



# LES STRATÉGIES DE CHANGE DES PAYS D'EUROPE CENTRALE ET ORIENTALE CANDIDATS À L'UNION EUROPÉENNE

VIRGINIE COUDERT \*  
JEAN-PATRICK YANITCH \*\*

Les pays d'Europe Centrale et Orientale (PECO) actuellement candidats à l'Union européenne (UE) connaissent une situation inédite dans le choix de leur régime de change. Ils doivent, comme tout pays en transition, réaliser la stabilisation de leur économie en poursuivant la transition vers l'économie de marché, afin de mener à bien les nombreuses réformes institutionnelles, juridiques, économiques et structurelles, nécessaires pour rejoindre les standards européens. Ils doivent également tenir compte de la perspective institutionnelle relativement proche d'intégration, tout d'abord, dans un espace économique fortement concurrentiel, l'UE, puis par la suite, dans une union monétaire aux côtés d'économies très avancées, avec des exigences fortes en matière de stabilité des prix. C'est dans ce cadre économique général et dans ce contexte institutionnel particulier, que les PECO doivent définir leur stratégie de change.

La première partie de cet article décrit brièvement ce cadre institutionnel. La deuxième propose un schéma général en trois phases qui permet de décrire le cheminement de la plupart des PECO dans leurs régimes de change, depuis le début de leur transition jusqu'à leur future entrée dans le MCE 2. La troisième partie utilise cette grille d'analyse pour appréhender les stratégies de change observées dans les différents pays. Nous discutons ensuite les questions posées par la participation au MCE 2.

## *LE CONTEXTE INSTITUTIONNEL*

Le Conseil Ecofin et l'Eurosystème, se fondant sur le Traité et le principe d'égalité de traitement entre les pays membres, ont d'ores et

\* \* Conseiller scientifique à la Direction des changes de la Banque de France.

\*\* Économiste à la Direction des relations internationales et européennes de la Banque de France.

Les vues exprimées dans cet article sont celles de leurs auteurs et ne reflètent pas nécessairement celles de la Banque de France.



déjà clarifié le chemin institutionnel. Avant l'entrée dans l'UE, pendant la phase de pré-adhésion, les pays candidats n'étant pas encore parties au Traité, aucune disposition juridique ne les contraint dans le choix de leur régime de change. Aucun régime n'est donc *a priori* incompatible, même si une évolution progressive vers un lien avec l'euro serait de bon sens. Lors de l'entrée dans l'UE, les nouveaux membres ont le statut d'État membre à dérogation - ne participant donc pas à l'Union monétaire. Leur politique de change devient une question d'intérêt commun. Ils ont vocation à participer à terme au Mécanisme de change européen actuel (MCE 2), même s'ils n'y entrent pas *a priori* immédiatement. Mais leur participation pendant deux ans au MCE 2 sans tension grave sera un préalable indispensable à leur entrée en Union monétaire. Dans ce cadre, les stratégies de flottement du taux de change, d'ancrage à une monnaie autre que l'euro, ou encore de *crawling peg*, sont incompatibles avec la participation au MCE 2. Les autres stratégies, y compris les *currency boards*, peuvent être compatibles, après un examen au cas par cas, et un accord commun sur la parité retenue. L'admission en Union monétaire est ensuite conditionnée par le respect des critères de Maastricht, qui évaluent le degré de convergence réalisé. Cette étape finale marque l'abandon des monnaies nationales et l'adhésion à la politique de change unique. Pendant toute la durée du processus, l'adoption unilatérale de l'euro par les pays candidats, ou euroisation, est jugée par les institutions européennes incompatible avec une candidature à l'UE et *a fortiori* à l'Union monétaire. En effet, l'euroisation est en contradiction avec le raisonnement économique qui sous-tend le Traité, puisque celui-ci définit l'entrée en Union monétaire comme l'aboutissement d'un processus de convergence.

Respecter ces différentes étapes institutionnelles communes à tous les pays candidats, n'implique pas pour autant la poursuite d'une stratégie unique. En effet, le choix du bon régime de change avant l'entrée dans le MCE 2 doit répondre à la situation économique particulière de chaque pays et la pertinence de ce choix évolue au cours du temps (Frankel, 1999). *A priori*, les stratégies de change adoptées par les PECO se caractérisent aujourd'hui par une grande diversité, puisque tous les régimes existants sont représentés, du *currency board* à la monnaie flottante. Cependant, un examen plus attentif permet de constater qu'une grande partie des pays candidats suit peu ou prou un sentier de transition analogue.

### UN SCHÉMA DE TRANSITION EN TROIS PHASES

Les régimes de change ne sont pas des choix immuables mais doivent évoluer en fonction de l'environnement économique. Ainsi il est normal de prévoir une succession de régimes de change différents au cours de la



transition. Comme pour de nombreux pays émergents en prise avec l'inflation, un cheminement logique consisterait à adopter un régime de change fixe dans une première phase, puis à assouplir ce régime dans une deuxième phase. Dans le cas des PECO, une troisième étape consiste à stabiliser de nouveau la parité nominale, dans la perspective d'adhésion au MCE 2. Ce schéma en trois phases fournit un cadre d'analyse qui permet de mieux comprendre les différentes stratégies poursuivies par la plupart des PECO et d'en dresser une typologie, même s'il ne constitue pas un cadre rigide qui devrait s'imposer à tous les PECO.

*Phase 1 : des taux de change fixes comme remède contre l'inflation*

La plupart des PECO ont été confrontés au début de leur transition à de très forts taux d'inflation, dus notamment aux dérapages de prix subitement libérés après des années de contrôles administratifs. L'hyperinflation était alors une menace réelle, dans les pays baltes ou en Pologne par exemple. L'instauration de taux de changes fixes a fourni l'ancrage nominal permettant de stabiliser les prix, pour revenir à des niveaux d'inflation plus tolérables.

Fixer le taux de change constitue en effet un moyen efficace de lutter contre l'inflation, car la stabilisation de la parité met en œuvre plusieurs canaux de désinflation. Le premier transite par une stabilisation de la demande. En effet, adopter un taux de change fixe avec un pays dont l'inflation est beaucoup plus basse exige une politique monétaire restrictive, qui produit un effet direct de stabilisation de la demande. Comme l'inflation est en général persistante pendant quelques années, la fixité du taux de change nominal produit une appréciation du taux de change réel, qui exerce un effet réducteur sur le prix des importations ; il s'agit là d'un deuxième canal. Le troisième effet transite par l'intermédiaire des anticipations. L'engagement des autorités monétaires à se « lier les mains » en fixant le taux de change, entraîne une crédibilité accrue de la politique monétaire, qui permet de réduire les anticipations d'inflation. Les agents sont en effet conscients que tout dérapage sur la création monétaire serait sanctionné par une dépréciation de la monnaie sur le marché des changes. Or, l'ancrage nominal du taux de change est une donnée visible et facilement vérifiable au jour le jour par les marchés et l'ensemble de la population, permettant ainsi à la Banque centrale d'améliorer sa crédibilité en remplissant son objectif. Un autre avantage des changes fixes est de rendre prévisible l'évolution des cours pour les investisseurs internationaux. Pour les pays en transition, qui ont un besoin patent d'entrées de capitaux pour reconstruire leurs capacités productives, cet argument est important.

Les PECO ont adopté différentes formes de taux de change fixes. La forme la plus contraignante est le *currency board* puisque toute la monnaie



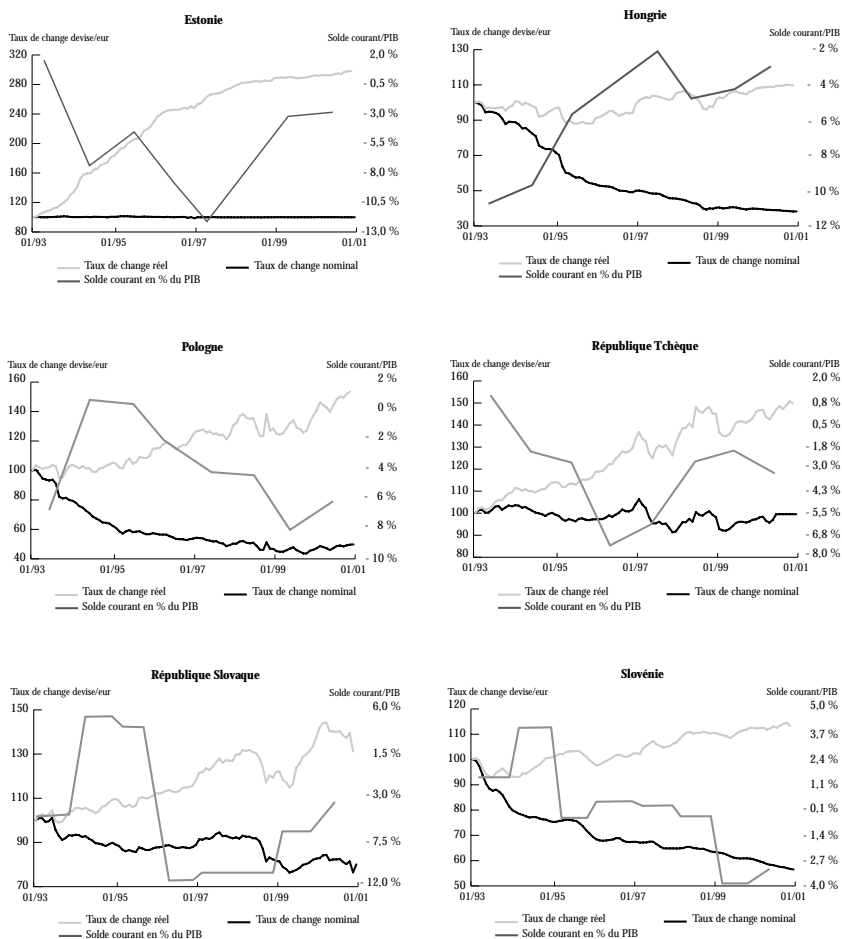
en circulation doit être exactement couverte par les réserves de change, ce qui retire toute autonomie à la politique monétaire. Ce dispositif vise à conférer au taux de change une grande crédibilité puisque les réserves permettent de garantir la convertibilité totale de la monnaie au taux de change courant. Les régimes de taux de change fixes habituels sont moins contraignants, car les taux de change peuvent fluctuer autour de leur cours de référence à l'intérieur de marges de fluctuations plus ou moins larges. À ces régimes à parités de référence fixes, il faut ajouter le *crawling peg* où le cours de référence est glissant, c'est-à-dire modifié périodiquement à un taux fixé à l'avance par les autorités. Dans la pratique, les *crawling pegs* sont utiles dans les pays à forte inflation car la monnaie est dévaluée régulièrement, ce qui évite les trop fortes appréciations de taux de change réel et permet une politique moins restrictive que celle requise par un taux de change entièrement fixe. Le degré de contrainte est modulé selon le rythme fixé à la dévaluation du taux central et la largeur des bandes de fluctuations.

### *Phase 2 : l'assouplissement de la politique de change*

Les périodes de taux de change fixes ont généralement des vertus stabilisatrices en matière d'inflation, mais peuvent engendrer des déséquilibres des comptes extérieurs si l'inflation ne décélère pas suffisamment rapidement. La raison en est simple : le taux de change nominal fixe et l'inflation plus élevée qu'à l'étranger produisent une augmentation des prix relatifs des biens produits dans le pays concerné par rapport à ceux produits à l'étranger. Ceci se traduit par une perte de compétitivité qui pèse sur la balance commerciale. La plupart des PECO ont été confrontés à ce problème d'appréciation de leur taux de change réel. En cas de *crawling peg*, l'appréciation du taux de change réel est réduite par la dévaluation rampante, mais le taux de dévaluation autorisée n'est pas toujours suffisant pour compenser la perte de compétitivité due à la montée des prix intérieurs. L'appréciation des taux de change réels est un phénomène bien visible dans la plupart des PECO (graphiques n° 1 ci-dessous). Cependant, il n'est pas évident que cette situation ait eu forcément des conséquences préjudiciables sur l'équilibre extérieur pour deux raisons. Premièrement, les prix relatifs aux taux de change courants étaient probablement sous-évalués au début des années 1990 (Wyplosz et Halpern, 1997). Deuxièmement, le secteur des biens échangeables a bénéficié de gains de productivité considérables, qui ont permis de maintenir les prix, si bien que les hausses de prix se sont surtout concentrées sur le secteur des biens non échangeables, où les niveaux de prix relatifs étaient beaucoup plus bas (Ditz, 1997). Or les prix des biens non échangeables n'ont pas d'incidence sur l'équilibre extérieur. En raison de la différence de comportement des prix entre les deux secteurs, échangeables et non

échangeables, une partie de l'appréciation réelle serait due à une appréciation du taux de change d'équilibre selon l'effet dit « Balassa » et n'impliquerait pas une dégradation du commerce extérieur (Aglietta, Baulant et Coudert, 1999). Ainsi, le creusement du déficit extérieur observé dans la plupart des PECO semble dû autant au différentiel de croissance avec la zone euro et aux besoins de financement importants pour assurer le développement économique qu'à l'appréciation réelle des taux de change.

**Graphique n°1**  
**Taux de change et solde courant dans 6 PECO**



Taux de change : une augmentation correspond à une appréciation (dégradation de la compétitivité pour le taux de change réel), base 100 = janvier 1993.

Sources : BCE - FMI

Réalisation : DGO - Direction des changes - SAMI



Un autre argument pour assouplir le régime de change lorsque la désinflation est bien entamée, concerne la levée des contrôles sur les mouvements de capitaux. En effet, la tenue du taux de change est facilitée par ces contrôles. Leur suppression rend ce régime beaucoup plus exposé aux brusques retournements de flux de capitaux, qui peuvent être à l'origine de crises de change. Pour illustrer ce phénomène, on peut comparer le SME des années 1980 à celui des années 1990 après l'achèvement du marché unique et la libéralisation des mouvements de capitaux. La seconde période du SME a été sujette à des crises beaucoup plus violentes que la première. Un autre exemple, plus lointain mais néanmoins frappant, est fourni par la Chine, dont le taux de change est resté étonnamment stable dans la tourmente de la crise asiatique de 1997. Là encore, on peut penser que les contrôles des mouvements de capitaux et la limitation de la convertibilité du yuan ne sont pas étrangers à ce phénomène. Dans les PECO, l'accession à l'Union européenne est soumise aux critères dits de Copenhague, qui assurent la réalisation d'un marché unique à l'intérieur de l'UE. Ceux-ci impliquent notamment la libre circulation généralisée des capitaux à l'intérieur de l'Union européenne. Si des périodes de transition sont envisageables, elles ne peuvent concerner que des domaines très particuliers. Les pays candidats sont donc tenus de libérer progressivement leurs contrôles des changes. Au moment où les dernières restrictions sont supprimées, le passage aux taux de change flottants peut faciliter la mise en œuvre de la politique monétaire. Des taux de change flexibles permettent en effet de mieux absorber les chocs liés à la volatilité des flux de capitaux.

Ainsi, l'assouplissement des politiques de change peut être jugé souhaitable lorsque l'inflation est maîtrisée. Cet assouplissement peut s'effectuer en élargissant les bandes de fluctuation admissibles, comme en Hongrie, ou prendre la forme d'une mise en flottement comme en République tchèque, ou bien mettre en œuvre les deux stratégies successivement comme en Pologne. La politique monétaire peut alors se fixer un autre ancrage, comme une cible d'inflation. Il est vrai que cette stratégie est difficile à mettre en œuvre dans les PECO (Christoffersen et Wescott, 1999), si bien qu'elle ne doit pas être envisagée prématurément. Une des difficultés tient notamment à bien évaluer les mécanismes de transmission de la politique monétaire dans des pays où les séries historiques sont trop courtes pour permettre une analyse économétrique fiable.

### *Phase 3 : retour vers un régime de change plus stable*

Outre sa plus grande compatibilité avec la libéralisation des mouvements de capitaux, la période de flottement devrait aussi avoir l'avantage



de fournir des taux de change, non plus fixés par les autorités, mais compatibles avec les forces du marché. Lorsqu'un équilibre semble avoir été atteint, il est envisageable de revenir à des parités plus stables. En effet, l'une des conditions d'entrée dans l'Union monétaire étant de participer au MCE 2 pendant deux ans sans tensions excessives, le retour à une stabilisation des cours constitue la démarche normale des pays candidats.

Ce schéma en trois temps semble adapté aux différentes séquences que devront parcourir les PECO au cours de leur processus d'entrée dans l'Union monétaire. La première phase de changes fixes permet de faire baisser l'inflation, ce qui est une nécessité non seulement pour stabiliser l'économie mais aussi pour satisfaire aux critères de Maastricht. La baisse de l'inflation permet aussi d'envisager une entrée dans le MCE 2 sans tensions, préalable indispensable à l'adoption de l'euro. Parallèlement, les changes fixes, qui ont été parfois définis dans un premier temps par rapport à un panier de monnaies reflétant la structure du commerce extérieur, ont évolué vers un ancrage sur l'euro à mesure que le commerce se réorientait vers la zone euro et que la perspective d'adhésion à l'UE se rapprochait. La deuxième phase permet avant tout aux marchés de tester la soutenabilité des taux de change avant l'adoption d'un cours pivot fixe au sein du MCE 2, puis d'une parité irrévocable au moment de l'entrée dans l'Union monétaire. Ces différentes étapes en matière de stratégie de change impliquent naturellement un processus parallèle, long et progressif, de convergence réelle de l'économie et d'adaptation des structures à l'économie de marché.

### *LES STRATÉGIES MISES EN ŒUVRE*

Le schéma en trois phases décrit ci-dessus fournit un cadre utile pour analyser la situation des différents pays. Les pays les plus avancés comme la Pologne, la Hongrie, les Républiques tchèque et slovaque semblent s'y conformer, avec naturellement quelques variantes. Cependant, il n'est pas le seul possible. Les stratégies des pays qui ont adopté un *currency board*, pays baltes puis Bulgarie, peuvent s'en écarter. De même certains pays n'avaient sans doute pas les réserves de change nécessaires pour adopter un régime de change fixe au début de leur transition. Le tableau suivant récapitule l'ensemble des stratégies suivies par les PECO candidats.



**Tableau n° 1**  
**Transition des régimes de change des Peco**

	Régime de change antérieur	Régime de change en vigueur	Compatibilité avec entrée ultérieure en MCE 2 envisageable	Intervention de change officielle	Restriction sur les mouvements de capitaux
Bulgarie	Flottement (crise de charge en mars 94)	Currency board en euro (depuis juillet 1997)	non	-	Quelques restrictions sur les sorties de capitaux (autorisation de la Banque centrale)
Estonie	-	Currency board en euro (depuis juin 92)	envisageable	-	Liberté générale des mouvements de capitaux avec restrictions ponctuelles
Lettonie	-	Parité fixe vis-à-vis du DTS (le 29 % d'euro)	non	Interventions régulières	Liberté des mouvements de capitaux avec restrictions ponctuelles
Lituanie	Flottement	Currency board (en dollar depuis avril 1994, puis en euro à partir de février 2002)	non	-	Niveau élevé de libéralisation des mouvements de capitaux
Hongrie	Crawling peg (abandon en août 2001)	Bande de fluctuation par rapport à l'euro (+/- 15 %)	oui	Interventions aux marges	Contrôle des capitaux à CT ; libéralisation des capitaux à LT
Pologne	Fixe (janvier 90), puis crawling peg (mai 1991 à avril 2000)	Flottement libre (depuis avrom 2000) avec cible d'inflation	non	Interventions occasionnelles	Quelques contrôles des capitaux à CT ; libéralisation des capitaux à LT
Roumanie	-	Flottement libre	non	Interventions occasionnelles de lissage	Contrôle des capitaux à CT et sorties de capitaux ; assouplissement progressif pour capitaux à LT
Slovénie	-	Flottement géré, avec l'euro comme monnaie de référence implicite	oui	Interventions quotidiennes	Contrôle des capitaux à CT ; libéralisation progressive des capitaux à LT
République slovaque	Change fixe en 1991 puis élargissement progressif des bandes de fluctuation	Flottement géré (depuis octobre 1998), avec l'euro comme monnaie de référence implicite	oui	Interventions croissantes	Contrôle des capitaux à moins d'un an ; libéralisation progressive des capitaux à LT
République tchèque	Change fixe en 1991 puis élargissement progressif des bandes de fluctuation	Flottement géré (depuis mars 1997), avec l'euro comme monnaie de référence implicite	oui	Interventions occasionnelles	Largement libéralisés





### *La Pologne*

Après une brève période de change fixe au début de la transition, la Pologne a adopté un régime de *crawling peg* en ancrant sa monnaie sur un panier euro et dollar (55 % d'euro et 45 % de dollar) jusqu'en avril 2000. Le taux de dévaluation mensuelle admissible a toujours été fixé en-deçà du taux d'inflation, si bien que le zloty s'est apprécié en termes réels par rapport à ses partenaires. Cette stratégie a donné de bons résultats en matière de réduction de l'inflation, au prix cependant d'un déficit courant qui s'est durablement creusé. Le taux de dévaluation mensuelle fixé par les autorités a été progressivement réduit, à mesure que l'inflation régressait.

Le passage à la deuxième phase s'est accompli progressivement par un élargissement des marges de fluctuation du *crawling peg*, afin d'accroître le degré de flexibilité de la parité. Les bandes de fluctuation admissibles ont été élargies à plusieurs reprises, deux fois en 1998 puis de nouveau en mars 1999 passant ainsi de  $\pm 7\%$  à  $\pm 15\%$  autour du cours central. Puis, en avril 2000, le zloty a été mis en flottement géré. Parallèlement, l'adoption d'une cible d'inflation a fourni un ancrage nominal de substitution, qui a permis de contenir les anticipations de prix. La mise en flottement a été présentée par les autorités polonaises comme une démarche facilitant l'intégration à l'UE dans la mesure où celle-ci nécessite la libéralisation complète des mouvements de capitaux.

### *La Hongrie*

Dans une première phase, la Hongrie a opté pour un *crawling pegs* sur un panier composé d'euro et de dollar. Comme en Pologne, le taux de dévaluation rampante a été progressivement réduit, à mesure que l'inflation décélérait. Cependant, la priorité a été moins de lutter contre l'inflation, relativement faible au début de la transition par rapport aux autres PECO, que de maintenir la compétitivité pour préserver le commerce extérieur. Ainsi le taux de dévaluation rampante a-t-il été choisi de manière à compenser à peu près la hausse des prix. Cette stratégie a permis de contenir l'appréciation du taux de change réel et de limiter ainsi le déficit extérieur, contrairement à la Pologne. En revanche, après une décennie de rattrapage, l'inflation reste plus importante que celles des autres PECO les plus avancés.

L'assouplissement de la politique de change est intervenu en avril 2001, juste avant la libéralisation des mouvements de capitaux effectuée au cours de l'été de la même année. Les marges de fluctuation ont été élargies, de  $\pm 2,25\%$  à  $\pm 15\%$ . Parallèlement au cours de l'été 2001, le taux de dévaluation rampante a été réduit une dernière fois, passant de 0,2 % par mois en début d'année à 0 %. La parité centrale est donc maintenant fixe autour de marges de  $\pm 15\%$ . Comme, de plus, l'ancrage



sur un panier de monnaies a été remplacé par un ancrage sur l'euro en janvier 2000, le système de change de la Hongrie présente désormais beaucoup d'analogies avec le MCE 2. Naturellement, il reste une différence fondamentale puisqu'il s'agit d'un engagement unilatéral de la Hongrie à maintenir sa parité, alors que le MCE 2 est un mécanisme multilatéral, mis à la disposition des pays déjà membres de l'UE, et mettant en jeu la coopération du Système européen de Banques centrales (SEBC).

### *La République tchèque*

La République tchèque a adopté un taux de change fixe en janvier 1991 puis élargi ses bandes de fluctuation. L'inflation a pu être relativement maîtrisée mais le déficit courant de 7,4 % du PIB en 1996 laissait penser qu'une surévaluation de la monnaie était probable. Ainsi la couronne tchèque a été l'objet de violentes attaques spéculatives en mai 1997. Le phénomène de contagion avec la Thaïlande est manifeste, puisque le baht était attaqué au même moment. Cette contagion semble avoir résulté, non des flux commerciaux ou financiers directs, mais du fait que la crise en Thaïlande devenant de plus en plus probable, les investisseurs ont subitement revu leur jugement sur les pays présentant des caractéristiques analogues (taux de change maintenu fixe depuis quelques années, balance courante autour de 8 % du PIB, risques de surévaluation). Le changement de régime de change qui s'est traduit par une mise en flottement brutale a donc dû intervenir « à chaud », sous la pression de la spéculation. Depuis cette date, les autorités monétaires maintiennent leur monnaie en flottement géré à l'intérieur de larges bandes de fluctuation, sans préciser quelles parités exactes elles entendent défendre. Cette stratégie permet de stabiliser les cours sans prêter le flanc à la spéculation. Une cible d'inflation a été introduite parallèlement pour fournir un ancrage nominal. Cette stratégie semble avoir réussi à contenir l'inflation qui était de 3,9 % en 2000, même si la faiblesse de la croissance économique explique aussi en partie ce résultat.

### *La République slovaque*

Bien que connaissant un degré moindre de convergence réelle avec l'Union européenne et des réserves de change beaucoup plus faibles, la République slovaque a suivi une stratégie de change relativement similaire à celle de la République tchèque. Les deux États ont adopté un taux de change fixe au moment de leur partition. Cependant, la République slovaque, mieux protégée contre les attaques spéculatives par son contrôle des changes, a pu maintenir ce régime plus longtemps. Les bandes de fluctuation ont été élargies un an et demi après la mise en



flottement de la couronne tchèque, en octobre 1998. Les interventions de la banque centrale sur le marché des changes, jusqu'alors relativement rares, se sont toutefois amplifiées en 2000, afin d'éviter une appréciation excessive de la couronne, sous la pression des entrées de capitaux consécutives notamment aux vagues de privatisations. Contrairement à la République tchèque, les mouvements de capitaux ne sont pas libres : les contrôles subsistent pour les capitaux à moins d'un an et les flux à long terme ne sont que progressivement libéralisés (soumis à autorisation préalable de la Banque centrale).

### *Le cas particulier des currency boards*

Les *currency boards* en Estonie, en Lituanie et en Bulgarie ont permis de réaliser des progrès importants en termes de stabilisation de l'inflation. Dans le cas de ces petits pays qui ont été déstabilisés par la transition, ce régime de change extrême a pu contribuer favorablement à réduire les anticipations d'inflation et à redonner confiance dans la monnaie nationale. Cependant il implique aussi une perte de souveraineté monétaire et des difficultés à maintenir la compétitivité externe, ce qui en restreint l'usage aux situations les plus critiques.

L'Estonie a un *currency board* depuis 1992 avec un ancrage sur le mark puis sur l'euro ; l'inflation a été réduite à 3,8 % en 2000 mais le taux de change réel s'est apprécié de 84 % depuis 1994 et le déficit du compte courant est important (-6,9 % du PIB). La Lituanie a un *currency board* arrimé au dollar depuis avril 1994, qui devrait basculer sur l'euro le 2 février 2002 dans la perspective de l'adhésion à l'UE. Là aussi, l'inflation a été fortement réduite, puisqu'elle est passée de 1020 % en 1992 à 1 % en 2000 ; le taux change réel s'est fortement apprécié, de +111 % depuis l'introduction du *currency board*, et le déficit courant est d'environ 10 % du PIB depuis 1995. La Bulgarie n'a adopté son *currency board* que plus tardivement, en 1997, sans doute du fait d'une insuffisance de réserves au début de sa transition. Le flottement de son taux de change avait abouti à un pic d'inflation de 1082 % en 1997. Depuis cette date, l'inflation s'est stabilisée et les taux d'intérêt ont baissé, mais au prix, là aussi, d'une forte appréciation du taux de change réel (+ 60 % par rapport à 1996) et d'un creusement du déficit courant (- 6,9 % du PIB en 2000).

Dans les pays en *currency board*, la stratégie de sortie et la forme de transition possible vers le MCE 2 ne sont pas encore arrêtées. Deux solutions sont envisageables à ce stade : soit ces pays pourront entrer dans le MCE 2 en maintenant leur *currency board*, soit ils devront assouplir leur régime de change, conformément à notre schéma et comme les autres pays candidats. Une troisième, qui aurait été théoriquement envisageable, est maintenant rejetée.



Une première solution consiste pour ces pays à intégrer le MCE 2 tout en restant en *currency board* par rapport à l'euro, c'est-à-dire avec une marge de fluctuation réduite à zéro de leur propre initiative. Il s'agirait d'un engagement institutionnel supplémentaire et unilatéral, dans le cadre multilatéral du MCE 2. Cette stratégie, qui pourra être étudiée le moment venu, supposerait que le taux de change défendu par le *currency board* corresponde effectivement à la parité qui serait ensuite fixée irrévocablement lors de l'entrée en Union monétaire. Or cette hypothèse reste à vérifier car le blocage du taux de change nominal pendant de nombreuses années peut conduire à des déséquilibres dans les prix relatifs si les prix et les salaires ne sont pas suffisamment flexibles pour assurer les ajustements.

La deuxième solution serait de sortir du *currency board* et de laisser la monnaie flotter afin de retrouver un taux de change compatible avec les forces de marché avant d'entrer dans le MCE 2. Ce passage par un régime de change intermédiaire correspondrait mieux à l'esprit du MCE 2, qui est théoriquement un régime de change fixe ajustable autour de marges de fluctuation non nulles.

Une troisième solution, parfois évoquée pour les PECO en *currency board* est l'« euroisation » qui consisterait à remplacer la monnaie légale par l'euro de manière unilatérale avant d'avoir rempli les critères d'accès à l'UEM. Cette méthode, en contradiction avec le Traité, ne semble pas devoir être retenue car elle bloquerait les négociations d'accès à l'UEM. Elle n'est d'ailleurs expérimentée par aucun des PECO.

Les partisans de la première solution soulignent les dangers de sortir d'un *currency board* et notamment les risques de dévaluation excessive. Les sorties sont effectivement assez délicates dans la mesure où la crédibilité acquise par le mécanisme même du *currency board* peut s'en trouver subitement ébranlée (Eichengreen et Masson, 1998). Le danger inhérent à ces sorties est lié à l'incertitude qu'elles peuvent provoquer dans les anticipations ; il est renforcé par le manque de précédents historiques permettant d'évaluer ce type de situations. La crainte d'une perte de crédibilité en cas de sortie du *currency board* semble effectivement fondée dans le cas de certains pays. Cependant, cette difficulté ne doit pas être exagérée dans le cas des PECO. En effet, le seul exemple récent dont nous disposons sur la sortie d'un *currency board* est encourageant pour les PECO puisqu'il s'agit de l'Irlande, qui a réussi sa sortie dans un cadre présentant de grandes similarités avec leur situation actuelle. L'Irlande a quitté son *currency board* (arrimé à la livre sterling) en 1979 pour adhérer au SME. L'engagement multilatéral que constituait le SME a permis de compenser largement la perte de crédibilité liée à l'abandon du *currency board*. De même, en rejoignant le MCE 2, l'une des conditions pour entrer dans l'Union monétaire, les pays sortant de



leur *currency board* montreront qu'il ne s'agit pas d'un abandon dû à une incapacité à maintenir leur parité mais d'une volonté politique délibérée de rejoindre un accord de change multilatéral.

La situation des PECO sortant de leur *currency board* pourrait donc être différente de celle des autres pays devant sortir de ce régime sans l'alternative d'un accord de change destiné à déboucher sur une union monétaire. D'un côté, l'exemple de l'Irlande semble montrer que la deuxième solution est envisageable, même si la comparaison a ses limites car les mouvements de capitaux beaucoup plus importants aujourd'hui rendent la tenue du change plus difficile qu'en 1979. De l'autre côté, rester en *currency board* dans le MCE 2 permettrait aux pays de ne pas bouleverser leur politique, ni prendre de risque supplémentaire, au moment où des changements structurels importants leur seront demandés. La solution adoptée dépendra vraisemblablement du jugement qui sera porté sur le niveau du taux de change réel et sa compatibilité avec l'équilibre extérieur. Ainsi, les stratégies à suivre devraient être examinées au cas par cas pour les différents pays au moment des négociations pour leur entrée dans le MCE 2.

#### *Le cas particulier des pays ne disposant pas de réserves de change suffisantes*

Pour mettre en place un taux de change fixe, une condition préalable est que la Banque centrale dispose de réserves de change suffisamment abondantes pour pouvoir intervenir sur le marché et soutenir les cours. La plupart des PECO remplissaient cette condition. Au cours de la période 1992-1999, les dix PECO avaient un niveau moyen de réserves de change (hors réserves d'or) équivalant à 3 mois d'importations. Ce niveau moyen s'élève à près de 4 mois pour les pays ayant choisi de défendre une parité fixe. Cependant, au début de la transition, trois pays n'étaient pas en mesure de poursuivre une stratégie de change fixe, en raison notamment de l'insuffisance de leurs réserves de change. C'était le cas de la Bulgarie jusqu'en 1997, dont les réserves moyennes équivalaient à 2 mois d'importations entre 1992 et 1996. Ce n'est qu'à partir de juillet 1997 que la Bulgarie a adopté un *currency board*, ses réserves de change correspondant alors à 4,4 mois d'importations. En Roumanie et en Slovénie, le niveau de réserves était aussi insuffisant pour maintenir un régime de change fixe, dans le contexte d'instabilité de la transition. Ces pays ont donc dû adopter des stratégies alternatives.

#### *La Slovénie*

La Slovénie a adopté un flottement administré de son taux de change. Le niveau de ses réserves de change, faible au début de la transition (1,6 mois d'importations en moyenne jusqu'en 1995), a peu



à peu augmenté (autour de 3 mois d'importations par la suite), et permis une gestion beaucoup plus active du taux de change, dessinant une forme de *crawling peg* implicite. Ainsi, même si aucun cours n'est défendu officiellement, les interventions quotidiennes de la Banque centrale maintiennent les cours dans des bandes très étroites, par rapport à l'euro. Parallèlement, la Banque centrale a un objectif intermédiaire de masse monétaire. Cette double stratégie a donné des résultats apparemment satisfaisants en matière d'inflation et a permis de préserver la compétitivité externe du pays. L'inflation a diminué de 207 % en 1992 à environ 8 % depuis 1997. En conséquence, la dévaluation continue du taux de change nominal depuis le début de la transition connaît sur la fin de la période une courbe plus maîtrisée. Le taux de change réel a connu une appréciation modérée de +16 % au cours de la période 1994-1999. Toutefois, les résultats en matière d'inflation demandent à être encore améliorés et la Slovénie rencontre des problèmes liés à l'indexation encore importante de son économie. La libéralisation des flux de capitaux (seulement 25 % des flux de portefeuille sont libérés par exemple), qui devrait être en principe achevée en 2002, ne fait que s'amorcer.

#### *La Roumanie*

14

Des réserves de change insuffisantes (moins d'un mois d'importations jusqu'en 1996, puis 1,5 mois en moyenne par la suite) et un fort problème de crédibilité ont contraint la Roumanie à laisser flotter librement son taux de change. Ce dernier n'a été unifié qu'en 1997, et le lei n'est pleinement convertible que depuis mars 1998. Dans ce cadre, la Roumanie n'a pas été en mesure de stabiliser son économie. L'inflation demeure très élevée (45 % en 2000, 33 % prévus pour 2001). La Roumanie enregistre chaque année un déficit du compte courant important (5 % du PIB prévus pour 2001), bien que le pays soit en récession depuis 1997.

#### *LA PERSPECTIVE DU MCE 2*

Après une décennie de transition, il est possible de dresser un premier bilan des régimes de change adoptés par les différents pays candidats à l'UE. La plupart des pays candidats ont choisi, dans une première phase, une stratégie de change fixe pour lutter contre l'inflation. Ces stratégies, fournissant un ancrage nominal externe aux agents économiques, ont connu de bons résultats en matière de maîtrise de l'inflation, qui contrastent fortement avec les pays qui n'ont pu suivre un chemin analogue (comme la Roumanie par exemple). Pour les pays les plus avancés dans ce processus de transition du régime de change et de maîtrise de l'inflation, un certain assouplissement s'est avéré le plus souvent nécessaire (Républiques tchèque et slovaque, Pologne,





Hongrie), afin de limiter les déséquilibres extérieurs et faciliter la libéralisation des mouvements de capitaux. Seuls les cas de très petites économies ouvertes où les réformes structurelles ont déjà été mises en œuvre échappent, peut-être, à cette nécessité (cas, à ce stade, de l'Estonie). À l'issue de cette deuxième phase, lorsqu'un équilibre compatible avec les forces du marché a été trouvé, il est alors envisageable, dans un troisième temps, de revenir vers un régime plus stable par rapport à l'euro. Le MCE 2 permet cette stabilisation. Il constitue un instrument de convergence, qui a fait ses preuves, et offre un cadre suffisamment général pour s'adapter aux différentes situations des PECO.

L'issue à plus ou moins long terme de cette succession de régimes de change est déjà connue : il s'agit de l'adoption de l'euro, lorsque les pays rempliront, de manière soutenable, l'ensemble des critères de convergence. Pour des raisons économiques et institutionnelles, plusieurs pays candidats vont devoir modifier l'orientation de leur stratégie de change pour y parvenir. Ainsi, ils devront régler plusieurs questions pour négocier la sortie de leur régime de change actuel.

Tout d'abord, se pose la question de la soutenabilité des régimes de change fixes en période de libéralisation des mouvements de capitaux. En raison du processus de rattrapage, une augmentation, ainsi qu'une volatilité accrue, des entrées de capitaux sont prévisibles. Ces mouvements de capitaux pourraient constituer un facteur de déstabilisation important à l'intérieur du MCE 2, pour les pays candidats insuffisamment préparés à affronter ce risque et notamment pour les pays dont le taux de change flotte actuellement. Le retour à la discipline du change risque de se montrer difficile s'il coïncide avec la libéralisation des mouvements de capitaux. Il est sans doute préférable de libéraliser les mouvements de capitaux avant l'entrée en MCE 2, afin de ne pas concentrer les risques. En tout état de cause, même si elle intervient après l'entrée en MCE 2, la libéralisation des mouvements de capitaux devra être achevée avant la période de deux ans sur laquelle sera évalué le critère de stabilité du change requis par le Traité de Maastricht. Cette contrainte a deux raisons : d'une part, on ne peut juger la stabilité du change requise par le Traité, qu'en situation de liberté des mouvements de capitaux (principe de soutenabilité) ; d'autre part, telle avait été la situation des douze pays actuellement dans l'Union monétaire, lors de l'examen de leur degré de convergence (principe d'égalité de traitement).

La question demeure ensuite ouverte de la pérennisation des *currency boards* existants (ainsi que du régime à taux de change fixe de la Lettonie) à l'intérieur du MCE 2. La pertinence des parités en vigueur dans ces pays devra être vérifiée, car elles ont été fixées le plus souvent au début de la transition. Cependant, les coûts en termes de crédibilité d'une évolution vers une plus grande flexibilité, qui permettrait de tester la parité, ne





doivent pas être négligés. Dans le cadre d'une libéralisation accrue des mouvements de capitaux, cette situation présente en effet les mêmes risques potentiels que ceux décrits précédemment. La poursuite ou non des régimes de change fixes actuellement menés par les PECO, et en particulier des *currency boards*, dépend fortement de la soutenabilité du déficit courant et de la mise en œuvre des réformes structurelles permettant de compenser la perte de l'ajustement par le change. Une difficulté additionnelle apparaît de toutes façons dans le cas de la Lituanie et de la Lettonie, qui devront négocier la transition de leurs ancrages respectifs actuels, au dollar et au DTS, vers l'euro.

Enfin, pour tous les pays candidats, le processus de rattrapage devrait être accompagné par une appréciation tendancielle du taux change réel, en raison, à court terme, des entrées accrues de capitaux, et à plus long terme, de l'effet « Balassa ». Ce phénomène peut prendre deux formes. Il peut s'agir soit d'une inflation supérieure dans les pays candidats à celle de la zone euro - c'est ce qui s'est produit jusqu'à présent, mais le critère de Maastricht limitera cette possibilité - soit d'une appréciation du taux de change nominal, mais qui sera contrainte dans le cadre du MCE 2. Ainsi, les critères d'inflation et de change risquent d'entrer en conflit, si le processus de transition ne s'inscrit pas dans la durée et doit négliger la convergence réelle des pays candidats vers l'UE. Or, l'assouplissement des critères de Maastricht n'est pas envisageable, en vertu du principe d'égalité de traitement qui doit prévaloir entre les États membres, et aussi parce qu'il remettrait en cause la perception par les marchés de la crédibilité de la zone euro élargie.

Il est possible que les pays candidats recherchent une appréciation nominale de leur taux de change pour faire baisser plus rapidement leur inflation et satisfaire ainsi plus rapidement au critère de stabilité des prix. Or un taux de change surévalué risquerait de creuser le déficit commercial et de ralentir la croissance. Le respect des critères de convergence nominale ne serait alors pas soutenable à moyen terme. En fait, la stratégie de change des pays candidats doit leur permettre de soutenir le processus de stabilisation de l'économie, tout en assurant la convergence réelle avec l'Union européenne, et non viser une convergence nominale trop rapide avec l'UE, qui s'avérerait insoutenable.

### BIBLIOGRAPHIE

AGLIETTA M., BAULANT C. et COUDERT V. (1999) : « Compétitivité et régime de change en Europe Centrale », *Revue Économique*, vol 50, n° 6.

ARTUS P. (2001) : « Pourquoi les pays d'Europe Centrale et Orientale (PECO) veulent-ils rentrer dans la zone euro ? », *Flash CDC Ixis*, n° 2001-064, 19 septembre.

LES STRATÉGIES DE CHANGE DES PAYS D'EUROPE CENTRALE ET ORIENTALE  
CANDIDATS À L'UNION EUROPÉENNE

---

- BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE (2000) : « L'Eurosystème et le processus d'élargissement de l'UE », *Bulletin mensuel*, février.
- CHRISTOFFERSEN P. F., and R. F. WESCOTT (1999) : « Is Poland Ready for inflation Targeting? », *IMF Working Paper*, WP/99/41, March.
- DEBELLE, G. (1997) : « Inflation targeting in practice », *IMF Working Paper*, WP/97/35.
- DITZ R. (1997) : « Exchange rate and relative prices in Central and Eastern Countries: a system and transaction cost approach », *WIIW Research Report*, n° 254.
- EICHENGREEN B. et MASSON P. (1998) : « exit strategies », *IMF occasional paper*.
- FRANKEL J., (1999): « No single currency regime is right for all countries or at all time », *NBER Working paper series* n° 7338, septembre.
- KRAJNYAK K. et ZETTELMEYER J. (1997) : « Competitiveness in Transition Economies: What Scope for Real Appreciation ? » *IMF Working Paper*, WP/97/149, november.
- KURTZ E. et YANITCH J-P. (2001): « Situation économique et aspects structurels des PECO, candidats à l'adhésion à l'Union européenne », *Bulletin mensuel de la Banque de France*, avril.
- MASSON P. R., SAVASTANO M. A. and SHARMA S. (1997) : « The Scope for Inflation Targeting in Developing Countries », *IMF Working Paper*, WP/97/130, October.
- HALPERN L. et WYPLOSZ C. (1996) : « Equilibrium exchange rates in transition economies », *IMF Working Paper*, n°125.
- HALPERN L. et WYPLOSZ C. (1998) : « Equilibrium exchange rates in transition economies : further results », novembre, Mimeo.
- MISHKIN F. S. (2000) : « Inflation Targeting in Emerging Market Countries », *NBER Working Paper* n° 7618, March.