

Bulgarie...

Caisse d'émission et Stabilisation économique

Le dernier programme de stabilisation prévoyant la création d'une caisse d'émission a mis fin à une période de turbulences économiques qui avait conduit la Bulgarie au bord de l'hyperinflation. À quoi est dû ce succès?

Anne-Marie Gulde

APRÈS PLUSIEURS tentatives de stabilisation avortées, la Bulgarie s'est dotée d'une caisse d'émission le 1^{er} juillet 1997. Controversée et difficile à mettre en place en raison des sérieuses difficultés structurelles du pays, celle-ci a pris une part déterminante dans le succès du dernier programme de stabilisation. En conjuguant les règles de change traditionnelles sous ce régime aux mesures juridiques et structurelles qu'imposaient d'urgence les difficultés bancaires et financières du pays, elle a bien répondu à la tâche à accomplir, car elle a donné aux autorités la crédibilité, mais aussi la souplesse, nécessaire pour résoudre la crise du système bancaire.

Conditions initiales

Fin 1996, la Bulgarie était en pleine crise bancaire et au bord de l'hyperinflation. Le soutien au gouvernement fléchissait et les manifestations populaires en faveur de nouvelles élections se multipliaient. Devant l'échec du dernier programme lancé par les autorités, une idée a fait son chemin : le succès d'une nouvelle tentative de stabilisation passait par la mise sur pied d'un système visible aux règles précises, du type caisse d'émission. Les problèmes économiques et financiers du pays n'en semblaient pas moins, au départ, insurmontables.

Le cadre macroéconomique et structurel.

La gravité de la crise macroéconomique était alarmante. L'inflation affichait un dérapage spectaculaire — 500 % en rythme annuel en janvier 1997, plus de 2.000 % en mars — dû à

l'injection de liquidités pour soutenir un système bancaire défaillant, au financement persistant du déficit budgétaire par la banque centrale et, de plus en plus, à une défiance vis-à-vis du lev qui réduisait la demande intérieure de monnaie. Pour freiner la dépréciation de la devise bulgare, passée de 487 à 1.588 leva pour 1 dollar au premier trimestre de 1997, la banque centrale a ponctionné ses réserves internationales, qui sont retombées à moins de 2 mois d'importations. Parallèlement, la contraction de la production et l'essor de la fraude ont fait chuter les recettes fiscales, qui sont passées de 40 % du PIB (en valeur annuelle) à 14,7 % en février 1997. Le gouvernement a financé le déficit budgétaire par l'émission de bons du Trésor assortis d'échéances plus courtes, puis de taux d'intérêt plus élevés. La production réelle, qui avait augmenté en 1994 et 1995, s'est contractée de plus de 10 % en 1996.

Les problèmes structurels étaient tout aussi aigus. La crise bancaire couvait depuis 1995 au moins. Une étude de 1996 a montré que, sur dix banques d'État représentant plus de 80 % des actifs du secteur bancaire, neuf affichaient une position en capital négative, et les portefeuilles des banques d'État étaient pour plus de moitié improductifs. De même, une banque privée sur deux, dont les plus importantes et les plus connues, était techniquement en faillite. Les rumeurs sur l'état du système bancaire ont entraîné plusieurs retraits massifs de dépôts.

La première vague de faillites de mai 1996, qui n'a touché qu'une poignée d'établissements notoirement fragiles, n'a pas suffi à rétablir la confiance dans le secteur bancaire. Résultat, la situation s'est encore détériorée et la Banque nationale de Bulgarie (BNB) a dû placer neuf banques sous régime conservatoire en septembre 1996. Au total, le système bancaire a été réduit d'environ un tiers. La BNB a annoncé que cette seconde vague de faillites serait la dernière et qu'elle maintiendrait les autres banques en activité. Ce faisant, elle s'est lié les mains et, lorsque la situation a empiré, il lui a fallu injecter des liquidités via sa facilité Lombard et le rachat d'effets publics, deux initiatives qui ont alimenté l'inflation.

Le débat et les contraintes économiques. Il est devenu de plus en plus clair qu'une rupture franche et crédible avec les politiques antérieures s'imposait pour retrouver un semblant de «normalité» économique, et que la stabilisation passait par la lutte contre l'indiscipline budgétaire, l'allègement du fardeau écrasant du service de la dette publique et un regain de confiance dans le lev. Les autorités devaient aussi s'engager résolument en faveur des réformes et s'assurer d'un large soutien dans le public.

En novembre 1996, une mission du FMI a lancé, auprès des autorités bulgares et des intérêts en présence (partis politiques et syndicats, donateurs d'aide extérieure, mais aussi journalistes et universitaires), l'idée d'une caisse d'émission. Celle-ci a suscité un large débat.

Pour ses avocats, la caisse d'émission était la réponse idéale à une situation caractérisée par une inflation galopante, une banque centrale prodigue dans ses prêts aux établissements de crédit et une dette publique aux taux excessivement élevés. Sous ce régime, la banque centrale perdrait son pouvoir d'action discrétionnaire, et l'inflation et les taux d'intérêt réels s'aligneraient sur les taux observés dans le pays émetteur de la monnaie d'ancrage. Ce cadre économique plus crédible favoriserait davantage la stabilité et la croissance, comme le montraient l'Argentine, l'Estonie, la région administrative spéciale de Hong Kong ou la Lituanie, qui avaient tenté l'expérience de la caisse d'émission.

Sans contester les avantages potentiels du système, ses adversaires faisaient valoir que la Bulgarie ne remplissait pas les conditions préalables à sa mise en place. Le secteur bancaire, surtout, était plus important et en plus grande difficulté que dans la plupart des pays dotés d'une caisse d'émission, et l'on ne pouvait exclure que des prêts en dernier ressort s'avèrent nécessaires. D'autre part, la possibilité de découverts temporaires auprès de la banque centrale semblait indispensable pour faire face aux amples fluctuations saisonnières des recettes budgétaires et rembourser les émissions obligataires. Enfin, les réserves internationales étaient limitées et la création d'une caisse d'émission risquait d'imposer, d'emblée, une forte dévaluation.

Étant donné la complexité des questions posées et des problèmes politiques du pays, il a fallu attendre l'entrée en fonction du nouveau gouvernement au printemps 1997 pour que la création de la caisse d'émission soit décidée. Durant la phase préparatoire, qu'ont prolongée de multiples incertitudes politiques et techniques, un bilan global du secteur bancaire a été dressé afin de réduire au minimum le risque de

Les caisses d'émission

Maintien d'un taux de change fixe entre la monnaie d'un pays et la «monnaie d'ancrage», convertibilité automatique et engagement durable — souvent explicite — de la banque centrale envers ce régime sont les trois composantes d'une caisse d'émission. Les pays qui adoptent ce régime veulent avant tout prouver leur détermination à lutter contre l'inflation.

Le système n'est crédible que si la banque centrale détient des réserves de change suffisantes pour couvrir au moins la totalité de ses engagements monétaires et assurer par là aux marchés financiers et au public qu'à chaque billet en monnaie nationale correspond un montant équivalent en devises détenu dans les caisses de l'État. Les monnaies garanties par ce type de régime sont plus demandées que les autres, car leurs détenteurs savent que, quoi qu'il arrive, ils pourront toujours les convertir en une devise forte. Et les tenants de ce système font valoir que, s'il vient à être testé, les stabilisateurs automatiques empêcheront toute hémorragie de devises.

Le mécanisme est le suivant : les variations de l'offre de monnaie font fluctuer les taux d'intérêt, ce qui encourage les placements en monnaie nationale ou dans la monnaie d'ancrage. C'est, foncièrement, le même mécanisme que pour les taux fixes, mais la parité garantie par les règles de la caisse d'émission assure que les variations nécessaires des taux d'intérêt et leur coût pour l'économie seront comparativement plus faibles.

La caisse d'émission a pour avantages évidents de donner une réelle crédibilité économique et d'assurer une inflation et des taux d'intérêt peu élevés. Mais elle peut aussi limiter la marge de manoeuvre du pays qui l'adopte, surtout lorsqu'il a un secteur bancaire fragile ou qu'il est sujet aux chocs économiques. En régime de caisse d'émission, la banque centrale ne peut plus jouer le rôle de prêteur en dernier ressort auprès des banques en difficulté. Elle ne peut, au mieux, que constituer un fonds d'aide d'urgence financé par des ressources mises de côté lors de la création de la caisse d'émission ou alimenté par les profits de la banque centrale. La caisse d'émission empêche aussi d'utiliser la politique financière — l'ajustement des taux d'intérêt intérieurs ou de change — pour stimuler l'économie. En effet, l'ajustement économique ne peut plus s'opérer que par le biais des salaires et des prix, au risque d'être à la fois plus lent et plus pénible.

perturbations dues à une aggravation subite de la crise bancaire. Des mesures d'accompagnement — dont un renforcement très sensible du contrôle bancaire par la banque centrale — étaient aussi prévues.

La situation proche de l'hyperinflation que le pays a connue fin 1996-début 1997, quoique difficile et coûteuse, a aidé à asseoir la crédibilité de la caisse d'émission. En réduisant la valeur réelle d'une dette intérieure qui mettait en péril l'équilibre budgétaire, elle a permis d'exécuter le budget sans faire appel à la banque centrale. Elle a aussi donné un ballon d'oxygène aux banques en entraînant une dépréciation rapide de leurs engagements en monnaie nationale alors qu'elle augmentait la valeur réelle de leurs obligations d'État libellées en dollars.

Conception et exécution

Le régime des caisses d'émission varie sensiblement d'un pays à l'autre (voir Baliño *et al.*, 1997). Plusieurs de ses éléments — monnaie d'ancrage, taux de change, structure, principes et instruments opérationnels — doivent être arrêtés dès le départ.

En Bulgarie, le choix de la monnaie d'ancrage a suscité des discussions passionnées. Si certains prônaient le rattachement au dollar, réserve de valeur déjà fort utilisée dans les transactions informelles, d'autres lui préféreraient le deutsche mark, plus compatible avec la structure des échanges du pays et mieux à même de faciliter l'intégration de la Bulgarie à l'Union européenne. La décision finale en faveur du deutsche mark a été prise à la fin du printemps 1997.

Le taux de change (1.000 leva pour 1 DM) n'a pas été fixé avant le 5 juin de la même année. Cela dit, les marchés n'ignoraient pas que les réserves internationales de la BNB devaient couvrir ses engagements monétaires, et n'ont donc pas été surpris : au 31 mai 1997, le taux du marché était de 922,41 leva pour 1 DM.

Dès le début des discussions, la Bulgarie a opté pour une transparence accrue, sur le modèle de la Banque d'Angleterre. La BNB a été réorganisée en trois directions — émission monétaire, activités bancaires, contrôle bancaire — qui font l'objet de rapports mensuels.

La direction des émissions détient l'ensemble des engagements monétaires de la BNB (billets et pièces, dépôts des banques et d'autres organismes non étatiques, de l'État et de la direction des activités bancaires). La BNB est tenue de conserver à tout moment des réserves en devises et en or suffisantes pour couvrir intégralement ces engagements, et la direction des émissions doit émettre et racheter au taux de change officiel — à vue et sans limites — les engagements et créances monétaires nécessaires au maintien de l'ancrage. Pour assurer le respect des règles de la caisse d'émission, elle doit publier des comptes hebdomadaires.

Les difficultés du secteur financier bulgare expliquent que l'on ait créé une direction des activités bancaires distincte et que la caisse d'émission s'assure une «couverture excédentaire» en conservant plus de devises qu'il n'en faut pour faire face aux engagements monétaires de la banque centrale. La direction des activités bancaires dépose ces fonds supplémentaires auprès de la direction des émissions monétaires; ils peuvent être utilisés pour consentir des prêts garantis aux banques commerciales qui traversent une grave crise de liquidité. Elle détient aussi la totalité des autres avoirs et engagements de la banque centrale, notamment l'encours des prêts à long terme à l'État et des dépôts à long terme des banques commerciales, et fait office d'agent financier de la Bulgarie auprès du FMI. Lorsque la caisse d'émission fonctionnera, toutefois, les avoirs et engagements de la direction non liés aux tirages sur le FMI, aux prêts aux banques commerciales et aux fluctuations des bénéfices de la banque centrale mis en dépôt n'augmenteront pas.



M^{me} Anne-Marie Gulde est économiste principale au Département de la monnaie et des changes du FMI.

Il a fallu modifier la loi sur la BNB pour donner une assise légale à la caisse d'émission. Sa révision a été confiée à un comité de rédaction regroupant le service juridique de la BNB, le Ministère de la justice et le Cabinet du Premier Ministre. Le FMI a donné suite aux initiatives consensuelles déjà prises par les autorités en parrainant, en avril 1997, un colloque sur les caisses d'émission destiné aux parlementaires bulgares. La nouvelle loi sur la BNB, votée le 5 juin 1997, est entrée en vigueur le 1^{er} juillet suivant.

Face au risque de tensions éventuelles, diverses mesures ont été intégrées à cette loi et au programme de stabilisation, dont deux visaient à mettre un terme au financement monétaire massif du budget. D'une part, la nouvelle loi autorise désormais à utiliser les crédits du FMI pour stabiliser le budget, moyennant toutefois des clauses de sauvegarde

et des conditions de transparence strictes. D'autre part, pour supprimer le besoin de financement à court terme du budget, l'ensemble des dépôts de l'État et des comptes des douze principaux fonds extrabudgétaires ont été consolidés dans une réserve créée à cet effet. Celle-ci — dont le solde est détenu par la direction des émissions de la BNB et intégralement couvert par les réserves de change — peut être utilisée à tout moment par le gouvernement. Le maintien d'un solde minimum à ce compte, prévu dans le programme des autorités bulgares appuyé par le FMI, garantit que l'État pourra honorer ses engagements budgétaires et constitue de ce fait un stabilisateur important.

Afin de raffermir la confiance dans le secteur bancaire, la caisse d'émission a prévu que les banques pourraient recevoir une aide limitée mais significative (de l'ordre de 300 millions de dollars, soit un cinquième des avoirs de réserve de la Bulgarie au lancement de la caisse d'émission) via la direction des activités bancaires. La législation bancaire et les règles prudentielles ont été renforcées et, pour améliorer le contrôle bancaire, la BNB a lancé un vaste programme d'assistance technique coordonné par le FMI et appuyé par l'Union européenne et l'Agence de développement international des États-Unis (USAID). Enfin, les autorités ont recapitalisé une grande banque publique et se sont engagées à redoubler d'efforts pour privatiser celles qui dépendent encore de l'État et créer un cadre plus propice aux activités bancaires.

Réorganisation et transition

La tâche finale — faciliter une transition harmonieuse — a été compliquée par le fait que la nouvelle direction de la BNB a pris les commandes en mai 1997 et n'a donc eu que deux mois pour se familiariser avec les principes de gestion d'une caisse d'émission et prendre ses décisions finales. Début juin, un certain nombre de questions urgentes restaient en suspens.

La Bulgarie devait en priorité restructurer ses réserves de change en fonction de l'ancrage du lev à la monnaie allemande. Celles-ci se composaient en effet d'un large éventail d'instruments : or et métaux précieux, devises diverses

détenues en comptes bancaires, obligations et autres titres d'investissement. Pour sauvegarder la valeur des avoirs de change du pays, les autorités ont porté leur choix sur les instruments libellés en deutsche mark.

Les comptes de la BNB ont dû être séparés pour cadrer avec la structure de la caisse d'émission. Un comité directeur constitué du vice-gouverneur, du chef des services comptables de la BNB et de conseillers du FMI a finalisé le nouveau système comptable. La BNB a arrêté son solde de clôture dans l'ancien système le 30 juin 1997, et la caisse d'émission a établi son solde d'ouverture le 1^{er} juillet sur les nouvelles bases comptables.

Gérer la dette intérieure de l'État constituait un autre défi. Soucieux d'éviter d'amples fluctuations de la liquidité, le ministre des finances a accepté de renoncer aux injections massives de liquidités opérées lorsque la venue à échéance d'émissions obligataires groupées impose des décaissements considérables. Un comité de hauts fonctionnaires du Ministère des finances et de la BNB suivra régulièrement ce dossier et, pour faciliter la mise en oeuvre de ces dispositions, une émission spéciale de bons du Trésor a été prévue pour le 30 juin afin d'absorber l'injection exceptionnelle de liquidités attendue ce jour-là.

Enfin, les dernières questions en suspens étaient d'ordre logistique. La BNB et ses succursales devaient disposer de suffisamment de deutsche mark (en billets) pour rassurer le public. Ceux-ci n'étant pas couramment utilisés en Bulgarie jusqu'alors, la BNB se les est procurés à l'étranger et les a acheminés en temps voulu dans les points de distribution.

Premier bilan

L'adoption de la caisse d'émission s'est faite sans heurt et — comme le lev était orienté à la hausse avant même cette opération — sans que le marché tente de «tester le système». La BNB a acheté plus de 3 millions de deutsche mark et en a vendu moins de 1.000 dans le cadre d'environ 1.500 transactions. Elle a été aussi acheteuse nette de deutsche mark sur le marché interbancaire. Depuis le premier jour, ses réserves ont augmenté au total de plus de 40 millions de deutsche mark.

Ce nouveau régime a permis à la Bulgarie de ramener l'inflation à 13 % par an au milieu de 1998, puis à 1 % fin 1998, et de porter les réserves internationales de moins de 800 millions de dollars à plus de 3 milliards de dollars, soit plus de 6 mois d'importations (voir le tableau). Le taux d'intérêt de base de la BNB, qui dépassait 200 % au plus fort de la crise économique, est retombé à 5,2 % fin 1998. Les autres taux d'intérêt se sont rapprochés des taux allemands dès que la caisse d'émission est entrée en fonction et, depuis, la direction des activités bancaires n'a eu à venir en aide à aucune banque. La reprise de la croissance de la Bulgarie est restée jusqu'à présent limitée en raison de goulets d'étranglement indépendants du nouveau dispositif monétaire, mais l'effort de stabilisation n'a pas été remis en cause par la crise russe du milieu de 1998 malgré l'étroitesse des liens économiques entre les deux pays.

L'expérience bulgare montre qu'un système crédible aux règles connues peut modifier très vite le sentiment et le comportement des agents économiques. Mais elle donne aussi trois leçons de prudence. Tout d'abord, une caisse d'émission requiert une préparation plus poussée que les autres plans de stabilisation — et d'un type différent; les changements qu'elle impose peuvent demander du temps, et cette option n'est donc pas toujours possible pour les pays qui ne remplissent pas les conditions préalables. Ensuite, elle suppose des réformes juridiques qui exigent un large soutien parlementaire; la Bulgarie a pu mobiliser celui-ci, car le risque imminent d'hyperinflation appelait à l'évidence une réponse radicale et les autorités n'ont pas attendu le lancement du plan pour bâtir un consensus. Enfin, la caisse d'émission n'est qu'un volet du plan de stabilisation; bien conçue, elle aidera à éliminer les déséquilibres macroéconomiques, mais sa longévité dépendra aussi des mesures d'accompagnement qui seront prises. **F&D**

Indicateurs macroéconomiques avant et après l'adoption d'une caisse d'émission par la Bulgarie

(pourcentage)

	1995	Premier trimestre			1998
		1996	1997	1997	
Croissance du PIB réel	2,1	-10,9	...	-6,9	3,5
Inflation ¹	32,9	310,8	2.040,4	578,5	1,0
Solde budgétaire (en pourcentage du PIB)	-6,4	-13,4	-52,1	-2,1	1,3
Financement bancaire de l'impasse budgétaire	4,9	14,5	40,7	-3,2	-0,3
Croissance de la monnaie centrale	50,5	92,4	780,0	780,0	9,8 ¹
Croissance réelle de la monnaie au sens large	5,1	-45,4	-75,3	-32,3	2,8
Crédit de la BNB aux banques (variation en pourcentage des engagements monétaires)	-7,8	122,4	67,5	4,5	-36,6
Réserves de change, or compris (millions de dollars)	1.546,0	781,0	826,0	2.474,0	3.056,0
(mois d'importations)	2,9	1,6	1,7	5,1	6,1
Écart entre les taux d'intérêt nominaux ²	19,4	116,6	128,6	0,03	0,38
Taux de change (lev/dollar)	70,7	487,4	1.021,9	1.776,5	1.675,1
Taux de change (lev/deutsche mark)	49,3	313,4	946,9	1.000,0	1.000,0

Source : FMI

¹ Variation sur douze mois, fin de période.

² Écart en fin d'année entre les taux des dépôts à trois mois en Bulgarie et en Allemagne.

... : données non disponibles.

Cet article repose sur une étude de l'auteur intitulée «The Role of the Currency Board in Bulgaria's Stabilization», document de synthèse n° 99/3 du FMI (Washington, 1999).

Références :

Tomás Baliño, Charles Enoch, Alain Ize, Veerathai Santiprabhob et Peter Stella, Currency Board Arrangements: Issues and Experiences, *Étude spéciale n° 151 du FMI* (Washington, Fonds monétaire international, 1997).