

Politiques de stabilisation en Europe de l'Est : ancrage par le change  
ou ciblage d'inflation ?

Sophie Brana <sup>a</sup>, Stéphanie Prat <sup>b</sup>

a Université de Bordeaux, LAREFI, Avenue Léon Duguit 33700 Pessac, France

b INSEEC Business School, H19 Quai de Bacalan, 33000 Bordeaux France et LAREFI, Avenue Léon Duguit  
33700 Pessac, France

Janvier 2014

An ulterior version of this article appeared in Mondes en développement, n°167, 2014/3,  
ISSN 0302-3052

# Politiques de stabilisation en Europe de l'Est : ancrage par le change ou ciblage d'inflation ?

Sophie Brana, Université de Bordeaux, Larefi

Stéphanie Prat, Insec, Larefi

Version Janvier 2014

## Résumé

Les économies d'Europe de l'Est ont utilisé depuis le début de la transition de nombreuses stratégies d'ancrage pour lutter contre l'inflation. Cela va du régime de currency board au flottement libre, des ancrages monétaires au ciblage d'inflation, en passant par des parités glissantes ou des bandes de fluctuation. Cet article étudie l'impact de ces stratégies sur les performances en termes d'inflation pour un panel de 14 pays de l'Est. Il apparaît qu'en début de transition, l'ancrage du change a été la stratégie la plus efficace pour briser la dynamique inflationniste. Cependant, sur la période récente, dans un contexte d'inflation modérée, les politiques de ciblage d'inflation semblent plus performantes.

Mots clés : politique monétaire, régime de change, cible d'inflation, économies en transition, Système GMM

## 1. Introduction

Bien que les pays de l'Est soient très divers en termes de taille ou de niveau de développement, et bien qu'ils n'aient pas tous démarrés leur processus de transition à la même période, il s'avère pourtant qu'ils connaissent des trajectoires de transition analogues. Le début des années quatre-vingt-dix est marqué par le choc de la transition d'une économie centralement planifiée à une économie de marché. La plupart des pays ont commencé leur processus de transition avec un excès de monnaie (overhang monétaire) et un pic inflationniste. Ce dernier s'explique par la libéralisation des échanges et la dérèglementation des prix (Clerc, Gouteron, 2003). La période des années quatre-vingt-dix a été celle de la stabilisation nominale et des réformes institutionnelles.

La stabilisation atteinte, les années 2000 ont vu se réorienter les politiques monétaires et de change dans une perspective d'adhésion à l'Union européenne, dans un contexte d'ouverture

commerciale et financière croissante. Les années 2000 sont celles de la convergence, réelle et nominale, mais également institutionnelle (adoption de l'acquis communautaire), vers l'Union européenne. Cet objectif est commun à tous les pays (Nerlich 2002).

La convergence des objectifs n'a pas pour autant impliqué l'adoption d'une stratégie monétaire unique. Au contraire, les pays de l'Est ont utilisé une grande diversité de régimes monétaires et de change depuis le début de la transition (Barisitz, 2007). Toutes les stratégies de lutte contre l'inflation sont ou ont été présentes, du régime de currency board au flottement libre, en passant par l'ancrage strict, les parités glissantes ou les bandes de fluctuations. Quels ont été les déterminants des stratégies monétaires choisies ? Ces choix ont-ils eu un impact sur les performances économiques, et notamment sur le taux d'inflation ?

Les politiques monétaires et de change, très diverses au début des années quatre-vingt-dix, ont répondu à la situation économique et institutionnelle particulière de chaque pays, et ont évolué au cours du temps. Les années 1997 et 1998, marquées notamment par des attaques spéculatives et par la crise russe, marquent un tournant. La plupart des pays ont convergé, à partir de cette date, vers des solutions en coin : ancrage stricte du taux de change, ou régime de flottement libre avec ciblage d'inflation. Quelques pays ont cependant maintenu des stratégies intermédiaires, sans stratégie d'ancrage clairement affichée.

Durant les premières années de transition, le dollar a été la principale monnaie de référence des régimes de change, avant de voir son importance décroître, au fur à mesure que les liens commerciaux et financiers se développaient avec l'Union européenne. L'euro représentait en 1992 environ 40% des monnaies d'ancrage, contre 90% 20 ans plus tard. Aujourd'hui, les critères de convergence dans la perspective d'adhésion à l'UEM rendent son rôle incontournable. De jure ou de facto, l'euro joue un rôle important dans la plupart des pays, qui est allée croissant au fur à mesure de la transition et des perspectives d'intégration à l'union économique et monétaire.

Les bonnes performances en termes d'inflation ont souvent été expliquées par l'utilisation du taux de change comme ancre externe. Les pouvoirs publics ayant peu de crédibilité dans des économies en transition, doivent convaincre le public de leur engagement anti-inflationniste en se liant les mains (Barro ; Gordon, 1983). Adopter un régime de taux de change fixe ou une cible d'inflation peut fournir un point d'ancrage aux anticipations d'inflation. Le lien entre régime de change et performances inflationniste dans les pays de l'Est est cependant discuté (Cottarelli et Doyle, 1999), certains pays ont également obtenu de très bons résultats en régimes de flottement. Qu'en est-il aujourd'hui avec le développement des politiques de ciblage d'inflation ?

Après avoir présenté la diversité des stratégies monétaires dans les économies en transition, nous étudierons l'impact de ces stratégies sur leurs performances inflationnistes.

## 2. La diversité des politiques de stabilisation en Europe de l'Est

Les pays de l'est ont adopté des stratégies de stabilisation très diverses, l'ensemble de la palette des régimes monétaires ou de change ayant été représenté depuis le début des années quatre-vingt-dix. Il est cependant possible de regrouper les PECO en trois catégories, fonction de leur stratégie

d'ancrage. On observe par ailleurs la grande cohérence de ces choix stratégiques, que l'on se réfère au contexte empirique ou aux recommandations théoriques.

### 2.1. Trois stratégies différentes

Trois stratégies peuvent être distinguées sur la période.

Un premier groupe de pays a utilisé initialement l'ancrage du change pour briser la dynamique inflationniste puis, après une période de transition où la politique d'ancrage a été progressivement assouplie, a opté pour des stratégies de ciblage d'inflation et un flottement libre de leur monnaie.

Un deuxième groupe de pays a choisi, après une période transitoire plus ou moins longue, de cibler strictement le taux de change et de subordonner totalement la politique monétaire à l'ancre de change.

Enfin un troisième groupe comprend des pays qui n'ont pas affiché d'ancrage explicite, ce qui ne les empêche pas d'avoir des stratégies monétaires actives.

#### Groupe 1.

Un premier groupe de pays a utilisé, en début de transition, un régime de change fixe pour lutter contre les forts taux d'inflation ayant suivi les politiques de libéralisation des prix, après des années de contrôle administré. Dans un contexte de forte, voire d'hyper inflation, l'ancrage de la monnaie sur celle d'un partenaire commercial à faible inflation est apparu comme la solution la plus directe et la plus efficace pour ancrer les anticipations ~~de change~~d'inflation, dans un contexte où les autorités monétaires disposaient de peu de crédibilité. L'ancrage par le change, en début de transition, résout le problème du manque d'expérience de la Banque centrale (Nerlich, 2002).

Le taux de change a joué un rôle déterminant dans le processus de désinflation. Son importance a diminué à la fin des années 90, tandis que les banques centrales commençaient à cibler plus directement l'inflation. Le maintien d'un régime de change fixe a été rendu difficile par le maintien persistant d'un différentiel d'inflation avec le pays de la monnaie d'ancrage, et par les pressions subies sur le marché des changes alimentées par les entrées croissantes de capitaux (Golinelli, Rovelli, 2005). Les politiques d'ancrage ont exacerbé l'appréciation réelle des monnaies domestiques ce qui a pu détériorer le compte courant et favoriser les entrées de capitaux. Dans le même temps, la forte baisse des taux d'inflation sur la première moitié des années 90 rendait moins nécessaire l'usage d'une ancre de change. Ces pays ont adopté graduellement des régimes de change plus flexibles. La période transitoire est une période mixte, reflétant la poursuite de la période de désinflation (Petreski, 2013) : le ciblage de change domine d'abord puis est progressivement remplacé par le ciblage d'inflation. L'adoption de régimes de flottement pur ou géré s'inscrit finalement en combinaison avec une stratégie explicite de ciblage d'inflation.

Le développement institutionnel des pays du groupe 1, et notamment le développement du secteur financier et bancaire ont permis à ces pays d'envisager des stratégies de sorties en permettant aux Banques centrales de mettre en place des politiques monétaires autonomes

(Orlowski, 2005). Les politiques de ciblage d'inflation nécessitent en effet un système financier développé (Mishkin, 2000).

La République tchèque a ainsi abandonné l'ancrage de sa monnaie adopté en 1991 pour un régime de flottement dirigé, suite à une série d'attaques spéculatives en mai 1997, après avoir adopté un corridor de fluctuation en février 1996. Elle a commencé à annoncer des cibles d'inflation dès décembre 1997.

La Pologne a suivi la même évolution vers des changes flottants et une politique de ciblage d'inflation. Elle a d'abord adopté un ancrage fixe en 1990, puis une parité glissante en octobre 1991, qui est devenue en mai 1995 une parité glissante avec une marge de fluctuation, de +/- 7% dans un premier temps, élargie à +/- 15% en mars 1999. Un régime de flottement libre est adopté en avril 2000. Les autorités monétaires ont suivi des cibles monétaires jusqu'en 1997, avant d'opter pour du ciblage direct d'inflation en octobre 1998.

La Slovaquie, de même, a d'abord ancré sa monnaie (1993-1996), avant d'assouplir son régime en 1997 en instaurant un corridor de fluctuation (+/-7%). En janvier 1997, elle adopte un ciblage implicite d'inflation et passe en octobre 1998 à un régime de flottement géré. La perspective d'adhésion à l'UEM (effective en janvier 2009) la conduit à intégrer le SME bis en novembre 2005.

Enfin, la Hongrie a adopté une bande de fluctuation glissante en mars 1995, avec un taux de dépréciation progressivement réduit au fur à mesure des progrès de la désinflation. En mai 2001, elle intègre le SME bis (bandes de fluctuations de +/-15%) et annonce en juillet 2001 des cibles d'inflation.

## Groupe 2

Un deuxième groupe de pays a fait le choix de renoncer à l'autonomie de la politique monétaire en adoptant des régimes de change contraignants. Ainsi les Etats baltes ont adopté un ancrage fixe sur l'ensemble de la période. L'Estonie a utilisé un régime de Currency board de juin 1992 à son entrée dans la zone euro en janvier 2011, avec un ancrage d'abord au deutschemark, puis à l'euro. La Lituanie a quant à elle adopté un régime de caisse d'émission d'abord ancré sur le dollar de mars 1994 à février 2002, puis à l'euro. La Bulgarie a également adopté un régime de caisse d'émission, mais plus tardivement, en 1997, suite à une période de flottement libre. La Lettonie a également d'abord choisi une politique monétaire basée sur le contrôle de l'offre de monnaie en change flottant, avant d'adopter un ancrage strict de sa monnaie en février 1994 (choix d'un ancrage à un panier de monnaies). Elle a adopté l'euro en janvier 2005.

Tous ces pays ont en commun d'être de petits pays très ouverts sur l'extérieur. La politique monétaire est entièrement subordonnée à l'ancrage du change. Ils font tous aujourd'hui partie du SME bis, dans l'attente d'une adhésion à l'UEM, déjà effective pour deux d'entre eux.

Les régimes de currency board ont été très efficaces pour réduire l'inflation. C'est dans ces pays que la réduction de l'inflation a été la plus rapide, tandis qu'elle était plus progressive dans les pays des autres groupes, sans pour autant briser la dynamique de croissance.

Ce régime implique cependant une perte de souveraineté monétaire. En outre, sur le long terme, la stabilisation de l'inflation s'est accompagnée d'une forte appréciation du taux de change réel, d'un creusement des déficits courants et de la montée des déséquilibres. Durant plus de dix ans, ces économies ont connu de forts taux de croissance, supérieurs à 10% par an, permis par une politique monétaire trop accommodante. En effet, celle-ci est liée à la politique monétaire européenne. Les faibles taux ont alimenté une forte croissance du crédit, souvent en devises, et favorisé la dépendance extérieure. La croissance et l'emploi ont ainsi été en partie soutenus par les secteurs immobiliers et bancaires, financés par des entrées de capitaux, qui se sont effondrés avec la crise financière mondiale de 2008-2009 (Cochard, 2009). Le fort niveau de l'endettement en devises du secteur privé contraint aujourd'hui les autorités à défendre leur régime de change (86% des prêts bancaires sont ainsi libellés en devises en Lettonie en 2012, 72% en Lituanie et 65% en Bulgarie).

### Groupe 3

Enfin, un dernier groupe de pays a opté pour une voie intermédiaire entre l'engagement de change fixe et la cible flexible d'inflation. Cette stratégie s'explique par les coûts d'entrée dans un régime formel (Cottarelli et Doyle, 1999), bien que des périodes d'ancrage informel aient pu être fréquentes. Ces pays ont en effet commencé leur période de désinflation avec peu de réserves de change et n'auraient pas été capables d'engager un ancrage crédible de leur monnaie.

Parmi ces pays, certains, comme la Croatie ou la Slovénie, annoncent officiellement un régime de flottement mais accordent en réalité une forte importance à la stabilité du change. Les interventions, souvent stérilisées, sur le marché des changes sont fréquents. La banque centrale garde pour autant une certaine autonomie pour atteindre des objectifs internes. La Croatie et la Serbie ont ainsi opté pour un flottement fortement géré. La Croatie a ancré de fait sa monnaie à l'euro depuis 1994 (depuis 2002, sa monnaie « flotte » dans un corridor de facto de +/-4%). La Serbie de même, a ancré officieusement sa monnaie à l'euro de 2000 à 2003. Elle a ensuite poursuivi une ancre de taux de change réel, avant d'assouplir son flottement dans la perspective d'adoption d'une stratégie de ciblage d'inflation, informelle en septembre 2006, officielle en janvier 2009.

D'autres pays, comme l'Arménie, la Roumanie ou l'Albanie, ont utilisé dans un premier temps une ancre monétaire comme objectif intermédiaire de la politique monétaire, avant de transiter vers des stratégies plus modernes de ciblage d'inflation, en 2005 en Roumanie, 2006 en Arménie, et 2009 en Albanie. La Roumanie a ainsi commencé sa transition en adoptant un régime de flottement géré et une cible de croissance monétaire. Des interventions sur le marché des changes ont permis une relative stabilité du taux de change effectif réel. La stratégie de change a d'abord fait référence à un panier euro/dollar jusqu'au début 2005, puis seulement à l'euro. En août 2005, l'adoption d'une cible d'inflation à la place d'une cible monétaire s'accompagne d'un assouplissement du régime de change. La Slovénie, de même, a eu une politique de change accommodante, avec de forts signes de ciblage du taux de change réel (Coricelli et al. 2006).

Tous ces pays ont en commun de ne pas avoir eu, pendant la phase de transition, de stratégie monétaire contraignante explicite, par opposition aux pays des deux premiers groupes. Ils ont annoncé des régimes de flottement et des cibles de croissance monétaire. Les études montrent que,

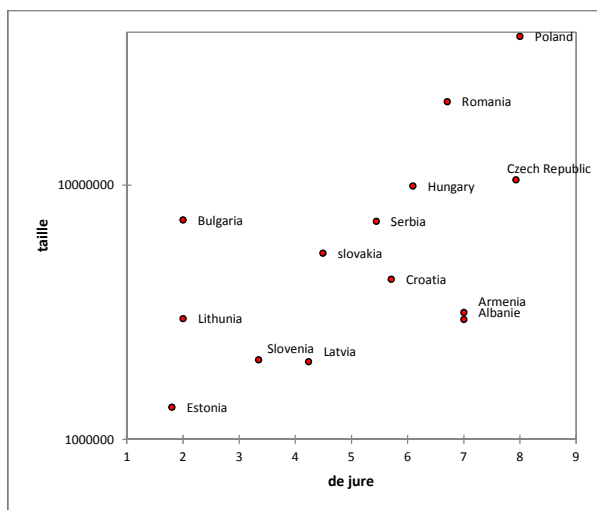
dans ces pays, le taux de change a un fort impact sur les variables domestiques, davantage que les instruments traditionnels de la politique monétaire. Cela s'explique par le sous-développement du système financier qui rend peu pertinents les canaux traditionnels des taux d'intérêt ou du crédit, par les entrées de capitaux qui rendent les banques peu dépendantes du refinancement de la Banque centrale, et enfin, par la forte euroisation des économies. Cette dernière laisse peu de marges de manœuvre à la politique de change.

Malgré leur hétérogénéité et la diversité des stratégies monétaires de désinflation, tous les PECO ont réussi, sur une période relativement courte, leur processus de désinflation. Quelle que soit la stratégie adoptée, la convergence nominale vers les pays de la zone euro reste l'objectif de la politique monétaire.

## 2.2. Des stratégies cohérentes

L'analyse des stratégies monétaires des pays d'Europe de l'Est permet d'aboutir à deux constats. Le premier est que les choix de stratégie monétaire sont conformes à ce que prévoit la théorie, que l'on se réfère à la théorie des zones monétaires optimales, à l'approche financière ou à l'approche politique (Calderon et al., 2008). Selon la théorie des zones monétaires optimales, les pays les plus susceptibles d'adopter des changes fixes sont les pays les plus petits, les plus ouverts, et ceux dont le commerce est le plus concentré sur le pays de la monnaie d'ancrage.

Graphique 1. Corrélation entre taille du pays et régime de change



La taille du pays est approximée par le nombre d'habitants (échelle logarithmique). Le régime de change de jure est classé selon le tableau n°1 (en annexe), du plus fixe (1), au plus flexible (8). Les données sont une moyenne sur la période 2000-2013.

Source des données : Banque mondiale et FMI.

Le graphique 1 indique clairement la corrélation positive entre la taille du pays (approximée par le nombre d'habitants) et le degré de flexibilité du taux de change. Les petites économies très ouvertes de la région ont convergé vers un régime de fixité extrême du change par rapport à l'euro : soit par l'intermédiaire d'un régime de caisse d'émission (currency board), comme la Bulgarie ou la Lituanie, soit par une entrée rapide dans la zone euro (Slovénie en 2007, Slovaquie en 2009, Estonie en 2011). Les pays les plus grands de la zone ont opté pour des régimes de change plus flexibles (flottement pur ou dirigé) et ont introduit des cibles d'inflation comme régime de politique monétaire.

Selon l'approche financière, les pays les plus ouverts financièrement et dont le système financier est le plus développé sont les moins susceptibles d'utiliser l'ancrage de change. Ceux-ci ont, en Europe de l'Est, opté pour des politiques de ciblage d'inflation explicites (pays du groupe 1).

Enfin, l'approche politique lie l'adoption de politiques d'ancrage du change à la faible qualité des institutions et notamment au manque de crédibilité de la Banque centrale. Là encore, seuls les pays ayant des Banques centrales « modernes », indépendantes, autonomes, ayant reçu un mandat clair en faveur de l'objectif de stabilité des prix, ont pu opter pour des régimes de flottement assorti d'un ciblage de l'inflation.

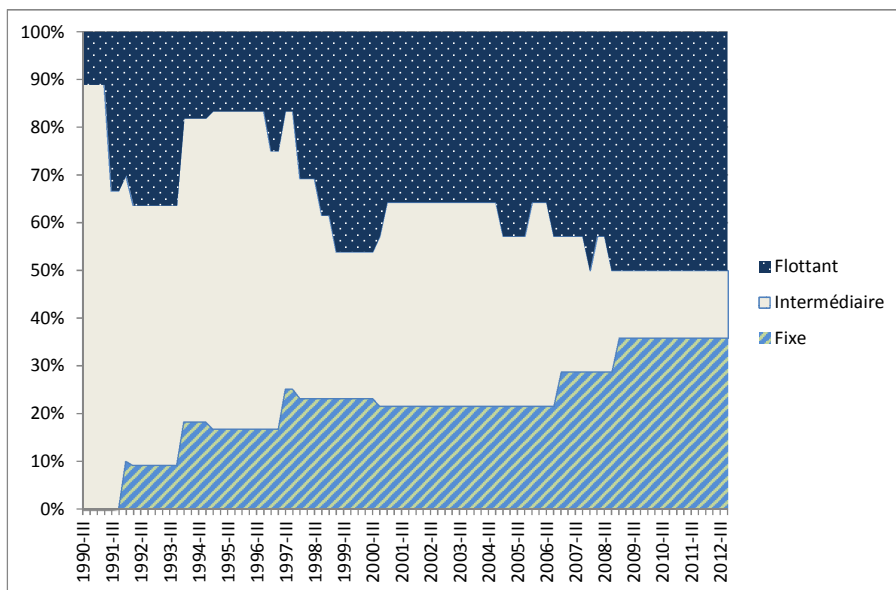
**Commenté [SP1]:** Lithuania  
Slovakia avec une majuscule  
Pourquoi ne pas les mettre en FR ? je peux m'en occuper si tu m'envoies le fichier



On retrouve ainsi les déterminants habituels du choix d'un régime de change.

Le second constat est que les pays de l'Est ont eu tendance à converger au cours du temps vers les solutions « en coin » (et respecter ainsi l'hypothèse de régimes bipolaires de Fisher, 2001).

Graphique 2. Evolution de la part des différents régimes de change dans les pays de l'Est.



Les régimes de change fixe correspondent aux régimes 1 et 2 (tableau 1), les régimes intermédiaires aux régimes compris entre 3 et 6 et le flottement aux régimes 7 et 8. Données agrégées pour 14 pays : Albanie, Arménie, Bulgarie, Croatie, Estonie, Hongrie, Lettonie, Lituanie, Pologne, République tchèque, Roumanie, Serbie, Slovaquie, Slovénie.

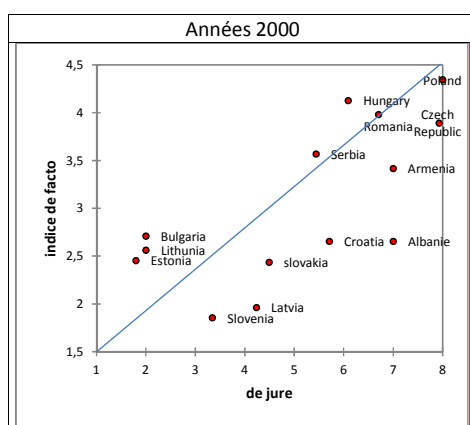
Selon un certain nombre d'auteurs, des régimes de change insoutenables ont été la cause des crises de change des années 90 (crise du SME 1992, crise mexicaine en 1994-1995, crise asiatique 1997), les conduisant à la conclusion qu'en situation de mobilité croissante des capitaux, seuls les régimes de change extrêmes sont soutenables ; régime de fixité extrême (union monétaire ou currency board), ou régime de flottement libre. Un régime de change intermédiaire, moins crédible, serait plus susceptible de subir des attaques spéculatives. Les études montrent cependant que très peu de pays, qu'ils soient industrialisés ou émergents, laissent réellement flotter leur monnaie (Calvo, Reinhart, 2002).

L'expérience des Pecco-PECO semble confirmer la difficulté, pour des pays intégrés financièrement, à maintenir des régimes de change intermédiaires. Les pays du groupe 1, ont ainsi peu à peu abandonnés leurs politiques d'ancrage du change au profit de changes flottants, parfois sous la pression des marchés, comme en République tchèque au milieu des années quatre-vingt-dix.

A l'opposé, les perspectives d'adhésion à l'union monétaire européenne font qu'un nombre croissant de pays est appelé à opter pour une fixité extrême et à abandonner sa souveraineté monétaire.

Si l'on compare les régimes de jure et de facto dans les PECO, on observe globalement une bonne corrélation entre les régimes de jure et les régimes de facto (Graphique 3).

Graphique 3. Régimes de change de jure versus régime de change de facto.



Commenté [SP2]: Lithuania, Slovakia

Le régime de change de jure est issu des données du FMI (« Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions », différentes années). Le régime de change de jure-facto est estimé à partir de la volatilité du taux de change nominal (calcul de l'écart type moyen, à partir de données trimestrielles, en glissement annuel). Les données de taux de change sont issues de Datastream.

Les divergences constatées sont de deux ordres. Tout d'abord au début des années quatre-vingt-dix, au tout début de la transition, on constate plutôt des phénomènes de « soft peg ». Malgré l'adoption officielle d'un régime de change fixe, des monnaies ont vu leur cours fluctuer, souvent parce que les autorités monétaires ont été incapables de respecter leur engagement. Cela a pu être le cas en République tchèque, en Hongrie, en Slovaquie ou en Pologne au cours des années 1993-1995 (Markiewicz, 2006). Les softs pegs sont souvent liés à une faible qualité des institutions et à la faiblesse de la gestion macroéconomique (Alesina, Wagner, 2006). Les économies ont également été soumises au milieu des années quatre-vingt-dix à des chocs nécessitant de la flexibilité, mais les Banques centrales n'avaient pas assez de crédibilité pour adopter des régimes flexibles. Elles ont adapté d'abord leur régime de facto, avant d'adapter leur régime de jure (Nerlich, 2002).

A partir de la fin des années 1990 et au cours des années 2000, on va retrouver davantage de cas de « closet peg » (Ghosh et al. 2011). La Banque centrale intervient sur le marché des changes, mais n'a pas d'engagement formel à le faire. Ce comportement relève de la peur du flottement (*Fear*

*of floating*, Calvo et Reinhart, 2002). C'est le cas en Slovaquie et en Slovénie, mais également en Arménie et en Croatie.

### 3. Stratégies monétaires et performances inflationnistes

#### 3.1. Revue de la littérature

Les études empiriques offrent des résultats contrastés quant à savoir si des régimes d'ancrage de change (Ghosh et al. 2011), ou de ciblage d'inflation (Gemayel et al. 2011), sont associés à des taux d'inflation plus faible, particulièrement dans les pays émergents.

Concernant l'ancrage par le change, alors que les études utilisant la classification de jure trouve un fort lien entre régime de change fixe et faible inflation, les études utilisant une classification de facto ou des sous-groupes de pays trouvent des résultats plus mitigés (Ghosh et al. 2011). L'analyse empirique présente un certain nombre d'écueils qui peuvent expliquer en partie la diversité des résultats. Notamment se pose le problème de la direction de la causalité, la stratégie de change pouvant impacter les performances macroéconomiques, mais celles-ci peuvent également conditionner le régime monétaire choisi. Les auteurs se différencient également par la prise en compte du régime de change annoncé par les autorités monétaires, ou par celui réellement pratiqué (Calvo, Reinhart, 2002). Se pose alors la question de la mesure de ce dernier. Enfin, la prise en compte de la période de crises de change dans les évaluations peut biaiser les résultats en faveur des régimes de change fixe (Obstfeld, Rogoff, 1995), comme l'oubli d'autres déterminants du taux d'inflation (Rogoff et al., 2003).

L'étude de Ghosh et al. (1997) est représentative de la littérature sur le sujet. Utilisant les régimes de change de jure, ils trouvent, pour un échantillon de 136 pays, sur la période 1960-1990, que l'inflation est plus faible et moins volatile dans les pays en régime de change fixe par rapport aux pays en flottement. Ils en concluent que l'effet disciplinaire (via une croissance monétaire plus faible) et l'effet crédibilité, via l'ancrage des anticipations, seraient plus fort dans les pays ayant ancré leur monnaie. Ce lien négatif entre change fixe et inflation s'affaiblit nettement cependant si l'on substitue les régimes de facto aux régimes de jure (Ghosh et al. 2011, Rogoff et al. 2003), conformément au modèle de crédibilité<sup>1</sup>. Le lien inflation- régime de change fixe est également plus fort pour les régimes les plus stricts (Alfaro, 2005), mais également si les régimes d'ancrage se maintiennent dans la durée (Levi-Yeyati et Sturzenegger, 2001). Ces auteurs en concluent que, pour l'inflation « les faits comptent plus que les mots », l'annonce d'un régime de change fixe n'ayant un impact que s'il est durable.

Les résultats sont cependant très différents si l'on s'intéresse à des groupes de pays. Notamment, les différences inflationnistes sont faibles dans les pays à haut revenus quels que soient les régimes de change, tandis que les pays à faible-moyen revenu ont avantage à ancrer leur monnaie, les besoins en crédibilité n'étant pas les mêmes (Ghosh et al. 2003, Levi-Yeyati et Sturzenegger, 2001). Parmi ces derniers, Rogoff et al. (2003) montrent cependant que seuls les pays en développement sont concernés, mais pas les pays émergents, car ces derniers sont davantage

---

<sup>1</sup> A l'inverse, Stotsky et al. (2012), dans le cadre des pays d'Afrique de l'Est, montrent que, parce que le régime de jure n'est pas crédible, seul le régime de change de facto a un impact sur l'inflation dans ces pays.

exposés aux mouvements internationaux de capitaux. En règle générale, l'effet de l'ancrage de change sur l'inflation joue plus en termes de crédibilité qu'en termes disciplinaire (via le contrôle exercé sur l'offre de monnaie).

On retrouve les mêmes résultats contradictoires quand on s'intéresse aux performances économiques comparées des cibles d'inflation et des non cibles. Trois méthodes sont généralement utilisées (Gemayel et al., 2011). La méthode « difference in difference » compare les performances sur la période avant l'adoption du ciblage d'inflation et la période après, entre des pays ayant choisi cette politique et des pays non cibles (sur des périodes similaires) (Ball et Sheridan, 2005). L'inconvénient de cette méthode est de ne pas prendre en compte le biais d'auto-sélection qui fait que les pays ayant les meilleures performances inflationnistes sont les plus susceptibles de se lier les mains en ciblant officiellement l'inflation. La deuxième méthode, du « propensity score matching » est censée prendre en compte ce biais, en comparant des groupes (cibles et non cibles) similaires. Ces deux premières méthodes se basent sur une analyse en coupe. La dernière méthode utilisée, basée sur les panels dynamiques (GMM en différences ou GMM en système), permet d'exploiter la dimension temporelle du panel et les effets spécifiques pays.

Les études concernant les pays avancés, les plus fréquentes, aboutissent à des résultats la plupart du temps non significatifs, quelle que soit la méthode utilisée. Ball et Sheridan (2005) avec la méthode « différence en différence », Lin et Ye (2007) en utilisant la méthode d'appariement ou Mishkin et Schmidt-Hebbel (2007) via les GMM trouvent que, même si les pays les cibles d'inflation ont vu leurs performances inflationnistes s'améliorer, les différences restent non significatives par rapport aux non cibles. Les résultats concernant les pays émergents sont plus favorables aux politiques de cibles d'inflation, et semblent robustes quelle que soit la méthode d'estimation (voir par exemple Brito et Bystedt, 2010 pour une analyse en panel ou Gemayel et al. 2011 pour une analyse de l'écart des différences). Ce résultat pourrait s'expliquer d'une part par la plus grande diversité des niveaux d'inflation dans les pays émergents qui rendrait les résultats plus significatifs et d'autre part par le plus grand besoin de crédibilité des autorités monétaires dans ces pays qui donnerait un avantage aux régimes de ciblage (Goncalves et Salles, 2008).

L'impact des différentes stratégies monétaires sur l'inflation est également discuté dans les PECO. Cottarelli et Doyle (1999) pour le FMI, estiment ainsi que sur la période 1993-1997 les cibles de change ou les cibles monétaires ont joué un rôle limité dans le processus de désinflation, peu de pays ayant, dans un contexte d'incertitude et de réformes structurelles, annoncé de telles cibles. Ils montrent que, dans les deux-tiers des stabilisations réussies dans une vingtaine de pays en transition, le taux de change était formellement flottant. Ce résultat s'explique pour ces auteurs par le fait que l'inflation extrême était liée au choc structurel de la transition, et que sa faible composante inertielle rendait peu nécessaire le gain en termes de crédibilité de l'ancrage par le change.

Pour d'autres auteurs au contraire, la désinflation a été avant tout obtenue à l'aide de l'ancrage nominal par le change (Coudert et Yanitch 2002, Clerc et Gouteron 2003). De Grauwe et Schnabl (2008) à partir d'une étude empirique pour 18 pays de l'Est, sur la période 1994-2004, montrent que les régimes de change flexibles sont associés à une plus forte inflation, les coefficients étant très

significatifs sur l'ensemble de la période. La relation est vérifiée avec des régimes de change de facto. Cependant, cette relation disparaît quand l'échantillon est séparé en deux sous-périodes et quand les pays à inflation extrême sont exclus de l'étude. Ils en concluent que si l'on effectue une comparaison, dans le temps ou entre pays, la stabilisation de taux de change est associée à une inflation plus faible. Cependant, une fois un niveau modéré d'inflation atteint, l'impact du régime de change sur le niveau d'inflation devient faible et non significatif.

### 3.2. Etude empirique

Nous effectuons une étude en panel pour analyser l'impact de la stratégie monétaire sur le taux d'inflation, dans 14 pays en transition<sup>2</sup> sur la période 1990.I -2013.I (données trimestrielles)<sup>3</sup>. Nous avons décomposé l'estimation en deux sous périodes. La première correspond aux années quatre-vingt-dix, marquées par le choc de la transition, mais également en 1997-1998 par les répercussions de la crise asiatique (juillet 1997) et de la crise russe (17 août 1998). La seconde période des années 2000 correspond à la période de convergence réelle et nominale vers l'Union européenne et à l'accession à l'UE pour un grand nombre de ces pays.

Une première analyse statistique (tableau 2) semble confirmer le lien entre régime de change et taux d'inflation. Les pays ayant opté pour une fixité extrême du taux de change sont aussi ceux qui connaissent les taux d'inflation les plus bas et ce, quelle que soit la période. Les différences sont significatives. L'idée que l'effet disciplinaire serait plus fort en régime de change fixe semble confirmé par le fait que les pays en régime de fixité ont également le plus faible taux de croissance de la masse monétaire. La stabilité nominale aurait cependant un coût en termes de croissance, les pays en change fixe ayant également le plus faible taux de croissance du PIB réel. Sur l'ensemble de la période, on observe ainsi que plus le régime est en régime de flottement, plus le taux d'inflation moyen est élevé, plus la création monétaire est importante, et plus la croissance réelle est forte.

Il est intéressant de noter que cette relation linéaire entre degré de liberté du régime de change, inflation, création monétaire et croissance disparaît sur la période récente. Si l'on se concentre sur les années 2000 on observe d'une part une réduction marquée du taux d'inflation et des écarts entre pays. Ce qui est intéressant, c'est que sur la période, ce sont les pays en régime de flottement pur qui obtiennent les meilleures performances économiques : si le taux d'inflation reste légèrement plus faibles dans les pays ayant un ancrage du change, le taux de création monétaire est plus faible dans les pays en flottement libre, ce qui semble indiquer un faible effet disciplinaire des politiques d'ancrage du change. Par ailleurs, le taux de croissance réel moyen de l'économie y est bien plus élevé (2,6% par an en moyenne, contre 1,1). Finalement, les pays en régimes de change

<sup>2</sup> Albanie, Arménie, Bulgarie, Croatie, Estonie, Hongrie, Lettonie, Lituanie, Pologne, République tchèque, Roumanie, Serbie, Slovaquie, Slovénie.

<sup>3</sup> Toutes les séries ne sont pas disponibles pour tous les pays à partir de 1990. Pour un certain nombre d'entre-deux, elles débutent en 1995, voire 1997. Le panel n'est donc pas balancé, ce qui ne pose pas problème pour la procédure d'estimation GMM. Les données de M2 pour la Serbie ne débutent qu'en 2000. Ce pays n'est donc pas pris en compte dans les estimations portant sur la période des années quatre-vingt-dix.

intermédiaires présentent les moins bonnes performances en termes d'inflation et de discipline monétaire. L'inflation est en moyenne deux fois plus élevée que dans les pays en fixité extrême, et il y existe un excès de création monétaire, compte tenu du taux de croissance.

Tableau 2. Performances économiques selon différentes stratégies monétaires

<b>Régimes de change</b>			
<b>Ensemble de la période</b>			
	Taux d'inflation	Taux de croissance M2	Taux de croissance PIB réel
Fixité extrême	2,24	3,52	1,68
Régimes intermédiaires	4,62	4,37	2,42
Flottement	5,77	4,93	3,01
<b>Années 90</b>			
Fixité extrême	2,54	4,8	2,89
Régimes intermédiaires	6,27	5,23	4,32
Flottement	19,45	13,47	4,99
<b>Années 2000</b>			
Fixité extrême	0,97	3,14	1,13
Régimes intermédiaires	1,89	3,9	1,74
Flottement	1,19	2,86	2,63
<b>Cibles d'inflation 2007-2013</b>			
Cibles d'inflation*	1,25	2,16	1,69
Non cibles*	0,95	1,27	0,18

Construit à partir de données trimestrielles issues de Datastream. Les régimes de fixité extrême correspondent aux régimes 1 et 2 (tableau 1), les régimes intermédiaires aux régimes compris entre 3 et 6 et le flottement aux régimes 7 et 8.

\* Les pays cibles sont l'Albanie, l'Arménie, la République tchèque, la Hongrie, la Pologne, la Roumanie et la Serbie. Les non cibles sont la Bulgarie, l'Estonie, la Lettonie, la Croatie, la Slovénie et la Slovaquie. Les pays ayant adopté des cibles d'inflation à des dates différentes, pour éviter les biais temporels, nous comparons les pays cibles et non cibles sur une période homogène (2007-2013).

L'étude économétrique nous permet de préciser les causalités et de prendre en compte l'endogénéité des variables. Nous estimons l'impact des stratégies monétaires (ancrage du change, cibles d'inflation) sur l'inflation sur un panel de 14 pays en transition sur la période 1990.I-2013.I.

Le choix de la stratégie monétaire n'est pas exogène, mais dépend de facteurs spécifiques et temporels. Notamment, le régime de change ou les cibles d'inflation peuvent avoir un impact sur le taux d'inflation, mais ce dernier a aussi une influence sur la stratégie monétaire pouvant être mise en œuvre. Nous utilisons la méthode des moments généralisés pour tenir compte des biais d'endogénéité et contrôler les effets spécifiques individuels et temporels. Nous retenons l'estimateur GMM en système, plus efficient que l'estimateur GMM en différence première (Blundell et Bond,

1998), notamment car il permet de mieux prendre en compte les variables persistantes. C'est le cas dans notre estimation des dummy variable de régime de change ou de ciblage d'inflation.

L'équation estimée est de la forme :

$$\Pi_{it} = \beta_0 + X_{it} \beta_1 + Y_{it} \beta_2 + \varepsilon_{it}$$

Avec  $\Pi_{it}$  le vecteur des taux d'inflation (calculés à partir de l'indice des prix à la consommation),  $X_{it}$ , le vecteur des variables indicatrices de la stratégie monétaire adoptée par les autorités (régime de change, cible d'inflation),  $Y_{it}$  le vecteur des autres déterminants du taux d'inflation et  $\varepsilon_{it}$  le terme d'erreur.

Dans les études, les régimes de change sont classés en deux (fixe/flexible) ou trois régimes (fixe/intermédiaire/flexible). Comme le notent Bailliu et al. (2002), si les catégories de régime de change flexibles et intermédiaires caractérisent le seul régime de change, la catégorie du change fixe caractérise à la fois la politique monétaire et de change (le taux de change étant la cible de la politique monétaire), ce qui peut biaiser les résultats en faveur de cette dernière. Il convient donc également, pour les pays n'ayant pas ancré leur monnaie, de prendre en compte les stratégies de politique monétaire, telles que les politiques de ciblage d'inflation, qui fournissent également une ancre aux anticipations.

Pour le régime de change, nous utilisons deux indicateurs. Nous utilisons tout d'abord une dummy variable pour l'ancrage de jure. Celle-ci prend les valeurs de 1 à 8 (du régime le plus strict au régime le plus flexible), afin de prendre en compte la diversité des régimes de change, sur la base des régimes déclarés par les autorités nationales au FMI (ces derniers sont tirés des « Annual report on exchange arrangements and restrictions » du FMI)<sup>4</sup>. Nous utilisons également un indicateur d'ancrage de facto, en utilisant la volatilité observée du taux de change nominal (cf. Bailliu et al., 2002)<sup>5</sup>. Cette volatilité est calculée par l'écart type moyen du taux de change des DTS à partir de données trimestrielles (écart type glissant sur 3 mois). Cet indicateur de régime de change « de facto » est également classé en 8 catégories (volatilité croissante), afin que les résultats soient comparables avec l'indicateur de régime de change « de jure » (même échelle).

Nous prenons également en compte l'adoption d'une politique de ciblage d'inflation. Une dummy variable prend la valeur 0 ou 1, selon respectivement que le pays n'utilise pas ou utilise une telle politique. Nous utilisons également un indicateur plus élaboré afin de prendre en compte le degré de développement du cadre de la politique de ciblage. En effet, sous un régime de ciblage d'inflation, la Banque centrale annonce publiquement une cible numérique pour l'inflation et

---

<sup>4</sup> Cependant, les pays ayant adopté l'euro se voient accordés dans notre étude la note 1 (absence d'unité monétaire séparée), alors que le FMI les classe dans la catégorie 8 (flottement libre).

<sup>5</sup> D'autres auteurs utilisent également la volatilité des réserves de change ou des taux d'intérêt nominaux (Levi-Yeyati et Sturzenegger 2005, Calvo et Reinhart 2002), mais ces données n'étaient pas disponibles pour l'ensemble des pays de notre étude. Nous utilisons la volatilité du taux de change des DTS car elle permet de prendre en compte à la fois la volatilité par rapport au dollar et par rapport à l'euro, ces deux monnaies ayant pu servir d'ancre nominale dans les pays de l'Est.



institutionnalise cet engagement par un certain nombre de contraintes, telles que la transparence<sup>6</sup>. Ces contraintes et ce cadre institutionnel sont plus ou moins élaborés selon les pays, bien que tous peuvent annoncer des cibles d'inflation. Nous utilisons les éléments clés d'une politique de ciblage d'inflation, tels que la précision de la cible, le processus de décision, la transparence où la responsabilité de la Banque centrale, pour donner une note de ciblage (entre 1 et 8), fonction de l'engagement plus ou moins contraignant du système adopté<sup>7</sup>. Une note plus élaborée correspond à une politique plus élaborée, censée être plus crédible et plus efficace pour lutter contre l'inflation. Le graphique 4 en annexe classe les différents pays en fonction de leur stratégie monétaire (moyenne sur les années 2000). On voit que parmi les sept pays cibles d'inflation, la République tchèque présente le système le plus élaboré, en termes de transparence, d'engagement ou de comptes à rendre, suivi de la Pologne et de la Hongrie. Les quatre autres pays (Albanie, Serbie, Arménie et Roumanie), où l'adoption de ciblage a été plus tardive, présente des régimes moins élaborés (et des régimes de change plus contraints). Enfin, nous introduisons une variable de durée de la politique d'ancrage de change (comme dans Ghosh et al., 2011), et une variable de durée de la politique de ciblage d'inflation.

L'équation est complétée par les autres déterminants traditionnels du taux d'inflation<sup>8</sup>. Nous introduisons ainsi le taux de croissance du PIB réel et le taux de croissance de la masse monétaire au sens large. Nous avons également ~~utilisés~~ ~~utilisé~~ les indicateurs de transition de la BRED, classés de 1 à 4, en fonction de degré de libéralisation croissante des économies, pour prendre en compte les évolutions structurelles des pays étudiés. Nous prenons en compte enfin le taux d'inflation moyen des pays de l'OCDE, pour tenir compte de la période de « grande modération », qui a connu la baisse généralisée des taux d'inflation.

Des tests de stationnarité, prenant en compte les interdépendances, confirment que toutes les variables sont stationnaires (annexe 3)<sup>9</sup>.

Les résultats sont les suivants :

Tableau 3. Estimations<sup>10</sup>

	Années 1990		Années 2000			
	De jure	De facto	De jure	De facto	De jure	De facto
Inflation retardée	0,002 (0,26)	0,009 (0,29)	0,23*** (8,67)	0,23*** (8,70)	0,23*** (8,61)	0,23*** (8,63)
Taux de croissance masse monétaire	1,56*** (23,17)	1,57*** (22,83)	0,07*** (6,32)	0,07*** (6,34)	0,07*** (6,33)	0,07*** (6,34)

<sup>6</sup> Voir par exemple Bernanke et Mishkin, 1997.

<sup>7</sup> L'indicateur est construit autour de trois catégories : précision de la cible objectif, indépendance de la banque centrale et transparence (Voir Olympie, 2013).

<sup>8</sup> Voir par exemple De Grauwe et Schnabl (2008) ou Ghosh et al. (2011).

<sup>9</sup> Nous utilisons le test de deuxième génération de Pesaran (2007) pour tenir compte de la dépendance cross-section.

<sup>10</sup> Les résultats sur l'ensemble de la période, non reproduits ici, correspondent à ceux de la période des années 90 (parmi les stratégies monétaires, seule la politique d'ancrage (de jure) du change a un impact significatif sur le taux d'inflation).

Taux de croissance PIB réel	-0,37*** (-6,67)	-0,37*** (-6,45)	-0,06*** (-20,11)	-0,06*** (-20,21)	-0,06*** (-20,15)	-0,06*** (-20,25)
Régime de change de jure	<b>1,84**</b> <b>(2,35)</b>		0,02 (0,46)		0,03 (0,62)	
Régime de change de facto		0,63 (1,1)		0,03 (0,98)		0,03 (1,04)
Cible d'inflation (binaire)					<b>-0,42**</b> <b>(-2,20)</b>	<b>-0,39**</b> <b>(-2,19)</b>
Cible d'inflation (qualitatif)	-3,87 (-0,32)	1,06 (0,09)	<b>-0,63**</b> <b>(-2,17)</b>	<b>-0,60**</b> <b>(-2,13)</b>		
Indicateur de transition	7,85*** (3,21)	7,63*** (3,10)				
Taux d'inflation OCDE			0,16** (2,82)	0,16** (2,87)	0,16** (2,78)	0,16** (2,86)
Constante	-30,27*** (-4,38)	-23,39*** (-3,82)	0,43* (1,68)	0,43** (2,23)	0,41 (1,61)	0,44** (2,26)
Nombre d'observations	258	258	698	697	698	697

\* significatif à 10% \*\* significatif à 5%. \*\*\* significatif à 1%.

Nous trouvons que l'engagement formel dans un régime de fixité du change a eu un impact important dans la première décennie de transition. Plus le régime de change est flexible, plus le taux d'inflation est élevé. La fixité du change a bien eu un effet en termes de crédibilité en début de transition. Autre résultat, l'effet sur l'inflation est significatif pour les régimes de jure, alors qu'il ne l'est pas pour les régimes de facto. Ce résultat rejoint celui de Ghosh et al. (2011) qui trouvent une influence plus forte du régime de jure sur le régime de facto. Dans notre cas, « les mots comptent plus que les faits ». La durée de l'ancrage n'est pas apparue significative, contrairement à ce que l'on trouve dans la littérature traditionnelle (Levi-Yeyati et Sturzenegger, 2001). Ce résultat semble cependant cohérent avec l'observation empirique, l'utilisation du change fixe a été un facteur important de désinflation, mais son maintien a fini par avoir un impact inflationniste dans les économies en transition, notamment parce qu'il favorise les entrées de capitaux (Nerlich, 2002).

Les autres résultats sont cohérents avec la littérature : une plus forte croissance monétaire tend à augmenter l'inflation, tandis qu'une plus forte croissance réelle tend à la réduire. Les variables de transition, plus structurelles, ont un impact significatif sur l'inflation. Elles captent bien le choc inflationniste de la transition vers l'économie de marché. La crise russe de 1998 ne semble pas en revanche avoir eu d'impact sur la relation inflation-régime de change au cours des années 90.

Sur la période des années 2000, le régime de change perd son influence sur le niveau de l'inflation, au profit des politiques de cibles d'inflation. Les variables de régime de change, de jure comme de facto, ne sont plus significatives. En revanche, les variables de ciblage d'inflation sont significatives. Leur adoption a contribué significativement à réduire le taux d'inflation. Le coefficient de ciblage d'inflation est plus élevé pour les indicateurs qualitatifs par rapport aux indicateurs binaires, indiquant que l'effet crédibilité augmente avec le degré d'élaboration de la politique monétaire.

Au cours des années 2000, l'influence des variables de transition disparaît également, les pays ayant achevé les réformes de transition vers l'économie de marché, celles-ci n'apparaissent plus

discriminantes. En revanche, les taux d'inflation domestiques sont positivement liés au taux d'inflation des autres pays de l'OCDE, signe d'une intégration commerciale et financière croissante. Là encore, la durée des stratégies d'ancrage (de change ou de l'inflation) ne sont pas significatifs dans l'explication des performances inflationnistes. Par rapport aux années quatre-vingt-dix, l'inflation devient plus faible, mais plus inertielle, tandis que l'influence de la monnaie se réduit, ce qui est cohérent avec ce que l'on observe dans la plupart des pays industrialisés.

#### Conclusion

Les politiques d'ancrage ont joué un rôle très important dans le processus de désinflation durant les premières années de transition. L'influence de l'ancrage du change sur le taux d'inflation a cependant été décroissante, au fur à mesure que celle-ci déclinait. Aujourd'hui, les politiques de ciblage d'inflation semblent plus performantes. Non seulement elles sont un ancrage utile à la politique monétaire, permettant de contenir les anticipations d'inflation, tout en offrant davantage de flexibilité et d'autonomie aux autorités monétaires. Cela a permis aux pays ayant adopté ce type de politique monétaire de mieux résister à la crise financière de 2008 et de maintenir des taux de croissance comparativement élevés.

#### Annexe

Tableau 1. Indicateurs de régime de change

<b>Fixité extrême (hard peg)</b>	
Absence d'unité monétaire séparée	1
Caisse d'émission	2
<b>Régimes intermédiaires (soft peg)</b>	
Taux de change fixe	3
Taux de change fixe avec bandes horizontales	4
Parité glissante	5
Parité glissante avec bandes	6
<b>Flottement</b>	
Flottement dirigé	7
Flottement pur	8

Graphique 4. Politiques de stabilisation en Europe de l'Est (années 2000, moyenne)

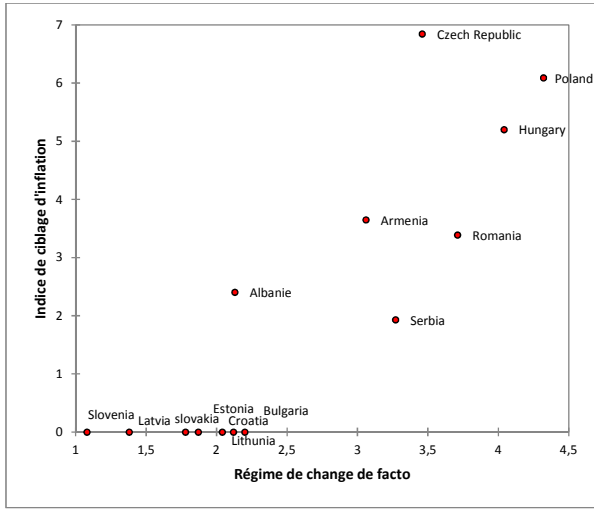


Tableau 4 : Tests de stationnarité

Retards	Pesaran (2007) Panel Unit Root Test (CIPS <sup>11</sup> )		
	0	1	2
Taux d'inflation	-16,405 (0.000)	-12,840 (0.000)	-7,427 (0.000)
Taux de croissance de M2	-17,473 (0.000)	-12,933 (0.000)	-10,909 (0.000)
Taux de croissance du PIB réel	-17,852 (0.000)	-17,598 (0.000)	-16,501 (0.000)
M2 growth	-5.682 (0.000)	-6.589 (0.000)	-6.568 (0.000)
	Maddala and Wu (1999) Panel Unit Root test (MW)		
Taux d'inflation pays de l'OCDE	55,9856 (0.001)	183,868 (0.000)	153,076 (0.000)

H0 pour les tests MW et CIPS: les series sont I(1).

#### Bibliographie

Alesina A., Wagner A.F. (2006), « Choosing (and renegeing on) exchange rate regimes », *Journal of the European Economic Association*, vol. 4, n° 4, 770-799.

Alfaro L. (2005), « Inflation, openness, and exchange rate regimes », *Journal of Development Economics*, vol. 77, n°1, 229-249.

Ball L., Sheridan N. (2005), « Does inflation targeting matter ? », *The Inflation Targeting Debate*, S. Bernanke et M. Woodford (eds), University of Chicago Press, 249-276.

Bailliu J., Lafrance R., Perrault J-F. (2002), « Does exchange rate policy matter for growth ? », *Working Paper* n° 2002-17, Banque du Canada.

Barisitz S. (2007), « Exchange rate arrangements and monetary policy in South-Eastern Europe – An update (2004-2007) », *Focus* 2/07, Oesterreische National Bank.

Barro R., Gordo, D. (1983), « Rules, discretion and reputation in a model of monetary policy », *Journal of Monetary Economics*, vol. 12, 101-121.

Bernanke B., Mishkin F. (1997), « Inflation targeting: A new framework for monetary policy? », *Journal of Economic Perspectives*, vol.11, Spring, 97-116.

Blundell R., Bond, S. (1998), « Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models », *Journal of Econometrics*, vol. 87, n° 1, 115-143, août.

Brito R., Bystedt B. (2010), « Inflation Targeting in Emerging Economies: Panel Evidence », *Journal of Development Economics*, vol. 91, 198-210.

<sup>11</sup> Cross-sectionally augmented IPS.

Code de champ modifié

Code de champ modifié

- Calderon C., Schmidt-Hebbel K. (2008), « Choosing an exchange rate regime », Central bank of Chile *Working Paper*, n°494, octobre.
- Calvo G., Reinhart C. (2002), « Fear of floating », *Quarterly Journal of Economics*, vol. 117, n°2, 379-408.
- Clerc L., Gouteron S. (2003), « Désinflation et stratégies de politique monétaire dans les pays accédants », *Bulletin mensuel de la Banque de France*, n° 119, novembre, 29-48.
- Cochard M. (2009), « PECO : inégaux devant la crise », *Revue de l'OFCE*, n° 111, octobre.
- Coricelli F., Jazbec B., Masten I. (2006), « Exchange rate pass-through in EMU acceding countries : Empirical analysis and policy implications », *Journal of Banking and Finance*, vol. 30, 1375-1391.
- Cottarelli C., Doyle P. (1999), « Disinflation in Transition, 1993-1997 », *Occasional Paper*, n° 179, FMI.
- Coudert V., Yanitch J-P. (2002), « Dix ans de transition des régimes de change des pays d'Europe central et orientale candidats à l'Union européenne : bilan et perspectives », *Bulletin de la Banque de France*, n°99, mars, 75-89.
- De Grauwe P., Schnabl G. (2008), « Exchange rate stability, Inflation, and Growth in (South) Eastern and Central Europe », *Review of Development Economics*, vol. 2, n°3, 530-549.
- Fischer S. (2001), « Exchange rate regimes : Is the bipolar view correct ? », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 15, n°2, 3-24.
- FMI, « Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions », différentes années.
- Gemayel E., Jahan S., Peter A. (2011), « What can low-income countries expect from adopting inflation targeting ? », *IMF Working Paper*, n° WP/11/276, novembre.
- Ghosh A., Gulde A., Ostry J., Wolf H. (1997), « Does the nominal exchange rate regime matter? », *NBER Working Paper*, n° 5874.
- Ghosh A., Qureshi M., Tsangarides C. (2011), « Words vs. Deeds: What really matters? », *IMF Working Paper*, n° WP/11/112, mai.
- Golinelli R., Rovelli R. (2005), « Monetary policy transmission, interest rate rules and inflation targeting in three transition countries », *Journal of Banking and Finance*, n°29, 183-201.
- Goncalves C., Salles J. (2008), « Inflation targeting in emerging economies: What do the data say? », *Journal of Development Economics*, vol. 85, 312-318.
- Levy-Yeyati E., Sturzenegger F. (2001), « Exchange rate regimes and economic performance », *IMF Staff Papers*, vol. 47, Special Issue, 62-98.
- Levy-Yeyati E., Sturzenegger F. (2005), « Classifying exchange rate regimes: Deeds vs. words ». *European Economic Review*, vol. 49, 1603-1635.

Lin S., Ye H. (2007), « Does inflation targeting really make a difference ? Evaluating the treatment effect of inflation targeting in seven industrial countries », *Journal of Monetary Economics*, vol. 54, 2521-2533.

Maddala G., Wu S. (1999), « A Comparative Study of Unit Root Tests With Panel Data and A New Simple Test », *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, vol. 61, 631-652.

Markiewicz A. (2006), « Choice of exchange rate regime in transition economies: an empirical analysis », *Journal of Comparative Economics*, vol. 34, 484-498.

Mishkin F. (2000), « Inflation targeting in emerging-market countries », *American Economic Review*, vol. 90, mai, 105-109.

Mishkin F., Schmidt-Hebbel K. (2007), « Does inflation targeting make a difference ? », *NBER Working Paper*, n° 12876.

Nerlich C. (2002), « Exchange rate strategies of EU accession countries: Does exchange rate policy matter? », European Central Bank, Kobe research Seminar, April.

Obstfeld M., Rogoff K. (1995), « The mirage of fixed exchange rates », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 9, n° 4, 73-96.

Olympie J. (2013), « The impact of inflation targeting on macroeconomic performances: Evidence from 2000 to 2012 », *Mémoire de master recherche*, sous la direction de S. Brana, Université Montesquieu-Bordeaux IV, juin.

Orlowski (2005), « Monetary convergence of the EU accession countries to the Eurozone: A theoretical framework and policy implications », *Journal of Banking and Finance*, vol. 29, 203-225.

Pesaran M. (2007), « A simple panel unit root test in the presence of cross-section dependence », *Journal of Applied Econometrics*, vol. 22, n°2, 265-312.

Petreski M. (2013), « Monetary policy conduct in seven CESEE Countries on their road to the euro », *Comparative Economic Studies*, vol. 55, 1-41.

Rogoff K., Husain A., Mody A., Brooks R., Oomes N. (2003), « Evolution and performance of Exchange rate regimes », *Working Paper*, FMI, n° 03/243, décembre.

Stotsky J., Ghazanchyan M., Adedeji O., Maehle N. (2012), « The relationship between the foreign exchange regime and macroeconomic performance in Eastern Africa », *Working Paper*, FMI, n° 12/148, juin.