements structurels de la transition, mais la notion même de monnaie est difficile à cerner. Une part importante des encaisses liquides (dont le montant est probablement sous-estimé) est détenue sous forme de billets et de devises. Seuls ces actifs représentent une pure encaisse de transaction car les dépôts détenus dans les banques ne sont pas mobilisables rapidement, du fait de la quasi-absence de monnaie scripturale. L'agrégat M2 représentait de fait, en début de transition, l'intégralité des placements financiers disponibles pour les agents non financiers. Dans ce contexte, le lien entre instruments de la politique monétaire et agrégats est incertain. En outre, les

---

<sup>3</sup> Cooper et al. (1993) obtiennent par exemple des résultats différents au sein d'un même groupe de pays selon le degré de mobilité des capitaux. De même, les résultats positifs d'Edwards (1993) sont nuancés quand on tient compte de l'histoire inflationniste de chaque pays.

<sup>4</sup> Selon l'analyse empirique de Hamann (1999), le choix de l'ancre nominale est en lui-même un phénomène endogène.

délais relativement longs d'obtention des données relatives aux agrégats (entre trois et sept mois selon les pays) nuisent à l'efficacité de la politique monétaire et à la crédibilité du signal.

Le second élément qui favorisait le change comme objectif intermédiaire dans les PECO est le degré élevé de substitution monétaire. La théorie montre que fixer le taux de change par rapport à la devise qui est le substitut principal de la monnaie domestique se révèle préférable pour établir la crédibilité initiale et minimiser l'impact récessif de la stabilisation des prix (Calvo et Végh, 1994). L'élasticité de la substitution monétaire détermine l'ampleur de la récession qui peut résulter d'une stabilisation basée sur le suivi d'agrégats monétaires. Plus celle-ci est élevée, plus grande sera la baisse de la demande de devise et le resserrement de liquidité, et plus prononcée sera la récession. En outre, en présence de substitution monétaire, les anticipations jouent un rôle plus important dans la détermination du taux de change et le rendent plus volatil car plus sensible aux différents facteurs affectant l'offre et la demande de monnaie. Calvo et Végh (1994) concluent que si l'élasticité de substitution est forte entre la demande de monnaie domestique et la demande de devises, ce qui est le cas après plusieurs années de forte inflation, le système sera à la dérive, sans ancre nominale, si le change est flottant<sup>5</sup>.

Parmi les PECO, la Pologne et l'ex-Tchécoslovaquie ont choisi une politique de parité fixe du change à la date de transition, tandis que la Hongrie optait pour une parité ajustable. La Roumanie et la Bulgarie, confrontées à des réserves de change insuffisantes ou à la faiblesse des fonds que les organismes internationaux pouvaient mettre à leur disposition, ont suivi quant à elles un régime de flottage (tableau n° 1).

**Tableau n° 1 : Évolution du régime de change dans les PECO**

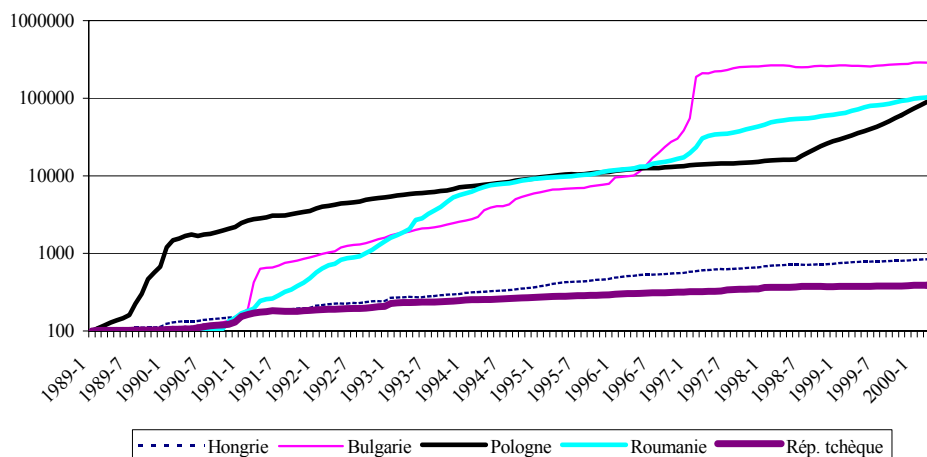
	Currency board	Change fixe	Bande étroite de fluctuation	Bande large de fluctuation	Flottage géré	Flottage libre
Pologne		1/1/90	14/10/90	1/10/92		12/04/00
Hongrie		05/91 Parité ajustable	13/12/94* Parité glissante	1/01/00 +/-15 % / euro		
Rép. tchèque		05/92		28/02/96	27/05/97	
Bulgarie	01/07/97					02/91
Roumanie					01/96	11/91

\* Parité glissante pré-annoncée depuis le 16 mars 1995.

<sup>5</sup> Cependant, un régime de change flottant peut rester préférable si les chocs réels dominent (Berg et Borensztein, 2000).

La situation inflationniste des pays n'ayant pas fixé leur change apparaît davantage dégradée, l'ancrage nominal ayant eu plus de mal à s'effectuer par rapport aux pays ayant géré leur monnaie (graphique n° 1).

**Graphique n° 1 : Évolution de l'indice des prix à la consommation dans les économies en transition (échelle logarithmique, base 100)**



Source des données : Datastream, données mensuelles.

De simples tests de causalité semblent confirmer le lien entre régime de change et inflation : les variations du taux de change causent l'inflation au sens de Granger dans les pays n'ayant pas ancré leur monnaie, alors qu'aucune causalité ne se dégage dans les autres.

**Tableau n° 2 : Test de causalité de Granger à trois degrés de liberté : taux de variation du taux de change vers le taux d'inflation**

Bulgarie 1991(7)-2000(5)	Hongrie 1991(6)-2000(5)	Pologne 1991(6)-2000(4)	Rép. tchèque 1992(6)-2000(5)	Roumanie 1991(11)-2000(5)
4,8106**	1,6767	0,37028	2,1299	4,1467**

Les variables sont  $I(0)$ . \*\* significatif à 1 %.

Source des données : Datastream, données mensuelles.

Fischer et al. (1996) montrent à partir de vingt-cinq économies en transition que la croissance a été plus élevée et l'inflation plus basse dans les pays ayant fixé leurs taux de change. Pour Sachs (1997) également, le taux de change fixe a été l'élément clé du programme de stabilisation dans les PECO. L'implication du régime de change dans la désinflation reste cependant un sujet controversé, notamment si l'on tient compte des stabilisations plus récentes,

postérieures à 1993. Pour de nombreux auteurs, dont Budina et van Wijnbergen (1997) ou Begg (1998), le régime de change n'a pas été déterminant. Cottarelli et Doyle (1999) constatent que les deux tiers des cas de stabilisation réussies entre 1993 et 1997 dans les vingt-huit économies en transition recensées se sont effectuées en régime de change flottant. Pour ces auteurs, les stabilisations récentes ont été possibles sans recours au change car l'inertie d'inflation était plus faible qu'en Pologne ou en Hongrie.

A moyen terme, de nombreux problèmes ne manquent pas de se poser dans une stratégie basée sur le change, qui font que cette politique n'est pas nécessairement tenable et les PECO n'ont pas échappé à ces contraintes.

### **1.2. Des objectifs de change plus souples au service de l'objectif commercial à moyen terme**

L'expérience des pays d'Amérique latine ayant instauré une stabilisation basée sur le change montre que l'inflation ne converge que de manière lente vers le taux d'inflation étrangère, du fait d'une certaine viscosité des salaires et des prix (liée à la lente émergence de la crédibilité), ce qui produit une appréciation réelle soutenue de la monnaie nationale et détériore le compte courant et la balance commerciale. Calvo et Végh (1994) étudient l'expérience de onze programmes de stabilisation basés sur le change dans des pays connaissant une inflation chronique. Ils montrent que tous ont connu une appréciation réelle cumulative de leur monnaie (de 4,6 % à 48,2 %), huit d'entre eux ayant eu une appréciation réelle supérieure à 20 %. En outre, neuf des onze pays ont subi une détérioration de leur balance commerciale et du compte courant. Pour le FMI (1997), les pays ayant une stratégie d'ancrage observent des déficits du compte courant plus importants que les pays plus flexibles, ce qui s'explique par une dégradation de leur compétitivité. Les pays ancrés sur une devise ont en effet connu des taux de change réels constants entre 1980 et 1996, les pays ancrés sur un panier de devises une dépréciation réelle de 14 %, tandis que cette dernière a été en moyenne de 55 % sur la même période pour les monnaies en flottement libre.

Les déficits du compte courant sont initialement financés par des entrées de capitaux, favorisées par le retour de la confiance des investisseurs, par des taux d'intérêt plus élevés et l'anticipation du maintien du régime de change fixe. Les pays deviennent dépendants des marchés de capitaux internationaux et vulnérables aux retournements de flux, tandis que les mouvements cycliques des capitaux spéculatifs provoquent d'importantes variations des agrégats internes de monnaie ou des taux d'intérêt. Le double problème de l'appréciation du taux de change réel et du déficit extérieur pose la question de la crédibilité de l'engagement de change, ce qui provoque, à terme, un retournement des anticipations et aggrave la dégradation de la balance des paiements (FMI, 1997).

En général, et quelles que soient les caractéristiques des pays, l'ancre par le change est à terme un échec. Ainsi, si le taux de change se révèle être l'ancre clé du processus de stabilisation dans un premier temps, le système doit ensuite être rendu plus flexible, une fois une certaine crédibilité instaurée, dans le but de maintenir la compétitivité extérieure. Pour Berg et al. (2000), la clé du succès est de savoir quand abandonner un régime de change non tenable, à un coût économiquement faible. Pour Edwards (1996) ou Sachs (1997), l'ancre ne doit durer qu'un ou deux ans, pendant les premières étapes de la stabilisation. Klein et Marion (1997) observent, à partir de 187 régimes de change fixe en Amérique latine, qu'environ la moitié des ancrages sont abandonnés en moins d'un an, la durée moyenne étant de dix mois. La probabilité d'abandon de tels régimes augmente avec le degré d'appréciation du taux de change réel et le degré d'ouverture de l'économie, ce qui suggère une influence forte de la compétitivité extérieure. Entre 1985 et 1992, tous les pays qui sont passés à un régime de flottement libre l'ont fait en réponse à de sérieuses difficultés de balance des paiements (FMI, 1997).

Tous les pays en transition, à l'exception de la Roumanie, ont connu sur l'ensemble de la période une appréciation du taux de change réel. En Bulgarie, celle-ci provient de la très forte sous-évaluation du taux de change à la date de convertibilité, ce dernier convergeant vers l'équilibre<sup>6</sup>. En Pologne, Hongrie et République tchèque, Roubini et Wachtel (1998) montrent que l'appréciation du taux de change réel s'explique par l'ancre du taux de change nominal dans un contexte de viscosité des prix et des salaires et par les fortes entrées de capitaux induites. Ils montrent également que, dans ces pays, l'appréciation du taux de change réel explique la perte significative de compétitivité et la dégradation du compte courant. Pour cela, Roubini et Wachtel adoptent une approche au cas par cas, en étudiant la composition des balances des paiements, dans des pays ayant absorbé le choc de la transition.

Les graphiques donnés en annexe montrent le lien étroit qui existe entre l'évolution du taux de change réel effectif et le solde de la balance commerciale, bien qu'il soit difficile d'en déduire des liens de causalité dans des pays ayant été soumis à d'importants chocs de prix relatifs, de termes de l'échange et de flux commerciaux. Le lien apparaît étroit dans les pays ayant adopté une politique de gestion active de leur taux de change (Pologne, République tchèque et Hongrie) alors qu'il est moins net dans les pays ayant laissé fluctuer leur monnaie (Bulgarie et Roumanie).

---

<sup>6</sup> Selon Krajnyak et Zettelmeyer (1998), les salaires en dollars étaient environ à 50-60 % de leur niveau d'équilibre au début de la transition en Hongrie, 30 à 40 % en République tchèque, Pologne et Roumanie et 10 à 20 % en Bulgarie. Ces pourcentages étaient en 1995 de 70-80 % en Hongrie, 65-75 % en Pologne, 55-65 % en République tchèque, 40-45 % en Roumanie et 35-40 % en Bulgarie.



Les tests de causalité semblent confirmer le lien entre évolution du taux de change réel et solde commercial, particulièrement dans les pays ayant adopté un ancrage nominal.

**Tableau n° 3 : Test de causalité de Granger à trois degrés de liberté : taux de variation du taux de change réel effectif vers le solde commercial**

Bulgarie 1995(5)-2000(3)	Hongrie 1993(5)-2000(5)	Pologne 1993(4)-2000(3)	Rép. tchèque 1993(4)-1997(6)	Roumanie 1991(11)-2000(4)
0,28125	2,7032*	5,756**	6,9161**	1,9525

Les variables sont I(0). \* significatif à 5 %. \*\* significatif à 1 %.

Source des données : Datastream, données mensuelles.

La Hongrie et la Pologne, malgré des politiques de change différentes, ont été toutes deux confrontées à une appréciation réelle de leur change au début de la transition peu compatible avec l'équilibre de leur balance commerciale. En raison de la perte de compétitivité induite par le régime de change (passage entre 1990 et 1991 d'un excédent de 0,8 milliards à un déficit de 2,1 milliards, tandis que le taux de change réel s'appréciait de 35 %), la Pologne a renoncé au bout de trois mois au régime de change fixe. Pour la même raison, la Hongrie est passée, au milieu des années quatre-vingt-dix, d'un régime de parité ajustable à un régime de parité rampante pré-annoncée (le taux de change réel effectif s'étant apprécié de plus de 55 % entre début 1993 et décembre 1994). Le choix d'une dépréciation "passive", dont l'objectif est de conserver le change réel fixe<sup>7</sup>, vise clairement, dans ces deux pays, à maintenir la compétitivité externe (Kopits, 1999).

Pour Masson (1999), l'abandon du change fixe en République tchèque a plutôt été provoqué par les fortes sorties de capitaux. Le rôle des mouvements de capitaux dans le changement du régime de change se retrouve également en Pologne. Les accords de renégociation de la dette en 1994 ont augmenté la notation internationale de ce pays. Dans un contexte de libéralisation des flux, les entrées de capitaux ont accéléré en 1995, obligeant la Banque centrale d'abord à stériliser puis à élargir la bande de fluctuation du zloty. La défense de la parité s'est révélée inefficace et coûteuse (environ 0,8 % du PIB). En Hongrie de même, les flux de capitaux sont devenus très sensibles au différentiel de taux d'intérêt pendant la période de parité rampante à bandes étroites de fluctuation. Cette tendance reflète la confiance croissante des investisseurs internationaux et la libéralisation partielle des mouvements de capitaux. La conséquence est que, jusqu'à la mi-1998, le forint a toujours été proche de son plafond, obligeant la Banque centrale à de nombreux achats de devises et opérations de stérilisation.

<sup>7</sup> Et non pas à gérer une appréciation réelle de la monnaie dans une optique de désinflation comme dans les stratégies de dépréciation "active".

Le maintien de la compétitivité externe apparaît particulièrement important dans les PECO, notamment en raison du besoin de financement du rattrapage économique, ce qui pourrait conditionner la politique de change à long terme.

## **2. LE NÉCESSAIRE RATTRAPAGE ÉCONOMIQUE IMPOSE UNE ANALYSE EN TERMES DE TAUX DE CHANGE RÉEL**

En prévision de la future adhésion des PECO à l'UE et en conformité avec les critères de la théorie des zones monétaires optimales, de nombreux auteurs préconisent un ancrage nominal rapide à l'euro (Bénassy-Quéré et Lahrière-Révil, 1998 ; Boone et Maurel, 1999) (2.1). Cependant, l'objectif de long terme des PECO étant le rattrapage économique des pays de l'Union européenne, celui-ci nécessite que soient atteints des taux de croissance élevés et durables. Dans ce contexte, la fixité nominale pourrait se révéler coûteuse en termes de croissance et un objectif de taux de change réel peut sembler préférable (2.2).

### **2.1. L'ancrage nominal par le change en termes de zones monétaires optimales**

La théorie des zones monétaires optimales est souvent utilisée pour proposer aux pays de l'Est un ancrage nominal par le change vis-à-vis de l'euro. L'intérêt serait, pour ces pays, double. Tout d'abord, l'ancrage à une monnaie forte du système international leur permettrait de lutter contre l'inflation et de converger vers les critères de Maastricht, ensuite de supprimer tout risque de change dans les relations commerciales et financières sans cesse grandissantes entre ces deux blocs économiques.

Cependant, selon la théorie des zones monétaires optimales, les pays ayant comme objectif, à moyen terme, de stabiliser leur croissance et naturellement d'intégrer une zone monétaire, doivent respecter les critères de Mundell (1961), de McKinnon (1963), de Kenen (1969) et de Cooper (1997) s'ils désirent abandonner tout ajustement par le change. Ces critères peuvent être regroupés en deux catégories<sup>8</sup> : ceux qui insistent sur l'intérêt des pays à adopter des changes fixes vis-à-vis de la monnaie d'une zone de référence et ceux qui indiquent la capacité des pays à tenir des changes fixes, c'est-à-dire leur capacité à répondre aux chocs adverses sans passer par un ajustement par le change.

Dans les deux cas, il apparaît que l'intérêt et la capacité des PECO à maintenir des taux de change fixes vis-à-vis de l'euro sont limités.

---

<sup>8</sup> Le critère de Cooper (1997) ne sera pas discuté ici car nous considérons, en référence à la typologie de Bourguinat (1999), que les accords d'association ainsi que les demandes d'adhésion constituent la preuve d'une convergence négociée et du désir des PECO d'homogénéiser leurs préférences à celle de l'UE.

### 2.2.1. L'intérêt limité des pays de l'Est à maintenir des taux de change fixes

Pour McKinnon (1963), une économie ouverte, c'est-à-dire une économie dont le rapport des biens échangeables internationalement sur le PNB est élevé, supportera une forte instabilité des prix en changes flexibles, qui ne pourra être réduite qu'au prix d'un sous-emploi. En effet, toute variation du change sera rapidement incorporée dans le niveau des prix domestiques à travers les coûts. De même, la forte concentration des échanges d'un pays vis-à-vis d'un partenaire commercial le rend très sensible aux variations monétaires. En cas de déficit de la balance des paiements, la dépréciation du change place l'économie dans le traditionnel cercle vicieux dépréciation-inflation-dépréciation. Il est donc préférable pour elle de mener une politique budgétaire ou monétaire restrictive que d'avoir recours à l'ajustement par le change. Ce critère semble d'autant plus s'appliquer aux petites économies dont les échanges extérieurs sont concentrés sur un petit nombre de partenaires, car elles sont généralement plus ouvertes en termes d'échanges de biens (Argy et De Grauwe, 1990) et de capitaux (Ingram, 1973).

Les PECO, économies de relativement petite taille, présentent à la fois des degrés d'ouverture élevés qui n'ont cessé de croître depuis le début de la transition et une forte concentration des échanges vis-à-vis de la zone euro. On observe ainsi en 1998 des taux d'ouverture autour de 100 % pour la République tchèque, la Hongrie et la Bulgarie et de 55 % pour la Roumanie et la Pologne, ce qui place ces pays systématiquement au-dessus de nations telles que l'Allemagne, la France, la Grèce ou l'Italie (tableau n° 4). Les premières études empiriques utilisant des modèles gravitationnels laissaient penser que la proximité géographique et le rapprochement économique seraient des déterminants puissants de la réorientation des échanges des PECO vers l'Ouest (Festoc 1997 ; Adam et Boillot, 1995). La croissance des échanges entre les deux zones a en effet été extrêmement forte, les modèles gravitationnels récents indiquant cependant que l'essentiel du rattrapage était achevé à la fin des années quatre-vingt-dix (Nilson, 2000).

**Tableau n° 4 : Indicateurs d'ouverture et de commerce dans les économies en transition (1998)**

	Taux d'ouverture (% PIB)	Part de l'UE dans les exportations (%)	Part de l'UE dans les importations (%)
Hongrie	122	72,9	64,1
Pologne	55	68,3	65,9
République tchèque	122	64,2	63,4
Bulgarie	94	51,7	46,5
Roumanie	55	64,6	57,9

Sources : Calculs à partir des Statistiques Financières Internationales du FMI et Henriot (2000).

L'UE apparaît aujourd'hui comme le principal partenaire commercial des pays candidats puisque, de manière générale, les deux tiers des exportations des PECO s'adressent à l'UE (sauf en Bulgarie), les pourcentages étant équivalents pour les importations. Un peu plus de la moitié des échanges des PECO s'effectuent avec les pays de la seule zone euro (57,5 % pour la Hongrie, 55,8 % pour la Pologne, 52,3 % pour la République tchèque, 49 % pour la Bulgarie). On peut remarquer que les trois pays ayant cherché à contrôler leur taux de change en début de transition sont ceux dont le commerce est le plus concentré, de manière générale et en particulier par rapport à l'UE. Ainsi, alors que la Roumanie a un commerce très dispersé, puisqu'en 1998 seulement 38,4 % de ses échanges étaient effectués avec ses cinq premiers partenaires, la Bulgarie atteint un taux de 50,9 %, contre des taux de 64,2 % en Pologne et 65,2 % en Hongrie. Ces différents pays ont également un ou deux partenaires commerciaux dominants. En 1998, l'Allemagne représente 54,4 % du commerce total de la Roumanie, 46 % de la Hongrie, 52 % de la Pologne et de la République tchèque. L'Italie est le deuxième partenaire commercial de la Roumanie et de la Pologne, l'Autriche étant celui de la Hongrie et de la République tchèque. La Bulgarie voit encore son commerce extérieur dominé par la Russie (mais seulement pour les importations), l'Allemagne et l'Italie étant les deux autres partenaires dominants.

Sur la base de cette première catégorie d'indicateurs, nous pourrions être tentés de conclure que les PECO ont un intérêt évident à adopter des changes fixes vis-à-vis de l'euro. Cependant, certaines données peuvent contrarier l'avantage des PECO à suivre une telle stratégie.

**Tableau n° 5 : Intensité en facteurs des exportations vers l'Europe de l'Ouest des PECO**

Classification de Krause	Structure des exportations (%, 1996)			Avantages comparatifs révélés (1997)*		
	Rép. tchèque	Hongrie	Pologne	Rép. tchèque	Hongrie	Pologne
Intense en ressources naturelles	21,4	24,1	30,1	0,61	0,68	1,11
Faible valeur ajoutée (intense en travail non qualifié)	23,5	20,6	30,4	1,72	1,31	2,22
Intense en capital (forte R&D)	24,5	33	15	0,73	1,17	0,43
Intense en capital humain (faible R&D)	30,7	22,3	24,5	1,4	0,94	1,04
Classification de Lary						
Intense en capital physique	37,6	37,3	31,1	0,84	0,96	0,68
Intense en main d'œuvre qualifiée	20,3	16,7	12,3	0,97	0,78	0,66
Intense en main d'œuvre non qualifiée	37,1	42,8	51,8	1,24	1,24	1,74
Intense en capital humain et physique	5	3,1	4,7	1,39	0,8	1,43

\* L'avantage comparatif révélé dans un produit *j* est défini comme le rapport entre la part du bien *j* dans les exportations du pays et la part du produit *j* dans les importations de l'Europe de l'Ouest. On considère que le pays a un avantage comparatif dans le produit *j* quand ce ratio est supérieur à un.

Source : Nations Unies (1999), *Economic Survey of Europe 1998*, n° 3.

Tout d'abord, l'ouverture extérieure qui, en favorisant la croissance, permet un rattrapage économique, induit une hausse de la demande intérieure qui devrait se traduire par une hausse durable des importations, notamment en biens d'équipement et de consommation. En effet, il n'existe pas, pour certains produits, comme l'indiquent Aglietta, Baulant et Coudert (1999), de substituts locaux aux biens importés, ce qui devrait durablement peser sur la balance commerciale de ces pays. Une forte progression des exportations des PECO est donc à double titre utile. Elle doit en effet leur permettre de poursuivre leur rattrapage en tirant la croissance (cf. §2.2), mais également d'obtenir les devises nécessaires au financement des importations. En outre, de nombreux PECO, notamment la Pologne, la Hongrie et la Bulgarie, sont contraints de dégager des excédents commerciaux en devises pour faire face à leur dette extérieure. Or, les exportations des économies en transition restent majoritairement composées de biens intenses en travail, à faible valeur ajoutée, pour lesquels la compétitivité prix est importante (tableau n° 5).

Ces pays ont des avantages comparatifs de faible amplitude, pour reprendre le classement de Lafay, ce qui signifie que la structure des échanges est très sensible aux variations des taux de change. Leurs exportations portent sur des produits banalisés, intenses en travail, souvent de faible qualité, pour lesquels la concurrence s'effectue essentiellement via le prix de vente, à travers le faible niveau des rémunérations. Ainsi, les seules exportations textiles représentent entre 12,5 % (République tchèque) et 49 % (Roumanie) des exportations des PECO. En 1996, les produits "bas de gamme" (dont le prix est inférieur de plus de 15 % à la moyenne européenne) représentaient 44 % des exportations hongroises à destination de l'UE, 61 % des exportations bulgares, 65 % des exportations polonaises et tchèques et 73 % des exportations roumaines (Henriot, 2000). De ce point de vue, le niveau du taux de change doit préserver la compétitivité prix de ces pays. En outre, la similarité des structures commerciales des économies en transition implique que les principaux concurrents des PECO restent les PECO (Dupuch, Jennequin et Mouhoud, 2001) : le taux de change sera un élément clé des différences de compétitivité, et donc de croissance, entre ces pays.

**Tableau n° 6 : Répartition des différentes monnaies dans le montant de la dette à long terme (1996, %)**

	% de la dette à long terme libellée en :			
	Dollar	Zone euro	Yen	Autres
République tchèque	74	13,6	5,8	6,6
Hongrie	10,1	50,4	38,2	1,3
Pologne	47,5	28,1	23,6	0,8
Roumanie	33,7	25,5	23,6	17,2
Bulgarie	70	11,1	6,4	12,5

Sources : Banque mondiale (1998), *Global Development Finance, Country Tables 1998* et *Bulletins des Banques centrales nationales*.

Enfin, comme le rappellent Bénassy-Quéré et Lahrèche-Révil (1998), même si les échanges extérieurs des PECO sont, pour l'essentiel, réalisés avec les pays de la zone euro et plus rarement avec les Etats-Unis, la dette à long terme n'est pas libellée en euro mais en dollar pour la plupart des PECO, hors Hongrie, où le yen reste une monnaie importante (tableau n° 6).

Ainsi, l'ancrage à l'euro peut comporter des risques, puisque toute appréciation du dollar ou du yen par rapport à la monnaie européenne conduit à un renchérissement de la dette à long terme.

### ***2.2.2. La capacité limitée des pays de l'Est à maintenir des changes fixes***

Pour tester la capacité des pays à intégrer une zone monétaire, on utilise trois types d'indicateurs. Selon le critère de Mundell, une forte mobilité du travail ou la flexibilité des salaires réels permettent de réaliser des ajustements sans avoir recours au change en cas de survenance de chocs spécifiques. Le deuxième type d'indicateur, qui mesure le degré de diversification des échanges, est généralement utilisé pour suppléer les mauvaises performances souvent observées du premier. Un choc sera d'autant plus facilement absorbé que le pays sera peu spécialisé. On aboutit, ainsi logiquement, au dernier indicateur qui laisse supposer qu'une zone monétaire est optimale quand les pays membres subissent les mêmes chocs et y réagissent de concert.

#### *- La mobilité des facteurs de production*

La mobilité intra-zone des facteurs de production indique, dans le cadre de la théorie des zones monétaires optimales, la capacité des pays à s'ajuster sans passer par le change. Or, dans les économies en transition, la mobilité du travail apparaît limitée, même si la flexibilité des salaires réels pourrait la suppléer en partie, bien que subsiste dans beaucoup de pays une certaine indexation des salaires aux prix. Concernant la mobilité du capital, celle-ci se révèle également relativement faible, sauf pour la catégorie des IDE en Pologne, République tchèque et Hongrie (tableau n° 7).

Si l'on s'en tient toutefois aux seuls IDE, il est possible de constater une véritable montée en puissance de ce type d'opérations, notamment depuis 1992 lorsque l'avancement des réformes macroéconomiques est devenue visible (Notes Bleues de Bercy, 1996). Le stock d'IDE accumulé entre 1989 et 1999 représente 36,4 % du PIB en Hongrie, 13 % en Pologne, 18,8 % en Bulgarie, 16,7 % en Roumanie et 20,3 % en République tchèque (BERD, 2000). L'Union européenne représentait en 1998 80 % des IDE en Hongrie, 75 % en Pologne, 78 % en République tchèque, 90 % en Roumanie et 84 % en Bulgarie<sup>9</sup>.

---

<sup>9</sup> Source : Eurostat.

**Tableau n° 7 : Indices de libéralisation des mouvements de capitaux dans les PECO (position au 31 décembre 1997)**

Contrôle :	Pologne	Hongrie	Rép. tchèque	Roumanie	Bulgarie
Sur les IDE	100	100	100	83,3	66,7
Sur la propriété des investissements	50	75	50	0	50
Sur les opérations de crédit	75	75	62,5	0	37,5
Sur les investissements de portefeuille	35	33,3	70	0	25
Indice total de libéralisation	55,3	59,5	73,7	12,5	35,3

*Les indices peuvent prendre une valeur comprise entre 0 et 100, 100 représentant le degré maximum de libéralisation des flux de capitaux.*

*Source : BERD (1998), Transition Report 1998.*

Concernant l'intensité croissante de cette catégorie de flux, on pourrait être tenté de conclure à une mobilité effective des capitaux entre les deux zones en conformité avec la théorie des zones monétaires optimales. Or, ces IDE ont une double fonction. Tout d'abord, ils permettent aux firmes des nations occidentales de pénétrer des marchés où la demande intérieure est sans cesse en progression, mais également de les utiliser comme base de production et de réexportation. Comment le notent Freudenberg et Lemoine (1999), les entreprises occidentales jouent un rôle capital dans le processus d'intégration des PECO dans la division internationale du travail, via des accords de sous-traitance ou via des firmes multinationales. Les investissements s'effectuent dans les secteurs (textile, cuir, chaussures) ou stades productifs (industrie automobile, équipements de télécommunication) intenses en main d'œuvre afin de tirer parti des faibles coûts salariaux. Ainsi, dans un objectif de rattrapage économique des PECO, l'aspect "réexportation" ne doit pas être négligé et celles-ci ne doivent pas être gênées par un taux de change réel surévalué.

Les IDE ont été un puissant facteur de réorientation de la structure des exportations des PECO vers l'UE (Henriot, 2000). En 1998, le poids des entreprises étrangères dans les exportations hongroises était supérieur à 70 %. Ce chiffre est de 68 % en Pologne, 64 % en République tchèque, 64 % en Roumanie et 50 % en Bulgarie. Dans certains secteurs comme les équipements de communication ou les véhicules, la part des entreprises étrangères dans les exportations dépasse les 90 %. L'Allemagne a été notamment très active puisqu'elle réalisait en 1996, 38 % des flux d'IDE de l'UE vers les PECO, suivie de la France (18 %) et des Pays-Bas (16,5 %) <sup>10</sup>. La surévaluation réelle serait alors un handicap qui pourrait, à terme, freiner ces stratégies et donc une restructuration loin d'être achevée alors que les besoins des PECO restent, en la matière, considérables et les flux annuels d'IDE bien en deçà des niveaux requis. Les IDE sont en effet favorables à la restructuration et la modernisation de

<sup>10</sup> Source : Eurostat (1998).

l'appareil productif des PECO (Notes Bleues de Bercy, 1996). Ils ont été de puissants leviers permettant de dynamiser le secteur privé, la sous-traitance de produits de base et de produits semi-finis permettant une adaptation des industries aux critères occidentaux.

L'appréciation réelle, si elle décourage les investissements de portefeuille à long terme et les IDE, favorise au contraire les entrées de capitaux à court terme. A cet égard, les crises récentes sur les marchés émergents, comportent, au regard des régimes de change, des enseignements précieux pour les pays en transition. Les régimes de change fixes apparaissent impliqués dans ces crises : les capitaux étrangers sont attirés par l'illusion de stabilité procurée par la fixité du change et par des taux d'intérêt domestiques élevés. Ils favorisent le *boom* des marchés d'actifs, financent les déficits courants et augmentent la vulnérabilité du pays aux attaques spéculatives. Comme l'indiquent Berg et al. (2000), dans un contexte de libéralisation des flux de capitaux, les effets de contagion des crises sont si importants que les pays dont les performances résistent le mieux aux chocs sont ceux qui ont adopté une grande flexibilité, tandis que les pays ayant opté pour des ancrages ou des parités rampantes ont plus de difficultés. Ces phénomènes ont notamment conduit Eichengreen (1999) à conclure que la fixité des changes est une cause endogène de crise sur les marchés émergents et à encourager ces pays à adopter des taux de changes flottants "dans leur propre intérêt et dans celui de la communauté internationale". On retrouve une conclusion analogue dans les travaux de Mishkin (1999) ou de Blöndal et Christiansen (1999), pour qui l'ancrage nominal par le change est une stratégie très dangereuse pour les pays émergents parce qu'elle conduit aux crises financières. La fixité du change augmenterait également la fragilité du système bancaire aux chocs. De nombreuses études montrent que l'appréciation du taux de change réel est un indicateur avancé de crise bancaire (Kaminsky et Reinhart 1999, Demirgüç-Kunt et Detragiache 1998).

*- La diversification de la production et des échanges*

Il est généralement postulé par la théorie des zones monétaires optimales que la diversification de la production et des échanges permet aux nations de répondre aux chocs asymétriques. Or, si la Bulgarie et la Pologne apparaissent avoir une structure commerciale relativement diversifiée, la Hongrie, la Roumanie ou la République tchèque ne sont guère dans ce cas (tableau n° 8). 63,3 % des exportations de la Hongrie vers l'UE-15 concernent le seul secteur de la mécanique électrique, 74,4 % si l'on y ajoute les secteurs du textile et du cuir. On retrouve une concentration des échanges analogue pour la République tchèque puisque 63,2 % de ses exportations vers l'UE-15 concernent les deux secteurs que sont la mécanique électrique (53,2 %) et la chimie (10 %). La Bulgarie, quant à elle, voit ses exportations vers l'UE-15 dominées par les secteurs du textile et cuirs (32,5 % des exportations) et de la sidérurgie métallurgie (23,1 %).



**Tableau n° 8 : Évolution du degré de diversification des exportations par produits de différents PECO (Indice de Hirschman)<sup>11</sup>**

	1989	1993	1996	1998
Hongrie	12,64	17	26,81	42,28
Roumanie	18,08	13,48	27,08	31,18
République tchèque	-	16,61	22,57	31,51
Bulgarie	11,67	15,73	16,8	19,42
Pologne	11,79	13,73	16,26	18,09

Source : Calcul des auteurs à partir de Chelem 2000.

Une étude moins détaillée, séparant exportations de produits primaires et exportations de produits manufacturés, montre également que, si le commerce extérieur de la Pologne et de la Hongrie est équitablement réparti entre les deux blocs, un déséquilibre apparaît (indice de Hirschman supérieur à 65 %) en République tchèque avec une domination des produits manufacturés et en Bulgarie, avec une domination des produits primaires.

On peut enfin noter que les degrés de diversification des exportations par produit des PECO connaissent des évolutions préoccupantes, puisque ceux-ci se sont réduits depuis le début de la transition (tableau n° 8). De fait, l'impact du régime de change sur la structure commerciale ne peut apparaître marginal.

**Tableau n° 9 : Indice du commerce intra-branche de Grubel-Llyod, 1996**

	Total PECO	Hongrie	République tchèque	Pologne
UE-15	60	66	66	48
Allemagne	56	63	68	44
France	56	53	56	37
Italie	54	49	44	44
Suède	48	44	44	42
UEBL	47	40	51	35
Royaume-Uni	48	50	52	38
Portugal	53	17	32	34
Grèce	45	29	15	17
Espagne	44	24	38	38
Irlande	22	21	25	13

Source : Eurostat (1998).

<sup>11</sup> Soit, H, l'indice de Hirschman, avec  $H = \sum(X_i/X_n)^2$ ,  $X_i$ , les exportations du secteur  $i$  et  $X_n$  les exportations totales. L'indice de Hirschman est calculé pour chaque pays à partir des exportations de marchandises en 1996, par catégories de produits avec le détail suivant : produits alimentaires, matières premières, minerais et autres minerais, combustibles, métaux non ferreux, fer et acier, produits chimiques, autres semi-produits, machines et matériel de transport, textiles, vêtements, et autres biens de consommation. Plus l'indice est grand, plus les exportations sont concentrées. Il est possible d'utiliser également l'indice de spécialisation de Krugman qui, en la matière, donne des résultats identiques.

La diversification peut également être évaluée au niveau des échanges intra-branches, par le calcul de l'indice de Grubel et Llyod (1971). Cet indice permet de vérifier la proximité des structures productives des pays ainsi que leur résistance aux chocs asymétriques. On constate que seules la République tchèque et la Hongrie réalisent effectivement des échanges intra-branches avec l'UE-15, alors que la Pologne par exemple maintient très nettement un commerce inter-branches (tableau n° 9)<sup>12</sup>. Ces chiffres sont encore plus défavorables pour la Roumanie et la Bulgarie (Andreff, 1998).

Si on considère, à présent, les pays pris séparément, les résultats sont encore plus décevants puisque nombreux sont les Etats de l'UE avec lesquels les PECO réalisent des échanges inter-branches. L'Espagne, l'Irlande, la Grèce, le Portugal, la Suède, l'Italie et dans une moindre mesure le Royaume-Uni, réalisent avec chacun des pays considérés ici des échanges de nature complémentaire (l'indice est inférieur à 50). Seules l'Allemagne et la France réalisent des échanges intra-branches avec la Hongrie et la République tchèque. La Pologne, dans tous les cas, réalise des échanges inter-branches. Au total, le commerce inter-branches représentait en 1996 85 % du commerce bilatéral de la Roumanie avec l'UE, les chiffres étant de 86 % pour la Bulgarie, 63 % pour la Hongrie, 52 % pour la République tchèque et 77 % pour la Pologne. Ces échanges intra-branches sont en outre de nature verticale (produits à qualité différente) et non horizontale (produits similaires) (Bourguinat et Labaronne, 1998). Le commerce intra-branches de produits différenciés horizontalement représenterait moins de 10 % des exportations tchèques, 3 % des exportations polonaises et bulgares, 2 % des exportations roumaines et 6 % des exportations hongroises. Ceci laisse donc à penser que la compétitivité prix reste un déterminant puissant de l'échange et qu'il se doit d'être préservé, ce qu'une politique d'ancrage nominal, dans un contexte d'inflation soutenue, ne saurait garantir.

L'ensemble de ces remarques (mobilité des capitaux, concentration de la production, échanges inter-branches) vient donc limiter l'enthousiasme que l'on peut avoir concernant la capacité des pays à faire face à des chocs asymétriques.

#### *- L'asymétrie des chocs*

L'indice de Grubel et Llyod permet d'appréhender le degré d'intégration et de proximité des économies. Or, celui-ci doit se retrouver dans les évolutions réelles. Il s'agit, entre autres, de vérifier si les chocs entre les pays sont du même type, s'ils se produisent en même temps et vont dans la même direction. Pour ce faire, il est possible de procéder en deux temps. On peut tout d'abord simplement observer s'il existe effectivement une similarité dans les évolutions réelles par

---

<sup>12</sup> On doit, au demeurant, noter que l'indice est toujours plus élevé quand on considère une zone dans son ensemble que quand on considère des pays pris isolément, puisque la variété de biens échangés est plus élevée dans le premier cas que dans le second.

rapport à une zone ou par rapport à un pays. Dans le cas des PECO, le pays généralement retenu est l'Allemagne et les résultats obtenus se révèlent globalement satisfaisants, à partir de 1993, pour les trois pays que sont la Pologne, la République tchèque et la Hongrie, mais pas pour la Roumanie et la Bulgarie (Boone et Maurel, 1999). Dans un second temps, il est possible de tester le pourcentage de variation expliqué par un choc commun<sup>13</sup>. Là encore, les résultats sont généralement satisfaisants puisque, par exemple, dans l'étude de Boone et Maurel (1999), 63 % des fluctuations réelles sont expliquées par un choc allemand en République tchèque, 86 % en Hongrie et 55 % en Pologne.

Le reproche majeur que l'on peut faire à ces études est que les tests sont effectués pour des pays qui ont effectivement adopté un ancrage nominal par le change (certes plus ou moins souple) par rapport au DM, ce qui ne peut conduire qu'à des résultats conformes, ex post, à la théorie des zones monétaires optimales. Il en est de même pour l'étude de Bénassy-Quéré et Lahrière-Révil (1998) qui montre que, sur la période 1992-1996, la volatilité des monnaies des pays de l'Est vis-à-vis du DM est plus faible que vis-à-vis du dollar ou du yen, alors qu'un ancrage plus ou moins marqué existe pour cette monnaie. En outre, plusieurs études montrent que les cycles européens sont fortement corrélés avec ceux des Etats-Unis, mais également avec ceux de la plupart des pays industrialisés. Cela signifie sans doute que les liens étroits que l'on observe pour les cycles ne sont pas seulement le signe d'une convergence avec l'Europe, mais plutôt d'une intégration économique et financière générale croissante. Les études empiriques existantes étudient la seule corrélation des cycles (à travers le PIB réel en données annuelles) et non l'existence de chocs asymétriques. Or, ce sont les chocs isolés, pas forcément nombreux, qui modifient le chômage d'équilibre et rendent coûteux l'absence de possibilité d'ajustement du change. En outre, des chocs identiques à l'Est et à l'Ouest auront des conséquences économiques et sociales particulières en raison des différences de structure. L'asymétrie des structures est au moins aussi importante que l'asymétrie cyclique.

## **2.2. Le besoin de rattrapage économique : une analyse en termes de taux de change réel**

D'une sous-évaluation initiale, les PECO n'ont pu qu'aller vers une appréciation des taux de changes réels<sup>14</sup> (2.2.1). Cependant, au regard de l'objectif de croissance et de rattrapage économique, le niveau du taux de change réel reste une variable stratégique incontournable. En effet, de nombreuses études théoriques attestent du lien étroit qui existe entre taux de change réel, ouverture des économies, croissance et développement durable (Williamson, 1997 ; Edwards, 1992). Il apparaît en outre que le rattrapage économique comporte, en lui-même, les conditions de l'appréciation des taux réels, ce que

<sup>13</sup> Des chocs, européens ou allemands, sont là encore les deux hypothèses retenues dans tous les cas.

<sup>14</sup> Ce qui ne signifie pas forcément une surévaluation, mais davantage une modification du sentier du taux de change d'équilibre.

confirmation de nombreuses études empiriques (2.2.2). Face à cette contradiction, il semble donc que l'appréciation du taux de change réel ne devrait pas être, dans le contexte inflationniste que connaissent ces pays et au regard de l'objectif de croissance, alimentée davantage par un ancrage nominal.

### **2.2.1. Une appréciation inéluctable du taux de change réel**

La littérature sur les taux de change réels d'équilibre<sup>15</sup> nous enseigne que ceux-ci suivent une trajectoire de long terme définie par un ensemble de fondamentaux monétaires et réels. Parmi ces derniers on trouve, entre autres, les écarts de productivité, les modifications des termes de l'échange, le niveau des barrières protectionnistes, le niveau des dépenses privées et publiques et les IDE. Or, certains de ces déterminants permettent d'expliquer les évolutions récentes des taux réels dans les PECO qui, dès lors, peuvent être qualifiées de "normales" dans la mesure où elles ne pouvaient qu'être anticipées dans le contexte de la transition économique.

A ces appréciations réelles, Halpern et Wyplosz (1997) donnent plusieurs raisons théoriques que les observations empiriques ont confirmées. La première est que le processus de transition est le moyen pour ces pays de déplacer la frontière des possibilités de production pour se situer sur une frontière plus optimale. Ceci permet d'accroître la productivité totale des facteurs mais conduit également à des pressions sur les salaires. Le résultat est que le succès de la restructuration permet de faire face à la concurrence étrangère et aux prix domestiques de mieux refléter les conditions du marché international. Toutefois, les industries plus lentes à se restructurer peuvent être tentées de survivre en augmentant leurs prix. Les modifications de prix relatifs qui en résultent expliquent en partie l'appréciation des taux de change réels. Halpern et Wyplosz (1997) rappellent toutefois que si ce processus est rapide et systématique, les évolutions de taux de change peuvent alors être préoccupantes, car elles deviennent le signe de gains d'efficacité, mais également de perte de compétitivité.

La deuxième interprétation pour justifier l'appréciation réelle qu'ont connu les PECO, plus traditionnelle, est en relation avec l'effet mis en évidence par Balassa (1964) et par Samuelson (1964). Celui-ci peut en fait être appréhendé selon deux approches. La première s'intéresse plus particulièrement aux écarts de productivité entre les pays pris deux à deux et donc à leur écart de développement économique. Ici, l'effet Balassa indique que les pays "pauvres" ont un taux de change relativement sous-évalué par rapport aux pays "riches", ce qui s'explique par des écarts de productivité du travail. Cependant, au fur et à

---

<sup>15</sup> Le taux de change réel d'équilibre, défini comme le prix relatif des biens échangeables par rapport à celui des biens non échangeables, est celui qui assure à la fois l'équilibre interne et l'équilibre externe.

mesure que les pays "pauvres" améliorent leur productivité – notamment lorsqu'ils s'ouvrent à l'échange et que le secteur exposé engage des restructurations pour faire face à la concurrence des pays "riches" – l'effet Balassa fait que le taux de change réel s'apprécie.

La seconde approche, en relation directe avec la précédente, s'attarde davantage sur les écarts de productivité à l'intérieur des pays, entre le secteur des biens échangeables et celui des non échangeables. L'effet Balassa suppose ici que les économies opèrent toujours le long de leurs frontières des possibilités de production. Dans ce cas les productivités sont supposées être différentes entre le secteur des biens échangeables (secteur exposé) et non échangeables (secteur abrité) alors que les gains de productivité dans le secteur exposé (imposés par la concurrence internationale) conduisent à une hausse des salaires. Si les salaires s'égalisent entre les deux secteurs, ceux du secteur abrité augmentent également ainsi que les prix. Ces modifications de prix relatifs conduisent, dès lors, à des appréciations du taux de change réel.

Dans les deux cas, l'effet Balassa indique que le taux de change réel évolue au gré des écarts de productivité. Ce point apparaît confirmé par de nombreuses études, dont celles d'Asea et Mendoza (1994), De Gregorio et al. (1994), Micossi et Milesi-Feretti (1994) et Chinn (2000).

Une variante de l'effet Balassa-Samuelson, proposée par Bhagwati (1984), insiste sur les différences de dotations en capital entre les pays. Les pays "riches" ont un ratio capital-travail élevé à l'inverse de pays moins développés. Si les différences de dotations en facteurs sont significatives, la productivité marginale du travail est supérieure dans le pays "riche" à celle du pays "pauvre", ce qui se traduit par un niveau de salaire plus élevé dans le pays "riche". Le coût du travail dans le secteur abrité est plus élevé dans le pays "riche" ainsi que le niveau général des prix. L'accumulation du capital dans les pays "pauvres", en modifiant les dotations initiales, est donc à même d'induire une appréciation des taux de change réels.

Selon cette logique, les IDE, nécessaires aux restructurations, sont donc porteurs d'une appréciation des taux de change réels. Calvo et al. (1993) montrent ainsi que les afflux de capitaux ont effectivement provoqué l'appréciation des taux de changes réels pour neuf pays latino-américains sur dix. Cependant, la globalisation financière qui s'est accompagnée d'importants flux d'investissement à destination des pays émergents, comporte d'autres risques. En effet, si les travaux de Calvo et al. (1993) attestent bien de l'existence d'une relation positive entre les entrées de capitaux étrangers et l'appréciation du change, sachant qu'une partie de ces fonds sert à alimenter la demande interne et exerce des pressions sur les prix, il est probable que l'appréciation est excessive et qu'elle ne corresponde pas à une évolution compatible avec les fondamentaux. En d'autres termes, les entrées de capitaux induiraient une surévaluation du

change (Edwards, 1996) et seraient à l'origine des phénomènes de crises tels que l'on a pu les observer en Amérique latine et en Asie (Avallone et Rault, 1998).

Halpern et Wyplosz (1997) mentionnent, en plus des effets précédemment cités, quatre autres causes d'appréciation inéluctable des taux de change dans les pays en transition. Il y a certes la libéralisation des prix mais, également, la croissance de la demande de services, la croissance des dépenses publiques pour faire face aux besoins d'infrastructures et les changements dans la structure des taxes. Il faut également rajouter la hausse des dépenses publiques et privées qui, lorsqu'elles se reportent sur les biens non échangeables, conduisent à des hausses du prix de ces biens et à des appréciations des taux de change réels. Kopits (1999), quant à lui, indique que l'appréciation des taux de change réels peut également être analysée du point de vue de la formation des salaires. Selon lui, la hausse des salaires en excès sur les gains de productivité sont à même d'augmenter les taux de change réels dans un contexte où il existe des mécanismes d'indexation.

Sur le plan empirique, ces phénomènes d'appréciation ont, pour les économies en transition, effectivement été observés. Ainsi, Halpern et Wyplosz (1997) montrent que, sur la période 1990-1994, les PECO ont connu une appréciation des taux de change réels sans que ceux-ci ne soient réellement éloignés des niveaux d'équilibre. Kovacs et Simon (1998) trouvent quant à eux, dans le cas de la Hongrie, que la croissance de la productivité dans le secteur des biens échangeables est 4,6 % plus rapide que dans celle du secteur des biens non échangeables sur la période 1991-1996. Ils estiment que si ce différentiel de taux de croissance se maintient, le taux de change réel (calculé sur la base de l'indice des prix à la consommation) peut s'apprécier sur le long terme, en moyenne de 3 % sous l'effet Balassa. Barnerji et Gelos (2000) montrent, dans le cas de la Bulgarie, que les appréciations du taux de change réel peuvent être pleinement expliquées par l'effet Balassa jusqu'au milieu de l'année 1999. La libéralisation des prix qui a été substantielle à partir de cette date, la hausse des dépenses publiques, les flux de capitaux massifs semblent expliquer le reste de l'appréciation.

Toutefois, l'étude qui nous semble la plus intéressante est celle d'Aglietta, Baulant et Coudert (1999). Ces auteurs utilisent en effet de nombreuses mesures du taux de change réel<sup>16</sup>, afin d'isoler les appréciations issues de l'effet Balassa et

---

<sup>16</sup> Il existe de nombreuses façons d'appréhender le taux de change réel. On peut, pour mettre en évidence l'effet Balassa, ne s'intéresser qu'au taux de change réel interne, qui se définit comme le prix relatif du secteur abrité par rapport aux prix du secteur exposé. Cette méthode conduit alors à une analyse du taux de change du point de vue de la demande. On peut, afin de mesurer la compétitivité des pays, utiliser un taux de change réel externe. Dans ce cas, deux évaluations sont possibles : soit on estime le prix relatif des biens domestiques par rapport aux biens échangeables dans un pays donné ou un ensemble de pays donnés ; soit on calcule les prix (ou les coûts) relatifs des biens entre deux ou plusieurs pays.

qui restent naturelles de celles qui, à terme, peuvent entrer en contradiction avec l'objectif de croissance et de compétitivité. Selon la mesure du taux de change interne, ils trouvent que pour la Pologne et la République tchèque, la compétitivité prix du secteur exposé s'est respectivement détériorée de 12,2 % et 8,8 % entre 1994 et 1997, sous l'effet Balassa et l'effet "recouvrement des coûts". Selon eux, cette hausse du taux de change réel, qui traduit une évolution plus rapide des prix du secteur abrité que du secteur exposé, peut, à terme, entraîner une réallocation des ressources vers le secteur domestique. On peut alors craindre pour ces deux pays un ralentissement des restructurations et de la croissance. Selon l'approche interne, seule la Hongrie voit sa compétitivité s'améliorer de 1,3 %.

Le taux de change réel externe est défini par le taux de change réel effectif estimé à partir du calcul de la compétitivité coût. Là encore, la Hongrie a connu une dépréciation réelle de 10 % de 1994 à 1997, contre une appréciation de 30 % en Pologne et de 40 % en République tchèque. Ces évolutions, qui semblent écraser les gains de productivité rendent donc vulnérables les PECO, dont la République tchèque et la Pologne. Ceci pourrait alors être d'autant plus dangereux si l'ouverture du compte de capital et donc l'accroissement des flux de capitaux rendent ces pays susceptibles de subir des attaques spéculatives.

L'appréciation des taux de change réels est donc un phénomène "attendu", qui ne peut qu'entraver la croissance et le rattrapage économique.

### **2.2.2. L'appréciation des taux de changes réels : un handicap à la compétitivité et à la croissance, dans un contexte d'ouverture des économies**

Les PECO ont un besoin évident de rattrapage économique, leur revenu par tête étant bien inférieur à celui des différents pays de l'UE (tableau 10). Selon Sachs et Warner (1996), il faudrait, dans le cas où les PECO accepteraient d'aligner leurs politiques économiques à celles de l'UE, 36 ans à la République tchèque de croissance soutenue pour que son PIB atteigne 70 % de la valeur de la moyenne du PIB des pays de l'UE, alors qu'il faudrait 45 ans à la Hongrie et 66 ans à la Pologne.

**Tableau n° 10 : Évolution du revenu par tête en dollars  
(en % du revenu par tête allemand et portugais)**

		Bulgarie	Roumanie	République tchèque	Pologne	Hongrie
/ Allemagne	1989	11,3	6,8	16,9	8,7	12,7
	1993	4,8	4,8	11,5	9,6	14,2
	1998	4,7	5,4	19,5	15,1	17,4
/ Portugal	1989	54,6	32,7	81,2	42,1	60,9
	1993	12,5	12,5	29,7	24,7	36,7
	1998	11,5	13,0	47,1	36,5	42,2

Source : Calcul à partir des données de la Banque mondiale, *Rapports sur le développement dans le Monde*.

Depuis les années quatre-vingt, l'alignement correct des taux de change réels est généralement vu comme le facteur déterminant des processus de croissance et de développement (Williamson, 1997). Sur le plan théorique il est, en effet, possible de montrer que l'ouverture des économies aux échanges conduit à la croissance économique par plusieurs canaux de transmission, mais uniquement sous certaines conditions de change<sup>17</sup>. La croissance économique peut être largement expliquée par les facteurs que sont l'accumulation du capital et le progrès technologique, que recouvrent les gains de productivité.

Selon Edwards (1992), les gains de productivité proviennent de la capacité des pays à absorber les innovations technologiques des autres pays, elle-même fonction du degré d'ouverture<sup>18</sup>. Cependant, une des conditions nécessaires pour que ce processus de croissance se réalise est que les pays maintiennent une certaine dépréciation de leur taux de change réel pour encourager les exportations, limiter l'explosion des importations et éviter une crise de balance des paiements. La deuxième condition au succès des réformes dans les pays qui s'ouvrent aux échanges est que le compte de capital ne soit libéré que lentement. En effet, la libéralisation des flux de capitaux conduit à une appréciation des taux de changes réels, ce qui envoie un mauvais signal au secteur réel en modifiant l'allocation des ressources que la libéralisation des échanges appelait. Les mouvements de capitaux augmentent également les fonds disponibles qui peuvent être utilisés pour la consommation des biens non échangeables et conduisent à des pressions sur les prix relatifs et l'inflation.

Sur le plan théorique, le taux de change réel est également au cœur des processus de croissance endogène, via l'accumulation du capital (Williamson, 1997). La dépréciation réelle du taux de change conduit tout d'abord à un afflux de capitaux qui permet à l'économie d'obtenir un stock de capital suffisant pour financer sa croissance. L'économie connaît alors une période de croissance rapide qui la conduit vers le régime de croissance endogène (Lahrèche-Révil, 1997). La faiblesse des taux de change réels détermine également le flux d'IDE car elle réduit le coût des facteurs immobiles – en particulier le coût du travail – et élève la richesse des investisseurs internationaux (Froot et Stein, 1991). Pour Froot et Stein (1991), comme la sous-évaluation conduit à des effets de richesse relative pour le détenteur de capitaux – puisqu'elle augmente sa capacité de paiement en élevant la valeur, en monnaie étrangère, du patrimoine qu'il engage – elle peut être analysée comme un instrument de subvention des IDE.

Le taux de change réel et sa sous-évaluation sont donc des variables stratégiques puisqu'ils permettent d'asseoir la compétitivité prix des biens exportables et rendent, au regard des IDE, les pays attractifs (Lahrèche-Révil, 1997). Les IDE sont un facteur de croissance en ce sens qu'ils favorisent

---

<sup>17</sup> On pourra ici se référer aux études de Romer (1989) et de Grossman et Helpman (1991).

<sup>18</sup> Les tests empiriques sont sur ce point satisfaisants.



l'accumulation des connaissances, accélèrent les restructurations et permettent de rétablir les profits dans le secteur exposé. Si l'on considère une économie où il y a du chômage ou des rendements croissants dans les secteurs exposés, la sous-évaluation du taux de change réel a donc des effets de croissance qui permettent aux pays de se placer sur une frontière des possibilités de production plus élevée et d'atteindre la frontière optimale, en attirant des ressources vers les secteurs exposés. A l'inverse, une surévaluation conduit l'économie à se détourner des secteurs exposés au profit du secteur abrité et à ralentir les restructurations.

Un dernier point concerne plus particulièrement les entreprises qui n'ont, dans les PECO, que peu de moyens de financement externes et sont donc dans l'obligation de dégager des profits suffisants pour réaliser un autofinancement de leurs investissements, eux-mêmes nécessaires pour assurer à la fois la modernisation de l'appareil productif et faire face à la concurrence internationale. Il est donc vital pour la croissance de ces économies que la faiblesse des taux de change réels permette de maintenir une compétitivité prix et un certain niveau de profit.

De nombreux travaux empiriques se sont attachés à mesurer l'impact du taux de change réel sur la croissance. Ils insistent sur le fait que la faiblesse du taux de change réel, en améliorant la capacité d'exportation des pays, augmente en retour celle des importations de biens, notamment intermédiaires, qui restent essentiels à la réussite des stratégies de croissance et de développement. Concernant le lien entre taux de change réel, dynamisme des échanges extérieurs et croissance, l'expérience des NPI d'Asie ou d'Amérique latine est riche d'enseignements. Il a, en de nombreuses occasions, été mis en évidence que la sous-évaluation du taux de change réel était un déterminant des stratégies de croissance et de promotion des exportations de ces pays. Calvo et al. (1993) montrent ainsi que les périodes d'appréciation des taux de change réels dans les pays d'Amérique latine, en affectant la compétitivité et les secteurs les plus dynamiques, ont réduit la croissance et l'emploi. Ces périodes sont dues aux politiques anti-inflationnistes par ancrage nominal ou parités rampantes qui, dans un contexte d'inflation soutenue, ont accentué l'appréciation réelle et les flux de capitaux surabondants. Barrell (1996), à partir de l'expérience des NPI d'Asie, montre que l'appréciation du taux de change réel de la Corée dans les années soixante-dix a conduit à une crise de balance des paiements, alors que la dépréciation du taux de change réel sur la période 1984-1987 a mené ce pays vers une croissance rapide et un surplus extérieur. Pour Roemer (1994), une explication importante de la forte croissance asiatique a été la gestion du taux de change. Les pays performants ont eu des taux de change flexibles, permettant au taux de change réel de rester constant ou de se déprécier graduellement, ce qui a maintenu les rendements réels des exportateurs sur longue période. Edwards (1992) confirme, dans le cadre des pays d'Amérique latine, que le taux de change réel est un déterminant important du succès des périodes de transition qui

mènent à l'ouverture des économies. On peut enfin citer les études de Klau (1998) et Kamin et Klau (1997). Ces derniers trouvent une corrélation négative entre le taux de change réel et l'activité économique à court terme en Amérique latine (coefficient de -0,4), en Asie (-0,5) et dans les pays industrialisés (-0,6). Klau (1998) montre quant à lui que les dévaluations dans les pays d'Afrique (zone franc CFA) ont un impact positif, à court terme comme à long terme, sur l'activité économique, tandis que l'appréciation préalable du taux de change réel a eu un impact fortement négatif.

Les études concernant les PECO sont plus rares. Il est toutefois possible de s'appuyer sur les travaux d'Aglietta, Baulant et Coudert (1999) qui aboutissent à des résultats et conclusions analogues pour ces pays. Ces auteurs montrent, dans le cas de la Pologne, de la Hongrie et de la République tchèque, que les dépréciations du taux de change réel ont des effets positifs sur la balance commerciale de ces pays mais également sur leur croissance. Pour ces pays qui sont *price-taker*, tant à l'importation qu'à l'exportation, qui ont des élasticités prix élevées<sup>19</sup> et pour qui le théorème des élasticités critiques se vérifie, la dégradation de la balance commerciale apparaît liée à la détérioration de la compétitivité prix et à l'appréciation du taux de change réel (l'inverse étant également vrai). Cette étude, qui utilise le degré d'ouverture comme indicateur de la modernisation des structures productives et le taux de change réel comme indicateur de compétitivité, montre que les dépréciations du taux de change réel ont des effets positifs sur le PIB. Dans l'étude de Kemme et Teng (2000), qui porte sur la Pologne, les périodes de surévaluation du Zloty sont négativement corrélées avec la croissance réelle des exportations sur la période 1990-1999.

Aglietta, Baulant et Coudert (1999) montrent cependant que l'effet "inflation" d'une dévaluation croît également avec le degré d'ouverture et que l'impact sur le taux de change réel est d'autant plus faible que le taux d'ouverture est élevé. Ceci les incite à penser que la politique de change des PECO doit éviter des cycles de sous-évaluation et de surévaluation autour d'une tendance du taux de change réel qui résulte de la productivité et de la convergence des structures de prix relatifs vers celles des pays de l'UE. Les régimes de changes fixes sont donc, selon eux, à proscrire tandis que les régimes de flottements gérés sont à préconiser car ils permettent de satisfaire les exigences de l'équilibre interne (croissance réelle et inflation contrôlée) et externe (excédent de la balance commerciale et compétitivité prix sauvegardée). Artus et Ricoeur-Nicolaï (1999) aboutissent, pour les mêmes raisons, à la conclusion selon laquelle l'ampleur des ajustements structurels à l'œuvre dans les PECO impose de privilégier un ancrage réel.

---

<sup>19</sup> Selon les estimations de Aglietta, Baulant et Coudert (1998), la République tchèque aurait des élasticités prix à l'exportation de 1,89, la Pologne de 1,75 et la Hongrie de 0,88.

## CONCLUSION

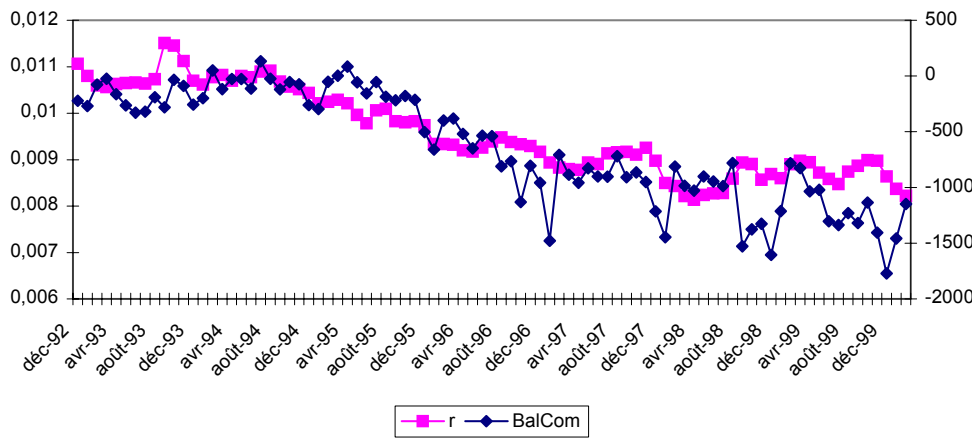
L'objectif de rattrapage des niveaux de revenus d'Europe Occidentale par les PECO nécessite de dégager un excédent extérieur. Or, du fait d'une propension forte à importer parallèlement à une capacité d'exportation fragile, il existe une tendance au déficit extérieur qui, dans un contexte d'excès d'inflation par rapport à l'extérieur, rend délicat le processus de rattrapage des PECO. Cet objectif, alors que le commerce extérieur est basé sur des produits peu différenciés, à compétitivité prix élevée, plaide en faveur d'un taux de change flexible. La fixité du taux de change nominal et sa surévaluation induite nécessiteraient une politique monétaire extrêmement restrictive, dont les ajustements porteraient sur les quantités produites et l'emploi. Les taux d'intérêt élevés pour défendre la parité (même s'il subsistait des restrictions aux mouvements de capitaux) risquent de pénaliser les investissements et les restructurations. Les échanges extérieurs seraient doublement pénalisés à terme. Si l'on pose que les deux objectifs de la transition sont la stabilisation des prix et le rattrapage économique – celui-ci passant par l'équilibre, voire l'excédent extérieur –, selon le principe de cohérence de Tinbergen, l'instrument du taux de change ne peut servir qu'un de ces objectifs. Dans la mesure où la spécialisation économique est longue à modifier, le taux de change devrait être, en priorité, affecté à l'objectif extérieur. La politique de change ne devra cependant pas être un élément stimulateur d'inflation mais s'insérer dans un ensemble tourné vers la stabilité économique et financière.

**ANNEXE**

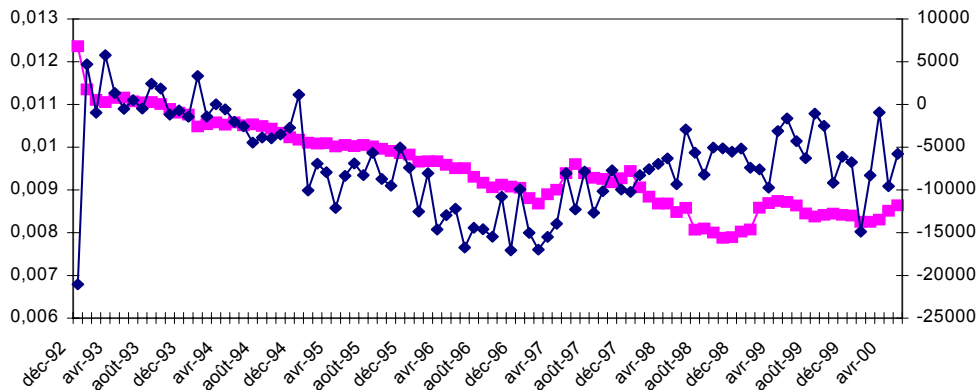
**Évolution du solde commercial et du taux de change réel effectif**

**Pologne**

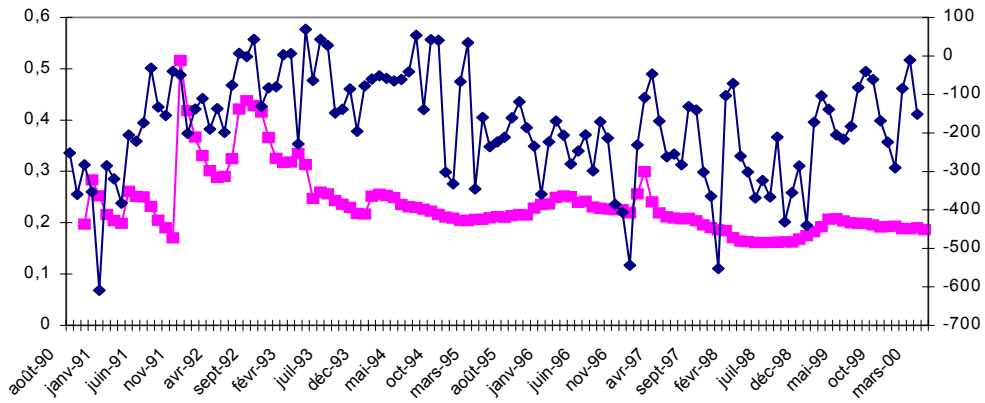
Pologne



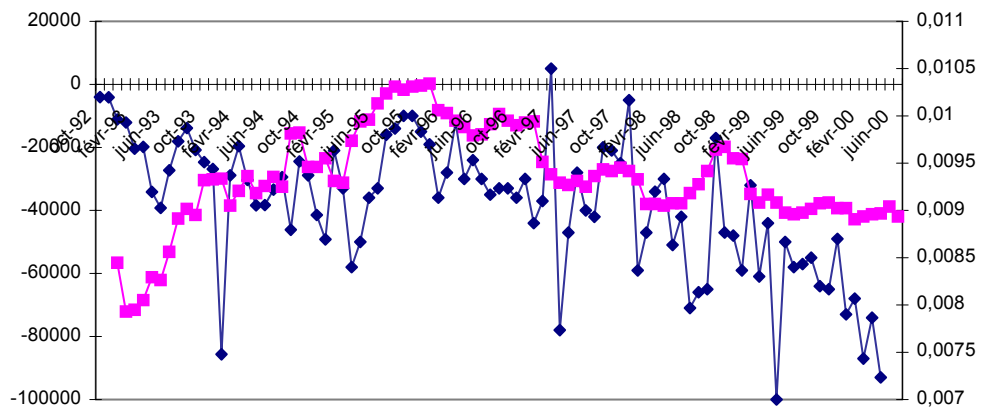
**République tchèque**

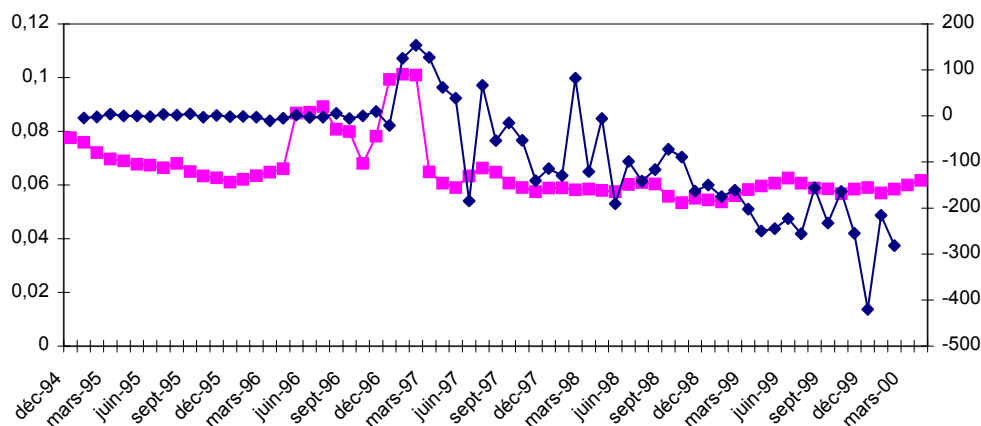


**Roumanie**



**Hongrie**



**Bulgarie**

Source des données : Datastream, données mensuelles.

**RÉFÉRENCES**

- Adam F. et Boillot J.J., 1995, "Les échanges commerciaux entre la France et les PECO", *Économie Internationale*, n° 62, 2<sup>ème</sup> trimestre, 173-190.
- Aglietta M., Baulant C. et Coudert V., 1999, "Compétitivité et régime de change en Europe Centrale", *Revue Économique*, Vol. 50, n° 6, 1221-1236.
- Andreff M., 1998, "La spécialisation du commerce entre l'Union européenne et les pays d'Europe centrale et orientale : quelle évolution ?", *Revue d'Études Comparatives Est-Ouest*, Vol. 29, n° 4, 161-189.
- Argy V. et De Grauwe P., 1990, *Choosing an Exchange Rate Regime: the Challenge for Smaller Industrial Countries*, FMI, Katholieke Universiteit Leuven, Macquarie University.
- Artus P. et Ricoeur-Nicolaï N., 1999, "Quel système de change entre les pays d'Europe centrale et la zone d'union monétaire ?", *Revue Économique*, Vol. 50, n° 6, 1203-1220.

- Asea P.K. et Mendoza E.G., 1994, "Do Long-Run Productivity Differentials Explain Long-Run Exchange Rates?", *FMI Working Paper*, n° 94/60.
- Asselain J.C., 1993, "Convertibilité précoce et protection par le change : un premier bilan de la réinsertion des Pays de l'Est dans l'Économie Mondiale", Contribution au XLII<sup>èmes</sup> Congrès Annuel de l'AFSE, Paris, Septembre.
- Avallone N. et Rault C., 1998, *Taux de change réel d'équilibre et crises financières : une estimation pour cinq pays émergents*, Mimeo.
- Balassa B., 1964, "The Purchasing Power Parity Doctrine: a Reappraisal", *Journal of Political Economy*, Vol. 72, 584-596, Décembre.
- Banerji A. et Gelos G.R., 2000, "Does Bulgaria Suffer from a Competitiveness Problem? A Look at Real Exchange Rate Indicators and Export Performance", dans "Bulgaria: Selected Issues and Statistical Appendix", *FMI Staff Country Reports*, n° 00/54, 7-36, Avril.
- Barrell R., 1996, "Exchange Rates Policies and Development Strategies in the NIES", 3<sup>rd</sup> Conference in International Macroeconomics: Macroeconomic and Financial Issues in China, Juin.
- Begg D., 1998, "Disinflation in Central and Eastern Europe: the Experience to Date", dans Cottarelli C. et Szapary (éds.), *Moderate Inflation: the Experience of Central and Eastern European Transition Economics*, FMI et Banque Nationale de Hongrie.
- Benassy-Quere A. et Lahreche-Revil A., 1998, "Pegging the CEEC's Currencies to the Euro", *Document de travail*, CEPII, n° 98/4.
- Berg A. et Borensztein E., 2000, "The Choice of Exchange Rate Regime and Monetary Target in Highly Dollarized Economies", *FMI Working Paper*, n° 00/29, Février.
- Berg A., Jadresic E., Masson P., Mauro P., Mussa M. et Swoboda A., 2000, "Exchange Rate Regimes in an Increasingly Integrated World Economy", *FMI Occasional Paper*, n° 193, Août.
- Bhagwati J., 1984, "Why Are Services Cheaper in Poor Countries?", *Economic Journal*, Vol. 94, 279-286.
- Blöndal S. et Christiansen H., 1999, "The Recent Experience with Capital Inflows to Emerging Market Economies", *OCDE Working Paper*, Economics Department, n° 211, Paris.
- Boone L. et Maurel M., 1999, "L'ancrage de l'Europe centrale et orientale à l'Union européenne", *Revue Économique*, Vol. 50, n° 6, 1123-1137.
- Bourguinat H., 1999, *Finance Internationale*, 4<sup>e</sup> édition, Thémis, PUF.

- Bourguinat H. et Labaronne D., 1998, "L'Euro et les Pays d'Europe Centrale et Orientale ; entre prosélytisme et réalités économiques", communication au Colloque international 'L'intégration des Pays d'Europe Centrale et Orientale dans l'Union Européenne', Prague, Septembre.
- Bruno M., 1993, "High Inflation and the Nominal Anchors of an Open Economy", dans Barkai H., Fischer S. et Liviatan N. (éds.), *Monetary Theory and Thought-Essays in Honour of Don Patinkin*, The MacMillan Press Ltd, 296-325.
- Budina N. et Van Wijnbergen S., 1997, "Fiscal Policies in Eastern Europe", *Oxford Review of Economic Policy*, Vol. 13, n° 2, 47-64.
- Calvo G.A., Leiderman L. et Reinhart C.M., 1993, "Capital Inflows and Real Exchange Rate Appreciation in Latin America: the Role of External Factors", *FMI Staff Papers*, Vol. 40, 108-151, Mars.
- Calvo G.A. et Végh C.A., 1994, "Inflation Stabilisation and Nominal Anchors", *Contemporary Economic Policy*, Vol. XII, 35-45, Avril.
- Chinn M.D., 2000, "The Usual Suspects? Productivity and Demand Shocks and Asia-Pacific Real Exchange Rates", *Review of International Economics*, Vol. 8, n° 1, 20-43.
- Cooper R., 1997, "Worldwide versus Regional Integration. The Optimum Size of the Integrated Area", dans Machlup F. (éd.), *Economic Integration, Worldwide, Regional, Sectoral*, Londres.
- Cooper R., Corden W., Little I. et Rajapatirana S., 1993, *Boom, Crisis, and Adjustment: the Macroeconomic Experience of Developing Countries*, Oxford University Press, The World Bank.
- Cottarelli C. et Doyle P., 1999, "Disinflation in Transition, 1993-1997", *FMI Occasional Paper*, n° 179.
- Cukierman A., 1990, "The End of High Israeli Inflation: an Experiment in Heterodox Stabilization", dans Bruno M., Di Tella G., Dornbusch R. et Fischer S. (éds.), *Inflation Stabilization, the Experience of Israel, Argentina, Brazil, Bolivia and Mexico*, 48-94.
- De Gregorio J., Giovannini A. et Wolf H., 1994, "International Evidence on Tradables and Nontradables Inflation", *European Economic Review*, Vol. 38, n° 6, 1225-1244.
- Demirgüç-Kunt A. et Detragiache E., 1998, "The Determinants of Banking Crises in Developing and Developed Countries", *FMI Staff Papers*, Vol. 45, n° 1, 81-109.



- Dupuch S., Jennequin H. et Mouhoud E.M., 2001, "Intégration européenne, élargissement aux PECO et économie géographique", *Région et Développement*, n° 13, 125-162.
- Edwards S., 1992, "Trade Orientation, Distorsions and Growth in Developing Countries", *Journal of Development Economics*, Vol. 39, n° 1, 31-57.
- Edwards S., 1993, "Exchange Rates as Nominal Anchors", *Weltwirtschaftliches Archiv*, Vol. 129, n° 1, 1-32.
- Edwards S., 1996, "Exchange-Rate Anchors, Credibility and Inertia", *American Economic Review*, 43-48, Mai.
- Edwards S. et Savastano M.A., 1999, "Exchange Rates in Emerging Economies: What do We Know? What Do We Need to Know?", *NBER Working Paper*, n° 7228, Juillet.
- Eichengreen B., 1999, "Kicking the Habit: Moving from Pegged Rates to Exchange Rate Flexibility", *The Economic Journal*, Vol. 109, 1-14, Mars.
- Festoc F., 1997, "Le potentiel de croissance du commerce des pays d'Europe Centrale et Orientale avec la France et ses principaux partenaires", *Économie et Prévision*, Vol. 2, n° 128, 161-181.
- Fischer S., 1986, "Exchange Rate versus Money Targets in Disinflation", dans Fischer S. (éd.), *Indexing, Inflation and Economic Policy*, MIT Press, Cambridge, Mass., 247-262.
- Fischer S., Sahay R. et Végh C.A., 1996, "Stabilisation and Growth in Transition Economies: the Early Experience", *Journal of Economic Perspectives*, n° 10, 45-66, Printemps.
- FMI, 1997, "Exchange Rates Arrangements and Economic Performance in Developing Countries", *World Economic Outlook*, Ch. IV, 78-97, Octobre.
- Freudenberg M. et Lemoine F., 1999, "Les pays d'Europe centrale et orientale dans la division du travail en Europe", *Économie Internationale*, La revue du CEPII, n° 80, 3-35, 4<sup>e</sup> trimestre.
- Froot K.A. et Stein J.C., 1991, "Exchange Rates and Foreign Direct Investments: an Imperfect Capital Market Approach", *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 106, 1191-1217.
- Ghosh A.R., Gulde A.M., Ostry J. et Wolf H.C., 1997, "Does the Nominal Exchange Rate Regime Matter?", *NBER Working Paper*, n° 5874, Janvier.
- Grossman G.M. et Helpman E., 1991, "Trade, Knowledge Spillovers, and Growth", *European Economic Review*, Vol. 35, Avril.
- Grubel H.A. et Llyod P.J., 1971, "The Empirical Measurement of Intra-Industry Trade", *Economic Record*, Vol. 47, n° 120, 494-517.

- Halpern L. et Wyplosz C., 1997, "Equilibrium Real Exchange Rates in Transition Economies", *FMI Staff Papers*, Vol. 44, n° 4, 430-461, Décembre.
- Hamann A.J., 1999, "Exchange-Rate-Based Stabilization: a Critical Look at the Stylized Facts", *FMI Working Paper*, n° 99/132, Octobre.
- Helpman E. et Leiderman L., 1988, "Stabilization in High Inflation Countries: Analytical Foundations and Recent Experience", *Carnegie Rochester Conference Series on Public Policy*, n° 28.
- Henriot A., 2000, "Enjeux économiques de l'élargissement de l'Union européenne", dans De Boissieu Ch. (sous la dir. de), *Les mutations de l'économie mondiale*, Economica, 323-340.
- Ingram J.C., 1973, "The Case of European Monetary Integration", *Essays in International Finance*, Princeton, n° 98.
- Kamin S.B. et Klau M., 1997, "Some Multi-country Evidence on the Effects of Real Exchange Rates on Output", *BIS Working Papers*, Bank of International Settlements, n° 48.
- Kaminsky G. et Reinhart M., 1999, "The Twin Crises: the Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems", *American Economic Review*, Vol. 89, n° 3, 473-500, Juin.
- Kemme D.M. et Teng W., 2000, "Determinants of the Real Exchange Rate, Misalignment and Implications for Growth in Poland", *Economic Systems*, Vol. 24, Issue 2, 171-205, Juin.
- Kenen P., 1969, "The Theory of Optimum Currency Areas: an Eclectic View", dans Mundell R. et Swoboda A. (éds.), *Monetary Problems of the International Economy*, Chicago University Press, Chicago.
- Klau M., 1998, "Exchange Rate Regimes and Inflation and Output in Sub-Saharan Countries", *BIS Working Papers*, Bank of International Settlements, n° 53, Mars.
- Klein M.W. et Marion N.P., 1997, "Explaining the Duration of Exchange-Rate Pegs", *Journal of Development Economics*, Vol. 54, Issue 2, 387-404.
- Kopits G., 1999, "Implication of EMU for Exchange Rate Policy in Central and Eastern Europe", *FMI Working Paper*, n° 99/9, Janvier.
- Kovacs M. et Simon A., 1998, "Components of the Real Exchange Rate in Hungary", *NBH Working Paper*, n° 98/3, Mars.
- Krajnyak K. et Zettelmeyer J., 1998, "Competitiveness in Transition Economies: What Scope for Real Appreciation", *FMI Staff Papers*, Vol. 45, n° 2, 309-362, Juin.

- Lahreche-Revil A., 1997, "Taux de change réel et croissance endogène : perspectives pour l'intégration des PECOS à l'Union Européenne", XIV<sup>èmes</sup> Journées Internationales d'Économie Monétaire et Bancaire, Orléans, Juin.
- Masson P., 1999, "Monetary and Exchange-Rate Policy of Transition Economies of Central and Eastern Europe after the Launch of EMU", *FMI Policy Discussion Paper*, n° 99/5, Juillet.
- Mckinnon R.I., 1963, "Optimum Currency Areas", *American Economic Review*, Vol. 53, n° 4, 717-725.
- Micossi S. et Milesi-Feretti G.M., 1994, "Real Exchange Rates and the Prices of Nontraded Goods", *FMI Working Paper*, n° 94/19.
- Mishkin F., 1999, "Lessons from the Asian Crisis", *Journal of International Money and Finance*, Vol. 18, n° 4, 709-723.
- Nilson L., 2000, "Trade Integration and the EU Economic Membership Criteria", *European Journal of Political Economy*, Vol. 16, 807-827.
- Notes Bleues de Bercy (Les), 1996, "L'investissement étranger en Europe centrale et orientale", *ministère de l'Économie et des finances*, n° 97, 16-31, Octobre.
- Mundell R.A., 1961, "A Theory of Optimum Currency Areas", *American Economic Review*, Vol. 51, n° 4, 657-665.
- Roemer M., 1994, "Asia and Africa: Towards a Development Policy Frontier", *Development Discussion Paper*, Harvard Institute for International Development, Avril.
- Romer P., 1989, "Capital Accumulation in the Theory of Long-Run Growth", dans Barro R. (éd.), *Modern Business Cycle Theory*, Harvard University Press, Cambridge, Mass.
- Roubini N. et Wachtel P., 1998, "Current Account Sustainability in Transition Economies", *NBER Working Paper*, n° 6468, Mars.
- Sachs J., 1997, "An Overview of Stabilization Issues Facing Economies in Transition", dans Woo W., Parket S. et Sachs J. (éds.), *Economies in Transition*, MIT Press, Cambridge, Mass.
- Sachs J., Warner A. (1996), "Achieving Rapid Growth in the Transition Economics of Central Europe", *Harvard Institute for International Development*, Juillet.
- Samuelson P., 1964, "Theoretical Notes on Trade Problems", *Review of Economics and Statistics*, Vol. 46, 145-154, Mai.
- Williamson J., 1997, "Exchange Rate Policy and Development Strategy", *Journal of African Economies*, Vol. 6, n° 3, 17-36, AERC Supplement.

### **THE CHOICE OF AN EXCHANGE RATE SYSTEM IN EASTERN EUROPEAN COUNTRIES**

**Abstract** - *The question of the exchange rate system in Eastern European countries (EEC) still remains unclear in the perspective of an European Union accession. We showed that unless a fixed exchange rate system was effective in eliminating inflation expectations, such a policy cannot be maintained for too long. It will lead to a real appreciation of the domestic currency and speculation, damaging competitiveness and growth. As EEC move from stabilization to recovery and growth, the transition countries ought to switch towards more flexible exchange rate arrangements.*

### **LA ELECCIÓN DE UN RÉGIMEN DE CAMBIO EN LAS ECONOMÍAS EN TRANSICIÓN**

**Resumen** - *En los países de Europa central y oriental (PECO) la cuestión del régimen de cambio se plantea en la perspectiva de su adhesión a la Unión Europea. Basándose en la teoría de las zonas monetarias óptimas, son numerosos los autores que preconizan una rápida adhesión a la UEM (Unión Económica y Monetaria). Nuestro trabajo demuestra sin embargo que si una política de cambio fijo pudo revelarse útil al principio de la transición con la finalidad de eliminar las anticipaciones inflacionistas, en una perspectiva de crecimiento de los PECO una política de ese tipo no parece defendible ni deseable. La necesidad de recuperación económica y los apremios exteriores (reales y financieros) exigen en efecto la plena utilización de los instrumentos de la política económica y cierta flexibilidad en el tipo de cambio.*