

## TAUX DE CHANGE DU ROUBLE ET DUALITÉ DES MARCHÉS

NATHALIE RICCOEUR \*

SERVICE DES ÉTUDES ÉCONOMIQUES, CAISSE DES DÉPÔTS ET CONSIGNATIONS

Le contrôle des transactions réelles et des prix, qui était resté pendant près de soixante-dix ans la source fondamentale de l'absence d'un taux de change actif et qui a justifié, par la suite, les hésitations des autorités soviétiques dans la conduite de la décentralisation progressive, a été perdu, de fait, sur la période 1989-1990. L'incohérence générale des réformes explique en grande partie ce processus. On ne peut manquer toutefois de s'interroger sur l'impact des choix techniques qui ont été opérés dans le seul domaine de l'articulation taux de change-convertibilité et, en particulier, sur l'impact de l'introduction de ventes aux enchères de devises. Les modèles de double convertibilité permettent en effet d'illustrer l'importance d'une politique du taux de change officiel (ou commercial) en présence d'un marché parallèle du type des ventes aux enchères. La prime, qui correspond à la différence entre le cours officiel et le cours du marché libre, y acquiert une signification économique qui s'intègre parfaitement au cadre de l'analyse des tensions inflationnistes internes. L'évolution économique et institutionnelle de l'URSS au cours de la période 1989-1991 peut alors être comprise comme le résultat, non plus de l'incomplétude des réformes de gestion interne, ou encore de l'absence de fondement interne à la réforme du commerce extérieur, mais bien d'un conflit réciproque entre les tentatives de réformes internes et externes, dont le principal canal de transmission serait le taux de change.

117

\* Article présenté à la conférence « Enjeux et perspectives de la nouvelle architecture paneuropéenne », Université de Bruxelles, Institut d'études européennes, 7 et 8 février 1992.

*Le dérapage des objectifs  
de la politique de change*

Au milieu des années quatre-vingts, lorsque l'URSS est brutalement confrontée à une contrainte de financement forte, à la suite du contre-choc pétrolier, la menace s'exerce également sur son équilibre macro-économique interne. La rente constituée par les exportations pétrolières s'amenuisant, les importations ne peuvent plus aussi inconditionnellement pallier les déficiences de la production interne. L'URSS amorce alors une réforme profonde, destinée à redynamiser son commerce extérieur, dont l'essentiel repose sur l'introduction de coefficients de change, destinés à orienter les décisions décentralisées des entreprises et à permettre la formation des prix intérieurs des biens échangés.

Le lien entre la réforme interne et la réforme du commerce extérieur n'a jamais été explicité ; les hésitations à affronter le coût des réformes internes ne cesseront de témoigner au contraire du fait que la réforme du commerce extérieur a été introduite dans le but d'éviter un bouleversement des méthodes de gestion interne. En raison de la grande dispersion des rapports des prix de gros internes aux prix extérieurs des biens échangés, quelques milliers de coefficients de change ont été initialement créés (janvier 1987). En l'absence de progression de la réforme des prix et de l'autonomie de gestion des entreprises, le système des coefficients, loin de se rationaliser, s'est complexifié, sans jamais parvenir aux fonctions qui lui étaient dévolues<sup>1</sup>. L'unification des coefficients intervient sans que le moindre progrès dans la voie de la décentralisation ne puisse la soutenir. Au contraire, la reprise en main administrative du secteur du commerce extérieur, amorcée en mars 1989 (par l'introduction d'un système de licences et d'un fond de devises formé à partir d'un prélèvement d'une part des recettes décentralisées à l'exportation), est venue s'ajouter au piétinement de la réforme interne.

Un taux commercial unique, de deux fois supérieur au taux officiel, est néanmoins introduit, le 1<sup>er</sup> novembre 1990. Dans l'intervalle, deux autres taux de change ont également vu le jour : le « cours » des ventes aux enchères de devises, organisées à partir de novembre 1989 et le taux « spécial », ou non commercial, créé également en novembre 1989. Le premier est issu d'une mesure qui répond entièrement aux impératifs de la réforme du commerce extérieur : il s'agit, par l'établissement d'une forme limitée de convertibilité, de renforcer l'incitation à exporter et créer les conditions de l'utilisation optimale des devises disponibles. Le second, en revanche, répond presque exclusivement à des motifs internes. Le taux de change spécial, fixé à un niveau de neuf fois supérieur au taux officiel est

1 Ricœur, 1990.

destiné à encourager la vente de devises auprès du réseau bancaire soviétique et « porter un coup » au marché noir <sup>2</sup>.

Lorsqu'une première réforme des prix est enfin effectuée (en janvier 1991, soit quatre ans après le début des réformes) le nouveau taux de change commercial reste inchangé. En revanche, à la suite de la réforme des prix de détail (avril 1991), le taux non-commercial est à plusieurs reprises dévalué : fixé théoriquement en fonction du cours des enchères du mois d'avril au mois de juillet, il est porté à 27,60 roubles pour un dollar le 4 juillet, 32 roubles pour un dollar le 1<sup>er</sup> octobre et 47 roubles pour un dollar le 1<sup>er</sup> novembre.

Le cours des enchères, remplacées par la suite par les bourses interbancaires de devises ne cesse, pour sa part, de se déprécier, atteignant 50 roubles pour un dollar en juillet 1991, 90 roubles pour un dollar en novembre 1991, contre un niveau de 9,5 roubles pour un dollar lors de la première vente, en novembre 1989.

Dans le même intervalle de temps que celui qui a vu l'introduction des coefficients et leur unification, la situation extérieure de l'économie soviétique s'est profondément dégradée, et les difficultés de financement se sont accentuées, conduisant à l'annonce de la cessation de paiement soviétique (4 décembre 1991). En 1991, les importations ont subi une forte contraction, sous le double effet de la rupture du CAEM et de la contrainte en devises fortes. Leur effondrement a confirmé *a posteriori* les craintes des autorités soviétiques au lendemain du contre-choc pétrolier quant à leur caractère vital pour l'économie nationale : les exportations ont également chuté, tandis que la récession s'est accélérée. Simultanément toutefois, les tensions inflationnistes internes ont atteint des sommets, les autorités perdant entièrement la maîtrise des variables monétaires. Tout se passe comme si la stabilisation monétaire était devenue, par l'intermédiaire du niveau du taux de change spécial, le principal objectif de la politique de change. Le niveau du taux de change commercial, souci premier de la période 1987-1989, semble relégué au rang des préoccupations secondaires, et avec lui, le problème de l'efficacité des échanges commerciaux du pays.

119

*La politique de change officiel  
en présence de marchés parallèles*

La littérature sur les recommandations en matière de politique économique en présence de systèmes de changes parallèles met en lumière les exigences pesant sur la politique de change à partir d'une conceptualisation de la dualité des marchés. Cette conceptualisation s'applique tout autant aux

<sup>2</sup> Egorov, 1990, p. 3.

économies « victimes » d'un marché noir parallèle sous régime d'inconvertibilité monétaire et de taux de change officiel surévalué<sup>3</sup>, qu'aux économies disposant de deux voies d'accès aux marchés extérieurs, représentées respectivement par la voie « officielle » au taux officiel (ou taux commercial) et une voie « parallèle », offerte par l'existence d'un marché libre<sup>4</sup>. Le fonctionnement même de ce marché a peu d'importance, du moment qu'il repose sur la rencontre d'une offre et d'une demande élastiques en devises. Le marché officiel renvoie quant à lui à un schéma de rationnement, pouvant s'effectuer de manière administrative sur les transactions physiques (licences, droits d'accès, etc.).

Implicitement ou explicitement, ces études font toutes références à des devises partiellement convertibles. Certains modèles délaissent toute considération financière (balance des capitaux) et peuvent être considérés comme pertinents pour l'étude de la situation soviétique<sup>5</sup>. La détention de devises par les résidents est considérée comme une accumulation et non comme des sorties de capitaux. La détention de monnaie locale par les non-résidents n'est jamais envisagée.

En revanche, ces modèles ne décrivent aucun élément explicite de taxation optimale<sup>6</sup>, au sens où les autorités distordraient efficacement les prix à des fins redistributives. De fait, ils ne peuvent être strictement employés à l'étude du cas soviétique, où le système des prix est encore largement contrôlé, mais permettent, sous l'hypothèse que le niveau des prix d'équilibre peut toujours être compris comme la somme d'une composante officielle et d'une part relevant d'une inflation contenue, d'en approcher certains travers. Ces modèles ont pour objectif de formaliser les liens entre les taux de change, l'inflation et les politiques fiscales et demeurent suffisamment peu sophistiqués pour autoriser une telle hypothèse. Leur intérêt dans ce cadre est qu'ils ont pour but de dégager une explication de l'hyperinflation, trouvant sa source dans la politique de détermination du taux de change officiel en présence d'un marché parallèle.

La logique de la dualité des marchés et des taux est conçue de façon suivante : la surévaluation officielle, jointe à la réquisition d'une partie des exportations et à la sélection d'une partie des importations, fait apparaître une « prime » sur le marché parallèle qui est représentative du coût marginal de la devise à l'importation et de sa valeur marginale à l'exportation. Cette prime s'interprète comme une taxe à l'exportation pour les exportations passant par le circuit officiel et une rente à l'importation, sources d'inefficacité. Cette taxe implicite à l'exportation est, aux côtés de la taxe

<sup>3</sup> Kharas, Pinto, 1989 et Pinto, 1991 ; Clarité, Whalley, 1991.

<sup>4</sup> Lizondo, 1991 ; Bhandari, Vegh, 1990 ; Bhandari, 1989 ; Agenor, 1990.

<sup>5</sup> Lizondo, 1991 ; Kharas, Pinto, 1989 et Pinto, 1991.

<sup>6</sup> Excepté Clarité, Whalley, 1991.

d'inflation (le « seigneurage »), une source de financement du déficit public. L'offre et la demande de devises, qui résultent (en flux) des transactions physiques, sont appréhendées (en stock) comme une allocation de la richesse totale du secteur « privé » entre monnaie domestique et devises, en fonction du « rendement » (le taux de dépréciation) entre ces deux actifs.

*Le dérapage : refus de la dévaluation, accroissement de la prime et hyperinflation*

Une première conclusion à tirer de ces modèles permet une lecture de l'évolution des différentes composantes de l'économie soviétique (et polonaise en 1989), comme une dynamique perverse provoquée par la seule existence des ventes aux enchères et de la politique de non-ajustement réel du taux de change commercial.

Ces travaux montrent en effet qu'en présence d'un déficit public, l'existence de la prime ne permet pas à l'économie d'atteindre un état stationnaire sans une dévaluation régulière du taux officiel (ou taux commercial). L'état stationnaire correspond ici à une variation nulle en termes réels de la masse monétaire, de l'accumulation de devises par le secteur non officiel, et de la prime. Selon les modèles, l'état stationnaire peut également tenir compte d'une variation nulle en termes réels des réserves officielles.

Dans un état stationnaire, tous les prix (celui des biens non échangeables et celui des biens échangeables — qui est dans ces modèles égal au prix de la devise sur le marché « libre ») —, croissent au même rythme. Ce rythme est alors celui de la dépréciation du taux de change officiel, puisque l'état stationnaire est caractérisé par la stabilité de la prime. Une stabilité nominale du taux officiel nécessiterait donc une stabilité des prix, ce qui est incompatible avec le besoin de financement du déficit budgétaire. Lorsqu'il existe un déficit public en effet, l'absence de politique de dévaluation régulière (représentée par un taux de dépréciation nominal régulier du taux de change officiel) se traduit par une croissance ininterrompue de la masse monétaire en termes réels. Le taux parallèle se déprécie alors indéfiniment, afin d'équilibrer l'offre et de demande de devises. Au fur et à mesure que la prime s'accroît, l'incitation à contourner le circuit officiel grandit pour les exportateurs. Les importations officielles, ne pouvant plus être financées, finissent par devoir être réduites jusqu'à disparaître.

En poussant plus loin le raisonnement, on peut imaginer des solutions de sauvegarde, destinées à interrompre le processus, telles que l'accroissement des contrôles sur les exportations « libres », par un régime de licences, par la réquisition d'une part des recettes en devises à l'exportation pour garantir le fonds officiel de devises ou encore par l'interdiction du troc. En l'absence de réactions de ce type, le processus aboutit à une politique d'ancrage nominal « spontanée » dans laquelle, à partir d'une situation hyperinflationniste,

l'ensemble du commerce extérieur s'effectue hors du circuit officiel au taux du marché libre. Le déficit fiscal est alors annulé, sans quoi le taux « libre » serait infini.

#### *L'état stationnaire*

Atteindre l'état stationnaire nécessite une politique de dévaluation régulière. Y rester suppose une croissance des prix équivalente au taux de dépréciation de la monnaie au taux officiel. Ce rythme de dépréciation officiel apparaît aux côtés du volume des dépenses publiques et des impôts comme un des déterminants d'une « règle de politique monétaire ». L'état stationnaire peut correspondre à une faible inflation, un faible taux de dépréciation, et une prime modérée, et est, dans ce cas, tout à fait soutenable. Une accumulation de réserves officielles peut même s'effectuer, si la taxe d'inflation est plus grande que le déficit public. Une telle économie comporte néanmoins une part « d'inefficacité », représentée par les rentes et taxes implicites. Elle instaure également des contraintes dans la conduite de la politique économique du pays, dans la mesure où la politique budgétaire a un effet direct sur le niveau de la prime d'équilibre et sur le taux de change réel. Ceci peut conduire alors à la nécessité d'unification des taux.

122

Ce cas rappelle à son tour l'expérience hongroise, organisée autour de la seule coexistence d'un marché « officiel » (correspondant à la libre attribution de devises à toute entreprise disposant d'une licence d'importation par le système bancaire, au taux officiel) et d'un marché noir. On rappelle en effet que la convertibilité interne hongroise ne s'est jamais effectuée à travers l'organisation d'un marché de devises. L'inflation est restée relativement bien contrôlée (20-40 %) et n'a jamais atteint les niveaux constatés en Pologne ou en URSS. La prime du marché noir est toujours restée contenue autour de 30 %. Effectivement, la politique de change hongroise poursuivait bien pour principal objectif la stabilité du taux de change réel du forint. En revanche, le problème était bien, également, qu'il n'existait aucun mécanisme spontané assurant la réduction des taxes et subventions<sup>7</sup>, et que la restauration de l'efficacité économique restait bloquée à ce stade.

#### *La réduction de la prime*

A l'état stationnaire, le seul progrès envisageable passe par la réduction de la prime, qui exprime le degré d'inefficacité. Celle-ci peut être atteinte par une réduction du déficit public, et plus précisément par une réduction des

<sup>7</sup> Asselain, 1990.

dépenses publiques et biens d'importation. Une alternative est toutefois constituée par une politique offensive de change, destinée à l'unification des deux taux.

Le raisonnement courant est que le taux unifié va s'établir à un niveau proche de celui du taux libre et suivre un rythme de dévaluation voisin de celui que suivait ce dernier. En fait, les modèles permettent de voir que cette logique est peut-être simpliste. Un dérapage inflationniste est probable, provenant d'un accroissement de la taxe d'inflation, comblant la disposition de la taxe implicite d'exportation dans le financement du déficit budgétaire<sup>8</sup>. Pire, l'hyperinflation peut apparaître comme suite à la réunification des deux taux : l'inflation, réagissant au choc de la libéralisation, peut amener l'économie d'un équilibre à inflation maîtrisée à un équilibre avec hyperinflation.

Les modèles envisagent les deux modalités de l'unification des taux : l'unification progressive et l'unification brutale.

Ils concluent que l'unification brutale ne peut se résumer en une dévaluation « une fois pour toute » sans être suivie d'une réelle libéralisation du change. En effet, une telle dévaluation n'a aucun effet de long terme sur les variables de l'économie réelle, et une prime, inchangée, réapparaît dans un nouvel état stationnaire<sup>9</sup>. Dans le cas où l'unification s'accompagne bien d'une libéralisation, l'état stationnaire retrouvé inclut un niveau d'inflation plus élevé que l'état antérieur, si l'élasticité de demande de la monnaie à l'inflation est initialement inférieure à l'unité (i.e. l'état initial n'est pas avec hyperinflation). L'ampleur de l'accélération des prix dépend alors du niveau initial de la prime. Dans les configurations les plus défavorables, le choc peut provoquer une surréaction transitoire de l'inflation et faire basculer l'équilibre avec élasticité de la demande de monnaie inférieure à l'unité (inflation maîtrisée) vers un équilibre avec hyperinflation où l'élasticité est supérieure à l'unité<sup>10</sup>.

Dans le régime unifié, en effet, il existe deux taux d'inflation compatibles avec le financement du déficit par la taxe d'inflation. L'un correspond à une situation d'hyperinflation et l'autre à une inflation modérée. Dans les modèles considérés, l'équilibre avec inflation basse est un équilibre stable de type point-selle : si un choc exogène (sur les termes de l'échange, par exemple) modifie la dynamique de l'économie, il existe une seule trajectoire hors équilibre qui ramène l'économie vers le sentier équilibré — l'état stationnaire — initial. Il faut toutefois que l'économie, ici comprise comme un système dynamique, n'ait pas été au-delà de la zone d'attraction de cet

<sup>8</sup> Pinto, 1991, p. 130 ; Lizondo, 1991, p. 575.

<sup>9</sup> Voir aussi Agenor, 1990, p. 584.

<sup>10</sup> Pinto, 1991, p. 132.

équilibre. L'équilibre avec hyperinflation, quant à lui, bénéficie dans ces modèles d'une stabilité locale totale. La difficulté est ici de comprendre qu'une stabilité totale se traduit par la multiplicité des trajectoires hors équilibre, rendant finalement moins assuré le retour direct à l'équilibre stationnaire de l'économie, après qu'elle ait subi un choc. Dans un tel « équilibre », l'économie apparaît comme pouvant passer sans régularité d'un niveau d'inflation à un autre, sans que la dynamique, que l'on sait pourtant être un retour à une situation stationnaire, ne puisse être identifiée. Cette forme de stabilité peut également s'avérer dangereuse pour une économie dans une situation d'inflation modérée : si un choc provoque un déséquilibre transitoire trop marqué, la dynamique de l'économie peut passer dans la zone d'influence de l'équilibre avec hyperinflation <sup>11</sup>.

L'unification progressive risque également de s'avérer vaine. Lorsque l'élasticité de la demande de monnaie interne à l'inflation est supérieure à l'unité, la prime d'équilibre est une fonction croissante du rythme de dépréciation officielle. Avec une politique de change consistant en une seule accélération du rythme de dépréciation, la dévaluation du taux officiel se traduira toujours par une dévaluation supérieure du taux du marché. Si l'élasticité à l'inflation est inférieure à l'unité, la prime se réduit effectivement au fur et à mesure que le taux de dépréciation officiel s'accélère, mais alors le risque est d'avoir à élever l'inflation jusqu'à un niveau où l'élasticité de la monnaie rebascule au-delà de l'unité, inversant la situation. Dans cette dernière configuration, ralentir l'inflation et affaiblir la prime par une politique de réévaluation nominale est possible, mais les limites d'une telle politique sont vite atteintes (plus d'état stationnaire, nouvelle croissance de la prime...) sans une contraction importante du déficit <sup>12</sup>.

Enfin, si les autorités visent plutôt un taux intermédiaire entre le taux libre et le taux officiel, la politique de dévaluation ayant pour objectif d'annuler à chaque étape une part de la prime afin d'unifier progressivement les deux taux, il est également possible qu'apparaisse un état d'hyperinflation, le lien établi entre la prime et le taux de dépréciation officiel pouvant conduire cette politique de change à une spirale inflationniste déstabilisante <sup>13</sup>.

Ces dernières conclusions peuvent illustrer, à leur tour, un second élément de la dualité des taux de change soviétiques : la coexistence d'un change non-commercial officiel et d'un marché noir. Jusqu'en 1989, l'existence d'un taux de marché noir incluant une prime importante n'a pas été considérée dans la détermination du taux de change officiel (taux non-commercial). Ce dernier n'existait pas en tant que tel et était équivalent au taux officiel. Le

<sup>11</sup> Pinto, 1991, p. 131

<sup>12</sup> Pinto, 1991, p. 133.

<sup>13</sup> Exemple de la Bolivie, Kharas, Pinto, 1989, p. 445.

taux non-commercial (taux spécial), introduit en novembre 1989, a été dévalué à trois reprises : en juillet 1991, en octobre 1991 et en novembre 1991. Chaque dévaluation a été effectuée afin de rattraper le cours du marché noir, toutes choses égales d'ailleurs, aucune modification n'intervenant quant à la libéralisation du change officiel pour les résidents, ni au mode de détermination de son cours. Chaque fois, celui-ci s'est élevé immédiatement, conduisant non seulement à la restauration de la prime, mais à son accroissement. Le même phénomène avait été constaté en Pologne à la fin de l'année 1989, lorsque les autorités ont tenté d'unifier le taux officiel et le taux du marché « gris » polonais. Seule une brutale libéralisation, intervenue en janvier 1990 dans le cadre d'un plan sévère de stabilisation, avait alors permis d'annuler la prime.

Autant l'analyse des réactions de l'économie aux différentes politiques de change constitue une source intéressante pour la compréhension de l'effet des réformes de change soviétiques (polonaises et hongroises), autant les recommandations positives issues des modèles restent peu assurées. Elles perpétuent le dilemme bien connu entre une solution théorique irréalisable, et des aménagements pratiques pouvant en alléger le coût mais également en retirer la substance. En effet, la solution retenue théoriquement est l'abandon total du rationnement officiel pour l'unification. Toutefois, les risques qu'elle comporte conduisent à préconiser l'application d'une politique fiscale spécifique, destinée à compenser la perte de revenus provenant de la disparition de la prime, afin d'éviter l'émergence d'une inflation insoutenable. Dans le cas d'un niveau de la prime initiale élevé, la politique fiscale correspondante ne peut se mettre en place que progressivement. Le rythme de la réforme du change doit alors être celui de la réforme fiscale, toute dépréciation accélérée du taux de change se traduisant par une réponse perverse de la prime.

125

#### *Les perspectives*

Les taux de change « libres » du rouble — taux du marché noir et cours des enchères — ont acquis une importance dans la gestion quotidienne des ménages et des entreprises qui n'a jamais pu être obtenue ni par le taux de change non-commercial, ni par le taux de change commercial. Théoriquement, leur importance accrue dans le relais et l'accélération du processus inflationniste nécessite à présent qu'ils servent de base à la détermination d'un taux unique du rouble. Que ceci relève à présent de la politique du gouvernement russe ou d'une politique concertée dans le cadre de la CEI ne change rien à l'affaire.

Le décret initial du président Eltsine prévoyait pour le début de l'année 1992 la libéralisation totale du commerce extérieur et l'introduction d'un taux unique comme mesures complémentaires de la libéralisation des prix.

Ceci ne faisait, finalement, que devancer le scénario catastrophe d'ancrage nominal spontané illustré par les modèles, dans lequel se combinent une dépréciation croissante des taux parallèles, le gonflement infini de la masse monétaire en termes réels, l'incitation à contourner le circuit officiel d'exportations et la disparition progressive des importations officielles. On relève à cet égard que la pénurie des devises avait déjà conduit à l'émergence de ce nouveau taux, avant la date prévue pour la réforme : le 2 décembre 1991, un responsable de la Gosbank annonçait le flottement du taux non-commercial ; le 3 décembre 1991, un responsable de la Vneshekonombank indiquait que cette dernière avait commencé à opérer des transactions sur devises au nouveau cours non-commercial : autour de 100 roubles pour un dollar.

Le système introduit effectivement s'en éloigne pourtant sensiblement. La libéralisation des prix fait effet de relèvement administratif des étiquettes, tandis que la plupart des restrictions du commerce extérieur ont été maintenues. En matière de taux de change, l'unification ne s'est pas réalisée, le rouble disposant à présent de trois taux :

— un taux de « quasi-marché », qui reflète le taux résultant des différents marchés de change, révisable chaque semaine (110 roubles pour un dollar à la fin du mois de janvier), est utilisé pour l'achat et la vente libre de devises des particuliers et les entreprises. Ce taux est également utilisé pour verser la contrepartie en rouble de la part des recettes en devises remises au nouveau fonds gouvernemental de stabilisation du rouble (10 %) ;

— un nouveau « taux commercial spécial », égal à la moitié du taux de quasi-marché, auquel les entreprises importatrices de biens de première nécessité peuvent se procurer des devises, et les entreprises exportatrices de biens à faible valeur ajoutée sont contraintes de revendre 40 % de leurs recettes pour l'alimentation du fonds de service de la dette et d'un fonds d'importation de biens de première nécessité ;

— un taux « financier », applicable aux mouvements de capitaux.

Dans une telle configuration, les problèmes des pressions inflationnistes et du déséquilibre des paiements (renforcé par le phénomène récent de fuite des capitaux) restent entiers.

La problématique de la dualité des marchés et des conditions de l'unification des taux de change du rouble est loin d'être enterrée.

*Achévé de rédiger le 6 février 1992.*

RÉFÉRENCES BIBLIOGRAPHIQUES

- Agenor Pr., 1990, « Stabilization Policies in Developing Countries with a Parallel Market for Foreign Exchange », *IMF Staff Papers*, vol. 37, n° 3, pp. 560-592.
- Asselain J.C., 1990, « Conditions et perspectives du rétablissement de la convertibilité des monnaies en Europe de l'Est », présenté aux *Journées AFSE-GRECO « EFIQ »* (CNRS), *Finance internationale*, Bordeaux, 17-18 mai 1990, miméo.
- Bandhari J., Vegh C., 1990, « Dual exchange Market Under Incomplete Separation : an Optimizing Model », *IMF Staff Papers*, vol. 37, n° 1, pp. 146-147.
- Bandhari J., 1989, « Trade Reform under Partial Currency Convertibility : some Suggestive Results », *IMF Staff Papers*, vol. 36, n° 2, pp. 494-513.
- Clarete R., Whalley J., 1991, « Foreign Exchange Premia and Non-Neutrality of Monetary Policy in General Equilibrium Models », *Journal of International Economics*, vol. 30, n° 1/2, pp. 153-166.
- Egorov A., 1990, « Kursy osnovnykh konvertiruemykh valiut k rubliu na 7 noiabria 1990 goda » (Les taux des principales devises convertibles au 7 novembre 1990), *Ekonomika i Jizn'*, n° 46, novembre, p. 3.
- Kharas H., Pinto B., 1989, « Exchange Rate Rules, Black Market Premia, and Fiscal Deficits : The Bolivian Hyperinflation », *Review of Economic Studies*, vol. 56 (3), n° 187, pp. 435-448.
- Lizondo J., 1991, « Alternative Dual Exchange Market Regimes », *IMF Staff Papers*, vol. 38, n° 3, pp. 560-581.
- Pinto B., 1991, « Black Markets for Foreign Exchange, Real Exchange Rates and Inflation », *Journal of International Economics*, vol. 30, n° 1/2, pp. 121-135.
- Riccœur N., 1990, « Le rouble et le commerce extérieur », in *L'URSS en transition*, ed. M. Lavigne, CFCE.