

NIKOLAY GOSPODINOV¹

POLITIQUE MONÉTAIRE ET TENTATIVES DE STABILISATION EN BULGARIE

RÉSUMÉ Les efforts entrepris par le gouvernement bulgare au cours des quatre dernières années pour stabiliser l'économie ont échoué. La politique monétaire "accommodante" de la banque centrale et le laxisme des mesures prises en matière de fiscalité et de revenus ont sensiblement nui à l'efficacité des programmes de stabilisation fondés sur la maîtrise de l'émission monétaire. La succession d'erreurs de politique économique et l'excès de liquidités ont débouché sur une crise financière grave au début de 1994. Le niveau élevé de l'inflation, la chute du taux de change réel du leva et des revenus réels, ont provoqué une crise de confiance dans la monnaie nationale et dans le soutien à une politique de transition vers une économie de marché.

En 1994, l'inflation s'est rapidement accélérée pour passer de 60 % à 120 % en fin d'année, provoquant ainsi une redistribution massive des revenus. Les fluctuations amples du taux de change ont modifié le comportement des agents, accru l'incertitude et l'instabilité de l'environnement économique. La substitution des devises et la dollarisation de l'économie ont alors gagné du terrain et réduit le contrôle de la banque centrale sur l'offre de monnaie.

Le recours important du gouvernement à l'emprunt et les taux d'intérêt élevés ont réduit les crédits disponibles pour le secteur non gouvernemental, situation aggravée par les prêts non performants accordés par les banques et l'aléa moral dans le système bancaire. Les crédits n'ayant pas été affectés aux projets les plus rentables et les moins risqués, les prêts de mauvaise qualité, les pertes dans le système bancaire et les écarts de taux d'intérêt se sont accrus.

La réforme institutionnelle et structurelle a laborieusement débuté. Ceci a permis aux entreprises d'Etat de perpétuer leurs déficits et leur décapitalisation. Le manque de contraintes budgétaires rigoureuses a conduit à la transformation des pertes des sociétés publiques en prêts non rentables dans le bilan des banques commerciales. Puis une partie de ces prêts a été convertie en bons du trésor à faible taux, ce qui a transféré leur charge sur les banques commerciales et sur le gouvernement. La liquidité du système bancaire s'est dégradée, les pertes croissantes ont été financées par des quasi-dépenses publiques ou par le prélèvement inflationniste sur les revenus. S'il n'est pas mis rapidement fin à ces causes micro-économiques de l'inflation

1. Nikolay Gospodinov est chef du département "politique monétaire" à l'Agence pour la Coordination et le Développement Economique, Sofia, et enseignant à l'université de Sciences économiques, Sofia. L'auteur tient à remercier Roumen Avramov, Alfredo Canavese et Jérôme Sgard pour leurs commentaires. La traduction de ce texte a été réalisée par Aliénor Benoît.

structurelle, toute tentative de stabilisation macro-économique sera vouée à l'échec.

La Bulgarie a une chance à saisir pour établir une économie ouverte et libérale. Afin de restaurer la confiance de la population dans la transition vers l'économie

de marché, il faut mettre en place un programme radical de stabilisation et de restructuration de l'économie. De simples palliatifs ne feront qu'accroître la redistribution incontrôlable des revenus et conduiront à la paralysie financière.

Quatre ans après la mise en œuvre du premier programme de stabilisation bulgare, en février 1991, les résultats obtenus sont très décevants : au début de 1995, le niveau de la production industrielle reste faible (entre 60 et 65 % de celui atteint à la veille des réformes) et le déficit budgétaire est profond (11,9 % du PIB en 1993, environ 9 % en 1994), tandis que l'inflation conserve un rythme très élevé, qui s'est accéléré au cours de l'année écoulée (plus de 120 % en glissement annuel en 1994). En outre, des crises violentes sur le marché des changes, comme une tendance croissante à la substitution de devises et à la dollarisation des échanges intérieurs montrent que la confiance dans la monnaie nationale est fortement ébranlée, ce qui rend d'autant plus difficile la conduite de la politique monétaire. Enfin, sur le plan des réformes de structures, les progrès sont également insuffisants : ceci vaut pour les privatisations, la liquidation des entreprises déficitaires, le durcissement des contraintes financières imposées aux banques et aux entreprises publiques. Ce retard a rendu d'autant plus facile, depuis 1991, un mouvement très large de privatisation sauvage des actifs et des revenus publics, et de transferts des pertes vers l'Etat et les ménages (TABLEAU 1).

Aussi, après le changement de gouvernement qui a suivi la victoire des forces post-communistes aux élections législatives fin 1994, l'économie bulgare est aujourd'hui à la croisée des chemins. Tout prolongement de la phase de dérive actuelle se traduira à brève échéance par une nouvelle détérioration de la situation sociale et économique ; alternativement, créer les conditions d'un retour à une croissance non-inflationniste suppose qu'un nouveau programme de stabilisation soit mis en place et appliqué avec vigueur et continuité.

La stabilisation en 1991 : pas d'ancrage sur le taux de change

Comme dans d'autres économies en transition, la première phase des réformes bulgares (libération des prix, convertibilité externe partielle, réduction des subventions, etc) a dû être accompagnée d'une série de mesures de stabilisation énergiques : un niveau excessif de la demande agrégée, un déficit budgétaire profond en 1989 et 1990, une croissance trop rapide de l'émission monétaire et la dépréciation du taux de change rendaient impossible une libéralisation immédiate, sans correction de ces déséquilibres sous-jacents.

Le programme adopté en février 1991, avec l'aval du Fonds monétaire international, était de type hétérodoxe et reposait sur deux ancrés internes : les revenus et la monnaie, l'expansion de cette dernière étant contrôlée par un système d'enca-

TABLEAU 1

Principaux indicateurs macro-économiques de la Bulgarie

	1990	1991	1992	1993	1 ^{er} sem. 1991	2 ^e sem. 1991	1 ^{er} sem. 1992	2 ^e sem. 1992	1 ^{er} sem. 1993	2 ^e sem. 1993	1 ^{er} sem. 1994
Croissance du PIB (en%)	-9,1	-11,7	-5,7	-4,2	-	-	-	-	-	-	-
Consommation /PIB (%)	74	75,8	88,1	93,1	-	-	-	-	-	-	-
Investissement/ PIB (%)	21,3	18,9	16,9	11,7	-	-	-	-	-	-	-
Construction /PIB (%)	9,1	9,0	3,6	4,2	-	-	-	-	-	-	-
Chômage (%)	1,7	6,8	13,2	15,8	4,1	9,4	12	14,4	15,6	15,9	15,3
Inflation (moyenne annuelle, %)	23,8	338,5	102,3	73,8	213,4	513,4	130,6	77,4	79,9	67,9	73,3
Inflation (fin de période, %)	63	490,1	79,4	63,8	326,9	38,2	40,7	27,5	34,6	21,7	59,4
Taux de change moyen (US\$)	2,1	17,8	23,3	27,6	16,3	19,3	23,4	23,3	26,3	28,9	47,8
Taux de change (fin de période, %)	2,8	21,9	24,5	32,7	17,5	21,9	23	24,5	26,7	32,7	53,7
M2 (taux de croissance annuel, %)	14,1	59,3	59,2	51	46,8	71,8	65,2	53,2	49,2	52,9	67,8
Crédits à l'économie (taux de croissance annuel, %)	15,7	95,7	55,1	49,6	78,4	114,6	52,2	58,1	49,1	50	69,5
M1/PIB (%)	41,9	15,9	14,2	13,6	18,4	13,5	14,3	14,1	13,9	13,3	12,4
M2/PIB (%)	105,5	59,4	62,3	64,3	64	54,9	63,3	61,4	65,8	62,8	69,7
Crédits à l'économie/PIB (%)	138,6	95,7	102,2	109,6	104,2	87	102,6	101,9	111,2	108	132,4
Déficit budgétaire/PIB (%)	7	4,3	5,7	11,9	1,3	6,2	3,1	7,8	10,8	12,7	6,4
Recettes budgétaires/PIB (%)	52,4	40,9	39,5	35,2	35,9	44,3	38,9	40	34	36,1	44,6
Dépenses publiques/PIB (%)	59,4	45,2	45,2	47,1	37,2	50,5	41,9	47,8	44,8	48,9	51
Compte courant /PIB (%)	-	-1,1	-4,3	-5,1	5,7	2,6	-7	-2,2	-6,8	-3,6	6,7
Balance commerciale/PIB (%)	-	-0,4	-2,5	-3,2	-3,8	2,2	-4,2	-1,2	-4	-2,5	4,7

Sources : Bulletins de la Banque nationale de Bulgarie ; Institut national de la Statistique ; ministère des Finances.

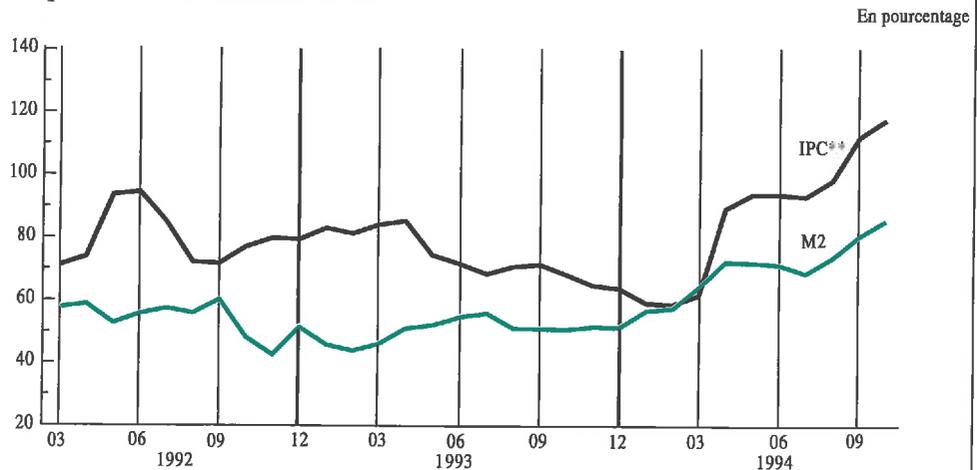
drement quantitatif du crédit bancaire ; une correction fiscale était appliquée au même moment pour limiter une des principales sources de création monétaire. Sur le plan extérieur, la libéralisation des échanges commerciaux était accompagnée d'une dévaluation massive, laissant la place ensuite à un régime de change flottant, reposant sur un marché de change inter-bancaire décentralisé. Ainsi, par rapport à la "thérapie de choc" polonaise, appliquée à partir de janvier 1990, ce programme se distingue principalement par l'absence d'ancrage sur le taux de change : le montant très faible des réserves de change bulgares au début de 1991, un soutien international plus limité que dans le cas polonais, sont les raisons principales de ce choix. En particulier, la Bulgarie n'a pas pu bénéficier, contrairement à la Pologne et à la Tchécoslovaquie, d'un fond de soutien à sa devise lors du passage à la convertibilité, ce qui aurait été nécessaire pour crédibiliser l'ancrage nominal du taux de change. La conséquence a été de reporter entièrement l'effort de stabilisation et de désinflation sur les variables internes, notamment sur la politique monétaire et la Banque centrale.

L'ancrage monétaire et la désinflation

L'évolution des différents agrégats montre que l'institut d'émission n'a poursuivi une politique réellement restrictive que pendant les premiers mois de réforme et qu'au cours de l'année 1991, il a progressivement rompu avec cette orientation. La mise en place d'un système d'indexation des salaires, en novembre 1991, correspond au moment où l'économie bulgare a définitivement abandonné son ancrage monétaire. Ainsi, au lieu de fonder ses objectifs annuels sur une estimation préalable de la demande de monnaie, la Banque nationale de Bulgarie (BNB) a en fait ajusté le volume de l'émission monétaire et le niveau de ses taux

GRAPHIQUE 1

Les prix à la consommation et M2*



Sources : Institut national de la statistique, Banque nationale de Bulgarie.

d'intérêt sur le rythme antérieur de l'inflation, ce qui a rapidement conféré à cette dernière un caractère nettement inertiel (GRAPHIQUE 1); celui-ci a été accentué par le contexte de récession prolongée dans lequel s'est maintenue l'économie bulgare pendant la plus grande partie de cette période. En outre, des éléments d'instabilité et d'accroissement du rythme moyen de l'inflation ont conjugué leurs effets : rattrapages ponctuels des prix publics non libérés, soubresauts du marché des changes, variations répétées et assez amples des taux d'intérêt de la BNB.

L'analyse empirique montre que jusqu'au premier trimestre 1994, les taux d'inflation suivent avec un décalage de six à douze mois l'offre de monnaie, écart qui semble s'être réduit à un ou deux mois depuis lors, du fait de la dépréciation massive de mars 1994 et de la détérioration concomitante des anticipations inflationnistes. Cela signifie que si ce lien inflation-monnaie est sans doute instable et plus complexe que dans une économie de marché stabilisée, une politique plus rigoureuse de la BNB aurait pu avoir un impact appréciable sur l'évolution des prix et peser de cette manière sur les anticipations des agents. Une telle orientation restrictive aurait toutefois supposé que l'institut d'émission annonce clairement ses plafonds d'accroissement du crédit et qu'il soumette les banques commerciales à un contrôle efficace. Ceci était d'autant plus nécessaire que la banque centrale contrôlait mal l'évolution des crédits alloués au budget, en raison de la prééminence institutionnelle du Parlement en la matière : à de nombreuses reprises, celui-ci a modifié en cours d'année le plafond légal des avances directes de la banque centrale à l'Etat. Or, au lieu de chercher à absorber ces chocs externes, celle-ci a multiplié les opérations discrétionnaires de refinancement sélectif aux secteurs privilégiés, telle l'agriculture, ce qui s'est traduit par de nouveaux dépassements de crédits.

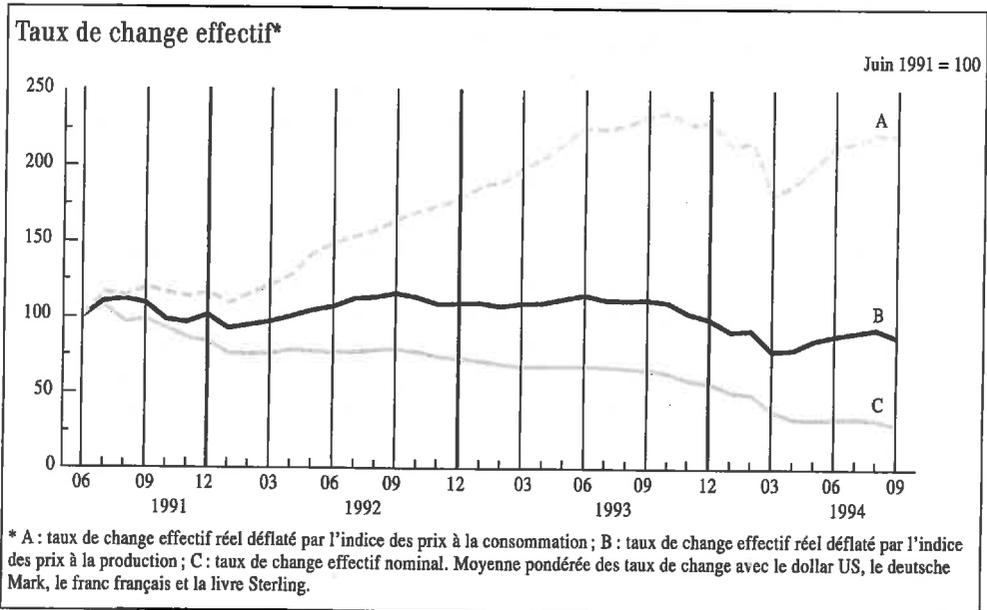
L'ajustement lent du secteur réel et la dégradation de la solvabilité des banques

Sur le plan macro-économique, les désordres monétaires et budgétaires se sont accompagnés d'une récession plus profonde et plus longue que dans les pays d'Europe centrale, notamment la Pologne et la Hongrie. A la fin 1993, la production industrielle restait inférieure de 35 % à son niveau de 1990, et le PIB affichait une baisse totale de 20 % ; en outre la reprise observée depuis 1993 s'avère lente et fragile, de l'ordre de 1 à 2 % en rythme annuel. Cette situation reflète en fait un processus d'ajustement très lent des entreprises qui se traduit par des efforts limités d'accroissement de la productivité, une instabilité des coûts salariaux, une chute profonde de l'investissement productif. Qui plus est, les entreprises publiques qui ne sont pas soumises à des contraintes financières dures, affichent des pertes massives : 8,9 % du PIB en 1992, 12,6 % en 1993 et 2,4 % en 1994. Ces pertes, enfin, ne sont pas financées de manière régulière, dans le cadre de négociations bilatérales avec les banques à travers lesquelles pourraient être imposées progressivement des contraintes de gestion plus dures.

Les banques sont en fait généralement captives des plus grandes entreprises publiques : ne pouvant amortir dans leurs comptes les pertes d'une éventuelle mise en faillite de ces débiteurs, elles sont contraintes de capitaliser plus ou moins automatiquement la très grande partie des intérêts dus. Plus généralement,

elles ne sont pas soumises elles-mêmes à des contraintes financières dures, si bien que depuis 1992, elles n'ont pas opposé la moindre réaction à l'accumulation des prêts non-performants : ceux-ci représentaient 47 % de leurs encours de crédits aux entreprises, en septembre 1994. On relève aussi qu'en dépit de dépôts très importants des entreprises dans les banques, ces dernières se déclarent incapables de localiser individuellement ces dépôts, quand bien même ils appartiennent à des débiteurs qui ne servent pas leurs intérêts et se trouvent donc techniquement insolubles. Ainsi, le refus délibéré des entreprises de servir leurs créances bancaires a pour effet de ruiner progressivement l'ensemble des banques et donc de mettre en question la valeur future de l'épargne de la population. Cette situation met en cause l'ajustement des entreprises, mais aussi la capacité de l'Etat et des banques à faire respecter leurs propres créances, et plus généralement la discipline contractuelle des agents. Ceci décrit l'arrière-plan à partir duquel se comprend la dérive progressive du programme de réformes entamé en 1991. C'est à travers la crise de change de mars 1994 et l'accélération de l'inflation observée depuis la fin de 1993, que l'accumulation de ces déséquilibres a abouti progressivement à une crise ouverte (GRAPHIQUE 2). D'une manière ou d'une autre, celle-ci devra solder le compte de ces pertes avant de permettre éventuellement un nouveau départ.

GRAPHIQUE 2



Source : Agence pour la coordination et le développement économique.

L

La déstabilisation de 1994

L'inflation

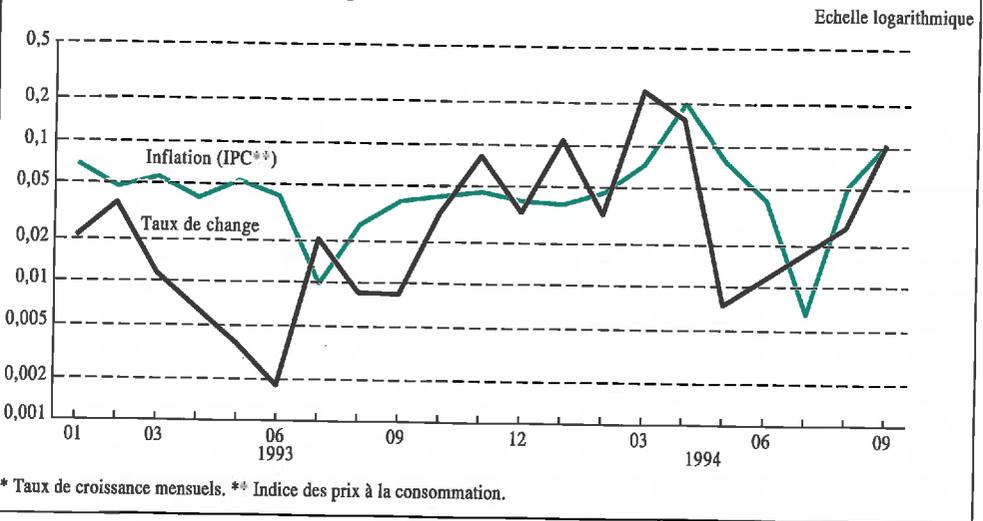
L'accumulation des déficits dans les secteurs public et bancaire et la politique monétaire inadéquate de la banque centrale se sont traduites en 1994 par une dégradation des équilibres monétaires. Celle-ci est à l'origine de la crise de change de mars 1994 qui a vu une dépréciation de près de 50 % du taux de change nominal. En sus de facteurs relativement structurels, le développement de cette crise a plutôt été aggravé par le comportement de la BNB qui, à l'évidence, a perdu rapidement le contrôle du marché des changes, en dépit d'une "première alerte", assez caractérisée, en novembre 1993. En particulier, l'absence de coordination avec le ministère des Finances s'est traduite au cours des semaines précédant la crise par une accumulation importante de liquidités sur le marché inter-bancaire, due à la mise en paiement de montants élevés d'intérêts sur la dette publique, dont une très large partie est détenue par les banques commerciales. La réaction trop tardive de l'institut d'émission pour absorber cette liquidité a donc amplifié les conséquences de sa faible crédibilité initiale et a ainsi rendu ses interventions encore moins efficaces. Il n'y a rien d'exceptionnel en effet, dans le contexte bulgare, à ce que les banques commerciales publiques prennent des positions ouvertes sur le marché des changes et spéculent massivement contre la banque centrale². Ainsi, le décrochement brutal du taux de change en mars 1994 répond à plusieurs facteurs de nature diverse, mais qui tous illustrent la mauvaise qualité de la discipline financière des agents et de la gestion monétaire depuis 1992. L'effet immédiat de cette crise a été alors de libérer les pressions inflationnistes accumulées au cours des deux années antérieures sous la forme de déficits publics massifs et d'accumulation de prêts non-performants dans les banques. D'un minima de 59 % en février 1994, le glissement annuel des prix à la consommation est passé à 120 % en novembre, tandis que la hausse des prix à la production passait de 26 % à 98 %. Cette évolution s'est accompagnée, comme c'est la règle dans une telle situation, d'une instabilité croissante des rythmes mensuels d'inflation qui a contribué à accroître encore les anticipations inflationnistes des agents et, par voie de conséquence, la volatilité à court terme sur le marché de change.

Une autre conséquence de ce changement de régime a été le développement d'une relation beaucoup plus directe entre la dépréciation interne et externe de la monnaie nationale : alors qu'à la fin 1993 et au début de 1994, les prix à la consommation suivaient avec deux à trois mois de retard la variation du taux de change, ce retard s'est réduit à la fin du second semestre, ces deux variables étant désormais virtuellement liées (GRAPHIQUE 3). Les estimations économétriques pour la période qui s'étend de novembre 1993 à novembre 1994 indiquent en outre une très grande élasticité de la substitution des monnaies aux mouvements du taux de change : désormais une augmentation de 1 % du taux de change entraîne, durant le même mois, une augmentation de 0,86 % du ratio des dépôts en devises sur le total des dépôts des particuliers.

2. D'ailleurs, quelques mois plus tard, des plus-values massives sur les opérations de changes ont permis pour partie de couvrir les pertes d'exploitation sur l'intermédiation bancaire classique.

GRAPHIQUE 3

Inflation (IPC) et taux de change*



Source : Agence pour la coordination et le développement économique.

Un corollaire de cette évolution, et plus généralement de l'incertitude à laquelle sont confrontés les agents, est une dollarisation croissante des échanges intérieurs : la fuite devant la monnaie nationale s'est accentuée en 1994, sous la forme notamment d'une conversion des avoirs monétaires en devises, tant par les ménages que par les entreprises. Ceci se traduit par un accroissement important des sommes déposées sur les comptes bancaires en devises et donc par un gonflement des réserves de change du système bancaire qui rend d'autant plus nécessaire un contrôle énergique du marché par la BNB. L'affaiblissement de la monnaie nationale et du système bancaire s'est aussi traduit par une tendance accrue (et illégale) des entreprises à ne pas rapatrier toutes leurs recettes d'exportations et à placer leurs liquidités à l'étranger.

Les taux d'intérêt et le système bancaire depuis la crise de mars 1994

Depuis mars 1994, la banque centrale a tenté de résorber les conséquences négatives de la crise et de mettre un terme à la substitution monétaire. Pour cela elle a augmenté ses taux d'intérêt et cherché à restreindre le refinancement des banques commerciales. Toutefois toute une série de contraintes tenant à la situation financière des banques et de l'Etat a limité sa marge de manœuvre comme les bénéfices de cette tentative de consolidation.

Au niveau des banques commerciales, une première contrainte découle de la structure micro-économique de ce secteur, issue d'une politique peu rigoureuse menée en 1990-1991 qui s'est concrétisée par la distribution excessive de licences d'exploitation privées et la déconcentration du secteur bancaire public. Cette situation explique les nombreuses failles dans le contrôle du marché inter-bancaire et du marché des changes ; celles-ci ont pour effet de rendre très inégaux les

effets de la politique monétaire sur les différents agents : nombre d'entre eux, notamment les nouvelles banques privées souvent liées aux nouveaux groupes industriels constitués en marge des entreprises publiques, restent peu touchés par des mesures de restriction de la liquidité bancaire ; à l'inverse, d'autres institutions, notamment les plus grandes banques publiques, subissent des pressions excessives qui peuvent les conduire à des situations de rupture de paiement.

Un second facteur est venu accentuer les conséquences négatives de cette situation : ni la recapitalisation massive des banques publiques en décembre 1993, ni les injections souvent massives de liquidités par la BNB, en 1994, n'ont été associées à des conditions strictes en matière de distribution de nouveaux crédits, de gestion interne ou de supervision. Le phénomène d'aléa moral, observé déjà à grande échelle en 1993, s'est étendu ; les entreprises publiques en ont vraisemblablement été, *in fine*, les principales bénéficiaires. Elles ont profité de réductions de dettes importantes à l'occasion de la recapitalisation, alors même qu'elles montraient une position de grande liquidité : la part de leur dette couverte en moyenne par des dépôts bancaires est passée de 37 % à la veille de la recapitalisation, à 57 % en septembre 1994 ; dans le même temps, la proportion des prêts non-performants restait globalement la même, passant de 56 % à la veille de la recapitalisation à 47 % en septembre 1994 pour les prêts en leva, et de 35 % à 23 % pour les prêts en devises.

Par ailleurs, la situation d'insolvabilité complète des banques, qui s'est accentuée au cours de l'année 1994, a considérablement limité l'efficacité de la politique monétaire : globalement, les pertes d'intermédiation sont passées de 2,2 % du PIB en 1993 à 3,4 % sur les neuf premiers mois de 1994. Ceci a rendu nécessaire à plusieurs reprises des injections directes de liquidités par l'institut d'émission dans les trois ou quatre principales banques publiques ; des débuts de *run* sur certaines d'entre elles ont d'ailleurs été observés au troisième trimestre. Aussi, les effets de ces diverses mesures, plus ou moins coordonnées, de restauration du secteur bancaire ont-ils été nettement négatifs et n'ont pas permis de rendre à la BNB des moyens supplémentaires pour appliquer une politique énergique de désinflation. Tant la reprise sans conditions des dettes d'entreprises que le sous-paiement des obligations d'Etat apportées aux banques en contrepartie ont plutôt accentué leurs problèmes de liquidités, sans apporter à l'Etat des marges de manœuvres financières plus grandes.

Aussi, pour les banques, une hausse des taux d'intérêt a comme pour l'Etat surtout pour effet d'accroître leur contrainte de liquidité, à un moment où ils montrent déjà de très gros besoins de financement. Pour l'Etat en particulier, dont la dette interne a dépassé 50 % du PIB en cours d'année, toute hausse des taux nominaux se traduit par une contrainte de liquidité accrue, même si son déficit opérationnel (sur la base des taux d'intérêt réels du pays) reste constant, voire en diminution. Cette situation est rendue plus difficile encore par la maturité extrêmement courte de la dette publique (libellée dans sa plus grande partie en titres à moins d'un an) et par l'illiquidité des banques. Dans un tel contexte, une hausse des taux nominaux, en accroissant la pression sur ces dernières, peut donc mettre rapidement l'Etat dans l'impossibilité de financer son déficit budgétaire, voire de refinancer son encours de dette. Ceci rend alors nécessaire un recours massif au financement direct par la banque centrale, qui au demeurant s'est accru rapidement en 1994 : au cours des neuf premiers mois, 17 % du besoin de financement a

été couvert par la BNB, auquel il convient d'ajouter le refinancement des titres de dette publique détenus par les banques, pour un montant de l'ordre de 44 % (prises en pensions). On relève que dans le même temps, le total des recettes de seigneurage de la banque centrale, qui avaient été réduites de 5,9 % du PIB en 1992 à 3,2 % en 1993 représentaient plus de 4 % du PIB, en moyenne annuelle, au cours des neuf premiers mois ; toutefois l'utilisation de ces recettes s'est modifiée, au profit des banques et de l'Etat, alors qu'au cours des deux années antérieures une part appréciable d'entre elles a été utilisée pour servir la dette multilatérale de l'Etat (intérêts reçus sur actifs refinancés).

La position financière très faible des principaux agents, comme les distorsions micro-économiques au sein du secteur bancaire, expliquent que la hausse des taux d'intérêt, face à la dollarisation de l'économie et à l'accélération de l'inflation en 1994, ait été nettement insuffisante. L'accroissement des taux d'intérêt réels qui, entre autres mesures, aurait été nécessaire, n'aurait vraisemblablement pas pu être supporté par les principales banques publiques et par l'Etat. En somme, l'économie bulgare est parvenue au point où l'accumulation de dette publique et parapublique ne permet plus d'absorber le flux de pertes de ces agents (et des entreprises) ; ainsi, de manière croissante, l'émission de titres de dette publique ne recouvre en fait qu'un financement direct par émission monétaire, dès lors que les banques commerciales refinancent de plus en plus vite auprès de l'institut d'émission les obligations émises par l'Etat.

Les conséquences de la crise de change et de l'inflation

Une conséquence de cette situation de monétisation croissante des déficits publics et d'incapacité à accroître les taux d'intérêt a été un transfert massif de revenu, par le biais du prélèvement qu'a opéré l'inflation sur les dépôts des ménages. De 36 % du PIB en 1991, cette taxe inflationniste sur la masse monétaire M3 avait été réduite à 10,8 % et 8,1 % respectivement au cours des deux années ultérieures. Selon nos estimations ce transfert s'est élevé à 10,7 % du PIB au cours des neuf premiers mois de 1994, dont 7,2 % aux dépens des seuls ménages ; ceux-ci ont donc subi une perte que l'on peut estimer à 19 % de leurs avoirs nets totaux envers le système bancaire. Cette pression sur le revenu de la population a été accentuée en outre par un retard de l'indexation des salaires sur la hausse des prix, alors même que la productivité augmentait rapidement. Ceci, comme l'accroissement des inégalités sociales et le processus de privatisation sauvage du secteur industriel public, ne peut avoir qu'un effet négatif sur le soutien de la population aux réformes, à un moment où un supplément de rigueur financière devient nécessaire dans toute l'économie.

Une conséquence plus positive de la dévaluation de mars 1994 a été de soutenir la reprise des exportations esquissée à la fin de 1993 et de permettre ainsi un certain redressement de la production industrielle qui s'est accrue de 2 % sur l'ensemble de l'année ; le niveau actuel reste cependant très bas au regard de celui de la Pologne ou de la Hongrie, et inscrit la Bulgarie dans le groupe des pays à reprise lente, avec la Roumanie et la République tchèque. Cette inflexion positive s'observe toutefois aussi sur le plan financier : la reprise des exportations, et plus encore le recul des salaires réels dû à l'accélération de l'inflation, ont permis aux

entreprises de bénéficier d'une réduction importante de leurs coûts salariaux. Ceci s'est traduit par une amélioration spectaculaire de leurs résultats, avec une réduction de leurs pertes de 12,6 % du PIB en 1993 à 2,4 % environ en 1994 (sur la base des neuf premiers mois). Dans le même temps, un accroissement parallèle des recettes fiscales facilitait une certaine réduction du déficit budgétaire, de 11,9 % du PIB à environ 8,5 %. Toutefois la discipline financière des entreprises envers les banques est restée très mauvaise : l'amélioration de leurs résultats ne s'est pas traduite par un accroissement sensible de leurs paiements d'intérêts. Le gonflement de la dette publique, la détérioration de la situation des banques et l'accélération de l'inflation rendent donc hypothétique une poursuite de cette relative consolidation du secteur réel observée en 1994.

Vers une nouvelle politique de stabilisation

Les efforts déployés par les gouvernements successifs depuis 1991 pour stabiliser l'économie ont échoué : la réforme structurelle et le développement de nouvelles institutions sont à peine entamées, l'accélération de l'inflation, la dépréciation du taux de change et la diminution des revenus réels ont conduit à une perte de confiance dans la monnaie nationale et à un affaiblissement du soutien de l'opinion publique à la transition. La Bulgarie doit donc faire face à un choix crucial : ou bien s'embarquer dans une réforme radicale pour mener à bien la stabilisation et la transformation de l'économie, ou bien se contenter de palliatifs. On peut craindre que les objectifs du nouveau gouvernement socialiste, retour à la croissance et renforcement de la justice sociale, aient plutôt, dans ce contexte, un impact négatif sur la politique monétaire et budgétaire. Compte tenu de la détérioration de la situation macro-économique observée en 1993 et 1994, une nouvelle accélération de l'inflation pourrait conduire à terme à une situation d'hyperinflation qui accélérerait encore le phénomène de prélèvement inflationniste sur les revenus, aux dépens des ménages. Celui-ci viendrait en somme achevé le processus de privatisation sauvage observé depuis 1991, fondé sur le détournement des revenus et des actifs du secteur public et des ménages, au profit de la nouvelle économie privée "grise".

L'alternative consiste à relancer vigoureusement l'effort de stabilisation financière afin de restaurer un environnement monétaire et financier équilibré, permettant de réduire l'incertitude des agents ainsi que leurs anticipations de prix et de change : la restauration de la discipline financière va de pair avec l'allongement de l'horizon temporel des agents et une gestion à moyen terme qu'il s'agisse de leurs projets d'investissement ou de leur endettement. Ceci est vrai des entreprises mais aussi de l'Etat, au regard tant de son financement interne que de la maîtrise de sa dette extérieure. Les mesures essentielles pour parvenir à cette situation préalable à une reprise non-inflationniste de la croissance sont les suivantes.

La privatisation rapide et à grande échelle des entreprises d'Etat, incluant les services publics (électricité, eau, compagnies de téléphone, postes, etc.) est indispensable. Elle doit avoir pour effet de modifier les incitations et les comportements des entreprises, d'améliorer leur productivité et enfin de supprimer

certaines sources de l'inflation inertielle telle l'indexation *ex post* des prix des services publics. En outre, la mobilisation, dans ce cadre, des obligations sur la dette intérieure, tout comme des *Brady Bonds* émis en 1994 après l'accord en Club de Londres (pour un total d'environ la moitié du PIB), permettrait de lier directement privatisation et désendettement de l'Etat.

L'ancrage nominal du taux de change pourrait restaurer la confiance de la population et des entreprises dans la monnaie nationale. L'évolution du taux de change est en effet observée au jour le jour par les agents ce qui rend son effet beaucoup plus efficace qu'un ancrage monétaire interne ; ceci est particulièrement le cas pour une petite économie ouverte comme l'économie bulgare³. Stabiliser les conditions à moyen terme des échanges extérieurs permettrait aussi de gérer plus rationnellement les échéances futures de la dette extérieure, dont les intérêts représenteront au cours des trois prochaines années entre 7 % et 15 % du PIB. Enfin, l'ancrage au taux de change endogénéiserait l'offre de monnaie et l'ajusterait automatiquement à la demande réelle d'actifs en leva.

Pour rendre plus crédible cet engagement pris sur le taux de change, il serait aussi nécessaire de fonder la politique monétaire sur un certain nombre de règles contraignantes réduisant fortement les marges de manœuvre discrétionnaires des pouvoirs publics. Une option serait d'établir un *Currency Board* autorisé à n'émettre de la monnaie (base monétaire) qu'à hauteur des réserves d'or et de devises de la BNB, toute variation endogène de l'encours monétaire étant dès lors dépendante de ces dernières. Dans un tel cadre, adopté notamment par l'Estonie en 1992, la banque centrale perdrait la possibilité de suivre une politique de change autonome, puisque le taux de change serait fixé définitivement ; elle devrait également renoncer à tout rôle de prêteur en dernier ressort, au profit tant des banques commerciales que du gouvernement. Ainsi, il serait possible de mettre un terme au financement monétaire des entreprises (à travers les banques commerciales) comme du budget, à travers l'annonce d'une règle définitive et unilatérale. La crédibilité de cette dernière, comme la volonté de l'institut d'émission de résister aux pressions très fortes qui émergeront dans un premier temps, apparaîtront alors comme un moyen institutionnel d'imposer à tous les agents la discipline financière qu'ils ont refusée depuis 1991.

Le succès d'un tel programme supposerait donc un effort immédiat de réduction du déficit budgétaire, qui passerait pour partie par une réduction importante des dépenses, puis, à moyen terme par un effort régulier de renforcement de la discipline fiscale. Une consolidation du système de protection sociale serait également nécessaire, en raison des réformes insuffisantes réalisées depuis 1990, ainsi que de la perspective d'un déséquilibre démographique particulièrement grave, dès la prochaine décennie, entre la population active et les retraités ; à moyen terme ceci devrait être prolongé par la mise en place d'un système de retraite individuel par capitalisation, éventuellement en complément d'un mécanisme redistributif : une telle évolution permettrait de limiter les conséquences de cette crise future tout en contribuant à augmenter le taux d'épargne d'une économie en cours de décapitalisation rapide depuis 1991.

Il faut toutefois souligner qu'à court terme, cette option très radicale imposerait un effort d'ajustement brutal aux agents. Ceci se traduirait vraisemblablement

3. Ces dernières années les importations et exportations représentent environ 45 à 50 % du PIB.

par de nombreuses faillites, une nouvelle vague de licenciements et sans doute la fermeture d'un assez grand nombre de banques, de plus ou moins grande taille. Indirectement, un effet de spoliation de la population pourrait être observé (pertes sur les dépôts bancaires), dont l'effet indirect serait d'amortir les mauvaises dettes accumulées depuis 1991, comme le fait un prélèvement inflationniste ponctuel dans l'actuel régime monétaire laxiste. C'est donc plutôt l'effet ultérieur de discipline qu'imposerait un tel choix qui pourrait le justifier aux yeux de la population. Au total, deux conditions préalables devraient être remplies : d'une part constater la perte par les pouvoirs publics de leur capacité à mener une politique monétaire discrétionnaire - l'accélération de l'inflation comme de la dollarisation de l'économie indiquent qu'ils en prennent la voie ; d'autre part, la formation d'un consensus assez large entre les acteurs politiques et les agents économiques autour de ce régime monétaire rigoureux, proche de l'étalon-or. Celui-ci imposerait en effet à chacun d'eux un très gros effort d'ajustement, en rupture complète avec les comportements très accommodants observés depuis quatre ans, tant dans le domaine budgétaire et financier que dans l'économie réelle.

N. G.

RÉFÉRENCES

- AECD-Agency for Economic Coordination and Development (1991), "The Year of the Iron Sheep", *Annual Report*.
- AECD-Agency for Economic Coordination and Development (1992), "The State of the Bulgarian Economy", *Annual Report*.
- AECD-Agency for Economic Coordination and Development (1993), "The Bulgarian Economy in 1993", *Annual Report*.
- AECD-Agency for Economic Coordination and Development (1994), "The Bulgarian Economy in 1994", *Annual Report*.
- Avramov R. (1993), "The Limits of Macroeconomic Stabilization of an Economy in Transition : The Case of Bulgaria", *Mocm/Most*, n° 1.
- Avramov R. & V. Antonov (eds, 1994), *Economic Transition in Bulgaria*, Sofia.
- Avramov R. & K. Guenov (1994), "The Rebirth of Capitalism in Bulgaria", *AECD Policy Paper*.
- Bruno M. (1990), "High Inflation and the Nominal Anchors of an Open Economy", *NBER Working Paper*, n° 3518.
- Canavese A. (1992), "Hyperinflation and Convertibility-Based Stabilization in Argentina", in *The Market and the State in Economic Development in the 1990s*, A. A. Zini Jr. (ed.), Elsevier Science Publishers.
- Dornbusch R. & A. Reynoso (1989), "Financial Factors in Economic Development", *NBER Working Paper*, n° 2889.
- Edwards S. (1991), "Stabilization and Liberalization Policies in Central and Eastern Europe : Lessons from Latin America", *NBER Working Paper*, n° 3816.
- Gueorguiev N. & N. Gospodinov (1992), "Monetary Policy in Bulgaria : Mechanisms and Outcomes", *AECD Working Paper*.
- Kiguel M. & N. Liviatan (1994), "Exchange-Rate-Based Stabilization in Argentina and Chile : A Fresh Look", Banque mondiale, *Policy Research Working Paper*, n° 1318.
- Vegh C. (1992), "Stopping High Inflation", *IMF Staff Papers*, vol. 3, n° 3, septembre, pp. 626-95.

