



LES DANGERS DU MANQUE DE FLEXIBILITÉ

CHARLES WYPLOSZ *

Le processus d'accession est actuellement dirigé par la Commission européenne¹. Il s'agit là d'une tâche énorme qui englobe une série impressionnante de questions, essentielles ou ordinaires. Cette tâche est largement mécanique, étant donné qu'elle ne laisse pas beaucoup de place à la discussion : les pays adhérents doivent en effet assimiler tous les *acquis*, comme ce fût décidé il y a une décennie à Copenhague.

NOUVEAUX PAYS, VIEILLES RÈGLES

Cependant, le cas du régime de taux de change requiert un traitement spécial. Le carnet de route prévoit une période de transition qui doit conduire à l'adhésion à l'UEM. Ce carnet a été établi il y a plus d'une décennie, et était spécifiquement destiné aux « anciens » membres de l'Union européenne. Les pays d'Europe Centrale et Orientale (PECO) présentent des différences très marquées dans un certain nombre de domaines et le monde a changé. Il serait donc logique que ce carnet de route comprenne un certain nombre d'ajustements. Néanmoins, jusqu'ici, la Commission n'a pas fait preuve de beaucoup de flexibilité et les pays membres de l'Union monétaire n'affichent aucun intérêt pour la réouverture d'un chapitre qu'ils ont eux-mêmes fermé il y a des années. En agissant de la sorte, un risque considérable est imposé aux pays d'accession.

* Professeur au département d'économie du Graduate Institute for International Studies de Genève. Le présent article est en partie basé sur le rapport Begg et al (2002) établi pour la Commission européenne. L'auteur remercie Jean-Joseph Boillot pour son aide concernant le recueil des données.



Deux logiques s'opposent : la logique légale, qui repose sur le principe d'égalité de traitement, et la logique économique, qui reconnaît l'existence de facteurs spécifiques importants. Le présent rapport passe en revue les deux logiques et conclut qu'une grave erreur serait commise en ignorant, comme c'est le cas actuellement, la logique économique.

La logique légale

En rejoignant l'UE, il est prévu que les PECO adoptent le mécanisme de change du SME II pendant leur préparation d'adhésion à la zone euro. Leur admission dépend en retour du respect des critères de convergence fixés à Maastricht. S'ils passent ce test avec succès, ils pourront adopter la monnaie commune deux ans après leur entrée.

Rejoindre le mécanisme de change du SME signifie :

- déclarer une parité centrale fixe vis-à-vis de l'euro, à décider en commun avec les membres actuels du SME (la zone euro et le Danemark) ;
- garder leurs taux de change dans une marge normale autour de la parité déclarée² ;
- intervention dans le marché des changes si cette marge de fluctuation était menacée.

Ensuite, afin d'être admis au sein de l'UEM, les PECO doivent satisfaire aux cinq critères de convergence nominaux habituels :

- le taux d'inflation ne doit pas dépasser le taux moyen des trois pays présentant l'inflation la plus basse de plus de 1,5 point de pourcentage² ;
- le taux d'intérêt à long terme ne doit pas dépasser le taux moyen des trois pays présentant l'inflation la plus basse de plus de 2 points de pourcentage ;
- le taux de change aurait dû être dévalué les deux années précédentes ;
- le déficit budgétaire ne doit pas excéder 3 % du PIB ;
- la dette publique ne doit pas excéder 60 % du PIB.

Le tableau n° 1 indique où se situent les PECO par rapport à ces différentes exigences. Étant donné que l'année d'adhésion possible est au plus tôt 2005, ces chiffres ne doivent pas être interprétés comme étant une indication de la décision réelle qui sera prise. Il est clair que, à l'exception de la Bulgarie, les PECO n'ont pas de problème vis-à-vis du critère de la dette publique et que, lorsqu'il le faudra, ils seront probablement capables de satisfaire également au critère concernant le déficit budgétaire. L'inflation est susceptible de varier de manière significative et le taux d'intérêt suivra, mais on peut dire d'ores et déjà que les PECO ont remporté une victoire impressionnante contre l'inflation. Il serait

surprenant que ce succès soit dilapidé au moment décisif, mais il existe des motifs d'inquiétude au sujet de ce critère, sur lesquels je reviendrai plus loin.

Tableau n° 1
Les critères de Maastricht

	Inflation 2002	Taux d'intérêt 2001	Déficit public 2001	Dettes publiques 2001
Bulgarie	4,0	4,7	0,7	76,9
République tchèque	3,9	3,8	5,5	23,7
Estonie	3,8		-0,2	4,8
Hongrie	5,7	9,8	-4,3	55,9
Lettonie	2,5		1,6	16,0
Lituanie	3,0		3,3*	23,6*
Pologne	5,0	14	3,5*	40,9*
Roumanie	28,0	35	3,8	22,8
Slovaquie	5,0	5	4,7	32,4
Slovénie	6,0	6	2,3*	25,8*
Zone euro	1,6	4,3	0,5	69,1

Source : Inflation : DREE, ministère des Finances, Paris ; Taux d'intérêt : CEE (Commission économique pour l'Europe) pour l'ONU ; Budget et dette : Cahier sur l'élargissement numéro 8, Commission européenne.

Remarques : (*) : 2000. Le taux d'intérêt est indiqué comme étant à « court terme ».

3

La logique économique

La procédure de convergence de Maastricht s'appuyait sur la constatation que la plupart des pays de l'UE avaient atteint un degré élevé de convergence réelle mais présentaient, pour une période prolongée, une sérieuse divergence nominale. Tandis que l'idée selon laquelle la convergence nominale est une condition nécessaire à l'adhésion à l'UEM était et reste controversée, l'objectif était à la fois compréhensible et praticable.

Les PECO ont réalisé des progrès vers la convergence réelle, mais ils restent encore loin de cet objectif, comme l'indique le tableau n° 2. Pour la plupart d'entre eux, 20 ans au moins seront nécessaires - et probablement beaucoup plus - pour se situer dans la fourchette des membres actuels de l'UEM. Dès lors, à moins que l'intention non avouée soit d'attendre la réalisation d'une convergence à la fois nominale et réelle pour l'adhésion à l'UEM, ce qui est impossible pour les raisons indiquées ci-dessous, ce que l'on demande aux PECO est de parvenir à une convergence nominale et non réelle. Ceci soulève un certain nombre de difficultés qui défient la logique légale.

Pas d'intervention de soutien

De plus, la situation a changé en Europe. En particulier, le SME II diffère du SME I sur un point crucial. Dans le SME I, toutes les monnaies étaient reliées entre elles par des taux de change bilatéraux et la charge de l'intervention en soutien de chaque paire de monnaies était entièrement partagée. Dans le SME II, chaque monnaie est rattachée à l'euro et la BCE n'a pas pris le même engagement pour soutenir les parités « périphériques ». Le SME a donc évolué d'un système multilatéral, collectivement géré, vers un système doté d'un noyau central, l'euro, qui s'appuie sur des engagements unilatéraux de la part des pays de la périphérie. Le résultat est que chaque pays membre du SME II risque de se retrouver seul à assurer la défense de sa parité. Étant donné que l'adhésion au SME, avec une parité stable, est une condition nécessaire de l'adhésion à l'UEM, les enjeux seront élevés.

Tableau n° 2
PIB par habitant en pourcentage de l'Union européenne

	1992	2000
Bulgarie	27,0	24,0
République tchèque	58,1	58,7
Estonie	34,6	37,3
Hongrie	46,1	52,0
Lettonie	28,8	29,3
Lituanie	36,2	29,3
Pologne	31,6	38,7
Roumanie	29,2	26,7
République slovaque	41,1	48,0
Slovénie	60,3	71,6
Moyenne		38,7

Source : Banque mondiale

L'effet Balassa-Samuelson

Le fait que les PECO soient soumis à un processus de rattrapage avec l'UE comporte deux implications principales : une tendance à l'appréciation du taux de change réel et des flux de capitaux assez élevés. Les niveaux de prix sont plus faibles dans les pays pauvres que dans les pays riches. Lorsqu'un pays est impliqué dans un processus de rattrapage, son niveau de prix, exprimé en devises étrangères, augmente. Ce processus d'appréciation réelle peut être réalisé à travers des prix stables et une appréciation du taux de change nominal, ou par le biais d'un taux de change stable et d'une inflation plus élevée, ou d'une combinaison des deux. Cet effet, l'effet Balassa-Samuelson, est bien documenté. Des



estimations concernant les PECO (Halpern et Wyplosz, 2001) situent cet effet à quelque 2 % par an. Il est essentiel de reconnaître que cet effet est une partie intégrante des gains de productivité qui augmentent en raison de la convergence réelle continue et, en tant que tel, devrait être interprété comme une évolution positive, et non comme un signal d'inflation.

Pourtant, cet effet crée des difficultés pour la convergence nominale. Si le taux de change vis-à-vis de l'euro est *grosso modo* maintenu à un niveau constant, l'inflation sera plus élevée dans les PECO que dans la zone euro. Si le différentiel est en effet dans le voisinage de 2 % par an, le critère d'inflation ne sera pas respecté. Pour atteindre une inflation égale, les PECO devront permettre au taux de change nominal de s'apprécier d'environ 2 % par an. Étant donné que la marge de fluctuation est grande, ceci semble être la meilleure solution, spécialement si la période de transition ne dure pas plus de deux ou quelques années. Deux risques persistent cependant. Premièrement, plus la période de transition sera longue, plus la marge de manœuvre sera limitée. Deuxièmement, une appréciation continue du taux de change ne manquera pas d'être perçue - de manière infondée - comme une perte de compétitivité et pourrait générer une opposition politique. Encore une fois, plus ce sera long, moins ce sera facile à gérer.

Mobilité complète des capitaux

L'accession sera accompagnée de deux importants changements macroéconomiques. L'*acquis communautaire* requiert des pays d'accession qu'ils libéralisent complètement leurs comptes courants et de capitaux. En particulier, ceci implique une mobilité complète des capitaux. La mobilité des capitaux est connue pour être largement incompatible avec un taux de change fixe. De plus, en tant que zone à faibles coûts de production au sein du marché commun, les PECO sont susceptibles d'attirer des flux de capitaux accrus : des investissements directs tandis que les sociétés déménagent et les investisseurs recherchent des bénéfices plus élevés, et des flux à plus court terme attirés par des gains potentiellement rapides, en particulier si le taux de change est dans une tendance d'appréciation nominale. Ce sont aussi de bonnes nouvelles, mais qui comportent un risque. Les pays qui ont libéralisé leur économie, de l'Amérique Latine au Sud-Est asiatique, ont observé ce phénomène plus tôt, et les leçons de leur expérience ne sont guère encourageantes³.

Complicé à gérer

Une première leçon est que les entrées massives de capitaux sont compliquées à gérer. Elles exercent en effet une forte pression sur

l'appréciation du taux de change. Si elle n'est pas contrôlée, l'appréciation affaiblit rapidement la compétitivité, ce qui sape la perspective de croissance qui a attiré le capital en premier lieu. Si la Banque centrale intervient pour empêcher l'appréciation du taux de change, puisque seules les interventions non stérilisées fonctionnent, la politique monétaire devient vite beaucoup trop laxiste et l'inflation augmente, détruisant ainsi la compétitivité. En outre, dans le cadre du processus d'intervention, la Banque centrale acquiert des actifs étrangers à faible rendement tout en émettant des obligations à haut rendement, ce qui la rapproche de l'insolvabilité - ce que l'on appelle les « coûts d'intervention quasi budgétaires ». Non seulement les recettes publiques diminuent de manière drastique mais, du fait de ses pertes financières, la Banque centrale devient vulnérable aux pressions gouvernementales puisque, *in fine*, c'est le gouvernement qui garantit la solvabilité de la banque.

Une deuxième leçon est l'émergence d'une considérable prise de risque de change. Les entrées de capitaux sont typiquement des devises (en l'occurrence, des flux en euros vers les PECO) et passent largement par l'intermédiaire des institutions financières locales qui accordent ensuite des prêts en monnaie locale. Des systèmes bancaires et financiers entiers ont été balayés dans ce que l'on appelle les « pays à miracle économique » à cause de telles prises de risque.

De l'inversion à la crise

Une troisième leçon est que le capital peut entrer rapidement, mais il part encore plus rapidement. Les inversions de flux de capitaux ont été la règle dans les pays émergents. Il est facile de comprendre pourquoi elles ont lieu et pourquoi leurs effets sont destructeurs. Les entrées de capitaux s'accompagnent d'une combinaison de surévaluation et d'inflation accrue, ainsi que d'un affaiblissement de la Banque centrale. Les investisseurs internationaux, initialement optimistes, deviennent de plus en plus nerveux et se tiennent prêts à se précipiter vers la sortie dès qu'une étincelle (qui peut être de mauvais chiffres économiques, des difficultés politiques ou un choc externe) est allumée. Les risques de change se matérialisent alors et transforment une crise des changes en crise bancaire et financière, débouchant finalement sur une crise économique globale.

Les PECO sont les prochains sur la liste pour des entrées de capitaux gravement perturbateurs, et l'accession à l'UE est le déclencheur. La marge élevée de fluctuation du SME II semblera bientôt excessivement étroite.



SOLUTIONS POSSIBLES

Le flottement

Si l'on met de côté provisoirement la logique légale, quelle est la solution la plus souhaitable d'un point de vue économique ? Cinq possibilités existent. Le flottement, en partie contrôlé, est le meilleur moyen de faire face au problème des entrées de capitaux. Il permet à la Banque centrale de jongler habilement entre surévaluation et inflation. Il envoie un signal fort que les prises de risque de change sont dangereux. Il permet à chaque pays de gérer les entrées de capitaux et les inversions ultérieures. Le flottement permet aussi à la Banque centrale de faire face à l'effet Balassa-Samuelson. À moyen terme, les autorités nationales peuvent viser une certaine appréciation nominale afin d'éprouver et d'atteindre le taux d'inflation requis. La gestion du flottement nécessite néanmoins une Banque centrale compétente et des autorités politiques capables de faire face à des variations de taux de change certainement importantes. Il requiert également des marchés de change et financiers suffisamment larges et efficaces pour gérer une succession de chocs et pour estimer et allouer l'incertitude qui les accompagne.

Adhésion à l'UEM

7

L'adhésion à l'UEM permettra d'éliminer la plupart des conséquences du problème des entrées de capitaux. Les prises de risque de change disparaissent tout comme le besoin d'intervenir sur les marchés des changes. Au niveau local, l'inflation peut être élevée sans pour autant affecter de manière significative le taux d'inflation général. Étant donné que les PECO ont un poids économique limité, il est fort peu probable que les flux de capitaux à l'intérieur de la zone euro puissent perturber le bon fonctionnement du système entier.

Une adhésion rapide à l'UEM lève également la contrainte imposée par les critères d'adhésion. Ceci élimine la difficulté créée par l'effet Balassa-Samuelson et, bien entendu, le risque de reports répétés susceptibles d'être provoqués à la suite des inversions de flux de capitaux et des dévaluations du taux de change décidées à la hâte au milieu d'une crise. De toute évidence, une adhésion rapide à l'UEM n'aura pas pour effet d'éliminer l'impact des entrées de capitaux, mais elle contribuera à déplacer la pression ailleurs. Ceci peut signifier des expansions non soutenables suivies par une inflation grimpanche. La prise de risque commercial par les banques et les institutions financières peut devenir excessive et aboutir à des faillites. En l'absence de risque de change, ces faillites sont cependant gérables. C'est ce qui s'est passé, du moins jusqu'à présent, en Irlande.

Le coût de l'euroisation

L'euroisation unilatérale est pratiquement comparable à une adhésion à l'UEM, mais à quelques différences près. Les avantages sont les mêmes, hormis le fait que le gouverneur de la Banque centrale ne siège pas au Conseil des gouverneurs de la BCE. Il y a aussi quelques coûts additionnels, cependant. Premièrement, les pays qui choisissent l'euroisation unilatéralement peuvent être tentés de rechercher un soutien de la zone euro en cas de graves tensions, par exemple dans la sphère bancaire. Non seulement cette situation créerait des difficultés sérieuses, mais pourrait former un précédent.

L'euroisation unilatérale comporte ensuite un coût financier important. En rejoignant l'UEM, un pays troque sa monnaie contre des euros qu'il reçoit donc gratuitement. En cas d'euroisation, les autorités monétaires auraient d'abord besoin d'acquérir les euros avant de les distribuer à la population contre une monnaie devenue sans valeur. Le tableau n° 3 indique le volume de la base monétaire à racheter. Ce coût s'élève à environ 10 % du PIB, soit un montant considérable pour chaque pays avec un gain négligeable pour les membres actuels de la zone euro.

Systèmes de currency board : quoique...

8

Les systèmes de caisse d'émission (*currency board*) sont souvent perçus comme le quasi-équivalent de l'euroisation. La crise argentine de 2002 a révélé que ce n'est vraiment pas le cas. Un système de *currency board* est simplement une forme extrême d'un régime de taux de change fixe. Il partage avec les régimes standards le même risque d'attaques spéculatives. Même si ses défenses sont plus solides, cette solidité n'est pas infinie.

D'un autre côté, à l'instar de tout système de taux de change fixe, un système de *currency board* peut former une bonne solution temporaire. Il requiert une stratégie de sortie adéquate, ce que fournit très exactement l'adhésion à l'UEM. Un système de *currency board* qui lie la monnaie à l'euro peut servir à satisfaire les critères de convergence et, une fois ces critères remplis, la stratégie de sortie consiste simplement à adopter l'euro.

Tableau n° 3
Base monétaire en 2000
(en % du PIB)

Bulgarie 5,6	Rép. tchèque 25,1	Estonie 15,7	Hongrie 11,9	Lettonie 13,1
Lituanie 8,7	Pologne 7,1	Roumanie 9,6	Rép. slovaque 12,8	Slovénie 5,3

Source : Fonds monétaire international



... mais pas de contrôle

Le principal problème est que les entrées de capitaux forceront la Banque centrale à effectuer des interventions non stérilisées avec un impact potentiellement élevé sur l'inflation. De même, l'effet Balassa-Samuelson générera une inflation plus importante que dans la zone euro. Il semblerait donc logique, dans ce cas, de ne plus retenir les critères d'inflation et de taux d'intérêt pour les pays qui adoptent un système de caisse d'émission. En effet, dans un tel système, les autorités n'ont aucun contrôle sur l'inflation et le taux d'intérêt, et ne peuvent dès lors pas être tenues pour responsables de ce qui en découle. L'inflation est endogène.

Régimes fixes : vulnérables, sinon mortels

Les régimes de taux de change fixe sont connus pour leur vulnérabilité aux attaques spéculatives. En outre, ces régimes encouragent les intermédiaires et les sociétés financières à prendre des risques de change. Par conséquent, non seulement ces régimes sont souvent soumis à des dévaluations forcées, mais les conséquences sur les bilans peuvent être mortelles. Comme l'ont découvert les pays membres actuels en 1992-1993, les attaques spéculatives sont considérablement plus difficiles à gérer lorsque le capital est complètement mobile.

Si les pays membres actuels insistent sur le SME II, il semblerait naturel qu'ils puissent accorder une exception en ce qui concerne l'exigence de l'acquis liée à la mobilité entière du capital jusqu'à l'adhésion des PECO à l'UEM. Les systèmes bien conçus de contrôle des capitaux n'offrent certes pas de protection suffisamment solide contre les attaques spéculatives, mais ils peuvent au moins offrir un temps de respiration précieux qui fait toute la différence entre une dépréciation gérée de type SME et un effondrement monétaire de type asiatique.

DANS L'ATTENTE D'UNE CONVERGENCE RÉELLE

Étant donné les difficultés liées à la convergence nominale en l'absence de convergence réelle, il pourrait sembler raisonnable de reporter l'adhésion à l'UEM. Mais comme la convergence réelle ne se fera pas avant des décennies, il s'agirait là d'une décision radicale et déraisonnable, ce pour deux raisons économiques principales, sans parler du retour de bâton politique qu'elle pourrait facilement provoquer dans les PECO.

Premièrement, au niveau logique, l'exigence de convergence nominale repose sur une logique superficielle. Ce concept a été imaginé dans les circonstances spécifiques de la fin des années 1980, principalement pour apaiser les craintes de l'Allemagne de voir des pays indisciplinés

adhérer à l'UEM. La situation est bien différente aujourd'hui. En tout état de cause, l'adhésion à l'UEM accélérera la convergence réelle ; après tout, l'UEM a été mise en place pour recueillir tous les avantages du marché commun. Attendre cette convergence réelle pour satisfaire la convergence nominale n'est pas seulement illogique, cela représenterait un coût considérable pour les PECO.

Deuxièmement, au niveau pratique, le SME II avec mobilité du capital est soutenable sur une longue période. Il s'effondrera bien avant la réalisation de la convergence réelle. En réalité, si cette voie devait être choisie, les euros commencent rapidement à circuler dans les PECO comme monnaie parallèle. L'euroisation spontanée serait aussi encouragée par les autorités monétaires, qui craindraient à juste titre l'application indéfinie de l'accord SME II. En d'autres termes, retarder l'adhésion n'est pas vraiment une option.

Le conflit de logiques

Jusqu'à présent, la question des politiques monétaires et de taux de change à adopter par les PECO après leur accession à l'UE a été traitée sur la base d'accords légaux fixés antérieurement : le principe de reprise de tous les acquis communautaires. Ce principe s'appuie sur une solide logique légale, mais il se heurte de plein front à la logique économique. Une leçon, souvent apprise et vite oubliée, est que les tentatives de violation des principes économiques débouchent habituellement sur de très fortes tensions, et souvent pire. La décision selon laquelle, à l'accession à l'UE, les PECO doivent à la fois rejoindre le SME II et libéraliser complètement leurs comptes de capitaux, est un cas d'espèce.

Un fardeau inégal

Il est vrai que, pour les pays membres actuels de l'Union monétaire, les enjeux semblent faibles aujourd'hui. L'accord qu'ils ont l'intention d'imposer aux PECO implique que tous les coûts et tous les risques - défendre la monnaie et faire face aux conséquences des flux de capitaux déstabilisateurs - seront supportés par les pays d'accession. Étant donné la présentation « à prendre ou à laisser » de cette question, les PECO sont trop désireux de rejoindre l'UE pour prendre le risque de faire avorter le processus pour ce qui semble aujourd'hui être un risque éloigné. Non seulement, il s'agit d'une mauvaise gestion économique, mais également d'un manque de perspicacité : une sévère tension économique et financière dans les PECO aura un impact dans toute l'Union, et personne n'en sortira indemne.

Beaucoup de solutions envisageables sont techniquement possibles. Ces dernières années, les PECO ont adopté différents régimes de taux de change et doivent donc être soumis à un traitement différencié.



Certains pays, tels que la Bulgarie, l'Estonie et la Lituanie, opèrent maintenant des systèmes de *currency board*. Pour eux, il est absurde d'abandonner l'indexation étroite à l'euro pour faire face temporairement aux caprices d'une indexation molle avant l'adoption définitive de l'euro. Une adhésion immédiate à l'UEM ou, à la rigueur une euroisation, même si elle est coûteuse, est l'étape suivante naturelle⁴.

D'autres pays, comme la République tchèque et la Pologne, ont finalement quitté leurs régimes de taux de change basés sur une indexation étroite et opèrent désormais des flottements (contrôlés) de leurs taux de change. Il serait dangereux pour eux de revenir, pour une période temporaire, au régime de taux de change fixe qu'ils ont abandonné avec succès. Ils devraient être autorisés à poursuivre leurs stratégies actuelles, y compris le ciblage de l'inflation.

D'autres pays, comme la Hongrie et la Slovénie par exemple, opèrent *de facto* un régime d'indexation étroite, appuyé souvent par des systèmes de contrôle des capitaux. L'adhésion au SME II est réalisable pour autant que ces pays aient la possibilité de maintenir certaines restrictions sur les mouvements de capitaux. De même, ils pourraient avoir la possibilité d'opérer une large bande de fluctuation pour faire face à l'effet Balassa-Samuelson, ou de la resserrer et d'adhérer rapidement ; ou encore opérer une euroisation afin de réduire l'instabilité financière.

NOTES

1. À côté de Chypre et de Malte, des négociations sont en cours avec dix pays candidats de l'Europe Centrale et Orientale : la Bulgarie, la République tchèque, l'Estonie, la Hongrie, la Lettonie, la Lituanie, la Pologne, la Roumanie, la Slovaquie et la Slovénie.
2. Alors que l'on a longtemps considéré que la marge normale est de plus ou moins 15 %, le Commissaire européen Solbes a indiqué en mai 2003 qu'à son avis il s'agit de la marge de plus ou moins 2,25 % qui prévalait avant 1993, et qui n'a pas été celle appliquée pour le lancement de l'euro en 1999.
3. Les références classiques sont Calvo, Leiderman et Reinhart (1996) et Hausmann et Rojas-Suarez (1996).
4. Il serait parfaitement juste de trouver des solutions pour alléger les coûts massifs de l'euroisation unilatérale, même si la plupart d'entre eux sont maintenant amortis du fait du fonctionnement des systèmes de *currency board*.



BIBLIOGRAPHIE

BEGG D., EICHENGREEN B., HALPERN L., VON HAGEN J. et WYPLOSZ C. (2002) : « Sustainable Regimes of Capital Movements in Accession Countries », CEPR.

CALVO G., LEIDERMAN L. et Carmen REINHART (1996) : « Inflows of Capital to Developing Countries in the 1990s », *Journal of Economic Perspectives* 10(2), Printemps, pp. 123-39.

HALPERN L. et WYPLOSZ C., (2001) « Economic Transformation and real Exchange Rates in the 2000s : the Balassa-Samuelson Connection », *Economic Survey of Europe* 1 : 227-39.

HAUSMANN R. et ROJAS-SUAREZ L., eds. (1996) *Volatile Capital Flows : Taming their Impact on Latin America*, Banque de développement inter-américaine, Johns Hopkins University Press, Baltimore.

