

Currency board et stabilité macroéconomique : le cas de la Bulgarie

Roumen Avramov *

Directeur de recherche au Center for Liberal Strategies, Sofia, Bulgarie,
et membre du Conseil des gouverneurs de la Banque nationale de Bulgarie

Ce texte examine les caractéristiques du système monétaire de currency board et les particularités du modèle bulgare, introduit en juillet 1997. Son impact sur les secteurs institutionnels et sur la remonétisation de l'économie est commentée. Sa vulnérabilité est évaluée. Ce qui demeure du rôle de la banque centrale dans un système de currency board est discuté : on montre que, paradoxalement, une plus grande autonomie est le pendant de la disparition des plusieurs fonctions « classiques » de l'autorité monétaire. Le texte analyse deux stratégies de sortie du currency board : d'une part le retour à la flexibilité des taux de change et à une banque centrale à part entière; d'autre part une union monétaire. Il est montré que pour la Bulgarie, qui est candidate à l'adhésion à l'Union européenne, la sortie naturelle du currency board est d'adopter l'euro dès son accession, en omettant la phase II du SME.

Un currency board : caractéristiques de base et spécificités de la Bulgarie

Un *currency board* (« caisse d'émission¹ ») est un système monétaire dans lequel l'émission de monnaie nationale (le passif monétaire de la banque centrale) est parfaitement couverte par des réserves en une devise étrangère convertible (la devise de réserve). Ces deux monnaies sont librement convertibles à un taux de change fixe. La monnaie étrangère couvre seulement la base monétaire (l'agrégat monétaire le plus étroit) de l'économie du *currency board*.

* Cet article est traduit de l'anglais par Frédéric Chabellard.

L'auteur exprime sa gratitude envers Boris Petrov et Kalin Hristov du département d'études financières et monétaires de la BNB pour leur aide dans la préparation des graphiques.

1. Il n'y a pas de traduction française idéale pour l'expression anglo-saxonne *currency board* : les appellations de caisse d'émission, de conseil monétaire et de directoire financier ont été proposées et sont utilisées. Elles traduisent chacune un aspect du *currency board*, sans parvenir à en donner une image d'ensemble. Cette difficulté justifie la fidélité à l'expression anglo-saxonne.

Le *currency board* présente une certaine ressemblance, quoique dans un contexte totalement différent, avec les principes de l'étalon or et peut être considéré comme un « substitut » à l'automatisme et aux règles de ce dernier. En un certain sens, il constitue un retour à la hiérarchie des objectifs de l'étalon or et aux mécanismes d'ajustement correspondants. Les deux systèmes visent à subordonner l'offre de monnaie à des règles simples, efficaces et transparentes. Ils affectent la politique macroéconomique en imposant une discipline plus stricte — celle des mouvements de capitaux et des marchés.

Dans un régime de *currency board*, l'offre de monnaie est strictement limitée. Ceci résulte de deux éléments.

Le premier d'entre eux est le taux de change fixe. Les *currency board* sont souvent vus comme une forme extrême des systèmes de change fixe, par laquelle l'irréversibilité de l'engagement est garantie par une parité entre la monnaie nationale et la monnaie de référence fixée par loi. Ainsi le *currency board* est-il capable de renforcer la confiance, réduisant le risque d'attaques contre la monnaie nationale et imposant des règles plus strictes de discipline que les régimes de change fixe conventionnels. La dévaluation, en tant qu'origine possible d'une augmentation du stock nominal de monnaie, disparaît.

Le deuxième élément tient au fait que l'offre de monnaie est strictement contrainte par élimination de l'une de ses sources. Dans un système bancaire classique à deux niveaux, la banque centrale émet de la monnaie contre des actifs à la fois nationaux et étrangers. Dans ce cas, elle remplit ses fonctions d'émission en augmentant ses passifs monétaires contre des prêts au gouvernement (financement du budget) ou aux banques commerciales (refinancement ou prêteur en dernier ressort). La manipulation des sources nationales de création monétaire centrale est à la base de la politique monétaire et, en un sens, la raison d'être de l'existence de la banque centrale. Néanmoins, si la manipulation est exercée au delà de certaines limites raisonnables et sous la pression du gouvernement, elle commence à générer de l'inflation.

Dans un régime de *currency board*, l'émission de monnaie est couverte uniquement par des actifs étrangers dont la dynamique, indépendante des actions des autorités monétaires, est liée à la balance des paiements, particulièrement aux flux de capitaux. L'émission de monnaie contre des actifs nationaux étant impossible, les principales sources d'inflation (monétisation directe ou indirecte du déficit budgétaire et soutien aux banques insolubles par la banque centrale) sont éliminées. La principale filière de l'inflation (entre la banque centrale et le gouvernement) n'existe plus et l'autorité monétaire nouvellement créée joue un rôle passif vis-à-vis de l'offre de monnaie. Celle-ci est déterminée hors de la banque centrale, qui répond automatiquement à la demande autonome de monnaie des agents économiques.

Avec un *currency board*, les principales fonctions classiques de la politique monétaire sont éliminées. Des règles simples remplacent pour l'essentiel les décisions discrétionnaires et les tentations liées à la politique monétaire. La question fondamentale de l'indépendance de la banque centrale est radicalement résolue par l'**amputation** des fonctions qui matérialisent sa relation avec le gouvernement et par le transfert hors du pays de la souveraineté monétaire.

L'introduction d'un *currency board* se traduit par des changements significatifs dans les comportements économiques.

— *Il étend dans une large mesure la portée des contraintes budgétaires dures.* Le gouvernement et les banques en sont directement affectés et ils sont incités à transférer les contraintes budgétaires dues aux entreprises d'État et (à travers les banques) au secteur privé. Cependant, une telle transmission n'est pas complètement garantie et les possibilités de transferts dont l'objectif est de couvrir des pertes et des coûts d'un secteur donné (ou d'un agent économique) aux dépens d'autres ne disparaissent pas totalement. La banque centrale elle-même fait face à de nouvelles contraintes car elle est privée de la taxe inflationniste, source majeure de revenu dans un modèle classique de banque centrale.

— *Le currency board fixe un prix-clé — le taux de change — alors que toutes les autres variables évoluent librement.* L'économie ne peut s'ajuster aux chocs externes par le taux de change. Leur influence sur les agents économiques est directe. La charge de l'ajustement incombe alors au secteur réel et aux variables financières — taux d'intérêt, revenus, volumes de production, croissance de la productivité, emploi — qui sont les principaux moyens d'absorption des chocs. Un *currency board* est fondamentalement un mécanisme pro-cyclique. Ceci fait de la flexibilité des marchés et des institutions une question d'autant plus urgente qu'elle devient cruciale pour assurer un ajustement efficient.

— *L'ouverture de l'économie est essentielle.* Le *currency board* est extrêmement sensible aux sorties et entrées de capitaux et aux surplus/déficits de la balance des paiements, qui, de façon ultime, déterminent l'expansion ou la contraction de l'offre de monnaie. Dans un régime de *currency board*, l'impact des flux de capitaux sur l'offre de monnaie ne peut pas être stérilisé.

Le *currency board* n'est pas un système monétaire universel. Il est instauré lorsque la confiance dans la banque centrale classique et dans sa capacité à utiliser indépendamment et raisonnablement les instruments à sa disposition est sapée. Un tel régime est considéré comme opportun quand l'unité monétaire nationale est pratiquement détruite, le plus souvent dans le sillage de l'hyperinflation. Dans ce contexte, le *currency board* est un instrument puissant pour remonétiser l'économie et restaurer la confiance dans le système financier. Finalement, le succès d'un *currency board* dépend d'un consensus politique large sur son

adoption, puisqu'il représente un contrat public spécifique et une constitution monétaire fondamentalement nouvelle.

Peu de pays ont adopté un système de *currency board*, les plus connus étant Hong Kong, l'Argentine et l'Estonie. Dans aucun d'entre eux, le *currency board* ne fonctionne dans sa forme pure. Il a peu à peu acquis des particularités nationales.

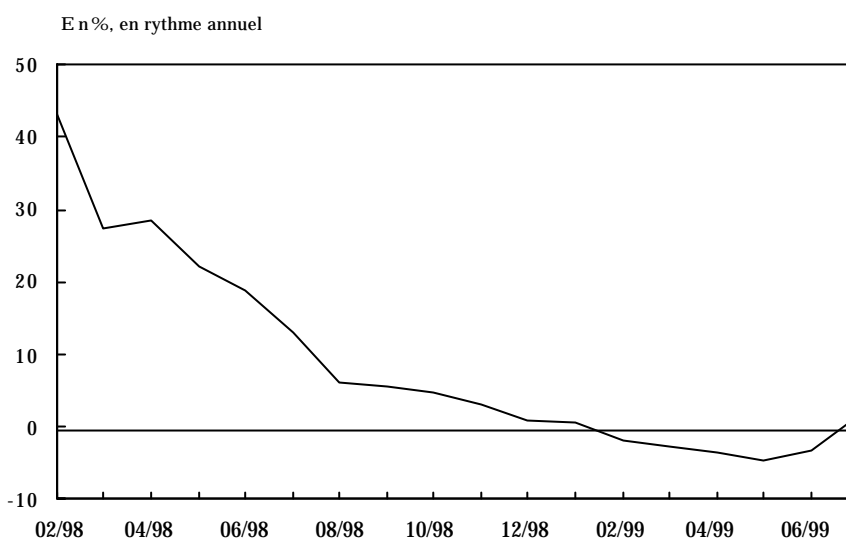
Le *currency board* en Bulgarie a été instauré avec la nouvelle loi sur la Banque nationale de Bulgarie du 10 juin 1997. Le cadre juridique de sa mise en œuvre fut élargi et élaboré avec la loi sur les banques adoptée peu après, introduisant des règles de supervision strictes et des exigences plus élevées pour leur sécurité.

Le *currency board* a été introduit après plusieurs tentatives peu concluantes de stabilisation de l'économie entre 1991 et 1996 et après une crise financière majeure qui a culminé avec un bref épisode d'hyperinflation de décembre 1996 à février 1997². Lors de ces tentatives, tous les ancrages nominaux, à l'exception d'un seul, ont été épuisés sans succès; la politique de stabilisation elle-même fut compromise et les institutions-clé perdirent leur crédibilité. La solution la plus radicale fut d'adopter le seul ancrage nominal restant (le taux de change), de définir une nouvelle institution (un *currency board*), de gagner de la crédibilité en transférant la souveraineté monétaire à l'étranger et — pour le Fonds monétaire international (FMI) qui avait vu son prestige érodé — de soutenir un paradigme différent. Le deutschemark et donc, désormais, l'euro, a été retenu comme devise d'ancrage. La parité choisie fut de 1000 leva pour 1 DM, puis, après un changement d'unité monétaire au 1^{er} juillet 1999, de 1 lev par DM.

En conséquence, dès le début, le *currency board* s'est inscrit dans un contexte plus large. Il a été conçu (et auto-imposé par un large consensus national) comme un *choc culturel* et un instrument pour imposer la discipline financière, plutôt que comme un simple plan de stabilisation. Le *currency board* a été perçu comme un nouveau départ, un dispositif destiné à dompter la réticence profondément enracinée à moderniser l'économie bulgare après sept années de réformes limitées, contradictoires, menées au coup par coup, et comme un plan ambitieux pour traiter les échecs institutionnels des premières années de la transition. Si l'on en juge par le taux d'inflation, désormais nul, voire négatif (graphique 1), le changement est assez radical.

2. Sur l'historique de la crise voir : Roumen Avramov et Jérôme Sgard « Bulgaria : From Enterprise Indiscipline to Financial Crises », *MOST/MOCT*1996/6, pp. 71-112; Zdravko Balyozov — *The Bulgarian Financial Crisis 1996-1997*, Bulgarian National Bank, *Discussion Papers Series*, DP/7/1999, juin 1999.

1. Taux de variation des prix à la consommation



Source : Institut national de la statistique.

Les principes généraux du *currency board* bulgare sont conformes aux dispositions institutionnelles des systèmes monétaires similaires. Néanmoins, quelques caractéristiques spécifiques doivent être soulignées³.

— La Bulgarie n'a pas créé une institution monétaire entièrement nouvelle (comme le fit Hong Kong) mais a utilisé l'architecture institutionnelle de la banque centrale existante. Suivant le modèle classique de la Banque d'Angleterre, deux départements distincts ont été établis à l'intérieur de sa structure : un département d'émission, dont le bilan contient les actifs et les passifs à court terme de la banque centrale, et un département bancaire dont le bilan est composé d'actifs et de passifs à plus long terme (tableau 1). Les dépôts résiduels du département bancaire auprès du département d'émission assurent le lien comptable. Ce solde représente la valeur nette positive du *currency board* c'est-à-dire l'excès des réserves officielles en devises et en or sur la somme de la base monétaire — constituée de la monnaie centrale en circulation et des réserves des banques commerciales auprès de la banque centrale —, et des autres dettes du département d'émission, dont le dépôt du gouvernement.

3. Les caractéristiques spécifiques du *currency board* bulgare sont présentées en détail dans : Dobrislav Dobrev — *The currency board in Bulgaria : Design, Peculiarities and Management of Foreign Exchange Cover*, Bulgarian National Bank, *Discussion Papers Series*, DP/9/1999, août 1999 ; Études économiques de l'OCDE 1998-1999 Bulgarie, OCDE, avril 1999.

1. Principaux postes du schéma comptable du *currency board* bulgare

1a) Bilan du département d'émission

Actif	Passif
Ressources liquides en devises	Billets et monnaie divisionnaire
Or monétaire	Réserves des banques commerciales
Titres en devises	Dépôt du gouvernement
	Dépôt du département bancaire

1b) Bilan du département bancaire

Actif	Passif
Or non-monétaire	Crédits du FMI
Créances sur les banques commerciales	Dettes envers les institutions financières internationales
Créances sur le gouvernement	Capital et réserves
Participations dans le FMI et les institutions financières internationales	
Capital fixe	
Dépôt dans le département d'émission	

Source : Banque nationale de Bulgarie.

— La couverture de la base monétaire et du dépôt du gouvernement doit excéder 100 % mais il n'y a pas de normes fixes. L'excédent (le dépôt du département bancaire dans le département d'émission) est destiné à être utilisé par la Banque nationale de Bulgarie pour intervenir, le cas échéant, en tant que prêteur en dernier ressort dans le cas d'une crise systémique de liquidité dans le système bancaire. Cette injection de capitaux peut s'effectuer dans des circonstances limitées et exclusivement pour les banques solvables.

— La Banque nationale de Bulgarie ne dispose plus que d'un instrument discrétionnaire pour réguler la liquidité du système bancaire : la fixation du taux de réserves obligatoires.

— Le compte du Trésor (ou dépôt du gouvernement) est inclus dans le passif du *currency board*. D'une part, ce compte accumule les fonds accordés par le FMI et d'autres institutions financières internationales, et il est couvert par les actifs liquides du département d'émission. Cela représente la plus forte garantie que la Bulgarie s'acquittera de sa dette auprès de ces institutions. D'autre part, l'existence d'un compte du gouvernement dans le passif du *currency board* affecte indirectement la base monétaire, son augmentation entraînant (sous certaines conditions spécifiques) la diminution de cette base monétaire et *vice versa*. Le déficit ou l'excédent budgétaire acquiert une importance fondamentale pour la stabilité et la liquidité du système monétaire dans son ensemble.

— Le compte du Trésor inclut, outre des leva et la devise de réserve, d'autres devises (principalement des dollars américains). Une partie des actifs du département d'émission n'est donc pas libellée en DM. Afin de réduire le risque de change supporté par le département d'émission, la loi prévoit que l'écart entre les actifs et les dettes libellés en devises autres que le DM ne doit excéder dans aucun sens 2 %.

— Une spécificité du *currency board* bulgare tient au droit conféré par la loi à la Banque nationale de Bulgarie d'étendre des crédits directs au gouvernement en contrepartie de l'achat de droits de tirage spéciaux (DTS) auprès du FMI. La maturité et les échéances de la dette du gouvernement, en DTS, envers la Banque nationale de Bulgarie sont parfaitement identiques à celles de la dette de la Banque nationale de Bulgarie vis-à-vis du FMI. Ce droit est donc compatible avec la fonction de la Banque nationale de Bulgarie en tant qu'agent du gouvernement et formalise le financement du gouvernement par les crédits du FMI.

— Le DM est la devise de réserve et d'ancrage du *currency board* bulgare, alors qu'au départ il ne dominait pas les transactions commerciales avec l'étranger, et que la dénomination de la dette extérieure du pays est principalement en dollars. Etant donnée la dénomination asymétrique d'une partie considérable de la dette intérieure (en lev/DM) et de la dette extérieure (dollar), les effets des fluctuations du taux de change dollar/DM sont partiellement neutralisés.

Topographie de la vulnérabilité d'un *currency board*

Une plus grande flexibilité des marchés est nécessaire aux économies fonctionnant selon les principes d'un *currency board*, afin de faire face au manque d'instruments d'ajustement de politique monétaire et de variation du taux de change. Toutefois, dans ce domaine, l'essentiel des mesures va au-delà des fonctions et compétences de la banque centrale.

La sensibilité des *currency board* aux fluctuations de la production et de la balance des paiements n'a pas été testée empiriquement. Quoi qu'il en soit, il est évident que le mécanisme fonctionne correctement et sans heurts — comme tout autre système monétaire — dans un contexte de balance des paiements équilibrée et de croissance soutenue. Cependant, un système de *currency board* est théoriquement compatible avec un ralentissement de l'activité ou encore avec un déficit de la balance des paiements. Bien que pro-cyclique, le *currency board* présente aussi une plus forte élasticité aux chocs externes. Comme l'expérience de l'Argentine ou de Hong Kong le montre, en cas de chocs majeurs, l'économie réagit par des fluctuations plus marquées des taux d'intérêt et des variables réelles associées à une politique budgétaire plus stricte. En fait, le système peut être indirectement menacé par des pressions politiques en faveur d'un retrait du *currency board* à travers un

changement du taux de change. La récession du secteur réel et les conditions financières restrictives peuvent miner la solidité du consensus public, dont on sait qu'il est nécessaire au succès du *currency board*.

La vulnérabilité interne

L'instauration d'un *currency board* en Bulgarie a produit d'importants changements dans les flux financiers et par conséquent dans l'équilibre des forces économiques.

En restructurant les flux financiers et la charge de la dette, l'adoption d'un *currency board* a eu un impact conséquent sur le rôle du **gouvernement** dans l'économie.

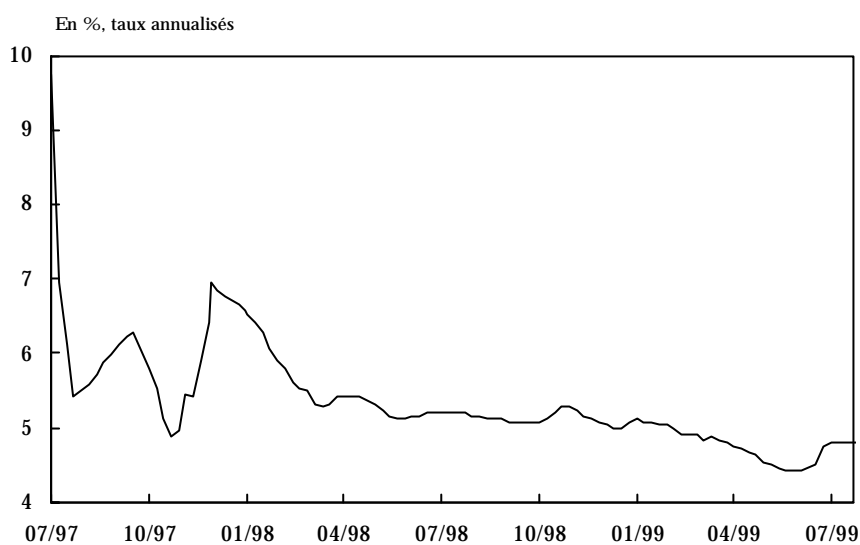
Le gouvernement a été placé dans un régime de contraintes budgétaires dures pour les dépenses et les revenus intérieurs. Un effort d'ajustement considérable a été réalisé en 1998, se traduisant par l'accumulation d'une importante réserve budgétaire. Néanmoins, le financement externe est toujours nécessaire pour assurer le service de la dette extérieure.

Dans le même temps, le *currency board* renforce *de facto* la position du gouvernement, en ciblant mieux ses objectifs et en lui fournissant une excuse crédible pour la modération des dépenses. Durant la période 1991-1996, le gouvernement bénéficiait d'une autonomie formelle — mais non réelle — de décision, la charge de la dette interne excluant toute possibilité de choix effectifs de politiques.

L'épisode d'hyperinflation de 1996-1997 a réduit le stock de dette libellée en monnaie nationale, en particulier la dette domestique du gouvernement. Le service de sa dette totale a été ramené, par rapport au niveau insoutenable de 1996 (les paiements d'intérêts représentaient 18 % du PIB), à un confortable niveau de 2,5 % en 1998. La chute spectaculaire des taux d'intérêt (de 300 % en termes mensuels en septembre 1996 à 5 % en termes annuels durant 1998, graphique 2) a permis aux dépenses budgétaires hors paiements d'intérêts de passer de 7 % des dépenses totales en janvier 1997 à 50 % en février 1998 et en 1999. La maturité de la dette a été peu à peu allongée. Il y a eu une éviction nette de la dette domestique par la dette extérieure (graphique 3).

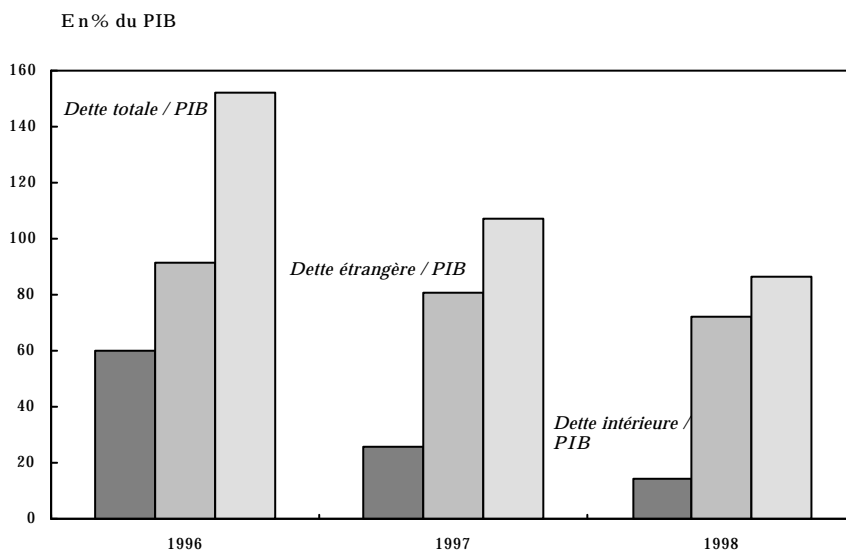
Le ministère des Finances est devenu la pièce centrale de la gestion de la liquidité globale de l'économie. Il mène une « politique quasi-monnaire » à travers les dépôts du gouvernement auprès de la banque centrale et l'émission de titres publics. La responsabilité (et les risques) de la stabilité monétaire globale (en particulier pour les taux d'intérêt) se déplace, dans une large mesure, de la banque centrale vers les autorités fiscales.

2. Taux d'intérêt de base



Source : Banque nationale de Bulgarie.

3. Endettement de la Bulgarie



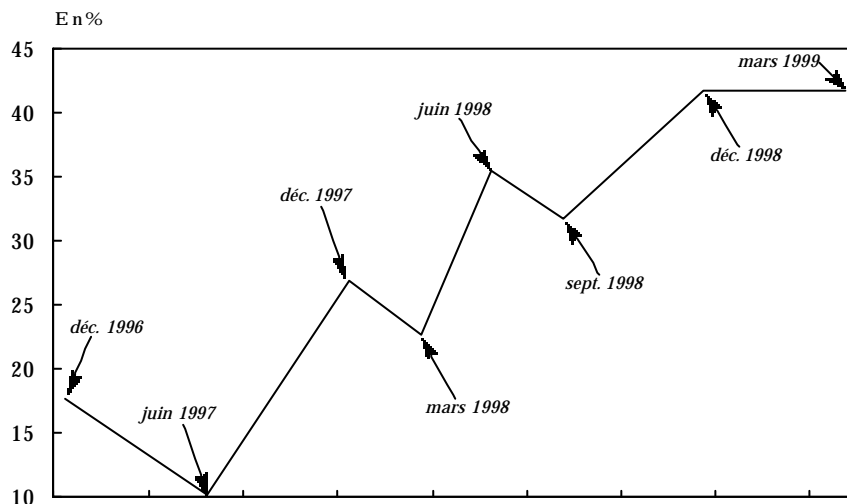
Sources : Banque nationale de Bulgarie, ministère des Finances.

L'accès d'hyperinflation qui a précédé l'introduction du *currency board* a également modifié les bilans des **banques commerciales**. Le système bancaire a été recapitalisé par les gains de réévaluation des actifs libellés en devises et la fermeture des banques en mauvaise situation financière. Dans le même temps, la valeur réelle des passifs en leva s'est considérablement érodée.

Un système bancaire solide est une condition essentielle pour la stabilité du *currency board*. Comme attendu après une profonde crise financière, les banques commerciales ont sensiblement modifié leur comportement avec l'introduction du nouveau système monétaire. Elles ont adopté une position prudente et une politique caractérisée par une aversion marquée pour le risque. La conséquence en a été une restriction générale du crédit et une spectaculaire amélioration de la liquidité des banques. Une plus longue période de stabilité est cependant nécessaire pour surmonter le choc dans les comportements qui a suivi l'effondrement financier antérieur.

A présent, le système bancaire n'est pas une source de risques majeurs pour l'économie (graphique 4). Maintenir cette situation n'est pas facile. Les banques font face à un problème de profitabilité dû au cercle restreint d'opportunités solvables dans le secteur réel, toujours soumis à une profonde restructuration. Elles ajustent leur portefeuille en déposant des actifs à l'étranger et en investissant dans des titres publics. De plus, certaines réductions de coûts ont été effectuées, mais les fusions et les rationalisations d'une structure bancaire hautement fragmentée restent toujours à faire.

4. Ratio de capital du système bancaire



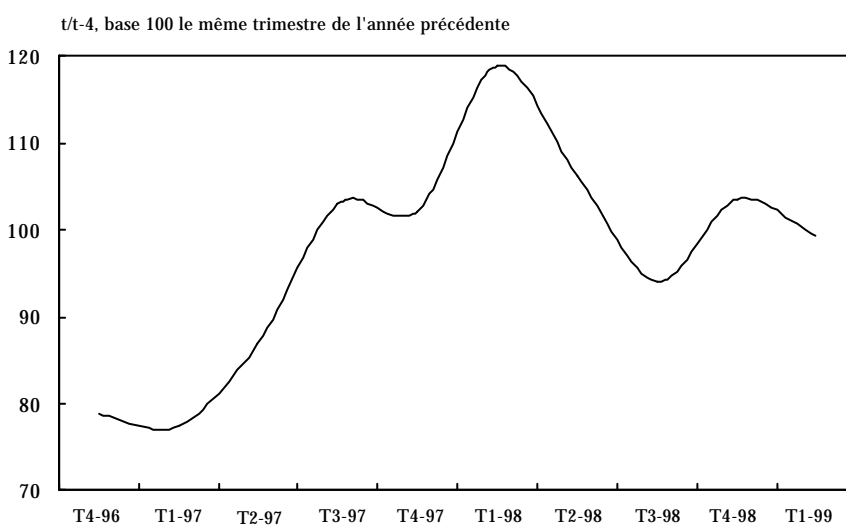
Source : Banque nationale de Bulgarie.

Les effets directs du *currency board* sur le **secteur réel** sont ambigus. A l'évidence, ce régime donne aux agents économiques un cadre de stabilité financière, un horizon temporel long et un choix plus large. Mais les avantages de ce nouvel environnement ne peuvent être capitalisés que par un effort d'investissement considérable.

Après des années de baisse de la production (avec pour seule exception la reprise anémique de 1994-1995), la croissance économique a démarré à partir d'un point très bas; mais l'activité n'est toujours pas entrée dans une phase de pleine expansion. Une croissance modérée du PIB de 3,5 % a été enregistrée en 1998, mais ce taux doit être maintenu pendant plusieurs années, et même accru, pour produire des effets tangibles. Malgré cela, les projections de croissance ont été révisées à la baisse, en raison de perspectives régionales et mondiales négatives (graphique 5). D'après les estimations préliminaires, elle s'élève à 2 % pour 1999.

Durant la période 1991-1996, le secteur réel a eu l'habitude de s'ajuster aux différents types de chocs grâce aux arriérés, aux créances impayées et aux dévaluations. Beaucoup de ces possibilités disparaissent avec un *currency board*. Des enquêtes de conjoncture auprès de chefs d'entreprises confirment indirectement le changement, en montrant que le plus grand défi auquel font face les producteurs se déplace des problèmes financiers et de la solvabilité de leurs clients vers les conditions générales et spécifiques du marché.

5. Croissance du PIB réel



Source : Institut national de la statistique.

L'expérience de ces deux dernières années démontre cependant que les « substituts à la liquidité » n'ont pas complètement disparu. Bien que les arriérés bancaires aient substantiellement diminué, les arriérés inter-entreprises et la dette vis-à-vis du budget se sont accumulés, étant principalement concentrés par les grandes entreprises d'État. Des failles en matière de subventions implicites et des contraintes budgétaires lâches existent toujours. La plupart d'entre elles doivent être éliminées dans le cadre de l'accord de facilité élargie de crédit (*Extended Fund Facility*, EFF) de trois ans signé avec le FMI, mais l'économie fait toujours face à de profonds déséquilibres et inefficacités sectorielles, qui doivent être traités par des réformes de moyen terme audacieuses.

Un *currency board* n'est pas une panacée pour la transformation profonde d'une économie en transition. Le résultat de cette transformation — et la viabilité à long terme du *currency board* lui-même — dépend du succès de l'ensemble des réformes structurelles sous-jacentes. Le changement dans les mentalités et le comportement du secteur réel restent les aspects les plus difficiles de la transition, même avec les fortes contraintes d'un *currency board*. Mais si un tel système doit être considéré, comme c'est le cas, comme un choc culturel, alors son succès et sa vulnérabilité dépendent de façon cruciale de l'introduction et de l'adoption d'une nouvelle culture de responsabilité financière.

La restructuration des flux financiers dans l'économie et l'élimination de l'effet d'éviction consécutives à l'instauration du *currency board* ont permis aux ménages d'avoir accès à certaines ressources de crédit. Une augmentation appréciable des prêts aux ménages (principalement du crédit à la consommation distribué par la *State Savings Bank*) a été observée. Dans le même temps, après un recouvrement rapide des pertes de salaires dues à l'hyperinflation, le pouvoir d'achat des ménages s'est accru à un taux modéré.

La **remonétisation** de l'économie est probablement l'objectif essentiel du *currency board* et le test le plus synthétique de son succès. Il convient de se rappeler que la principale pré-condition macroéconomique à l'adoption d'un *currency board* est la « disparition de la monnaie ». En effet, ce type de système monétaire est d'une utilité incertaine en l'absence de démonétisation préalable de l'économie.

Cela fut le cas en Bulgarie au début de l'année 1997, avec une dollarisation presque totale de l'économie, une perspective tangible de défaut sur la dette extérieure et un défaut *de facto* sur la dette interne à travers un financement monétaire continu des déficits budgétaire et quasi-budgétaire, générant une spirale d'hyperinflation. Le *currency board* était alors le seul système approprié pour restaurer la confiance dans la monnaie nationale et dans le système financier dans son ensemble.

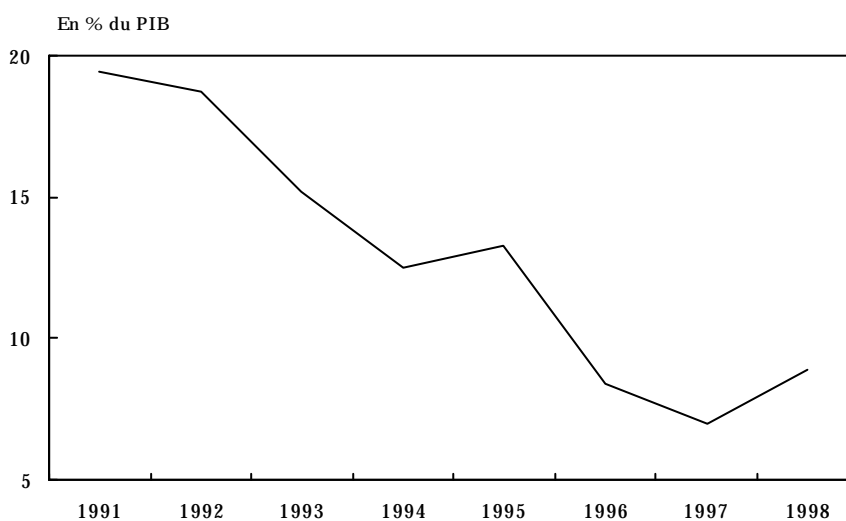
La remonétisation a commencé à partir de juillet 1997. Après une forte augmentation au second semestre de cette même année, la croissance

des agrégats monétaires s'est ralentie en 1998; cette décélération n'est qu'en partie due à une détérioration de la position extérieure (déficit du compte courant et contraction du surplus du compte de capital). Dans un régime de *currency board*, l'offre de monnaie est directement influencée par les évolutions de la balance des paiements, mais le lien de causalité concerne seulement les agrégats monétaires étroits. Les banques commerciales ont toujours la possibilité d'augmenter ou de réduire le crédit dans le cadre des fortes contraintes imposées sur la création monétaire centrale. La dynamique des agrégats monétaires larges, comme M2 et M3, est également influencée par d'autres facteurs tels que des variations du multiplicateur ou le degré de crédibilité du système financier.

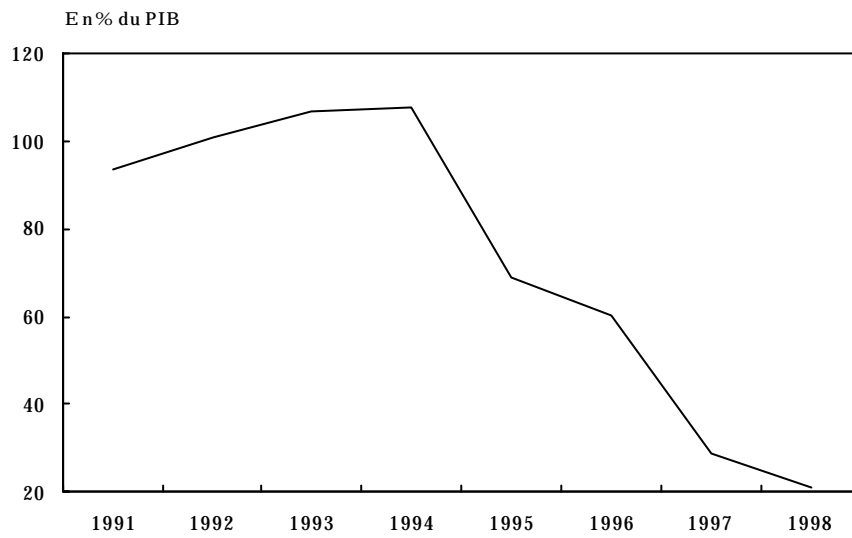
L'augmentation la plus prononcée a été observée dans la composante « monnaie hors banque » de M1, reflétant le déclin avec la désinflation des coûts d'opportunité attachés à la détention de monnaie fiduciaire, et des transactions en liquide très répandues (graphique 6). Les agrégats les plus larges ont augmenté plus lentement en raison de la croissance relativement modérée des dépôts bancaires.

Le crédit intérieur total reste à des niveaux historiquement faibles. Les principaux facteurs sous-jacents à cette tendance sont la baisse des besoins d'emprunt du gouvernement après l'instauration du *currency board* et l'éviction forcée de plusieurs entreprises d'État du marché du crédit. Le crédit au secteur privé non financier a été limité en 1997-1998, bien que le crédit en leva montre des signes de reprise au second semestre 1998 et en 1999 (graphiques 7 et 8). Un rythme plus rapide est observé pour les crédits aux ménages.

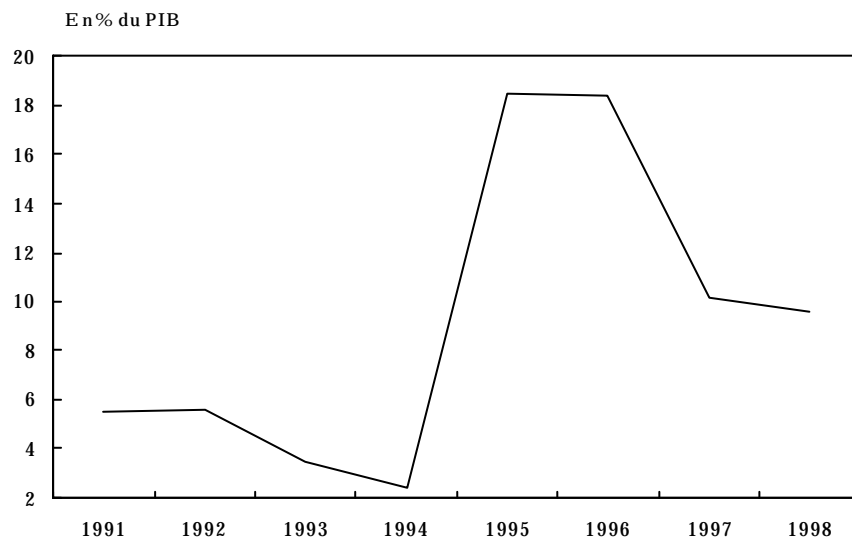
6. Ratio base monétaire / PIB



Source : Banque nationale de Bulgarie.

7. Ratio crédit intérieur / PIB

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

8. Ratio créances sur les entreprises privées / PIB

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

Comme attendu, un retour de la confiance dans la monnaie nationale a accompagné le *currency board*. Malgré la diminution marquée de la part des dépôts en devises, celle-ci reste à des niveaux historiquement élevés (graphique 9). Une tendance plus prononcée a été la forte baisse des prêts en devises accordés par les banques. De manière générale, la confiance dans le système bancaire, après la crise profonde de 1996-1997, n'est revenue que prudemment, avec une intermédiation financière toujours faible.

9. Part des dépôts en devises dans le total des dépôts



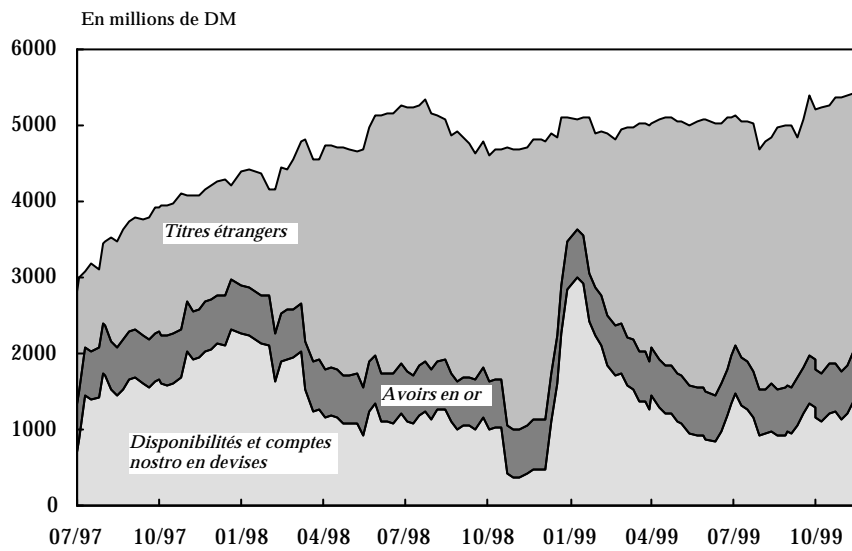
Source : Banque nationale de Bulgarie.

La vulnérabilité externe

Les troubles financiers au niveau mondial en 1997-1998 ont souligné la fragilité de l'architecture financière internationale et le besoin de refaçonner certains de ses principes sous-jacents. Les économies ayant instauré un *currency board* ont été parmi les plus menacées par la crise. Dans une perspective plus large, un principe de base de leur système monétaire — la fixité du taux de change — a été remis en question.

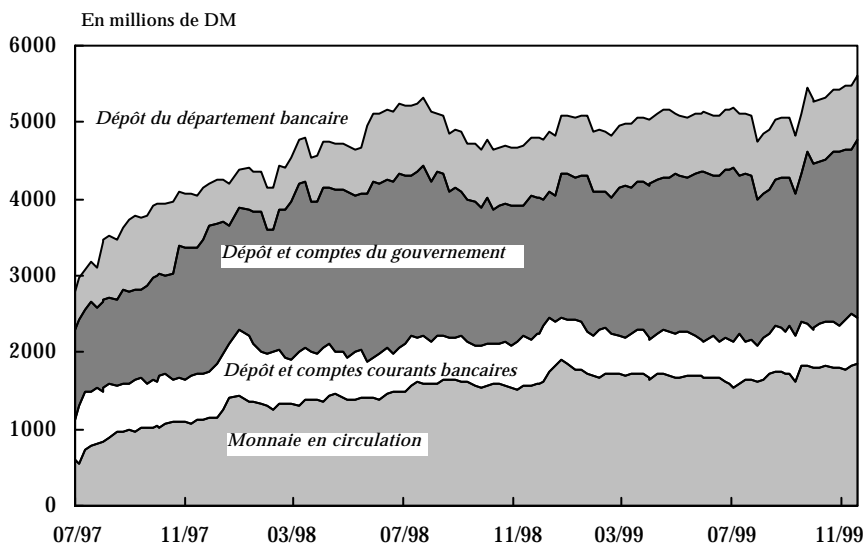
Le lancement d'un *currency board* en Bulgarie a bénéficié d'un financement externe opportun et adapté. Un accord *stand by* a été approuvé en avril 1997. Il fut le premier (parmi cinq lors de la période 1991-1997) à être totalement versé. Plus tard, un accord EFF (*Extended Fund Facility*) de trois ans a été conclu en septembre 1998. En outre, une entrée nette significative de ressources étrangères a été enregistrée durant 1997, due au surplus très important des comptes courant et de capital. L'actif du département d'émission a augmenté de 27,5 % au second semestre de 1997 et de 15,8 % en 1998 (graphiques 10 et 11).

10. Principaux postes de l'actif du département d'émission



Source : Banque nationale de Bulgarie.

11. Principaux postes du passif du département d'émission



Source : Banque nationale de Bulgarie.

Par définition, un *currency board* est plus exposé aux chocs externes, et ce, avec un éventail plus limité d'instruments pour y faire face. Par conséquent, l'économie nationale est plus sensible à l'environnement externe. L'expérience de ces deux dernières années, dans le contexte de l'instabilité financière mondiale croissante, fournit des tests précieux à cet égard.

Le **canal commercial** direct n'a pas été de première importance pour la transmission des impulsions des zones les plus touchées de l'économie mondiale. En 1998, les échanges avec la Russie représentaient 5,5 % des exportations et 20 % des importations; avec les autres membres de la Communauté des États indépendants (CEI), ils atteignaient 7,2 % des exportations et 5 % des importations. Même si les exportations vers la CEI ont chuté de façon spectaculaire en 1998 (diminution de 38 %), il s'avère que des dépressions sectorielles affectant les marchés mondiaux sont de loin plus importantes pour les secteurs exportateurs de la Bulgarie (tels que les produits chimiques et l'acier). La tendance générale de la demande de l'Union européenne (UE) devient également un facteur explicatif pertinent, puisque son poids dépasse 50 % du commerce extérieur bulgare.

Un déficit plus important du compte courant a commencé à apparaître depuis le début de 1999 (graphique 12). Avant le mois d'août, il se montait à 3 % du PIB, avec un déficit de la balance commerciale atteignant 5,1 % du PIB. Les principaux facteurs de cette évolution ont été les perturbations des échanges dues tant au conflit du Kosovo qu'à

12. Ratio compte courant / PIB



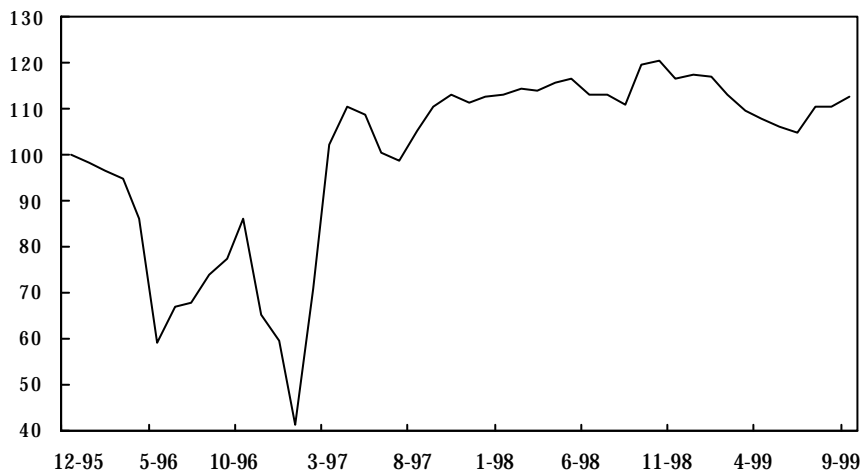
Source : Banque nationale de Bulgarie; Institut national de la statistique.

la forte augmentation des prix mondiaux de l'énergie. Bien que le surplus du compte de capital et la dépréciation de l'euro aient en partie comblé l'écart, un faible assèchement des réserves a été observé. Ce mouvement ne s'est cependant pas traduit dans une chute des actifs du département d'émission de la banque centrale. Bien au contraire, ses actifs ont augmenté sensiblement au cours de l'année grâce aux prêts des organismes financiers internationaux et à d'importants achats nets de DM sur le marché interne.

Le calcul du taux de change effectif ne montre aucune appréciation majeure du lev depuis l'instauration du *currency board*. En fait, l'évolution du seul taux de change pertinent (dollar/DM-euro) a été favorable aux exportateurs bulgares, puisque la dépréciation du deutschemark (euro) sur les marchés mondiaux a compensé en partie l'évolution défavorable des échanges (graphique 13).

L'impact d'une appréciation possible du lev a été un sujet permanent du débat public et professionnel. La sensibilité de cette question n'est pas tant due aux tendances actuelles qu'au fait qu'une dévaluation compétitive n'est désormais plus une option, comme cela fut le cas lors des précédents épisodes d'inflation. Les seuls mécanismes d'ajustement disponibles sont les gains de productivité et les réductions de coûts, autant d'éléments peu familiers à de nombreux exportateurs.

13. Taux de change effectif réel *

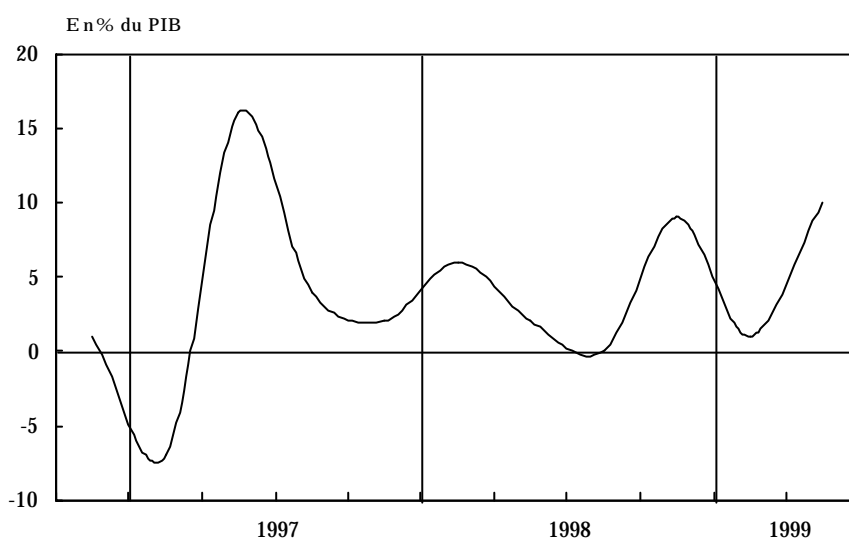


* Sur la base de l'indice des prix à la consommation.

Source : Banque nationale de Bulgarie.

Les **flux de capitaux** sont d'une importance cruciale pour un fonctionnement correct du *currency board* (graphique 14). Des investissements de portefeuille à court terme très importants ont été enregistrés dans la période précédant l'instauration du *currency board*, attirés par le différentiel important de taux d'intérêt et par la perspective imminente d'une stabilisation réussie, fermement soutenue par le FMI. Avec la chute progressive des taux d'intérêt après juin 1997, ces flux de capitaux ont disparu, avant de s'inverser. Ce retournement ne peut être que dans une faible mesure attribué aux effets de la crise asiatique. En effet, il a reflété les conditions changeantes de l'économie bulgare et le rendement plus faible des titres de dette domestique bulgares. Le développement rudimentaire des marchés nationaux de capitaux isole davantage l'économie de l'impact des mouvements de capitaux à court terme.

14. Ratio compte de capital / PIB



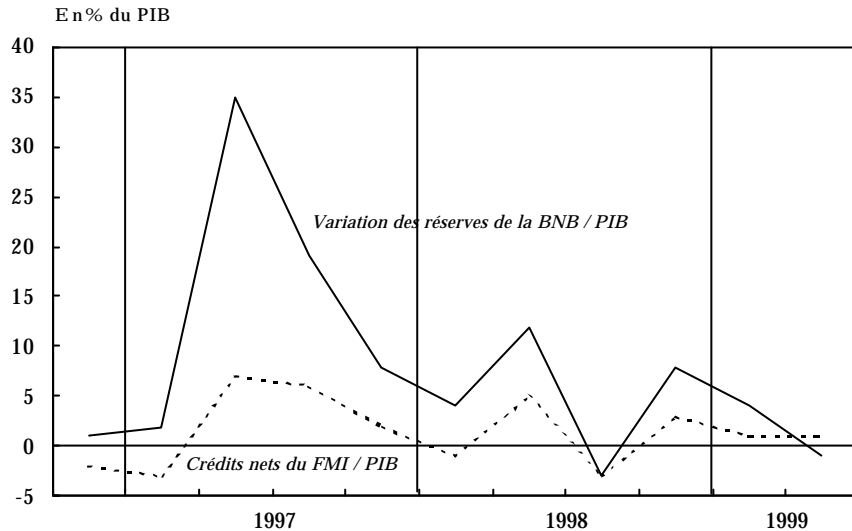
Sources : Banque nationale de Bulgarie ; Institut national de la statistique.

La Bulgarie dépend toujours fortement du financement étranger officiel. Depuis le début de la transition, les prêts du FMI, de la Banque mondiale et de l'UE ont traditionnellement assuré le soutien nécessaire de la balance des paiements. Une part croissante de l'augmentation des réserves en devises est obtenue au prix d'un endettement auprès des institutions financières internationales plus élevé (graphique 15). Alors qu'en 1997, la croissance de la dette extérieure représentait seulement 9 % de l'augmentation des réserves en devises, en 1998, ce ratio était de 68 %.

L'intention initiale du gouvernement actuel de collecter des fonds grâce à une émission d'euro-obligations a été renvoyée à plus tard, en

raison des conditions détériorées sur les marchés émergents. Leur isolement virtuel des marchés internationaux de capitaux est probablement le canal majeur d'influence de la crise financière mondiale sur les économies en transition telles que la Bulgarie.

15. Crédits nets du FMI et réserves officielles en proportion du PIB



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

Attirer des investissements directs étrangers (IDE) a été un objectif stratégique permanent de la politique économique. Dans le contexte d'un *currency board*, les IDE sont essentiels pour assurer les équilibres extérieur et budgétaire. Malgré un afflux marqué en 1997, le rythme des IDE a ralenti par la suite (504 millions de dollars en 1997 et 364 millions en 1998). Cette tendance résulte de plusieurs facteurs, allant des problèmes concernant les réformes structurelles aux opportunités peu attractives de privatisation. Après l'éclatement de la crise au Kosovo, l'impact négatif du « facteur régional » a éclipsé pour un temps de nombreuses autres considérations, en sapant la confiance des investisseurs. Il semble cependant que l'effet n'ait pas duré très longtemps, et un retour de la confiance a été observé durant les mois suivant la fin du conflit.

Le risque attaché à l'économie bulgare a été reflété par la cotation des obligations bulgares de type Brady. Une nette tendance à la hausse de leur cours a été observée en 1997. Celle-ci est étroitement corrélée avec le succès de la préparation et l'instauration du *currency board*. Depuis l'automne 1997, la chronologie des fluctuations des obligations bulgares suit celui des indices des pays dotés d'un classement similaire

et des indices synthétiques des marchés émergents, avec, néanmoins, une amplitude de fluctuations un peu plus importante dans le cas bulgare. La crise russe et des événements d'une importance mineure ont été amplifiés pour l'indice des obligations Brady bulgares. Cette plus grande sensibilité a également d'importantes répercussions internes. La tendance sur le marché intérieur des obligations d'État libellées en dollars, les ZUNK, suit également les fluctuations des obligations Brady bulgares. Par conséquent, la crise financière mondiale influence directement la situation de certaines banques qui détiennent de larges volumes de ZUNK.

Dans l'ensemble, les mouvements de capitaux ont eu un impact nuancé sur le *currency board*. Bien qu'elles n'aient pas directement menacé la stabilité du système, la crise financière mondiale et l'instabilité politique de la région ont interdit au pays un accès plus large aux capitaux étrangers. Le financement du compte courant reste donc fragile, l'équilibre de la balance des paiements dépendant de l'équilibre volatil du compte de capital (fortement dépendant lui-même de la crise mondiale).

Les tendances mondiales ont eu par ailleurs certains effets positifs. L'orientation baissière des taux d'intérêt en 1998 a été de toute façon avantageuse pour un pays débiteur. En outre, des taux d'intérêt plus faibles dans la devise de réserve du pays sont aussi le fondement de taux plus faibles sur les marchés domestiques (une partie de cet effet étant neutralisé par des rendements plus faibles sur les actifs du département d'émission investis à l'étranger). Finalement, la crise russe et la chute spectaculaire des prix de la dette russe ont permis de régler les dettes en suspens envers les deux banques de l'ancien CAEM à des termes extrêmement favorables pour la Bulgarie. En conséquence, la dette extérieure brute officielle du pays a été réduite de plus de 500 millions de dollars.

Que reste-t-il à la banque centrale dans un régime de *currency board*?

A première vue, la banque centrale apparaît être le principal perdant de l'introduction d'un *currency board*. La souveraineté monétaire est transférée à l'étranger. La marge de manœuvre de la banque centrale est fortement réduite. Elle perd le contrôle de la base monétaire; les composantes domestiques de la création de monnaie normalement gérées par la banque centrale disparaissent. Les marchés et les décisions autonomes des agents économiques déterminent l'offre de monnaie, qui est ancrée par la fixation du taux de change. La gestion de la liquidité à court terme est abandonnée; il n'y a plus de contrôle des fluctuations des taux d'intérêt, pas d'intervention sur les marchés des changes et pas

d'opération d'*open market*. La banque centrale est strictement limitée dans ses fonctions de prêteur en dernier ressort.

Mais la banque centrale est-elle vraiment perdante avec l'instauration d'un *currency board*?

Théoriquement, la Banque nationale de Bulgarie disposait d'une autonomie complète dans le cadre du régime de change flexible entre 1991 et 1996. En pratique, elle a mal géré les instruments mis à sa disposition, en raison de diverses pressions, notamment de la part des divers gouvernements. En plus, une forte conditionnalité s'imposait déjà à travers deux canaux : externe, puisque la banque centrale était contrainte par des réserves limitées ; interne, puisque les déficits publics étaient implicitement ou explicitement monétisés. La crise financière produisit un environnement hyperinflationniste en janvier-février 1997. Dans ce contexte, aucun agent économique — y compris la banque centrale — n'avait une réelle liberté de choix.

La mise en place du *currency board* fut une décision délibérée et une limitation intentionnelle des fonctions de la Banque nationale de Bulgarie. Mais, paradoxalement, une plus grande autonomie a été obtenue au prix d'une amputation de plusieurs des fonctions classiques des autorités monétaires.

— La banque centrale a été redéfinie comme une institution obéissant à des règles monétaires simples. Sa marge de manœuvre a été réduite, mais, dans le même temps, les déséquilibres possibles provenant de mesures discrétionnaires maladroites ont également été limités.

— La banque centrale a été complètement déconnectée du budget de l'État par l'interdiction de tout financement direct des déficits budgétaires.

— Les compétences en matière de réglementation et de supervision bancaire de la Banque nationale de Bulgarie ont été fortement renforcées par son nouveau statut juridique. Presque toute la réglementation prudentielle a été amendée dans le sens d'une plus grande sévérité et de règles de supervision plus resserrées.

— La banque centrale a acquis de plus grandes responsabilités dans la gestion des réserves de change. Les actifs du *currency board* (le département d'émission de la Banque nationale de Bulgarie) sont investis selon des règles très strictes pour assurer une totale sécurité, une forte liquidité et un rendement confortable.

Vraisemblablement, la seule perte tangible concerne les intérêts institutionnels immédiats de la banque centrale. Elle a été placée en régime de contrainte budgétaire dure par l'abandon des revenus précédents provenant de la taxe inflationniste, devant se limiter aux revenus tirés de la gestion des actifs extérieurs. Mais, dans le même temps, la Banque nationale de Bulgarie a gagné en transparence et en liquidité. Ses

comptes ont été apurés lors du lancement du *currency board*, et un schéma nouveau, plus transparent, a été adopté pour la présentation de l'actif et du passif de l'institution. Par sa structure même, un *currency board* doit maintenir ses actifs sous une forme très liquide et se conformer à une définition stricte des réserves de change. La politique de gestion de l'actif d'un *currency board* est toujours plus prudente et conservatrice que celle d'une banque centrale « classique ».

Un autre domaine d'influence importante, directe ou indirecte, de la banque centrale est la réglementation de la souplesse autorisée dans la gestion de la liquidité des banques commerciales.

Conformément à la nouvelle loi, la Banque nationale de Bulgarie a toujours le pouvoir de modifier le taux de réserves obligatoires. Il a été fixé à 11 % en juin 1997 et une diminution du taux est envisagée prochainement. L'utilisation de cet instrument ne peut être fréquente, mais en revanche le dispositif mis en place pour la réglementation des réserves obligatoires a laissé une flexibilité substantielle pour leur gestion au jour le jour par les banques commerciales.

Les règles d'utilisation des facilités de prêteur en dernier ressort prévues par la loi sont très strictes. Cette fonction peut exclusivement être exercée dans le cas d'une crise systémique de liquidité dans le secteur bancaire.

En ce qui concerne la gestion des actifs extérieurs des banques commerciales, la Banque nationale de Bulgarie a enlevé la monnaie de réserve (DM) de la liste des devises participant à la définition de leur position ouverte. En accord avec les principes de base du *currency board*, la conversion de leva en deutschemarks (et *vice versa*) est traitée comme ne présentant aucun risque. Cette approche a permis aux banques d'investir dans des actifs à l'étranger libellés en DM et de gérer plus efficacement leur liquidité, dans le contexte d'un champ de possibilités réduit dans l'économie bulgare.

Une avancée plus générale est l'adoption à la fin de 1999 de la nouvelle loi sur le régime de change (*Foreign Currency Law*). Un cadre presque totalement libéralisé a été adopté pour les transactions en compte courant. Les turbulences des conditions financières internationales ont invité à la prudence, et pour les transactions en compte de capital les autorités ont opté pour une philosophie plus modérée, en envisageant dans ce domaine une libéralisation plus progressive.

Dans le régime de *currency board*, la principale responsabilité pour la liquidité générale de l'économie s'est déplacée de la banque centrale au ministère des finances. L'équilibre budgétaire est crucial pour la stabilité du *currency board*. Bien que cet équilibre ne soit pas une condition *sine qua non*, il est hautement désirable de mener une politique fiscale fondamentalement saine. Un manquement durable à la stabilité budgétaire sapera inévitablement les fondations financières du système.

Durant les deux dernières années, l'ajustement budgétaire en Bulgarie fut largement le résultat d'un réalignement spontané des flux financiers. Cet ajustement positif a été supporté et étendu par une position fiscale délibérément prudente, alors que l'excédent primaire, assez considérable, était utilisé principalement pour revaloriser les dépenses courantes longtemps en déclin et certaines dépenses d'investissement.

A moyen terme, néanmoins, la politique budgétaire fait face à deux problèmes principaux.

L'équilibre doit être maintenu dans l'échéance de coûts budgétaires élevés des réformes structurelles. Beaucoup de mesures attendues (dans des domaines tels que la sécurité sociale, la santé, les retraites, l'énergie) nécessitent un important effort du gouvernement. L'accord EFF (*Extended Fund Facility*) de trois ans permet explicitement un tel effort dans des domaines soigneusement définis, en tolérant un déficit conditionnel du budget de 2,8 % pour 1999. En fait, avec un retard pour certaines mesures, l'année a été close avec un déficit de 1 %.

Un goulet d'étranglement budgétaire peut survenir à cause de dépenses d'investissement inévitables, nécessaires à l'économie après presque une décennie entière de décapitalisation. Une partie des ressources est supposée provenir du budget, en accord avec l'ambitieux programme du gouvernement d'investissement dans les infrastructures. La soutenabilité du programme est fragile, et tout changement dans les anticipations sous-jacentes peut conduire à un dérapage fiscal ou à sa révision.

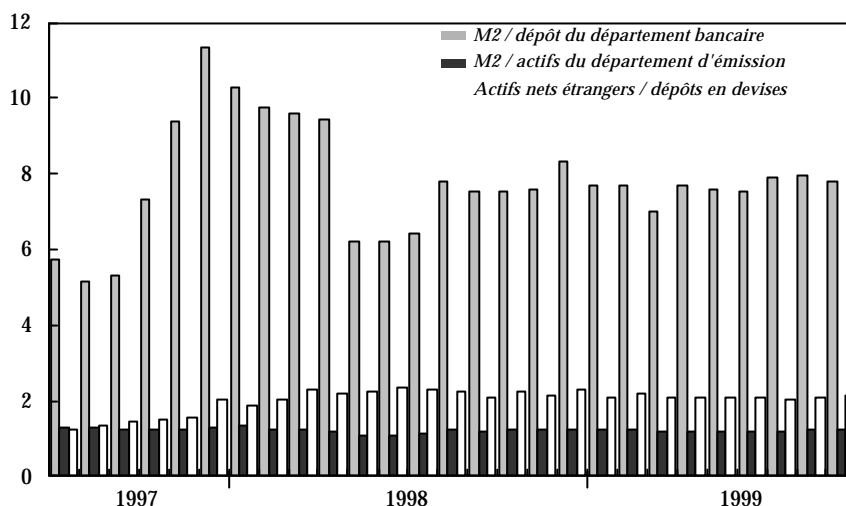
Le second problème budgétaire à moyen terme est lié au niveau de la pression fiscale dans l'économie. Il est largement admis que le niveau actuel n'est pas soutenable à long terme, puisqu'il nourrit l'économie souterraine et entrave l'augmentation nécessaire de l'épargne. Une réduction d'impôt est néanmoins conditionnée par une plus grande capacité de recouvrement des dettes fiscales, un élargissement de la base fiscale, le rétrécissement de l'intermédiation par l'État et, de façon ultime, une large reprise de l'économie.

Le débat sur la stratégie de sortie

Le *currency board* bulgare est clairement constitué comme un dispositif de long terme. Aucune modification n'est envisagée dans un futur prévisible, et il existe un large consensus que ce système remplit avec succès le besoin d'une constitution monétaire non inflationniste. L'expérience d'autres *currency board*, comme ceux de Hong Kong, d'Argentine ou d'Estonie, a prouvé que ce système est remarquablement stable et capable de faire face à des chocs de type différent et d'ampleur variable dans un cadre institutionnel inchangé. Des preuves factuelles

convaincantes montrent que le *currency board* bulgare confirme également la stabilité de ce système monétaire; une série d'indicateurs est présentée dans le graphique 16.

16. Indicateurs de stabilité du *currency board*



Source : Banque nationale de Bulgarie.

Quoi qu'il en soit, la question d'une possible stratégie de sortie a été présente dans le débat académique (dans une moindre mesure dans le débat public), depuis l'instauration du *currency board*. En outre, le vacillant « programme de sortie » lithuanien (ultérieurement abandonné) a créé un précédent, bien que ce projet soit apparemment lié à l'incompatibilité entre le rattachement de la monnaie au dollar et l'objectif d'intégrer l'UE.

En fait, la question de la sortie est celle de la logique de développement interne du *currency board*. En théorie, seules deux options sont disponibles : un retour à la flexibilité des taux de change et à une banque centrale à part entière ; ou une union monétaire. On considère seulement ces deux options, car une hypothétique sortie « en catastrophe » n'est pas le résultat d'un choix délibéré de politique, mais une décision passive face à des événements incontrôlables.

La première option n'est pas viable dans le contexte économique et institutionnel bulgare. L'expérience pré-*currency board* a montré la futilité des contraintes budgétaires sur les agents économiques et la faible crédibilité des principales institutions dans un contexte classique.

Une pression plus forte et continue pour un comportement responsable du système financier est nécessaire, et elle est assurée de manière satisfaisante par une constitution monétaire simple et non sophistiquée, qui ne permet pas la manipulation du taux de change et/ou de l'offre de monnaie.

La seconde option est plus en accord avec la logique intrinsèque du *currency board*. Pour la Bulgarie, qui vient d'être invitée à entamer des négociations d'adhésion à l'UE, la sortie naturelle d'un *currency board* est l'intégration à l'UEM.

Cette perspective est explicitement incluse dans la définition du *currency board* bulgare. La loi sur la Banque nationale de Bulgarie (le cadre institutionnel du *currency board*) stipule un passage automatique du deutschemark à l'euro, qui s'est effectivement produit le 1^{er} janvier 1999. Ceci délivre d'une opération complexe et risquée, qui, si le lev avait été rattaché au dollar, aurait été nécessaire dans le cadre de l'accession de la Bulgarie à l'UE.

Une période suffisamment longue de fonctionnement en régime de *currency board* peut devenir un atout pour un pays cherchant à intégrer la zone euro. Cette période verra s'accumuler un « acquis de stabilisation » précieux. Le fonctionnement sans heurts à long terme du *currency board* est hautement désirable pour au moins deux raisons : stabiliser les paramètres macroéconomiques, ouvrant ainsi la voie à une convergence anticipée vers les critères de Maastricht; obtenir que les agents économiques fassent l'apprentissage d'un environnement similaire à celui de l'UEM, en incorporant un grand nombre des caractéristiques principales (et des contraintes financières) propres à la zone euro. Il convient d'observer, en particulier, qu'un *currency board* incorpore beaucoup de principes du Système européen des banques centrales (SEBC) — indépendance, autonomie de décision et instruments de politique monétaire limités, taux de change fixe, interdiction du financement des déficits budgétaires. Dans ce contexte, la stabilisation du *currency board* peut s'avérer être la meilleure voie pour préparer la convergence de la Bulgarie vers les critères économiques et monétaires de l'UEM.

Le point le plus délicat se pose au moment de l'adhésion. Bien que le statut du *currency board* puisse présenter des caractéristiques essentielles d'une banque appartenant au SEBC, ces institutions ne sont évidemment pas identiques, la première étant incompatible sur plusieurs points avec le cadre juridique de l'UE. Le SEBC, notamment, suppose un ensemble beaucoup plus sophistiqué d'instruments de politique monétaire.

Pour préserver « l'inertie stabilisatrice » du *currency board*, cependant, une approche spécifique pourrait être envisagée. Une certaine modification du schéma défini pour les « pré-in » qui rejoignent

l'UEM donne une stratégie de sortie claire pour ceux des pays candidats à l'UE qui, comme la Bulgarie, se trouvent dans un régime de *currency board*. Le chemin optimal — quoique non orthodoxe — semble être de maintenir ce régime jusqu'à l'accession à l'UE et d'adopter immédiatement l'euro en omettant la phase II du Système monétaire européen (SME). Un passage par la phase II du SME n'apparaît pas nécessaire, puisque le *currency board* va au-delà, en fournissant un rattachement à l'euro encore plus fort. Un pays avec un *currency board*, qui a adopté au préalable l'acquis communautaire dans le domaine monétaire, peut être complètement prêt à adopter l'euro au moment même de son entrée à l'UE. En effet, les objectifs de base du *currency board* et de la phase II du SME sont identiques : assurer la discipline du taux de change et la discipline financière et favoriser la convergence nominale pour respecter les critères d'accession à la troisième phase de l'UEM. La ré-introduction de la flexibilité du taux de change pendant au moins deux ans, en autorisant une marge de fluctuation de plus ou moins 15 %, apparaît donc comme superflue. Elle induirait un relâchement des restrictions que le pays a pratiquées pendant longtemps sous le régime du *currency board*. Un tel retour en arrière pourrait générer des risques importants de déstabilisation et pourrait être considéré comme une invitation pré-annoncée à une attaque spéculative.

Dans tous les cas, l'adoption de la monnaie unique est le point ultime de l'intégration à l'espace économique européen. Cet acte présuppose que le pays accédant a parcouru le long chemin de réformes institutionnelles et structurelles, et qu'il a accompli l'effort pour une convergence de sa politique macroéconomique vers celle des pays membres de l'UE.

Récemment, un autre plan d'union monétaire a été discuté dans le contexte d'une recherche de solutions à la crise financière mondiale. Le plan de « dollarisation » complète de l'économie argentine a été présenté comme une nouvelle option pour une stratégie de sortie.

Dans sa forme négociée, cette idée correspond à peu près complètement au scénario de l'UEM. Si l'Argentine « dollarise » avec un revenu de seigneurage assuré et un engagement de la Réserve fédérale à agir en tant que prêteur en dernier ressort (hypothèse hautement improbable), ce pays suivra exactement la logique de sortie d'un *currency board* vers l'UEM. La dollarisation non négociée correspond, à l'inverse, à une adoption unilatérale de l'euro sans aucun lien avec l'UE. Certains économistes en Bulgarie ont récemment prôné cette idée. Comme en Argentine, le raisonnement sous-jacent est d'assurer un rattachement irréversible, pour augmenter la crédibilité (qui n'est pas complète dans un régime de *currency board*) et d'augmenter l'attractivité de l'économie pour les investisseurs étrangers.

Les insuffisances d'une telle stratégie sont nombreuses. Elle établit le système monétaire le plus contraignant en éliminant même les instru-

ments résiduels de la flexibilité monétaire disponibles en régime de *currency board* — la manipulation des réserves obligatoires et certaines facilités de prêteur en dernier ressort. L'offre monétaire est alors entièrement subordonnée à la situation du pays de la monnaie de réserve. Ce qui est plus grave, la monnaie adoptée (l'euro) serait en fait un « substitut » — une monnaie « incomplète » —, sans banque centrale. Les restrictions monétaires augmenteraient, mais sans être accompagnées des avantages d'une pleine adhésion à l'infrastructure institutionnelle de l'UEM européenne. L'institution monétaire « résiduelle » (si elle est retenue) n'aura ni le pouvoir de vote dans la BCE, ni les droits et les instruments des banques centrales des pays de l'UE. Toute union monétaire prématurée ne donnera pas sa pleine mesure et ne procurera pas tous les avantages attendus de la monnaie unique et d'une pleine adhésion au SEBC. Une telle opération signifierait la simple « transplantation » d'une monnaie, un « ancrage » mécanique à l'UEM, mais sans les libertés essentielles de circulation des biens, des capitaux et des personnes entre le pays « transplantant » et la zone euro.

L'objectif d'une stratégie de sortie n'est pas de multiplier les restrictions monétaires déjà importantes sous le régime de *currency board*. Avec ce régime en place, la possibilité d'augmenter la crédibilité de l'économie n'appartient plus au domaine monétaire. Rappelons la fameuse maxime monétariste selon laquelle dans *le long terme, la monnaie n'importe pas pour l'économie réelle*. L'ensemble des problèmes de réformes structurelles ne peut être résolu avec les instruments de la politique monétaire, même si ces derniers exerçaient des contraintes monétaires encore plus dures (une union monétaire) que le *currency board*. Plus exactement, l'opposé est vrai : l'économie doit mûrir pour une telle union monétaire, et, en attendant, le *currency board* fournira un cadre de stabilité suffisamment sûr qui rendra possibles les réformes structurelles nécessaires.

Si la crédibilité ne peut être améliorée qu'au prix d'une suppression totale de la monnaie nationale, cela signifie que le pays fait face à des problèmes structurels si importants qu'ils ne peuvent pas être résolus par une union monétaire avec une économie beaucoup plus développée. Ce n'est pas le cas de la Bulgarie. Pour celle-ci, comme pour les autres pays opérant avec un *currency board*, le vrai défi est le soutien, toujours hésitant et en retard, de la part des réformes structurelles de fond.