

CRISE FINANCIÈRE, INFLATION ET *CURRENCY BOARD* EN BULGARIE (1991-1998) : LES LEÇONS D'UNE TRANSITION INDISCIPLINÉE

Jérôme SGARD *

RÉSUMÉ : On présente les principaux caractères de la transition en Bulgarie depuis 1991, en soulignant la formation de deux larges “pyramides financières” qui ont conduit à la crise de 1996-1997. Une première phase, de janvier à septembre 1996, a été dominée par une crise bancaire ouverte ; puis, une crise des finances publiques a suivi, due au gonflement des paiements d'intérêts, à la chute de la valeur réelle des prélèvements fiscaux et à l'anticipation d'un défaut prochain sur la dette extérieure. Ceci a débouché sur une phase de type hyperinflationniste, en janvier et février 1997, suivie d'une stabilisation rapide. On analyse ces différentes périodes, y compris sous l'angle de l'économie politique, et on présente un bilan du régime de *Currency Board* établi le 1^{er} juillet 1997. Enfin, on souligne le rôle des effets quantitatifs et anticipatifs, qui donne à cet épisode un caractère nettement monétariste, en opposition avec les inflations de type inertiel, marquées par les mécanismes individuels et collectifs d'indexation ou de re-coordination. En ce sens, cet épisode reflète le cadre institutionnel et social faible, caractéristique des transitions indisciplinées observées dans les Balkans et en CEI.

ABSTRACT : The Bulgarian transition since 1991 was marked by two huge “financial pyramids” which erupted into the 1996-1997 crisis. From January to September 1996, there was an open banking panic, followed by a fiscal and public debt crisis due to ever rising interest payments, the sudden drop in the real value of tax revenues, and widespread expectations that the country would default on its foreign debt. This led to a quasi-hyperinflation in January and February 1997, followed by a remarkably fast stabilization. These different phases are analyzed, including from a political economy viewpoint; an assessment is then made of the Currency Board set up on July, 1 1997. Attention is drawn to the importance of quantitative and expectational factors, which mark this period as “monetarist”, in contrast with the inertia of inflation in Latin America, for example, where individual and collective mechanisms of defence against inflation are much stronger. This situation is evidence that the Bulgarian economy has weak social and institutional underpinnings, a situation typical of the undisciplined transitions in the Balkans and former USSR.

* CEPII (9 rue Georges-Pitard, 75015 Paris. E-mail : sgard@cepii.fr). La préparation de cet article a bénéficié de l'expertise, des critiques et du soutien amical de Roumen Avramov (Banque Nationale de Bulgarie, Center for Liberal Strategies) ainsi que de Mariella Nenova (Agency for Economic Analysis and Forecasting). L'auteur les en remercie très vivement.

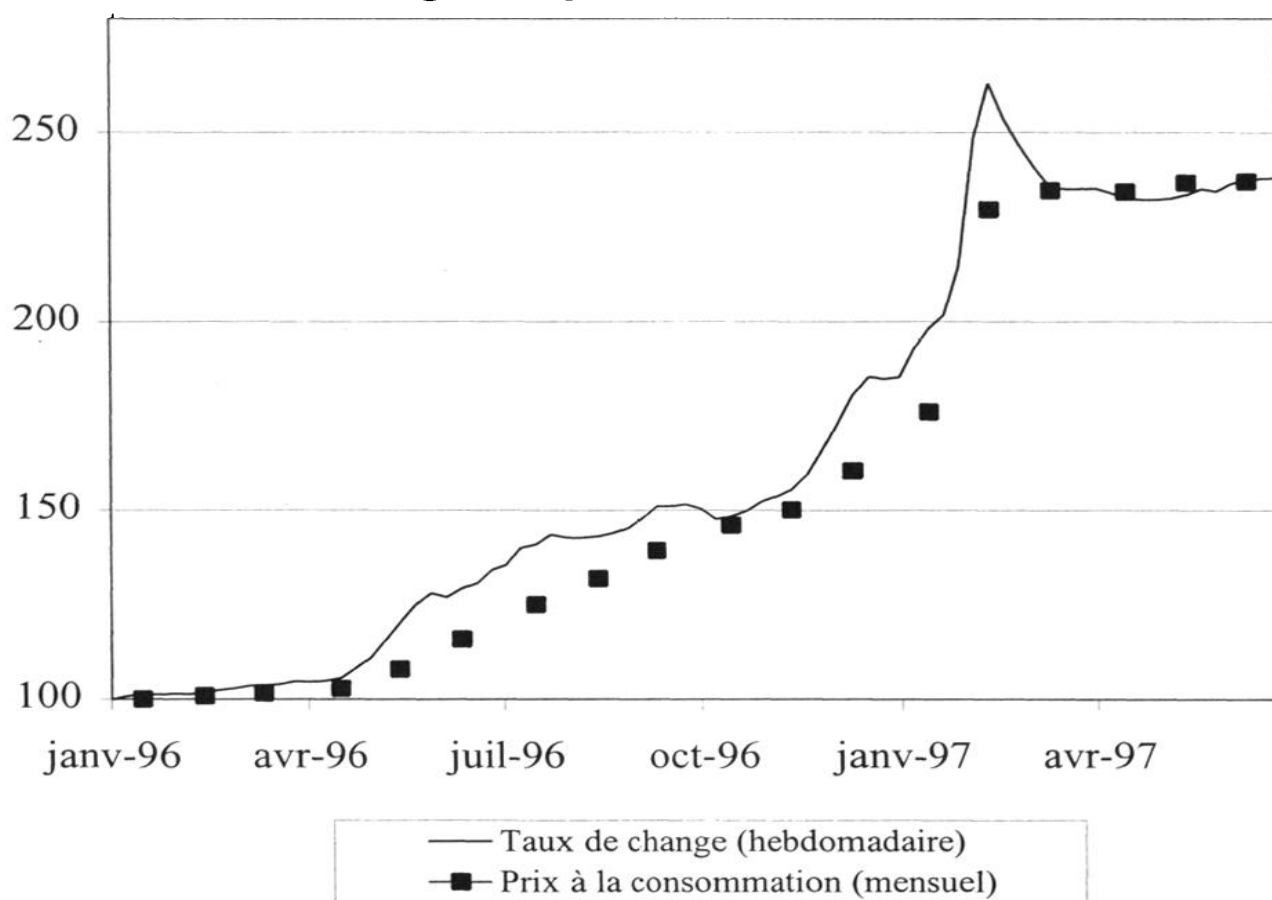
La transition bulgare reste depuis dix ans l'une des expériences les plus mal connues de l'Europe post-communiste. Ceci est regrettable parce que ce pays a un gros besoin d'expertise extérieure, mais aussi parce qu'il a souvent anticipé de un à deux ans des évolutions qui sont apparues ensuite dans d'autres économies aux transitions difficiles. La Bulgarie apparaît ainsi comme un échelon intermédiaire entre l'Europe centrale, dont le succès fait de plus en plus figure d'exception, et l'Europe balkanique et la CEI, où les signes d'asphyxie sont de plus en plus évidents.

En particulier, l'enchaînement d'une crise bancaire, d'une crise budgétaire et d'une crise monétaire, qui s'est développé avec fracas en Russie en 1998, mais aussi en Ukraine et en Asie centrale, a été observé sous une forme comparable en Bulgarie, deux ans plus tôt. Un premier cycle d'instabilité, au premier semestre 1996, a été dominé par une crise bancaire qui a entraîné un décrochage du change et une première accélération de l'inflation. Une seconde phase, à partir d'octobre, a pris un caractère nettement hyperinflationniste, dominé par le financement monétaire du budget, l'anticipation d'un défaut de paiement à court terme et une crise politique ouverte. Ceci a débouché sur une phase d'instabilité majeure au cours des six premières semaines de 1997, qui a porté l'inflation à des rythmes mensuels supérieurs à 40 %.

Une stabilisation remarquablement rapide a suivi la résolution de la crise politique, en février 1997, et a conduit au passage progressif à un régime de *Currency Board*, effectif à partir de juillet : depuis lors, un Deutschemark s'échange contre 1000 leva et la Banque centrale n'a plus le droit de refinancer aucun actif intérieur. Cette réforme monétaire et institutionnelle, au lendemain de la crise, n'est pas l'un des moindre intérêts de l'expérience bulgare, alors que les échecs successifs de nombreuses économies aux transitions indisciplinées ont réduit année après année leurs capacités de coordination monétaire. Ceci renforce l'intérêt comparatif de l'expérience bulgare, en dépit des divergences évidentes entre ces divers pays : le volume relatif des entrées de capitaux privés et multilatéraux, la taille des marchés de capitaux intérieurs, le rythme des privatisations, le poids du secteur énergétique rentier, l'économie politique nationale et internationale.

La première partie de cet article résume les réformes inabouties en Bulgarie, jusqu'au début de la crise bancaire en 1995. Puis on analyse les phases successives de la crise, qui conduiront du premier décrochage du change, en avril 1996, à la phase d'inflation très violente au début de 1997. Une troisième partie porte sur les conditions de la stabilisation monétaire, dans les mois suivants, associée à un passage progressif au régime de *Currency Board*. On résume ensuite les évolutions observées au cours des deux années ultérieures. Dans une dernière partie, on discute trois aspects importants de cette expérience, d'un point de vue comparatif : son caractère quasi optimal sur le plan fiscal, sa dimension très monétariste et enfin les leçons que l'on peut tirer du passage sous *Currency Board* pour d'autres économies aux transitions indisciplinées.

Graphique 1
Taux de change et inflation
 (échelle logarithmique, base 100 en janvier 1996)



Sources : Banque nationale de Bulgarie ; Institut statistique bulgare.

1. UNE TRANSITION MAL ENGAGÉE : 1991-1995

Après un changement partiel de régime et de personnel politique en 1989, la Bulgarie a lancé en février 1991 un programme de stabilisation associé à de premières réformes de structure – convertibilité en solde courant, libération des prix, réduction des subventions, etc. Dans ses principes, cet ensemble de mesures était proche des stratégies plus ou moins radicales adoptées au même moment en Europe centrale, quoiqu'avec un soutien extérieur plus faible¹. L'impact immédiat a été également comparable : chute de la production, de l'emploi et du niveau de vie moyen, forte poussée d'inflation, insolvabilité de nombreuses

1. En particulier, la Bulgarie n'a pas bénéficié d'un fond de stabilisation du change, contrairement à la Pologne et la Tchécoslovaquie, ce qui a pu peser sur la crédibilité de sa politique de change lors du passage à la convertibilité. En outre, la réduction de la dette extérieure bancaire obtenue en 1994 (Club de Londres) n'a porté que sur le capital et non sur les arriérés d'intérêts accumulés depuis la fin de 1989, contrairement au cas de la Pologne.

entreprises publiques, apparition progressive de problèmes budgétaires. Cependant, une divergence avec les trajectoires centre-européennes est apparue rapidement, sur le plan de la reprise industrielle, des privatisations et restructurations ou encore des principaux indices macroéconomiques. Ainsi, le rythme annuel d'inflation n'a jamais été inférieur à 50 % au cours de la période, tandis que les larges fluctuations du change réel et des coûts salariaux unitaires témoignaient aussi de la faiblesse de la régulation macroéconomique et de la discipline de marché (Tableau I).

TABLEAU I
Bulgarie 1992-1998 : données macroéconomiques et financières

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Croissance (PIB)	- 7,3	- 1,5	+1,8	+2,9	- 10,1	- 6,9	+4,5
Taux de chômage	15,2	16,4	12,8	11,1	12,5	13,7	12,2
Inflation (IPC, moy. annuelle)	92	73	96	63	123	1080	22
Solde budgétaire (% PIB)	- 4,9	- 12,1	- 4,7	- 6,4	- 11	- 3,1	+1,1
Recettes fiscales (% PIB)	36	33	40	35	32	32	37
Paiements d'intérêts (% PIB)	7,7	10,6	13,8	14,1	19,7	7,8	3,9
Solde primaire (% PIB)	+2,8	+1,5	+9,1	+7,7	+8,7	+4,7	+5,0
Base monétaire hors banque (% PIB)	7,5	7,3	5,8	5,4	4,4	3,9	6,5
Dépôts bancaires (% du PIB)	54	53	56	50	38	20	20
Dollarisation des dépôts (% du PIB)*	15	12	33	31	40	65	57
Crédit intérieur (% du PIB)	100	107	109	67	61	29	21
Solde courant (% PIB)	- 3,2	- 8,9	- 0,3	- 0,2	+0,2	+4,3	- 2,1
Dette extérieure (mds USD)	13,8	13,8	11,3	10,1	9,5	9,8	10,1
en % du PIB	122	108	121	77	102	95	83
Réserves de change (millions USD)	900	650	1 000	1 240	485	2 250	2 660

* Dépôts des ménages uniquement en 1992 et 1993.

Sources : Banque nationale de Bulgarie ; FMI (*Statistiques financières internationales*) ; WIIW (site internet) ; Institut statistique bulgare.

Surtout, le financement de l'économie a montré très tôt des faiblesses majeures. Comme dans la plus grande partie de la CEI ou en Roumanie, une "finance prédatrice" à grande échelle s'est développée aux confins de l'État, du secteur privé et d'activités franchement mafieuses, se traduisant par de larges transferts informels de revenus : pillage des actifs des entreprises publiques, fuite des capitaux, multiplication des arriérés des entreprises tant envers l'État (arriérés d'impôts) qu'envers les banques (arriérés d'intérêts). La faible protection des droits de propriété et des contrats privés, l'indiscipline financière des agents les plus puissants, le développement lent des institutions de marché ont été ainsi à l'origine des deux "pyramides financières" qui se sont finalement écroulées en 1996, à savoir la dette publique et le système bancaire.

Rétrospectivement, la stabilisation partielle des années 1991-1996 a été une très bonne illustration de l'« arithmétique monétaire déplaisante » modélisée

par Sargent et Wallace (1981) : dans un premier temps, une stabilité nominale relative a été obtenue en substituant l'émission de dettes (crédits extérieurs, dette publique et dépôts bancaires) aux recettes inflationnistes (seigneurage et taxation des dépôts) ; puis, le caractère non soutenable de cette accumulation de créances coûteuses, au regard de la croissance lente des nouvelles sources de revenu, a conduit à une large monétisation et à une reprise brutale de l'inflation. La rationalisation *ex ante* de ce cycle met en avant le préalable vrai de la stabilité macroéconomique sur l'ajustement microéconomique : en Bulgarie, comme en Russie ou en Ukraine, on a fait le pari qu'une reprise à terme de la croissance validerait *ex post* l'investissement initial. Cependant, en l'absence d'une reconstitution des recettes fiscales et d'une meilleure capacité des banques de dériver un flux régulier d'intérêts de leurs encours de crédits, ces deux agents ont vu se resserrer progressivement leurs contraintes de *liquidité*. Ils ont donc fini par se retrouver *de facto* en cessation de paiement et ont fait appel alors à la Banque centrale, qui a commencé à monétiser leurs stocks de dettes.

Si, dans ses grandes lignes, cette relation entre l'indiscipline microéconomique, l'insolvabilité de l'État et des banques et la déstabilisation finale s'observe dans toutes les économies en voie d'asphyxie, on verra que l'expérience bulgare présente plusieurs caractères remarquables. D'un point de vue chronologique, le premier est la période relativement longue pendant laquelle s'est développé ce "cycle pyramidal". En Russie et en Ukraine, par exemple, il a été observé seulement à partir de 1995, après les phases de très haute inflation de la première moitié des années 1990. Ceci explique que les énormes agrégats monétaires hérités de l'avant-1990 ont été réduits beaucoup plus radicalement qu'en Bulgarie (démonétisation) : dans ce pays, ceux-ci ont même été reconstitués partiellement après le premier choc inflationniste de 1991-1992, atteignant des niveaux supérieurs aux moyennes centre-européennes.

Avramov et Sgard (1996) ont montré par ailleurs que ce niveau élevé d'épargne intermédiée est allé de pair avec des prélèvements inflationnistes sur les dépôts bancaires de l'ordre de 7 % du PIB par an entre 1992 et 1995. Il est probable qu'une comparaison internationale aurait laissé attendre, dans de telles conditions, un retrait des déposants et une crise bancaire bien plus rapides. Par ailleurs, la politique budgétaire a été une troisième composante de cette "résilience" financière bulgare : tandis que l'État maintenait un niveau de prélèvement fiscal élevé (supérieur à 30 % du PIB durant toute la période), il imposait une réduction très forte des dépenses budgétaires hors intérêts, qui se sont traduites par des excédents primaires considérables, surtout à partir de 1994 (voir Tableau I). En d'autres termes, la crise a pu être repoussée de plusieurs années parce que le public a accepté de payer des impôts très lourds et d'apporter des ressources importantes aux banques, alors même que les services reçus en contrepartie se détérioraient d'une année à l'autre. Ceci est d'autant plus remarquable que les signes d'affaiblissement financier se multipliaient au fil des ans : une recapitalisation bancaire coûteuse et mal gérée à la fin de 1993, une première crise de change en mars 1994, une série d'interventions de la Banque centrale

dans de petits établissements en 1994 et 1995, enfin la prise de contrôle d'une banque privée de premier rang en décembre 1995 (mise sous *conservatorship*).

2. VERS L'HYPERINFLATION : MARS 1996-FÉVRIER 1997

Ce dernier événement a marqué en fait le début de la crise, reflété également dans des injections croissantes de liquidité de la Banque centrale dans le secteur bancaire, au dernier trimestre 1995. À partir du début de 1996, la fragilité des banques est devenue un motif majeur d'inquiétude du public, qui a commencé à retirer ses dépôts de la quasi-totalité des établissements ², que la Banque centrale a soutenus, généralement sans prise de collatéral. De décembre 1995 à juin 1996, le refinancement total des banques commerciales à la Banque centrale a augmenté de 145 %, alors que 90 % de ces flux n'étaient pas collatéralisés. Face à des pressions croissantes sur le marché des changes, elle s'est alors engagée dans une défense inutile et coûteuse de sa parité, refusant en particulier pendant de longues semaines de remonter ses taux d'intérêt : non seulement le décrochage, à partir d'avril, n'a pas été évité, mais la baisse des réserves officielles a créé des doutes croissants sur la capacité du pays à servir, en juillet, la tranche semestrielle d'intérêts sur les *Brady Bonds*, émis lors de l'accord du Club de Londres de 1994. Ceci s'est reflété dans la cotation de ces obligations sur les marchés internationaux, mais aussi dans l'anticipation d'une séquestration des dépôts en devises dans les banques locales, qui a intensifié la panique des épargnants. Présente initialement au second plan, derrière la crise des banques, la question de la solvabilité de l'État est donc apparue d'abord au niveau externe (contrairement au cas russe), puis elle a rebondi au niveau interne, accentuant la fragilité des banques et de la monnaie nationale.

À partir du mois de mai, les autorités ont tenté d'apporter une première réponse à la crise montante. D'une part, un accord *stand-by* a été signé avec le FMI mais il a connu un large échec : le mois de juin a vu l'entrée dans la haute inflation, qui s'est maintenue jusqu'en octobre sur une plateau de l'ordre de 20 % par mois ; le seul point positif a été le versement d'une première tranche sur le crédit du Fonds, qui a permis de passer l'échéance d'intérêts de juillet. D'autre part, la Banque centrale a saisi cinq banques de grande taille, dont trois privées, tandis que le gouvernement adoptait une loi de garantie des dépôts ³. Ces mesures ont également échoué et il faudra attendre l'automne pour que la bonne solution à la crise bancaire soit trouvée : un nouveau renforcement de la garantie des dépôts, de nouvelles fermetures de banques et un gel du bilan des

2. Seules les banques bulgares détenaient une base de dépôts appréciable, les banques étrangères ayant un rayon d'action très limité.

3. Alors que la Banque centrale bulgare n'a pas été plus capable que la Banque de Russie de faire respecter des règles prudentielles élémentaires, elle a pu en revanche saisir directement des banques puissantes, issues de la "zone grise" entre l'ancien secteur public et le secteur privé émergent ; son homologue russe n'a jamais eu les moyens politiques et institutionnels d'une telle intervention.

banques saisies pendant six mois, qui a limité l'impact monétaire d'un remboursement immédiat en *cash*. Le tout a mis progressivement un terme aux retraits de dépôts, tandis que les injections de liquidité dans les banques diminuaient et prenaient la forme d'opérations de prises en pension et non plus de crédits sans collatéraux⁴. Au total, au cours de l'année, un quart de la base de dépôts a été bloqué lors de ces procédures de saisies ; simultanément, pour l'ensemble de l'année 1996, 21 % des dépôts en leva⁵ et 42 % des dépôts en devises ont été retirés des banques, ce dernier montant représentant 70 % des réserves de change en début d'année (Agency for Economic Analysis and Forecasting, 1997 ; Bulgarian National Bank, 1998).

Le volet macroéconomique de la seconde tentative de stabilisation, lancée à la fin de septembre, a connu en revanche un nouvel échec. Pendant six semaines, la Banque centrale a imposé des taux d'intérêt réels légèrement positifs, alors qu'ils avaient été nettement négatifs depuis plusieurs mois. Ceci a stabilisé le change et freiné quelque peu l'inflation mais, dès la fin d'octobre, la pression a été relâchée brutalement, ce qui a amorcé le second épisode inflationniste. Plus violent que celui du printemps, celui-ci a été dominé par la question de la solvabilité de l'État et par une dynamique anticipative plus visible⁶.

Pourquoi cette tentative de stabilisation monétaire a-t-elle échoué ? Deux facteurs monétaires et une crise politique, intervenant sur un terrain déjà très fragile, semblent surtout devoir être mis en question. D'une part, sur le plan de ses dépenses, l'État n'a pas pu absorber le gonflement *nominal* du service d'intérêts sur sa dette intérieure : émise désormais avec de très courtes maturités, elle a très vite répercuté la hausse des taux imposée par la Banque centrale. D'autre part, sur le plan des recettes fiscales, on a observé un gros "effet Tanzi" : à des rythmes d'inflation élevés, l'écart entre le rythme de dévalorisation des recettes et celui des dépenses budgétaires, généralement mieux indexées, est devenu un facteur autonome d'accroissement du déficit et donc d'accélération de la création monétaire. Ces deux facteurs typiques des situations d'hyperinflation expliquent qu'une politique monétaire restrictive, mais insuffisamment crédible, a très rapidement dépassé les capacités d'ajustement du budget, pourtant manifestes en octobre (Graphique 2). Il est significatif que quelques semaines plus tard, en décembre, un très gros crédit unilatéral de la Banque centrale bulgare (de l'ordre

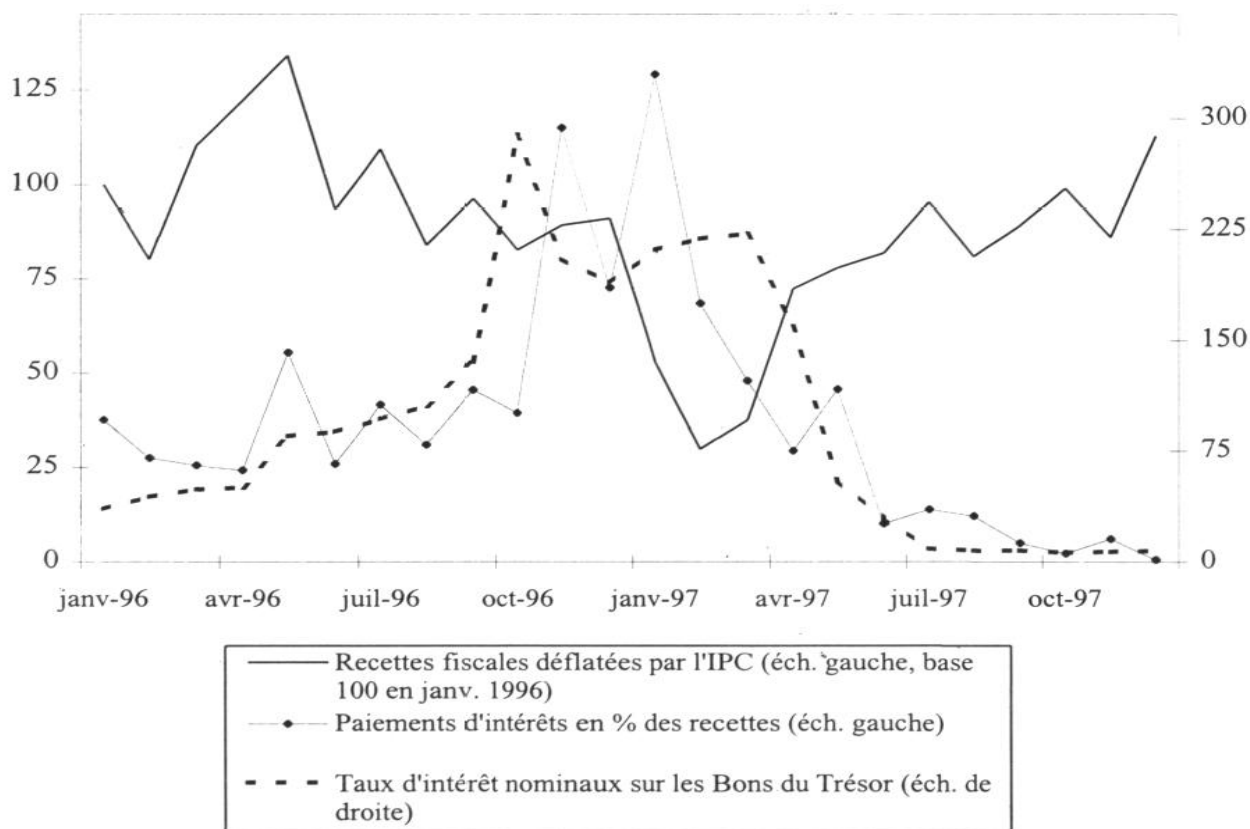
4. La phase de haute inflation des mois ultérieurs a vu un accroissement nominal important des avoirs des banques commerciales à la Banque centrale, qui a compensé la dévalorisation rapide de leurs réserves. Par ailleurs, comme dans toutes les situations de ce type, la haute inflation s'est plutôt accompagnée d'un relâchement des contraintes de liquidité des banques, qui ont dégagé provisoirement des profits élevés de leurs marges d'intermédiation et des opérations de change.

5. Sur la base des encours et du taux de change au 31 décembre 1995, en tenant compte des intérêts versés ; Agency for Economic Analysis and Forecasting, 1997.

6. Cette tentative de stabilisation était donc de nature ou d'intention principalement monétaire et interne, et ne comportait aucun objectif de change et aucune règle d'intervention. Le changement de régime inflationniste apparaît clairement dans le graphique 1.

de 6 % du PIB) a sans doute été le principal facteur monétaire quantitatif derrière l'accélération brutale des prix, au cours des semaines ultérieures (Balyozov, 1999).

Graphique 2
Politiques budgétaire et monétaire, 1996-1997



Sources : Banque nationale de Bulgarie ; FMI (Statistiques financières internationales).

Le tableau II donne une estimation de l'évolution trimestrielle des principales données budgétaires au cours de la période de crise, présentées en pourcentage du PIB en 1996. On relève le gonflement des paiements d'intérêts nominaux à partir du troisième trimestre 1996⁷ et le maintien d'un excédent primaire important grâce à une compression massive des dépenses hors intérêts⁸ ; puis on peut souligner, d'une part, la chute d'un tiers des recettes fiscales au premier semestre

7. Dans un contexte de haute inflation, des taux nominaux élevés ont le même effet pour l'emprunteur qu'une contrainte de refinancement de sa dette à très court terme. La valeur de celle-ci étant réduite rapidement par l'inflation, les taux incluent une reconstitution du capital, qui expose l'emprunteur à un risque de liquidité beaucoup plus élevé qu'en inflation basse, toutes choses étant égales par ailleurs ; cette contrainte s'applique donc indépendamment du niveau des taux d'intérêt réels *ex post*.

8. La même méthode de calcul, appliquée sur une base mensuelle, indique que les dépenses publiques hors intérêts représentaient 7 % du PIB en février 1997 contre 33 % un an auparavant.

1997, rapporté à la même période de 1996 ; d'autre part, le poids du service de la dette extérieure, qui a imposé des transferts de ressources massifs jusqu'au second trimestre 1997.

TABLEAU II
Financement budgétaire : estimations 1996-1997
(données trimestrielles, exprimées en % du PIB moyen de 1996)

	Solde cash	Recettes	Dépenses	Intérêts totaux	Dont : intérêts intérieurs	Dépenses hors intérêts	Solde primaire	Finan- cement extérieur	Cash- flow extérieur
T1-1996	- 13,1	32,9	45,6	15,2	9,8	30,4	2,1	- 2,1	- 7,5
T2-1996	- 12,7	39,7	52,6	14,7	14,3	37,9	2,0	- 0,8	- 1,2
T3-1996	- 9,2	32,0	42,1	20,4	12,9	21,7	11,2	- 5,3	- 12,8
T4-1996	- 11,0	34,2	45,0	22,7	22,5	22,3	11,7	- 1,7	- 1,9
T1-1997	- 11,8	21,1	32,6	20,5	11,9	12,2	8,7	- 1,5	- 10,1
T2-1997	7,8	26,7	24,8	7,4	7,3	17,4	15,3	4,6	4,5

Note : Les données brutes pour les six trimestres ont été déflatées par l'IPC et ramenées au niveau moyen de l'indice en 1996 ; puis elles sont présentées, par commodité de lecture, en pourcentage du volume moyen du PIB trimestriel en 1996 (y compris en 1997, sans effet de trend, de cycle ou de saisonnalité). La prise en compte du changement de rythme d'inflation au cours de l'année 1996 explique que ces données ne correspondent pas exactement à celles du tableau I, qui surpondère la seconde moitié de l'année.

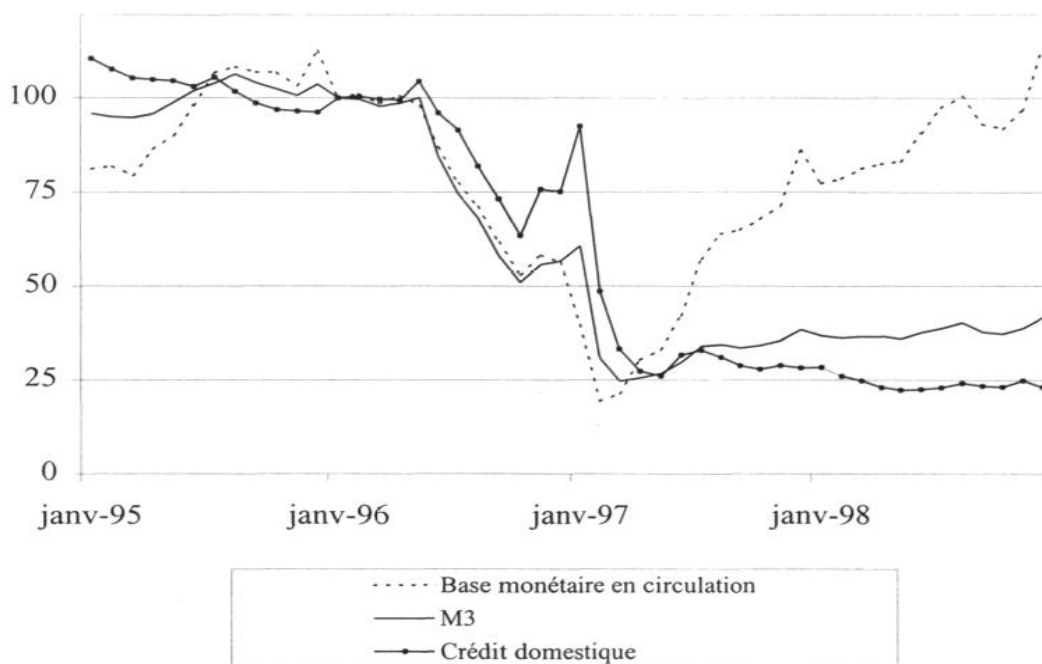
Sources primaires : Banque nationale de Bulgarie ; FMI (*Statistiques financières internationales*).

À la fin de 1996, une crise politique grave a joué un rôle de premier plan, en pesant en particulier sur les anticipations des agents. Au début de novembre, un Président de la République de centre droit a été élu, face au gouvernement dominé par le parti post-communiste, en place depuis le début de 1995. Dès le lendemain, l'incertitude institutionnelle a été accrue par une double annonce du FMI, entièrement inattendue : la suspension du crédit *stand-by* de mai, jugé nécessaire pour assurer la nouvelle échéance d'intérêts sur les *Brady Bonds*, en janvier ; puis le "souhait" de voir la Bulgarie adopter un régime de *Currency Board*, thème jusque là absent du débat public. L'inquiétude sur la solvabilité extérieure de l'État et sur les futures règles du jeu monétaire a précipité alors une revente massive de Bons du Trésor détenus par le grand public, que la Banque centrale a dû racheter, c'est-à-dire monétiser. La dégradation brutale des anticipations des agents a ainsi imposé un nouveau choc quantitatif sur l'offre de monnaie.

Au-delà, la dynamique de crise s'est rapidement accélérée : démission du gouvernement post-communiste en décembre, manifestations publiques de plus en plus larges, heurts violents devant le Parlement le 10 janvier. Le 20, le Président élu a pris ses fonctions et entamé peu après une procédure complexe de dissolution du Parlement, qui donnait notamment à la majorité sortante une semaine pour tenter de former un nouveau gouvernement, ce à quoi elle a finalement renoncé le 4 février. Cette décision a mis un terme à la crise : des élections anticipées, le 19 avril, ont été remportées par le centre droit, après qu'un gouvernement intérimaire ait géré avec succès la première phase de stabilisation.

Sur le plan économique, la période allant du début de décembre jusqu'à la stabilisation de février a été la phase la plus dure de la crise : le taux de change du dollar est passé de 230 leva à la fin septembre à 500 leva le 31 décembre, puis 1 000 leva le 31 janvier et 2 900 leva le 4 février, dans un marché très étroit. L'inflation a atteint 44 % en janvier et 243 % en février, bien qu'elle se soit sans doute concentrée sur les dernières semaines précédant l'accord politique du 4 février, dépassant les 50 % mensuels durant cette ultime période⁹. Plus généralement, cette phase d'extrême instabilité a présenté tous les caractères morphologiques des hyperinflations classiques, qui rappellent les expériences de l'Argentine à la fin des années 1980 ou de l'Allemagne en 1923. On a noté en particulier (Graphique 3) un même profil de court terme, caractérisé d'abord par une croissance forte des agrégats monétaires et du crédit, calculés en termes réels (septembre-novembre), suivi d'une destruction inflationniste consécutive à l'échec de la stabilisation¹⁰. La Banque centrale a perdu alors le contrôle de l'offre de monnaie, devenue entièrement endogène aux anticipations de prix ou de change, ce qui se reflète dans le gonflement nominal de ses crédits collatéralisés aux banques. Cette dernière phase a été aussi marquée par l'arrêt des interventions de change de la Banque centrale, des *spreads* offre/demande très larges sur le marché des changes et l'indexation concomitante d'un nombre croissant de biens de consommation.

Graphique 3
Crédit et monnaie, 1995-1998 (déflatés par l'IPC, base 100 : janvier 1996)



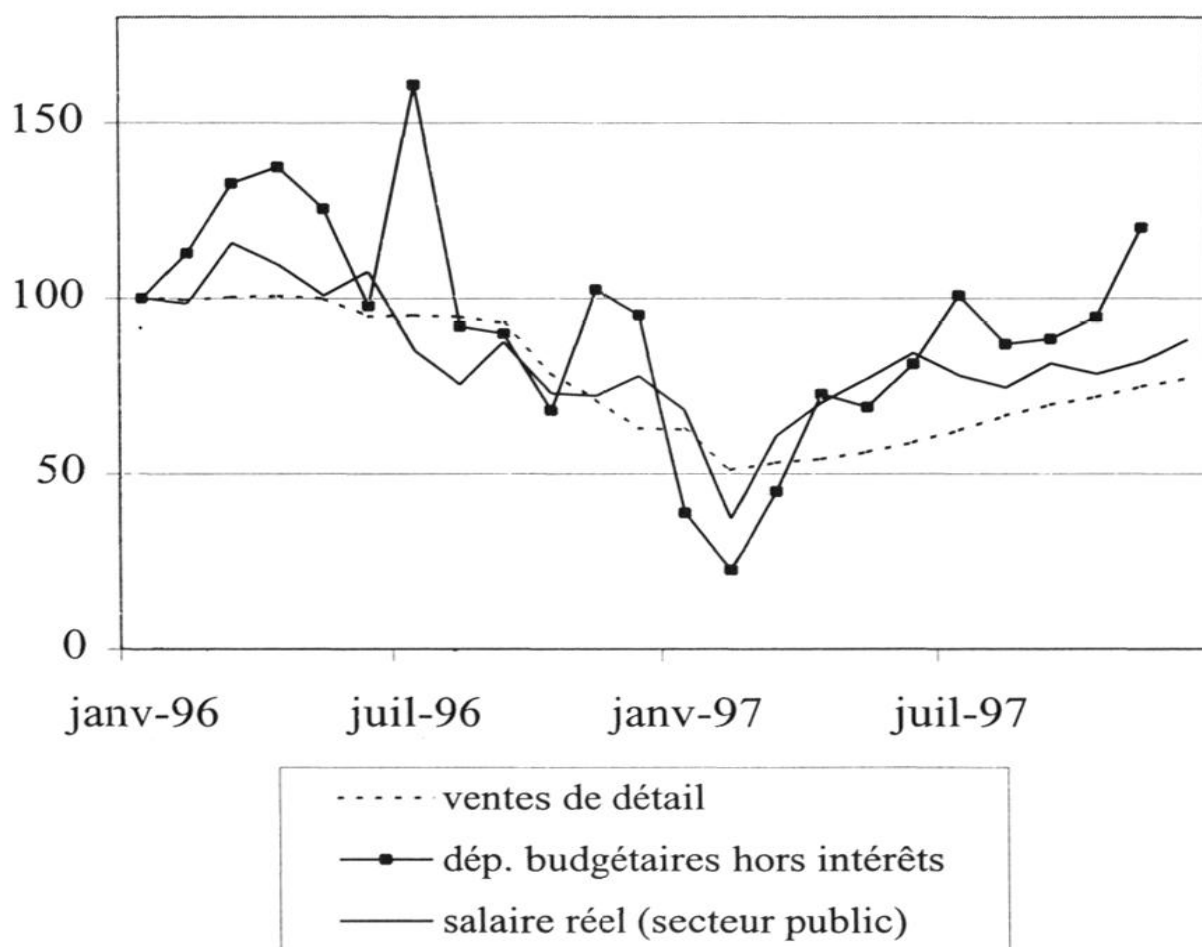
Sources : Banque nationale de Bulgarie ; FMI (Statistiques financières internationales).

9. La définition conventionnelle de l'hyperinflation donnée par P. Cagan (1956) établit son seuil d'entrée à deux mois d'inflation mensuelle supérieure à 50 %, ce qui interdit de classer sous ce terme la crise bulgare du début de 1997.

10. Ce cycle a ainsi reproduit, durant quelques mois, la mécanique monétaire déplaisante à la Sargent et Wallace, évoquée plus haut.

S'agissant de l'économie réelle, on a constaté une chute de la production industrielle de 12,5 % au premier trimestre par rapport à la même période de 1996 ; le fait que 15 entreprises ont assuré 43 % de la production industrielle totale du pays pendant cette période témoigne toutefois que le blocage microéconomique était beaucoup plus grand que ne le suggèrent les données agrégées. En l'absence de procédure d'indexation, les salaires ont atteint des minima historiques : au premier trimestre 1997, le salaire moyen dans le secteur public était inférieur de 47 % en termes réels à son niveau de la même période de 1996, ce qui laissait peu de place pour toute inflation de type salariale. Enfin, on a observé un gel, pendant une semaine à dix jours, d'une large partie du commerce de détail : la volatilité du change était telle que la cotation des prix (fixés en dollars et réglés en leva) comportait un risque élevé pour les détaillants de perdre leurs fonds de roulement, en cas de mauvaise anticipation du change au jour le jour, voire d'heure en heure. La rupture de la coordination monétaire a donc bloqué les transactions réelles, renvoyant virtuellement les agents à des comportements de survie ou d'autarcie.

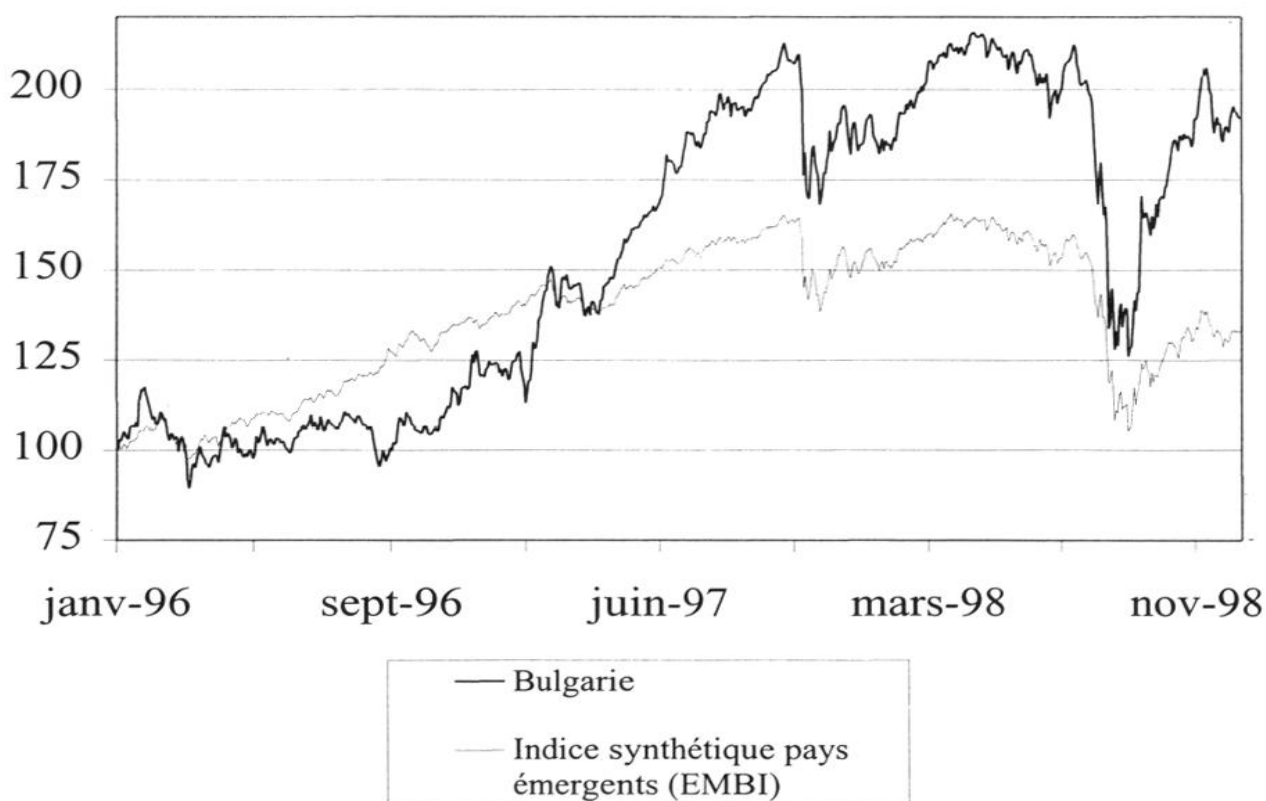
Graphique 4
Indicateurs de demande, 1996-1997 (base 100 : janvier 1996)



3. LES PARADOXES DE LA STABILISATION

Si la trajectoire suivie jusqu'en février 1997 est proche d'expériences classiques, la stabilisation ultérieure présente en revanche des traits beaucoup plus originaux. Dès la mi-février, le taux de change a amorcé une phase de réappréciation soutenue, à 1 600 leva par dollar à la fin mars, l'inflation ralentissant spectaculairement à 12,3 % au cours de ce même mois ; elle sera négative en avril. Parallèlement, la prime de risque sur les *Brady Bonds*, qui incluait lors de la période antérieure une probabilité de défaut très élevée, a aussi promptement diminué. Après la stabilisation du système bancaire, obtenue au mois de septembre, la rupture de la dynamique d'hyperinflation s'est ainsi accompagnée de signes clairs d'une resolvabilisation de l'État. Autre signe clair de stabilisation : la reconstitution des encaisses liquides s'est traduite par une croissance de 35 % en termes réels de la monnaie en circulation (*cash*) entre février et mai.

Graphique 5
Cotation des Brady Bonds bulgares, 1996-1998 (base 100 : janvier 1996)



Source : JP Morgan (site internet).

Le point le plus remarquable est toutefois que cette stabilisation n'a pas été le résultat d'un programme économique d'ensemble, de type "thérapie de choc", qui aurait joué ponctuellement et fortement sur les variables macro-monétaires classiques et sur les anticipations des agents. En particulier, la formation d'un

nouveau gouvernement n'a pas été instrumentalisée pour engager une stratégie de rupture mais elle a plutôt crédibilisé une série de décisions et d'inflexions, amorcées dans les semaines antérieures et qui seront poursuivies jusqu'en juin, dans une stratégie de convergence progressive vers le *Currency Board*¹¹. De même, les efforts de contrôle du déficit budgétaire avaient déjà été engagés en janvier et se poursuivront les mois suivants, l'État remboursant une partie de sa dette interne en mai ; les taux d'intérêt en termes réels sont redevenus positifs à partir de la mi-février mais ont subi la pression d'une situation de surliquidité croissante dans le système bancaire, liée à l'afflux de capitaux étrangers et au désendettement partiel de l'État.

Ce gradualisme s'observe enfin en ce qui concerne les instruments de la politique monétaire, dont la pratique a été modifiée progressivement, avant d'être codifiée et institutionnalisée par le nouveau Parlement¹². Ainsi, après l'énorme crédit direct de la Banque centrale au budget (décembre), ces opérations ont été réduites progressivement, grâce en particulier à une réduction drastique des dépenses hors intérêts de l'État, notamment les salaires des fonctionnaires. Simultanément, la Banque centrale a interrompu peu à peu ses interventions sur le marché primaire des bons du Trésor, puis sur le marché secondaire : le 13 juin, elle a entièrement arrêté toutes les opérations d'open market, y compris dans le cadre de la régulation à court terme de la liquidité interbancaire (prises en pension). L'arrêt de tout financement direct des banques et du budget achevait ainsi de rendre la politique monétaire étanche par rapport au financement de l'État et, plus généralement, de l'ensemble de l'économie intérieure. La Banque centrale achevait ainsi son cheminement vers un fonctionnement de *Currency Board* au moment même où cette réforme institutionnelle était votée (le 10 juin).

Pour autant, cette trajectoire de convergence n'a pas toujours suivi la ligne apparemment la plus directe : des éléments discrétionnaires importants ont été conservés jusqu'à la fin, qui apparaissent moins comme les résidus regrettables de pratiques laxistes que comme des éléments du succès final. Ceci est tout particulièrement le cas de la politique de change : au lieu de l'encadrer par des règles de plus en plus contraignantes, la Banque centrale a maintenu jusqu'à la fin une pratique nettement discrétionnaire, si bien qu'elle a dans une large mesure piloté "manuellement" la phase finale de la convergence vers le change fixe.

11. Ceci rappelle la stabilisation argentine, qui a duré plusieurs mois avant le passage au *Currency Board* : alors que la dernière phase hyperinflationniste était intervenue au premier semestre 1990, l'adoption complète de ce régime de règles ne s'est réalisée qu'en avril 1991, l'inflation ayant pu être ramenée aux alentours de 15 à 20 % par mois contre plus de 50 % initialement (voir CANAVESE, 1992)

12. On relève aussi qu'une coordination beaucoup plus efficace entre le Ministère des finances et la Banque centrale a préfiguré, dès la fin de 1996, certaines évolutions ultérieures, tout en accroissant l'efficacité de la gestion au jour le jour de la contrainte de liquidité de l'État. Apparemment, l'intervention du FMI a joué un rôle important dans ce domaine, où les conflits politiques et institutionnels des années antérieures avaient eu un impact particulièrement lourd.

D'où le paradoxe suivant : alors que la dollarisation avancée de l'économie et le passage ultérieur à un *Currency Board* appelaient *a priori* une stratégie d'ancrage nominal sur le change, il n'en a rien été. Mais, pour autant, on n'a pas adopté non plus un ancrage interne sur des agrégats monétaires, dans lequel le change flotte sans intervention de la Banque centrale, qui n'émet de monnaie que par refinancement d'actifs intérieurs¹³. Dans le cas présent, il y a eu à la fois flottement du change, interventions massives et blocage progressif de l'émission interne vers les banques ou l'État. En somme, le resserrement graduel des règles monétaires intérieures a été obtenu au prix d'un dispositif très empirique de *managed float* sur le plan externe, sans affichage d'objectifs ou de règles opérationnelles claires. Des anticipations stabilisées par le passage prochain au *Board* semblent donc avoir donné les moyens d'une gestion nettement empirique de la phase de transition de régime, ce qui a apporté des bénéfices non négligeables : une convergence plus facile vers un taux de change raisonnable en termes réels et la reconstitution des réserves de change, après les pertes massives des mois antérieurs.

Au-delà du 1^{er} juillet, la nouvelle règle monétaire s'est instaurée dans toute sa rigueur¹⁴. Le taux de change a été définitivement fixé (1 000 leva égalent 1 Deutschemark) et l'encours de monnaie de réserve hors du système bancaire est entièrement adossé aux réserves en devises. À multiplicateur constant, la croissance du crédit intérieur est donc intégralement déterminée par les entrées et les sorties de devises, qui ne peuvent aucunement être stérilisées par des opérations d'achat ou de vente d'actifs domestiques. Corollaire, la Banque centrale ne peut financer ni l'État ni les banques, qui doivent donc opérer sans prêteur en dernier ressort. Deux instruments restent disponibles pour la Banque centrale : les réserves obligatoires et le surplus de réserves de change par rapport à la couverture de la base monétaire en circulation ; ceci peut permettre par exemple d'intervenir, dans des limites étroites, contre un risque systémique¹⁵.

4. DEUX ANS DE CURRENCY BOARD

Depuis le passage ordonné à un régime de *Currency Board*, l'économie bulgare est entrée dans une nouvelle phase, qui se différencie nettement des années 1990-1996 bien que tous les problèmes en suspens soient loin d'avoir été réso-

13. Sur les politiques de stabilisation par ancrage externe ou interne, on peut voir, dans une bibliographie très abondante, BRUNO et al., 1988 ; BRUNO et al., 1991 ; DORNBUSCH & FISCHER, 1986 ; DORNBUSCH, STURZENEGGER & WOLF, 1990 ; PORTES, 1993 et VEGH, 1992.

14. Sur les *Currency Boards*, on peut lire BALINO & SCHWARTZ, 1997 ; ENOCH & GULDE, 1997 ; OSBAND & VILLANUEVA, 1993 ; SCHWARTZ, 1993 ; SGARD, 1998 et WILLIAMSON, 1995.

15. En avril 1999, l'excédent de réserves de change de la Banque centrale représentait 35 % des dépôts en leva dans les banques commerciales et 16 % des dépôts totaux (y compris en devises) ; voir AVRAMOV, 1999.

lus. C'est sans doute sur le plan macroéconomique et monétaire que le contraste est le plus frappant : la stratégie d'importation de l'inflation basse, par un ancrage fort du change, a atteint ses objectifs, le glissement annuel des prix se limitant à 8 % (juillet 1997- avril 1999) ; les réserves de change, qui jouent un rôle décisif dans le bon fonctionnement du régime monétaire, se sont accrues substantiellement ; enfin la solvabilité extérieure a été consolidée (Graphique 5) et, au-delà des effets de marché, le pays n'a subi que faiblement l'impact financier des crises en Asie et en Russie.

Les limites de l'expérience sont toutefois très visibles aussi et donnent une mesure précise de la portée de la réforme monétaire de juillet 1997. D'abord, les entreprises n'ont toujours pas fait la preuve de leur capacité accrue de restructuration et de réponse aux signaux du marché : la production industrielle, la productivité et les exportations semblent plafonner, voire décliner, après la reprise provisoire qui a suivi le succès de la stabilisation (croissance du PIB de 4 % en 1998) ; on observe également, depuis la fin de 1997, une dégradation de la condition financière moyenne des entreprises publiques, due à des problèmes croissants de compétitivité, identifiés par les enquêtes de conjoncture (Agency for Economic Analysis and Forecasting, 1999) tant du côté des importations que des exportations. Enfin, les privatisations et les restructurations dans l'industrie publique restent plus lentes que prévu.

Sur le plan monétaire, la stabilité restaurée de la monnaie nationale et du système bancaire ne s'est pas traduite par une remonétisation très rapide de l'économie, notamment en matière de dépôts. Le comportement des ménages a en fait profondément changé après les pertes massives subies du fait des faillites bancaires et de la taxation inflationniste : le volume du *cash* en circulation ramené aux dépôts bancaires est passé de 16 à 31 %, les dépôts en devises n'étant pas non plus reconstitués après les retraits massifs de 1996 (voir Graphique 3). De même, la reprise du crédit a été très partielle, avec une baisse du crédit aux entreprises de 18,5 % en termes réels en 1998, le crédit aux ménages étant le seul segment dynamique du marché. Ajouté à un besoin de financement limité voire négatif de l'État, ceci s'est traduit par une situation de surliquidité chronique des banques qu'elles ont gérée soit à travers leurs comptes correspondants à la Banque centrale, soit, au-delà de quelques jours, par accumulation d'actifs étrangers en DM (Yotzov et alii, 1998). Le gonflement de ce poste de leur bilan reflète en ce sens la reprise lente du crédit, mais aussi la faiblesse du marché interbancaire en leva, bridé par l'offre limitée d'actifs et par le risque perçu de contrepartie.

Ce fonctionnement, qui reproduit à certains égards la règle d'émission de la Banque centrale, est inquiétant pour la croissance à long terme mais plutôt rassurant pour les épargnants, compte tenu des doutes que l'on peut toujours avoir sur la qualité de l'allocation du crédit, en dépit des progrès réalisés au cours de la dernière période. Le secteur a été purgé de ses acteurs les plus douteux, puis partiellement cédé à des investisseurs étrangers, et il présente désormais des niveaux de capitalisation normaux et des volumes stables de prêts non perfor-

mants ; en revanche, une proportion élevée des nouveaux crédits couvre toujours des arriérés d'intérêts (22 % pour les neuf premiers mois de 1999). La contrepartie de cette intermédiation limitée est que le fonctionnement du *Currency Board* reste fortement centré sur le circuit financier de l'État, ce qui a une conséquence paradoxale : une des sources principales de variation de la base monétaire provient désormais des mouvements dans le compte correspondant du budget à la Banque centrale ¹⁶. En d'autres termes, en jouant à travers un mécanisme comparable à une stérilisation, le budget a acquis de fait, mais de manière involontaire, une capacité de mener une politique monétaire autonome comme résidu de ses flux de caisse à court terme.

Le bilan d'ensemble doit donc être nuancé. D'un côté, les nouvelles règles du jeu fonctionnent et les institutions paraissent solidement établies, ce qui offre une base pour restaurer progressivement la crédibilité du système financier et relancer une fonction d'intermédiation stable. Mais on peut aussi, à partir des tendances récentes, envisager un scénario moins favorable, où la phase de liquidation inflationniste des bilans, en 1996 et au début de 1997, se prolongerait par une attrition lente du crédit et du système bancaire. Collecte faible des dépôts, acquisition lente de nouvelles compétences, concentration insuffisante et faible rentabilité s'additionneraient alors pour bloquer une trajectoire de reprise du crédit comparable à celles observées en Europe centrale, deux ou trois ans après les crises des années 1992-1995. Du même coup, le *Board* resterait surtout l'organe d'une gestion de caisse de l'État : ceci est sans doute son seul avenir, dans une économie où les fonctions monétaires sont soit détruites, soit reprises par le secteur informel, soit encore transférées à l'étranger ¹⁷.

16. Les réserves provisoires ou durables du Budget correspondent nécessairement, dans ce régime monétaire, à des ressources "réelles", prélevées sur l'économie ou empruntées à l'étranger. Leur dépôt à la Banque centrale (sous forme nécessairement de monnaie de réserve) se traduit donc par un retrait de liquidité de l'économie, qui a deux conséquences principales. D'abord, il libère un montant équivalent de réserves de change, qui adossaient jusque là les ressources transférées par l'État ; ensuite, ce retrait de liquidité a le même effet qu'une stérilisation monétaire pour le reste de l'économie, porteuse d'un effet multiplicateur négatif sur le crédit (et inversement en cas de réduction du compte correspondant). À la fin avril 1999, les dépôts du budget à la Banque centrale représentait 1,4 fois la base monétaire en circulation.

17. On pense ici à la situation russe après la crise d'août 1998, où les autorités ont été contraintes de suivre *de facto*, sinon *de jure*, des règles proches d'un *Currency Board*. On ne voit pas qu'il y ait une alternative stable à cette règle, dont rien n'assure par ailleurs qu'à moyen terme elle puisse rendre au rouble des capacités fortes de coordination monétaire, qu'il a perdues en raison d'un double mouvement de destruction : d'une part, la dollarisation des prix et d'une grande partie des échanges, de l'autre, le reflux d'une autre partie des transactions vers des formes de règlement non monétaires. Cette seconde dimension, observable depuis plusieurs années, est la principale différence avec l'expérience bulgare, comme avec la quasi-totalité des expériences historiques de démonétisation aiguë. Elle est aussi la raison principale pour laquelle la dépréciation brutale du change, en août et septembre 1998, n'a pas amorcé de dynamique d'hyperinflation (SGARD & ZLOTOWSKI, 1999).

5. TROIS REMARQUES COMPARATIVES EN FORME DE CONCLUSION

Si l'on remet en perspective l'ensemble de la trajectoire de crise bulgare, du début de 1996 à la stabilisation du printemps 1997, puis à l'instauration du *Currency Board*, trois leçons de nature comparative semblent pouvoir être retenues, que ce soit au regard d'autres cycles inflationnistes ou bien de l'expérience d'autres économies indisciplinées, dans les Balkans et en CEI.

D'abord, il y a de bonnes raisons de penser que la stabilisation bulgare a été quasi optimale sur le plan fiscal. Toute crise de haute inflation, porteuse de transferts de revenus importants, s'analyse en effet comme une taxe sur le capital des épargnants, qui solde pour partie l'insolvabilité des agents surendettés, à l'origine de la déstabilisation macroéconomique. Ce transfert est informel, spoliateur, indifférencié et porteur d'externalités négatives énormes ; en outre, sa dynamique, et donc le volume du prélèvement total, sont difficiles à contrôler par les instruments de politique économique. L'inflation apparaît ainsi, sous cet angle, comme une forme exceptionnelle de socialisation des pertes en capital accumulées dans l'économie, une fois que les techniques conventionnelles de consolidation financière ont échoué – recapitalisation et restructuration des banques, réduction de la dette extérieure, ajustement budgétaire, etc. De ce point de vue, l'expérience bulgare paraît avoir imposé une taxe inflationniste juste suffisante pour régler le problème implicite d'insolvabilité : ceci se reflète dans la relative stabilité des banques depuis deux ans et dans le cours des *Brady Bonds*. Mais, au regard de l'accélération brutale de l'inflation au début de 1997, il est clair aussi que la crise aurait pu se poursuivre plusieurs semaines au-delà du 4 février, amplifiant massivement son coût collectif. Pour une fois, l'économie politique confuse de la Bulgarie post-communiste a clairement servi l'économie et le bien public.

Une seconde question d'intérêt général est celle du bon usage d'un *Currency Board*. Défini comme un ensemble de règles de gestion de la monnaie, ce régime préserve par des mécanismes très restrictifs, et à bien des égards archaïques, un environnement macroéconomique relativement stable, en particulier sur le plan des évolutions nominales. L'expérience de la Bulgarie, après celle de l'Argentine, confirme en la matière ce qui semble devoir être son destin institutionnel : au-delà de divers cas d'espèces (Hongkong, Bosnie, etc.), le *Currency Board* restera, pour des pays en phase extrême de démonétisation, la dernière option disponible avant la dollarisation complète ou la destruction du système financier¹⁸. Dans un tel contexte, la seule question posée est de savoir si ces contraintes étroites peuvent être gérées progressivement avec des règles monétaires moins rigides. Ainsi, dans une première phase de stabilisation, beaucoup de pays ont adopté des ancrages durs, proches des règles du *Board*, avant de relâcher graduellement leur dispositif¹⁹. Après dix années de désordres monétaires

18. Cette remarque ne porte évidemment pas sur la question de la dollarisation volontaire, évoquée en Argentine au début de 1999, lors de la crise de change brésilienne.

19. On peut penser en particulier aux stabilisations réussies, en Israël (1985), en Pologne (1990) ou au Brésil (1994).

et financiers, il n'est pas du tout sûr qu'en Bulgarie (comme en Russie), un tel cheminement soit pour le moment praticable.

Cela étant, on voit bien en filigrane une affinité perverse entre ce régime monétaire et les fragilités les plus évidentes des économies aux transitions indisciplinées : le cadre institutionnel et social très faible dont tous deux semblent pouvoir se contenter, au moins pour un temps. Un *Currency Board* présente en effet l'avantage immédiat de ne demander qu'un niveau minimum de compétence collective, de capacité de coordination et de développement institutionnel ; or ces qualités sont précisément celles dont les économies des Balkans ou de la CEI sont les plus faiblement dotées. C'est ici que les deux années d'avance prises par la Bulgarie prennent toute leur valeur : si un *Board* peut se définir comme une Banque centrale automatique, cette expérience a bien confirmé que le passage à une économie de marché n'est ni automatique, ni spontané, ni entièrement décentralisable. Stabilité et efficacité du système bancaire, discipline financière des entreprises, respect des engagements contractuels et des droits de propriété, bon fonctionnement de la loi sur les faillites : ces composantes d'une microéconomie capitaliste restent au centre de toute stratégie de transition et le *Board* n'a aucune prise directe sur elles.

Une économie de marché solidement instituée est un bien public dont la production pose avant tout des problèmes difficiles d'économie politique. Le *Currency Board* n'atténue pas mais institutionalise et rend plus transparentes les contraintes étroites dans lesquelles s'inscrivent ces économies politiques, après les échecs répétés des années passées. Mais si les finances publiques, la solvabilité des banques ou le taux de change réel s'éloignent durablement de ce cadre, la règle monétaire sera rompue d'une manière ou d'une autre. Alternativement, l'expérience bulgare suggère que l'on peut aussi évoluer vers une économie stabilisée mais peu dynamique, où l'attrition du système bancaire va de pair avec une régulation monétaire qui reste étroitement centrée sur le circuit financier de l'État.

Un dernière leçon de l'inflation bulgare porte sur sa qualité particulière, lorsqu'on la compare à d'autres épisodes de ce type, notamment en Amérique latine. On a souligné la force des facteurs monétaires, de nature quantitative et anticipationniste, au cours de la phase d'accélération explosive des prix et, de manière plus paradoxale, lors de la stabilisation. *A contrario*, on remarque aussi la faiblesse des mécanismes de défense des agents, et plus généralement de l'économie, contre les effets redistributifs de l'inflation. Ainsi, les mécanismes d'indexation ont été très faibles, comme en témoigne l'érosion forte et continue des salaires réels. La même remarque vaut pour les pensions et autres revenus sociaux, mais aussi pour l'ensemble des dépenses publiques, au-delà du service de la dette : peu de pays seraient capables de réduire aussi brutalement les dépenses de l'État que l'a fait la Bulgarie au premier trimestre 1997. C'est donc l'ensemble des fonctions publiques qui a été largement suspendu, en même temps que le blocage de la coordination monétaire gelait l'activité industrielle, le commerce et une grande partie des transactions financières. En règle générale,

de tels phénomènes de rupture ont été observés beaucoup plus tardivement au cours des cycles hyperinflationnistes latino-américains ²⁰.

Ceci explique certes que la stabilisation ait été relativement aisée, contrairement aux multiples exemples d'inflations très inertielles, où les mécanismes d'indexation collectifs sont inclus dans de nombreux contrats plus ou moins institutionnalisés. Ces techniques permettent certes de protéger les individus et les groupes sociaux contre les effets redistributifs de l'inflation, dont la dynamique est ralentie, mais elles lui confèrent aussi une très grande rigidité, à laquelle des politiques monétaires orthodoxes en particulier se sont souvent heurtées (Sgard, 1998). Dans le cas bulgare, l'absence complète de composante hétérodoxe, voire même d'une stratégie explicite de stabilisation, reflète *a contrario* une dynamique monétaire dont les composantes microéconomiques et institutionnelles sont très frustes : faible défense collective contre la haute inflation, efficacité limitée des instruments de politique monétaire, système bancaire soumis principalement à une contrainte de liquidité, enfin bas niveau de négociation ou de "contractualisation" sociale. Ainsi la réponse à la crise est venue d'un mélange d'action technocratique (le FMI et une trentaine de hauts fonctionnaires) curieusement corrélée à une mobilisation collective orientée directement vers le sommet de l'État, ceci au moment où une dynamique monétaire presque pure semblait bloquer progressivement toute capacité de produire et d'échanger.

Il est donc possible de rapprocher la forme de cette crise monétaire des conditions plus générales de la transition bulgare, depuis le début des années 1990 : réforme politique partielle, discontinuités dans la mise en œuvre des réformes, faible discipline financière et contractuelle, contestation de l'État de droit, large redistribution informelle des revenus. De même que la double insolvabilité de l'État et des banques a reflété *in fine* l'absence d'un ordre des marchés garanti par des institutions publiques crédibles, la crise monétaire semble elle aussi marquée par l'institutionnalisation limitée de l'économie et, plus généralement, du contrat social depuis 1989.

D'où une hypothèse plus générale : la haute inflation bulgare serait d'autant plus proche du modèle monétariste pur (choc sur l'offre de monnaie et sur les anticipations décentralisées) que le cadre social et institutionnel de l'économie est plus lâche. Il est probable qu'au-delà de la période 1988-1993, marquée par des effets de rationnement importants, ceci caractérise la plupart des épisodes inflationnistes dans les économies aux transitions indisciplinées ou chaotiques. En un mot, ces expériences seraient d'autant plus monétaristes, dans leurs causes immédiates comme dans leur dynamique et leur issue, que ces économies ne sont pas encore instituées comme des économies capitalistes entières.

20. En règle générale, la capacité de résistance de l'économie réelle à l'hyperinflation est rompue de manière ponctuelle et brutale quand le système de paiement est bloqué par la volatilité extrême des prix et du change. Toutefois sa vulnérabilité, comme plus généralement celle du système financier, est très variable selon les pays. Le degré maximal d'adaptation a vraisemblablement été atteint par le Brésil : la dernière phase hyperinflationniste de 1993-1994, bien plus longue qu'en Bulgarie, s'est accompagnée d'une accélération de la croissance réelle à 3,5 % (SGARD, 1998).

BIBLIOGRAPHIE

- AGENCY FOR ECONOMIC ANALYSIS AND FORECASTING (1997), *The Bulgarian Economy in the First Half of 1997*, Sofia.
- AGENCY FOR ECONOMIC ANALYSIS AND FORECASTING (1999), *Bulgaria 1998 Economic Survey*, Sofia.
- AVRAMOV R. & SGARD J. (1996), "Bulgaria: From enterprise indiscipline to financial crises", *Moct-Most*, vol. 6, pp. 71-102.
- AVRAMOV R. (1999), "The Role of the *Currency Board* in Financial Crises: The case of Bulgaria", *Discussion Papers 6/1997*, Bulgarian National Bank, Sofia.
- BALINO Th. & ENOCH Ch., dirs. (1997), "*Currency Board Arrangements, Issues and Experiences*", *Occasional Paper n° 151*, Washington, D.C. : International Monetary Fund.
- BALYOZOV Z. (1999), "The Bulgarian Financial Crisis of 1996-1997", *Discussion Papers 7/1997*, Bulgarian National Bank, Sofia.
- BRUNO M., DI TELLA G., DORNBUSCH R. & FISHER S. (Eds.) (1988), *Inflation Stabilization: The Experience of Israël, Argentina, Brazil, Bolivia and Mexico*, Cambridge, Mass. : MIT Press.
- BRUNO M., FISCHER S., HELPMAN E., LIVIATAN N. & MERIDOR L., Eds. (1991), *Lessons from Economic Stabilization and Its Aftermath*, Cambridge, Mass./London : MIT Press.
- BULGARIAN NATIONAL BANK (1997), *Annual Report 1996*, Sofia.
- BULGARIAN NATIONAL BANK (1998), *Annual Report 1997*, Sofia.
- CAGAN P. (1956), "The Monetary Dynamics of Hyperinflation", in M. Friedman, dir., *Studies in the Quantitative Theory of Money*, Chicago, Mich. : University of Chicago Press, pp. 25-117.
- CANAVESE A. (1992), "Hyperinflation and Convertibility-based Stabilization in Argentina", in A. Zini, Ed., *The Market and the State in Economic Development in the 1990's*, Amsterdam : Elsevier, pp. 181-199.
- DORNBUSCH R. & FISCHER S. (1986), "Stopping Hyperinflation, Past and Present", *Weltwirtschaftliches Archiv*, Vol. 122, n° 1, pp. 1-47.
- DORNBUSCH R., STURZENEGGER F. & WOLF H. (1990), "Extreme Inflation: Dynamics and Stabilization", *Brookings Papers on Economic Activity*, Washington, D.C. : The Brookings Institution, Vol. 1.
- ENOCH Ch. & GULDE A.-M. (1997), "Making a *Currency Board* Operational", *IMF Paper on Policy Analysis and Assessment*, Washington, D.C. : International Monetary Fund.
- JONES D. C. & MILLER J., dirs. (1997), *The Bulgarian Economy: Lessons from Reform during Early Transition*, Aldershot : Ashgate.
- OSBAND K. & VILLANUEVA D. (1993), "Independent Currency Authorities, An Analytic Primer", *IMF Staff Paper*, Vol. 40, n° 1, pp. 202-216.
- PORTES R., dir. (1993), *Economic Transformation in Central Europe, A Progress Report*, London : CEPR.
- SAPIR J. (1993), "Formes et nature de l'inflation : pourquoi les thérapies classiques sont vouées à l'échec", *Economie Internationale*, n° 54, 2ème trimestre, pp. 25-65.
- SARGENT T. J. & WALLACE N. (1981), "Some Unpleasant Monetary Arithmetic", *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, n° 3, pp. 1-17.
- SARGENT T. J. (1982), "The Ends of Four Big Inflations", in R. E. Hall, Ed., *Inflation: Causes and Effects*, Chicago, Mich. : University of Chicago Press, pp. 41-97.

- SCHWARTZ A. (1993), "Currency Boards: Their Past, Present and Possible Future Role", *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policies*, Vol. 39, pp. 147-193.
- SGARD J. (1998), "Inflation, stabilisation et prix relatifs en Argentine et au Brésil, l'expérience des années quatre-vingt-dix", *Revue Economique*, vol. 49, n° 1, janvier, pp. 239-256.
- SGARD J. & ZLOTOWSKI Y. (1999), "La crise financière russe : quel bilan et quelles options à moyen-terme ?", miméo, CEPII.
- VEGH S. (1993), "Stopping High Inflation: An Analytical Overview", *IMF Staff Paper*, Vol. 39, n° 3, pp. 626-695.
- WILLIAMSON J. (1995), "What Role for Currency Boards ?", Series *Political Analysis in International Economics*, n° 40, Washington, D.C. : Institute of International Economics.
- YOTZOV V., NENOVSKY N., HRISTOV K., PETROVA K. & PETROV B. (1998), "The First Year of the *Currency Board* in Bulgaria", *Discussion Papers 1/1998*, Bulgarian National Bank, Sofia.